

POSITION

Des questions qui font réfléchir les investisseurs

«L'environnement exige de
LA DISCIPLINE»

Entretien avec Bert Flossbach

ANALYSE

Combien l'Allemagne
travaille-t-elle réellement ?

PORTEFEUILLE

Diversification
numérique

OBLIGATIONS

Protection
et opportunités



La Bourse offre ces jours-ci à son public une image à deux vitesses. D'un côté, les grandes entreprises technologiques américaines s'imposent. Elles représentent désormais plus de 40% du marché actions américain et jouent un rôle moteur dans le développement de l'intelligence artificielle, avec des investissements annuels de plusieurs centaines de milliards de dollars. Les espoirs de croissance qui y sont associés sont élevés et les valorisations boursières parfois exigeantes, laissant peu de place aux déceptions. Reste à savoir si ces dépenses colossales finiront par porter leurs fruits.

À l'opposé, on trouve un grand nombre d'entreprises solidement positionnées dont les actions affichent des valorisations modérées. Beaucoup appartiennent à des secteurs plus défensifs – biens de consommation, santé. Leur potentiel de croissance est certes moins spectaculaire, mais leurs risques fondamentaux le sont tout autant. Investir dans ces entreprises, c'est accéder à des activités prévisibles à un prix relativement attractif.

Dans cet environnement, la discipline est essentielle pour les investisseurs. Des attentes de rendement réalistes, une analyse lucide des valorisations individuelles et une structure de portefeuille équilibrée n'ont jamais été aussi importantes.

Flossbach von Storch **POSITION**

1/2026

Flossbach von Storch Invest S.A. présente le magazine trimestriel
de notre gestionnaire de fonds Flossbach von Storch SE.

Abonnez-vous gratuitement à la version anglaise de notre magazine.



EN UN MOT

Une nouvelle année marquée par des turbulences politiques est désormais derrière nous. La guerre commerciale menée par Donald Trump est presque tombée dans l'oubli. En revanche, la guerre sanglante en Ukraine, au cœur de l'Europe, ne l'est pas, malgré les annonces tonitruantes du président américain, qui s'est autoproclamé artisan de paix.

L'Europe se trouve à la croisée des chemins. Et pas seulement en raison de la menace russe. Les dettes publiques continuent d'augmenter, toujours plus vite. La population vieillit, tandis que la relève manque. La croissance et l'innovation prospèrent aujourd'hui ailleurs.

Des réformes majeures sont indispensables pour rendre à nouveau le « vieux continent » compétitif et donc apte à relever les défis de l'avenir. Reste à savoir si les gouvernements, confrontés à la montée des forces populistes, auront le courage de les engager, et si les électeurs feront preuve d'assez de patience.

En tant qu'entrepreneurs et investisseurs, nous évoluons ainsi dans un contexte complexe. D'un côté, nous devons agir avec pragmatisme et ne jamais renoncer à notre optimisme

entrepreneurial. De l'autre, il serait irresponsable d'ignorer les dérives politiques et les risques.

Ces dernières années, nous avons entrepris de nombreuses démarches afin de préparer durablement l'avenir. Nous avons réparti les responsabilités sur plusieurs épaules en élargissant et en rajeunissant la direction. Le Dr Tobias Schafföner, le Dr Till Schmidt et Marcus Stollenwerk ont ouvert la voie. Avec les nominations de Christian Schlosser et du Dr Tobias Hirsch en janvier, la direction est désormais complète. Ces deux collègues sont responsables respectivement de la distribution des fonds ainsi que de l'informatique et des données.

Nous avons également modifié notre forme juridique. Notre société anonyme allemande est devenue une société européenne, une Societas Europaea.

Notre ambition est d'établir l'entreprise comme une institution indépendante sur le long terme, capable de traverser les générations. À l'avenir également, nous agissons exclusivement dans l'intérêt de nos clients et investisseurs, en défendant leurs intérêts. Votre confiance est à la fois une motivation et une responsabilité. Nous vous en remercions sincèrement.

Bonne lecture !

Kurt von Storch

Cofondateur et propriétaire de Flossbach von Storch SE



Flossbach von Storch POSITION 1/2026

VISION DU MONDE

- À la loupe
- 6 **Combien travaille-t-on en Allemagne**
- Devises
- 12 **La zone euro –
une zone monétaire optimale ?**
- Croissance économique
- 20 **L'essor de l'Espagne**
- Colonne
- 24 **Courrier de Shanghai**

STRATÉGIE DE PLACEMENT

- Title
- 26 **« Il y a rarement eu autant d'actions
affichant des valorisations attrayantes »**
- Artificial intelligence
- 32 **Une conviction ne fait pas une stratégie**
- Stock market euphoria
- 36 **Et pour finir, la gueule de bois**
- Dossier
- 40 **Comme l'humain en mieux**
- 46 **Diversification numérique**
- 50 **L'innovation, un réel besoin**
- 53 **La santé - une composante essentielle
du portefeuille**
- Obligations
- 56 **Protection et opportunités**

CONTEXTE

- Contribution des invités
- 60 **Endettement des États et financement
de la guerre**
- 66 Glossaire

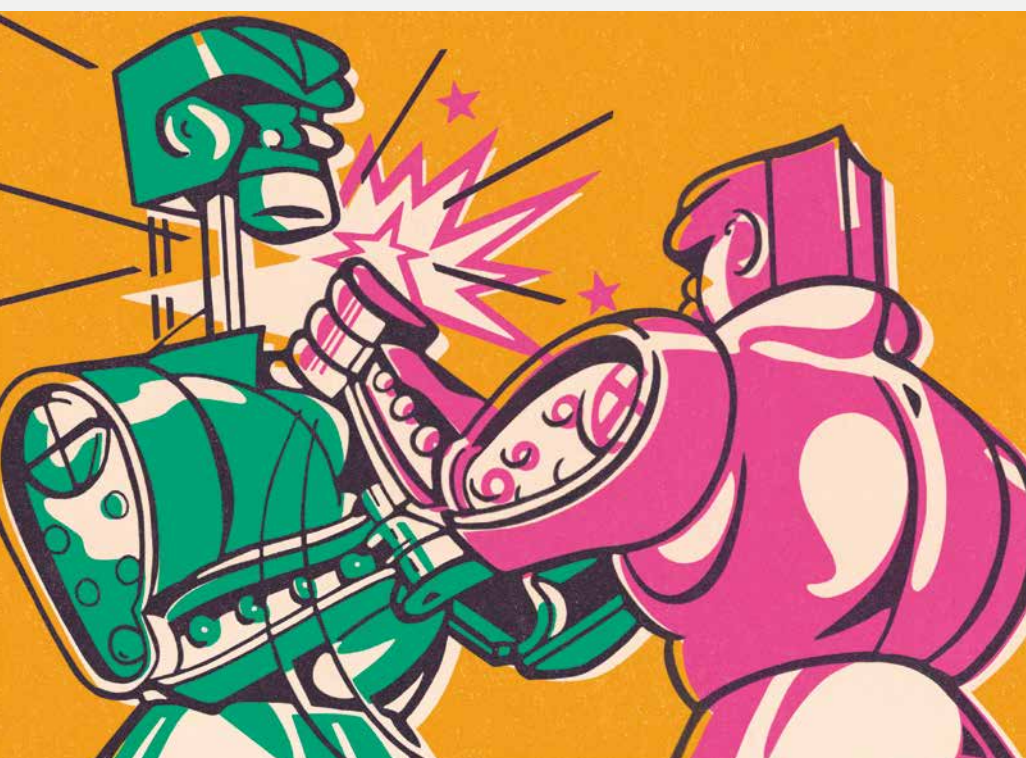


Devises

La zone euro – une zone monétaire optimale ?

Une union monétaire offre de nombreux avantages, du moins en théorie. Dans la pratique, la réalité est différente.

12



Artificial intelligence

Une conviction ne fait pas une stratégie

L'intelligence artificielle transforme le monde. Mais, du point de vue des investisseurs, est-il judicieux d'orienter un portefeuille exclusivement sur cette thématique ?

32



Contribution des invités

Endettement des États et financement de la guerre

Les guerres laissent de traces dans les finances publiques. Une perspective historique par Werner Plumpe.

60

À LA LOUPE

Dans notre nouvelle rubrique, nous explorons des questions qui reviennent fréquemment dans la vie de tous les jours ou dans les médias. Face à la polarisation du monde, nous souhaitons apporter un éclairage factuel à ces interrogations. Aujourd'hui, nous avons choisi de nous intéresser à la question suivante :

?

Combien travaille-t-on en Allemagne

Julian Marx

L'Allemagne est le pays où l'on travaille le moins. C'est du moins ce que disent les chiffres de l'OCDE. Alors, les Allemands sont-ils fainéants ?

L'Allemagne connaît une immense pénurie de main-d'œuvre. Presque tous les secteurs d'activité peinent à recruter par manque de candidats. Que ce soit dans le domaine du génie électrique, de la petite enfance ou de l'informatique, les besoins sont criants – ne parlons pas de la restauration, de l'artisanat ou des transports publics de proximité, pour ne citer que quelques exemples). L'Institut économique allemand (IDW) estime que le nombre de postes non pourvus dans le pays pourrait atteindre 768 000 en 2028. Une question s'impose : comment remédier à cette situation ?

La réponse paraît simple, comme l'expliquait le chancelier Friedrich Merz en mai dernier : « Dans ce pays, il nous faut de nouveau travailler plus et surtout plus efficacement », a-t-il déclaré, avant de poursuivre : « La semaine de quatre jours et l'équilibre travail-vie privée ne nous permettront pas de préserver notre niveau de prospérité. »

Par cette deuxième affirmation, le chancelier laisse entendre que de nombreux Allemands auraient pris de trop grandes aises sur le plan professionnel. Qu'en est-il réellement ? Travaille-t-on vraiment trop peu en Allemagne ?

L'ALLEMAGNE EN QUEUE DE PELOTON

Les chiffres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) dressent en tous cas un tableau qui n'a rien de rassurant :

pas un des 37 autres pays membres n'affiche un nombre moyen d'heures travaillées aussi faible que l'Allemagne. En 2024, un actif allemand ne travaillait que 1 331 heures, soit 405 heures de moins que la moyenne de l'OCDE.

Avec le Danemark, l'Allemagne est le seul pays de l'OCDE où la durée du travail par an est inférieure à 1400 heures en moyenne. À l'inverse, en tête du classement, le Mexique compte environ 2 200 heures travaillées par an et par personne. Dans l'Union européenne (UE), c'est la Grèce qui remporte la palme avec près de 1 900 heures travaillées par an et par habitant, devant les États-Unis, qui avoisinent pour leur part 1 800 heures par an (voir graphique 1).

De ce point de vue, la durée moyenne du travail en Allemagne constitue un signal alarmant, notamment pour la compétitivité du pays sur le plan international. Cette statistique pourrait s'expliquer – du moins en comparaison extra-européenne, donc peu ou prou par rapport aux États-Unis – par le nombre plus élevé de jours de congé. En 2024, les actifs allemands avaient en moyenne droit à 31 jours de congé, contre 10 à 20 jours aux États-Unis selon les secteurs d'activité. Dans le cas du Mexique, premier du classement, le nombre élevé d'heures travaillées s'explique par le fait que la semaine de travail y est en règle générale de six jours, au lieu des cinq jours réglementaires de ce côté-ci de l'Atlantique. Par ailleurs, une particularité statistique vient déformer la pertinence de cet indicateur.

QUID DU TEMPS PARTIEL ?

En petites lettres, l'OCDE met déjà en garde contre les risques d'interprétation erronée de ces moyennes annuelles. Il faut savoir qu'en Allemagne, le temps de travail est biaisé par un fort recours au temps partiel : quelque 29% des actifs allemands entre 15 et 64 ans n'occupent pas un emploi à plein temps. Dans l'Union européenne, seuls les Pays-Bas et la Suisse affichent des proportions plus élevées, autour de 40%. Dans l'UE (en moyenne) comme aux États-Unis, a contrario, la part du temps partiel est inférieure à 20%.

Toutefois, ce taux élevé de temps partiel peut être considéré comme très positif, car fortement corrélé à un taux d'emploi plus élevé des femmes, lesquelles représentent en Allemagne près de 50% de la main-d'œuvre à temps partiel. Au premier trimestre 2025, 74% des femmes allemandes entre 15 et 64 ans étaient ainsi en activité. Si l'Allemagne se retrouve en queue de peloton lorsque l'on observe le temps de travail moyen par an, elle se place en haut du classement pour ce qui est du taux d'activité des femmes. Par comparaison, le taux moyen d'activité des femmes dans l'OCDE est d'à peine 64%, soit 10 points de moins (voir graphique 1).

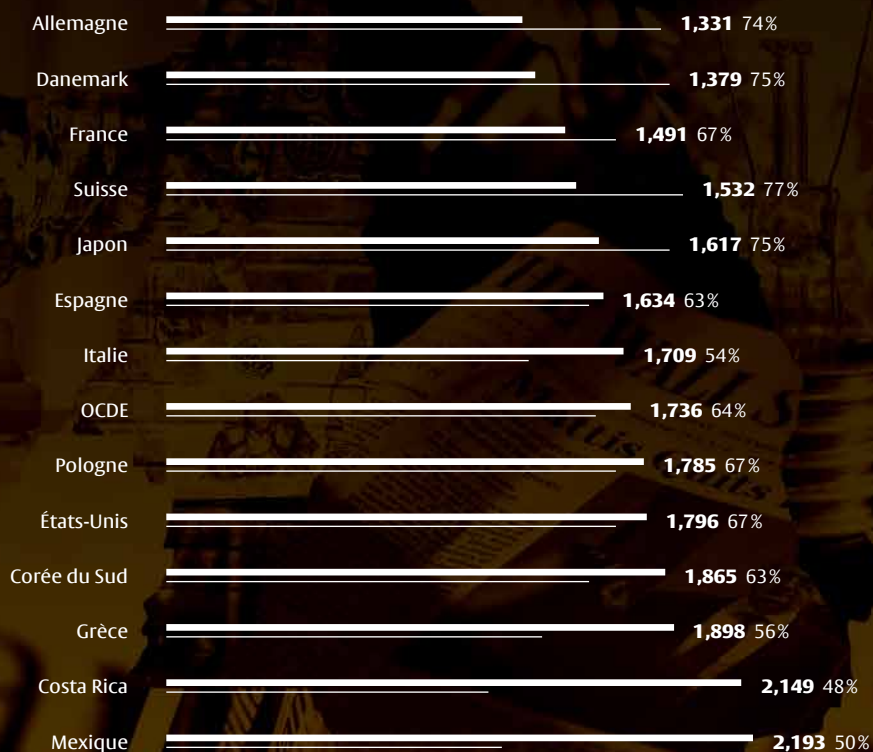
Le temps de travail moyen par an n'est donc pas un indicateur suffisant, comme le montre là aussi la comparaison avec l'Italie : si le nombre moyen d'heures travaillées par an s'y élève à →

Graphique 1
L'Allemagne en queue ou en tête de peloton

— Temps de travail annuel moyen par actif en 2024

— Part des femmes en activité dans la tranche d'âge 15-64 ans

Sources : OCDE, LSEG Datastream, Flossbach von Storch, données en septembre 2025



Graphique 2
L'Allemagne dans le top 20
Produit intérieur brut (PIB) par tête de l'Allemagne comparé à 194 autres pays (en dollars)

Position de l'Allemagne dans le classement mondial du PIB par habitant

Sources : LSEG Datastream, Flossbach von Storch, données au 31 décembre 2025



1 700, le taux d'activité des femmes âgées de 15 à 64 ans n'y était que de 54% au premier trimestre de l'année écoulée. Autrement dit, le taux d'activité des femmes allemandes apparaît près de 40% supérieur à celui de leurs homologues italiennes. « Mamma Mia », pourraient penser certains observateurs.

Le taux d'activité des hommes affiche lui aussi des disparités significatives. Si, en Allemagne, environ 80% des hommes âgés de 15 à 64 ans exerçaient une activité, ce chiffre n'était que de 77% en moyenne dans l'OCDE et de 71% seulement en Italie.

Conclusion : en elle-même, la durée moyenne du travail par an n'est pas très parlante. La part (ou le nombre) de personnes occupant un emploi (à temps partiel) rapportée au volume d'emploi total constitue un indicateur tout aussi pertinent. Dans ce contexte, l'exemple allemand est plutôt positif, dans la mesure où le nombre de personnes en activité est supérieur à la moyenne.

QUESTION DE QUANTITÉ ET DE QUALITÉ

De nos jours, en Allemagne, une part toujours plus grande de la population se partage le volume total de travail, un constat qui tient notamment à la participation nettement accrue des femmes au marché de l'emploi. De ce point de vue, le temps de travail moyen par personne en activité a chu-

té d'environ 13% depuis 1994, plaçant désormais l'Allemagne au même niveau que la Suisse. Et si l'on considère le nombre total d'heures travaillées, une évaluation de l'Institut pour la recherche sur l'emploi (IAB) fait état d'une légère augmentation ces 30 dernières années, de 58 119 millions d'heures en 1994 à 61 364 millions en 2024, soit près de 6%.

Il apparaît donc que la diminution de la durée moyenne du travail a été plus que compensée par une hausse de la participation au marché de l'emploi. Il y a là de quoi se réjouir, d'autant que la population en âge de travailler (entre 20 et 64 ans) a diminué d'environ 5% en 30 ans, mettant déjà ainsi sous pression l'offre de main-d'œuvre potentielle.

TEMPS TRAVAILLÉ ET PRODUCTIVITÉ

Cela dit, la précaution reste de mise si l'on souhaite analyser la productivité par le seul prisme du nombre d'heures travaillées. En effet, dans les économies développées, celle-ci est de plus en plus une question de capital humain et d'emploi (efficacité) due ce capital. C'est pourquoi il existe des écarts importants entre pays au regard de leur production économique annuelle. Si l'on considère le produit intérieur brut (PIB) par habitant en dollars, la Suisse occupe le haut des classements internationaux depuis des décennies – et ce, « malgré » un temps de

travail annuel moyen de 200 heures inférieur à la moyenne de l'OCDE, et « malgré » un taux de temps partiel record de plus de 60% chez les femmes âgées de 20 à 64 ans. L'an dernier En 2024, le PIB suisse par habitant a une fois encore dépassé le seuil de 100 000 dollars. Seuls deux autres pays encore moins peuplés, l'Irlande et le Luxembourg, ont réussi à faire de même, probablement en raison des avantages que leur confère leur statut de « paradis fiscal » en Europe.

La Suisse a donc un PIB par habitant environ huit fois plus élevé que le Mexique, pourtant champion de l'OCDE en nombre d'heures travaillées. L'Allemagne, quant à elle, se classe là aussi parmi les pays les plus productifs, avec un PIB par habitant autour de 60 000 dollars. Parmi les 195 pays considérés, l'Allemagne demeure invariablement dans le top 20 (et plus précisément à la 18e place, selon les derniers chiffres en date). De ce point de vue, la situation n'a pas vraiment changé depuis le début des années 2000 (voir graphique 2). De même, au sein de l'OCDE, l'Allemagne se place dans le tiers le plus productif.

Évidemment, le PIB par habitant mesuré en dollars reste un indicateur peu précis de la productivité et de la force d'une économie, et pour cause : il est soumis à des fluctuations de change qui n'ont souvent que peu de rapport avec la production



économique réelle. Il convient également de noter que de nombreux pays mieux classés que l'Allemagne sont relativement plus petits et bénéficient d'avantages particuliers. Par exemple, le Qatar et la Norvège, qui comptent respectivement trois et presque six millions d'habitants, exploitent toute la richesse de leurs matières premières à travers les exportations de pétrole et de gaz.

Il serait donc plus juste de voir les choses ainsi : le seul nombre d'heures travaillées ne dit rien de la « qualité » du travail effectué. Partant de ce constat, on pourrait donc reformuler la question. Au lieu de s'interroger sur la quantité (combien travaille-t-on en Allemagne ?), il serait préférable de s'intéresser à la qualité (travaille-t-on bien en Allemagne ?).

Si l'on considère le PIB par habitant, on constate de nouveau qu'en termes relatifs, le pays n'a pas à rougir dans les comparaisons internationales.

ET SI ON CHANGEAIT ENCORE DE PERSPECTIVE ?

Le sujet se complexifie encore si l'on cherche à prendre un peu de recul par rapport à des considérations économiques de court terme. Par exemple, l'espérance de la durée de vie active dans des sociétés marquées par un vieillissement de leur population joue un rôle de plus en plus prépondérant. Une fois de plus, l'Allemagne affiche un

score honorable, avec une durée de vie active attendue d'environ 40 ans à l'heure actuelle, selon les chiffres d'Eurostat – soit nettement au-dessus de la moyenne de l'UE, située à 37 ans. Seuls le Danemark, les Pays-Bas, la Suède et la Suisse affichent des durées de vie actives sensiblement plus longues, entre près de 43 et 44 ans.

Généralement moins pertinente du point de vue économique, mais plus importante du point de vue sociétal, se pose aussi la question du travail non rémunéré (éducation des enfants, soins apportés à l'entourage proche, travail bénévole, etc.). Selon la dernière enquête de l'Office fédéral allemand de la statistique sur l'utilisation du temps, les plus de 18 ans effectuent en moyenne presque deux heures de travail bénévole, donc non rémunéré, par semaine. Mais il est vrai que ces deux heures hebdomadaires sont réparties très inégalement, dans la mesure où « seuls » 37% des plus de 10 ans s'engagent bénévolement.

Cependant, d'autres chiffres viennent éclairer l'ampleur de ce phénomène. Selon le Comité olympique allemand (COA), en Allemagne, ce sont plus de 500 000 personnes qui possèdent un brevet d'entraîneur et qui effectuent chaque mois quelque 10,8 millions d'heures de bénévolat, permettant ainsi entre autres à des millions d'enfants et de jeunes d'accéder à une forme peu coûteuse de vivre-ensemble. Une utilité soulignée par une étude menée en 2023 par le ministère fédéral de

la Famille, des personnes âgées, des femmes et de la jeunesse : les enfants et adolescents qui ont une pratique sportive régulière sont globalement en meilleure santé que ceux qui ne font pas de sport, et ce, tant grâce aux bienfaits de l'activité physique que par les liens sociaux créés. En ce sens, le bénévolat apporte une contribution essentielle à l'économie, et, in fine, à la société, en ce qu'il permet aux enfants et aux adolescents de devenir des adultes en bonne santé, et donc, productifs.

Par ailleurs, le sport n'est pas le seul domaine qui bénéficie d'un fort engagement bénévole. Fin 2022, on comptait en Allemagne pas moins d'un million de pompiers volontaires. En l'occurrence, outre les risques physiques auxquels ils sont confrontés, les pompiers en intervention doivent régulièrement faire face à des risques psychiques et émotionnels, notamment lorsque des vies humaines sont en jeu.

Les exemples d'activités non rémunérées mais particulièrement utiles à la société ne manquent donc pas. Cet indicateur, tout comme celui de la durée de vie active, supérieure à la moyenne de l'UE, montre combien il est difficile de parvenir à faire le tour complet de la question du temps de travail.

FAINÉANT, VOUS AVEZ DIT FAINÉANT ?

En mai dernier, la formule du chancelier Friedrich Merz, « travailler plus et

surtout plus efficacement », a suscité de vives réactions, tout comme son affirmation selon laquelle le maintien de la prospérité ne serait pas compatible avec la semaine de quatre jours et l'équilibre travail-vie privée. Dans un contexte de crise économique, il est fort probable que ses déclarations provocantes, peut-être à dessein, aient eu pour but de raviver le débat sur la préservation de la prospérité dans une société vieillissante.

Les données à long terme ne révèlent donc pas un franc désamour des Allemands pour le travail. Dans l'ensemble, ces derniers ne sont ni fainéants dans l'absolu, ni plus fainéants qu'avant. Au contraire, le volume total de travail a plutôt légèrement augmenté ces dernières décennies. En sachant que, sur la même période, la population en âge de travailler (entre 20 et 64 ans) a légèrement diminué, ce constat apparaît d'autant plus positif.

La diminution du temps de travail moyen par actif s'explique également par l'évolution du marché du travail, et notamment par la participation aujourd'hui accrue des femmes au marché du travail en Allemagne. Sur la question de l'équilibre entre travail et vie de famille, la semaine de quatre jours décriée par le chancelier pourrait donc au contraire permettre autant que faire se peut aux deux parents de travailler, dans une société moderne. Dans ce domaine, seuls quelques pays comme le Danemark, les Pays-Bas et la Suisse sont

plus avancés que l'Allemagne – et ces trois pays sont, tous sans exception, encore plus compétitifs du point de vue du PIB par habitant. Ainsi, le temps de travail moyen par an tel que présenté par l'OCDE est à considérer avec des pincettes et à replacer dans un contexte plus large.

Au vu des données disponibles, il est donc difficile de traiter l'Allemagne dans sa globalité de pays « fainéant », y compris par rapport à d'autres nations. Une conclusion qui vaut également pour de nombreuses autres économies moins productives. Lorsque, dans certaines zones rurales d'Afrique, les femmes et les hommes doivent parfois parcourir des kilomètres pour remplir leurs bidons d'eau potable, on ne peut pas dire qu'ils soient productifs au sens économique du terme, mais ils ne sont pas fainéants pour autant. En résumé, dans un monde polarisé où les extrêmes gagnent du terrain, il est indispensable de continuer à faire preuve de nuance, du moins si l'on souhaite cerner et résoudre les problèmes qui se posent à nous. ♦

Julian Marx est analyste chez Flossbach von Storch SE à Cologne.

**Il serait donc plus juste de voir les choses ainsi :
le seul nombre d'heures travaillées ne dit rien de la « qualité » du travail effectué.
Partant de ce constat, on pourrait donc reformuler la question.**

La zone euro



une zone monétaire optimale ?

En théorie, une monnaie commune peut présenter des avantages pour les économies nationales, si tant est que certaines conditions soient réunies.

Gunther Schnabl



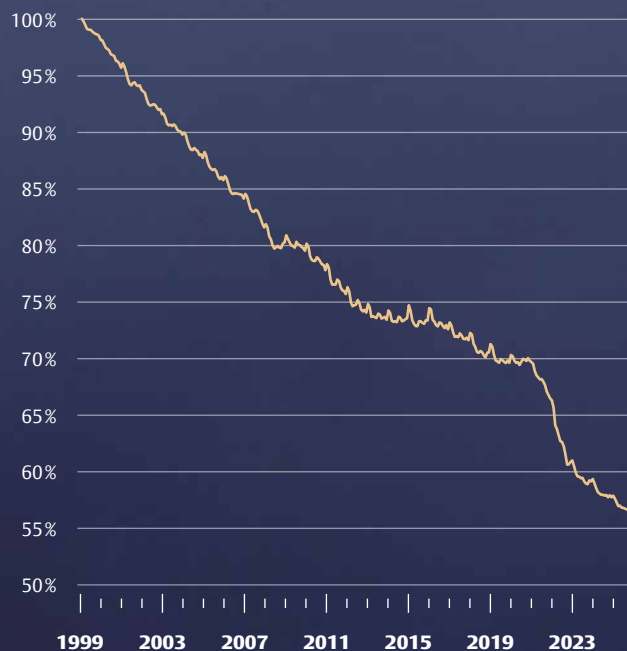
Le 1er janvier 2026, la Bulgarie a rejoint la zone euro, qui compte désormais 21 membres. La présidente de la Banque centrale européenne (BCE), Christine Lagarde, a assuré aux Bulgares que l'euro leur apporterait « prospérité et sécurité ». Le cycle conjoncturel de la Bulgarie étant, selon ses dires, étroitement lié à celui de la zone euro, l'adoption de la monnaie unique serait pour le pays une évidence.

En formulant des prévisions aussi ambitieuses, Mme Lagarde ne fait que perpétuer la tradition qui prévaut lors des célébrations officielles de ce type. Déjà, à la création de l'euro en 1999, le président français Jacques Chirac avait promis à ses compatriotes que la monnaie commune ferait de l'Europe un « pôle de stabilité ». Quant au chancelier allemand Gerhard Schröder, il voyait dans le lancement des billets et des pièces en euros, en 2002, la promesse de temps meilleurs que sous l'ère du mark allemand.

UNE AMBIANCE MOROSE

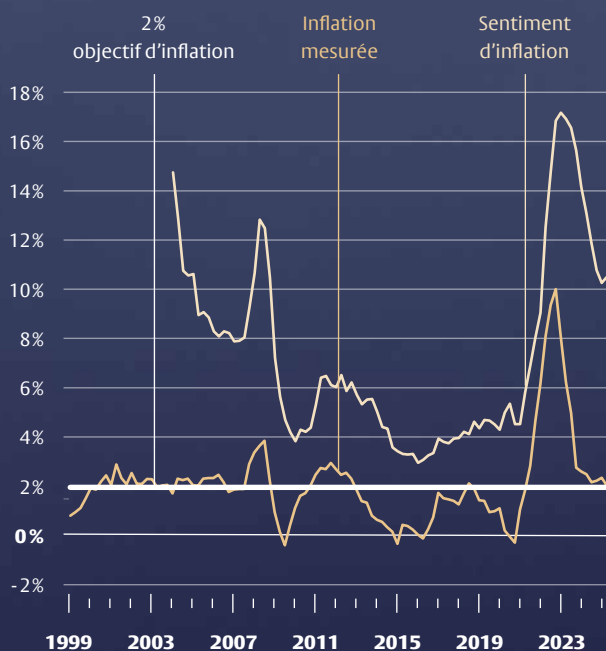
Ces déclarations ont toutefois de quoi laisser songeur, car, de nos jours, le moral des acteurs est loin d'être au beau fixe. L'économie de la zone euro fait du surplace, les inégalités entre les États membres ont explosé, le pouvoir d'achat de l'euro est en berne et, à environ 10%, l'inflation ressentie est nettement supérieure à l'inflation mesurée (autour de 2%).

La zone euro est-elle donc une zone monétaire optimale pour les Européens ? Selon Robert Mundell, qui a obtenu le prix Nobel en 1998 pour ses travaux sur le sujet, une zone monétaire peut être qualifiée d'optimale si tous les pays qui la composent suivent le même cycle économique. En effet, lorsqu'un pays est en phase de récession alors que ce n'est pas le cas de ses voisins, la banque centrale de la zone ne peut pas fixer de taux directeur optimal : si elle baisse son taux pour aider le pays en crise, elle alimente l'inflation dans



Graphique 1
Une importante érosion de valeur depuis l'introduction de l'euro ...
Évolution du pouvoir d'achat

Source : BCE et calculs propres sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), données en décembre 2025



Graphique 2
... qui engendre une perte de confiance dans la monnaie commune
Inflation mesurée et inflation ressentie au sein de la zone euro

Source : Oxford Economics et Commission européenne.
Inflation ressentie comme médiane, données en décembre 2025

le reste de la zone. Si, au contraire, elle augmente son taux pour ralentir la hausse des prix dans les pays en expansion, elle aggrave les difficultés du pays en crise.

LA SOLUTION : LA MOBILITÉ DU TRAVAIL ...

Lorsque des décalages conjoncturels sont probables, il est alors préférable d'avoir un système de taux de changes flexibles, à moins que la mobilité du travail ne soit suffisante pour compenser les écarts. Dans ce cas, les prix et les salaires diminuent fortement dans le pays en crise et les chômeurs émigrent vers les pays économiquement mieux lotis.

Or, dans l'Europe des années 1990, les marchés du travail étaient tout sauf flexibles. C'est pourquoi à l'époque, de nombreuses voix ont mis en garde contre une union monétaire dans une Europe de l'Ouest hétérogène. Malgré tout, la monnaie unique a vu le jour, avec toutefois un défaut de fabrication rappelé par l'ex-chancelière Angela Merkel au plus fort de la crise de l'euro : « Ce qu'il manque à la zone euro, c'est une politique budgétaire et sociale commune qui permettrait de synchroniser automatiquement les cycles conjoncturels. »

... OU UNE POLITIQUE BUDGÉTAIRE ET SOCIALE COMMUNE

Dans le cadre d'une union politique, si un pays comme la France était en expansion et l'un de ses voisins, comme l'Allemagne, était en crise, le contribuable français verserait davantage d'impôts au pot commun à Bruxelles, compensant ainsi la baisse des recettes fiscales outre-Rhin. Les cotisations sociales acquittées par la France permettraient à l'Allemagne d'octroyer davantage de prestations sociales, et donc de stabiliser sa situation économique. Toutefois, aujourd'hui comme hier, l'union budgétaire et sociale ne semble pas à l'ordre du jour dans l'UE.

Au lieu de cela, en 1990, la Commission européenne avait fait valoir que la suppression des fluctuations de change entraînerait une synchronisation des cycles conjoncturels du fait de l'intensification des échanges commerciaux entre les pays de l'Union. Par ailleurs, Robert Mundell avait démontré dans des travaux ultérieurs que, dans le cadre d'une union monétaire, les cycles conjoncturels pouvaient se synchroniser grâce à

Dans les années 1990,
nombreux étaient ceux
qui déconseillaient
la création d'une union
monétaire dans une Europe
de l'Ouest hétérogène.
L'euro a néanmoins vu le jour,
mais avec un
défaut de fabrication.



une plus forte intégration des marchés de capitaux. En effet, si les banques allemandes et françaises sont présentes sur les deux territoires, la hausse des défauts de crédit dans l'un des deux pays se trouvera compensée par un niveau moindre de défaut dans l'autre.

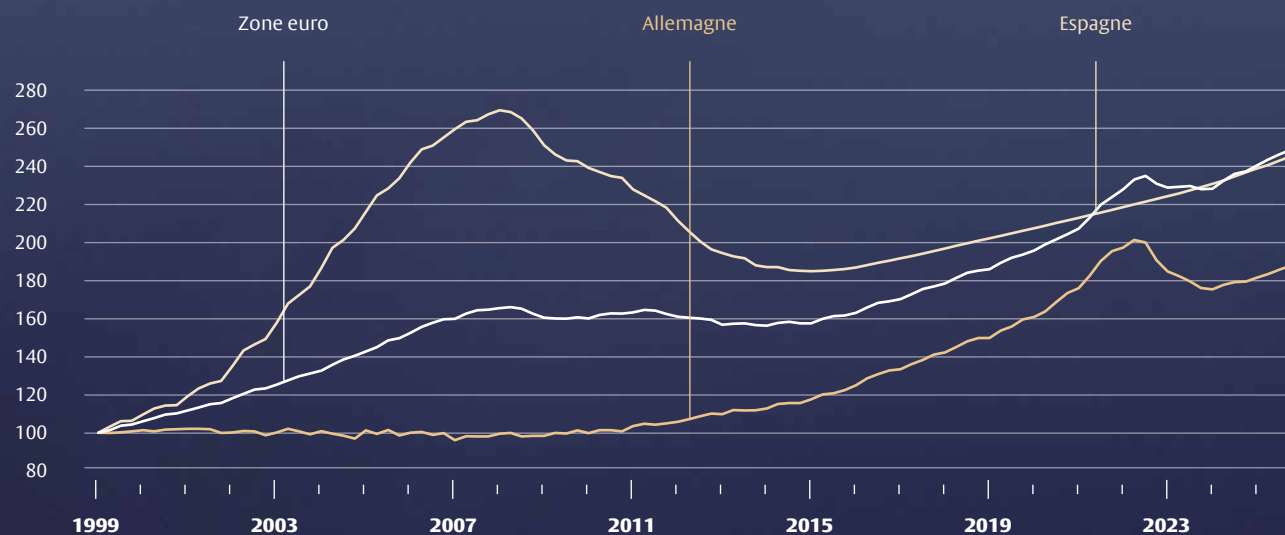
À cet égard, le marché intérieur achevé en 1992 constituait un important préalable pour le fonctionnement de l'union monétaire. Pourtant, la convergence espérée n'a pas eu lieu. D'autres régions du monde ayant connu une croissance plus forte que l'Europe, la part des échanges intra-zone euro a diminué dans le volume de commerce total des pays de cette zone. Les critères de Maastricht, censés garantir la convergence au sein de la zone euro, ont eu pour effet, par le biais des marchés financiers, d'accentuer la divergence des cycles conjoncturels, et ce, peu de temps déjà après l'introduction de l'euro.

DES CYCLES CONJONCTURELS DE PLUS EN PLUS DIVERGENTS

Les pays du Sud de la zone euro, qui avaient dû s'aligner sur l'Allemagne en abaissant leur taux d'inflation et leurs

taux d'intérêt pour entrer dans l'Union économique et monétaire (UEM), ont ainsi connu un essor économique. À l'inverse, en Allemagne, la réunification a tiré la dette publique vers le haut, de sorte que le pays a dû engager des restrictions budgétaires pour respecter les plafonds d'endettement fixés par le traité de Maastricht. L'austérité a poussé les banques allemandes, encouragées en cela par les taux de change irrévocablement fixés, à accorder toujours plus de crédits aux pays du Sud de la zone euro, alimentant ainsi le dérapage des dépenses publiques et les excès sur les marchés immobiliers.

La hausse des déficits commerciaux et de la dette extérieure dans les pays périphériques de l'UEM a finalement débouché, à partir de 2008, sur la crise de la dette souveraine européenne (ou crise de l'euro), qui s'est soldée par une inversion des cycles conjoncturels. Tandis que, dans le Sud de la zone euro, les crises ont longtemps continué de couvrir, la politique de sauvetage de l'euro menée par la BCE a nourri une forte augmentation des dépenses publiques et des prix de l'immobilier en Allemagne. Les taux de change nominaux avaient beau rester stables, les prix



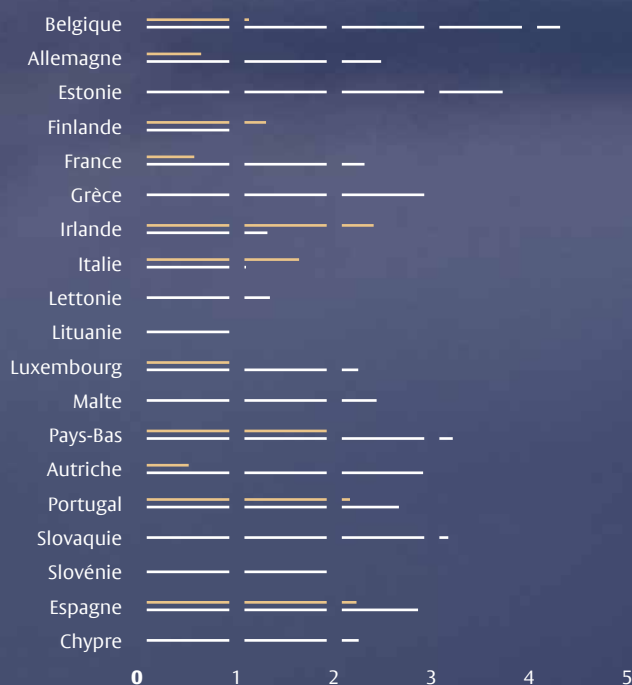
Graphique 3

Hausse des prix de l'immobilier

Évolution des prix depuis 1999 en Espagne, en Allemagne et dans la zone euro

Les performances historiques ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Source : Oxford Economics, données en décembre 2025



Graphique 4
Une zone monétaire hétérogène

Taux d'inflation des pays de la zone euro entre 1999 et 2024

Source : BCE. Les pays pour lesquels aucune valeur n'est indiquée en 1999 sont les pays non fondateurs de l'UEM, données en décembre 2025



Graphique 5
Les programmes à la rescousse de l'euro
Évolution des taux d'intérêt à long terme dans la zone euro

Source : Fonds monétaire international (FMI), données en décembre 2025

et les salaires ont souvent évolué de manière divergente au sein de l'UEM, entraînant des fluctuations considérables des taux de change réels.

DES ÉCARTS ACCENTUÉS PAR LES ÉLARGISSEMENTS DE LA ZONE EURO

En s'élargissant à des pays d'Europe centrale et d'Europe de l'Ouest dont le revenu par habitant était plus bas que la moyenne de la zone euro, l'Union économique et monétaire est devenue encore plus hétérogène.

Compte tenu de la disparité des taux d'inflation et de croissance nationaux, le taux uniforme fixé par la BCE à Francfort n'a pas eu les mêmes effets dans tous les pays de la zone euro. Les politiques budgétaires intérieures auraient dû être mobilisées pour aplanir ces différences, mais les gouverne-

ments nationaux étaient majoritairement concentrés sur leurs objectifs propres. Depuis la crise de la dette souveraine, si ce n'est avant, il apparaît clairement que l'euro ne peut survivre sans l'aide des États.

Face à la crise, d'importants plans d'aide budgétaire ont d'abord été instaurés pour les pays en crise du Sud de l'Europe et l'Irlande. En mai 2010, le Bundestag allemand a voté la loi de stabilité financière de l'UEM, ouvrant ainsi la voie à un premier plan d'aide de 110 milliards d'euros pour la Grèce, plan en faveur duquel Angela Merkel s'était prononcée en déclarant : « Si l'euro échoue, l'Europe échoue ». S'en suivirent le mécanisme européen de stabilisation financière (60 milliards d'euros) et le fonds européen de stabilité financière (440 milliards d'euros), auxquels a succédé en 2012 le mécanisme européen de stabilité (MES), doté d'un capital de 700 milliards d'euros.





Graphique 6

Des programmes de sauvetage coûteux pour l'euro

Volume du bilan de l'Eurosystème et stocks de dette publique
(en milliards d'euros)

Bron: BCE. Le SMP, le PSPP et le PEPP sont des programmes de rachat d'actifs de la BCE, données en décembre 2025

Malheureusement, ces aides financières légitimées démocratiquement n'ont pas suffi. Face à l'inquiétante envolée des taux d'intérêt de la dette grecque, italienne, irlandaise, portugaise et espagnole, seul le président de la BCE, Mario Draghi, était encore en mesure de sauver l'euro, ce qu'il fit en juillet 2012 avec son légendaire « quoi qu'il en coûte ». Les innombrables programmes de sauvetage qui ont suivi ont fait passer le bilan de l'Eurosystème de 1300 milliards d'euros en décembre 2007 à 8800 milliards d'euros en juin 2022, dont une bonne moitié correspondait à l'achat de titres de dette publique. Même si ce bilan est désormais redescendu autour de 6000 milliards d'euros, l'Eurosystème a fait le choix structurel de conserver des obligations d'État à l'avenir.

ÉVOLUTION DU RÔLE DE LA BCE

Avant la crise, la BCE fixait un seul et même taux directeur pour tous les acteurs de la zone euro, dans une approche uniforme (« One size fits all »), autrement dit selon une politique monétaire applicable à tous. Désormais, l'Eurosystème est en mesure de cibler les pays en difficulté dans le cadre de sa politique de bilan. Alors que les achats d'obligations souveraines étaient initialement régis par la clé de répartition du capital de la BCE, reflétant la part des différents pays

de la zone euro, cette pondération a par la suite évolué pour cibler les pays en crise du Sud de l'Europe. Les opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO), quant à elles, étaient conçues dès le départ dans cette optique. Enfin, en se dotant d'un instrument de protection de la transmission (IPT) en 2022, la BCE s'est donné la possibilité, en cas de nécessité, d'acheter en priorité des titres de dette de pays qui traverseraient une mauvaise passe.

La crise du Covid-19 a conduit l'UE à se rapprocher d'un mécanisme régional de péréquation financière capable de compenser les différences conjoncturelles au sein de l'UEM. Dans le cadre du programme de relance NextGenerationEU, ce sont environ 800 milliards d'euros qui seront distribués entre 2021 et 2026 sous forme de prêts et subventions, avec une priorité accordée à l'Italie (194 milliards), à l'Espagne (163 milliards) et à la Grèce (36 milliards). Dans cette zone méridionale naguère en crise, les bonnes nouvelles se multiplient rapidement, notamment en Espagne.

LE REVERS DE LA MÉDAILLE

Si cette nouvelle péréquation financière venait à perdurer, la BCE se trouverait délestée du poids que représente

le maintien de la cohésion de l'Union économique et monétaire – du moins à première vue, dans la mesure où le programme NextGenerationEU est en fait financé par des obligations européennes (ou « euro-obligations »). Celles-ci figurent déjà sur la liste des titres éligibles à l'achat par la BCE. Une partie des obligations émises jusqu'à présent par l'UE devraient donc déjà se trouver dans l'Eurosystème sous forme d'obligations supranationales. L'UE est donc bien plus proche d'une politique budgétaire commune financée par la banque centrale qu'on ne le croit.

Même si l'effondrement tant redouté de l'euro n'a pas eu lieu, la monnaie unique reste une monnaie non optimale. Néanmoins, au vu de l'indice officiel des prix à la consommation harmonisé, le bilan de la BCE en matière d'inflation demeure correct. Quant à son pouvoir, il ne fait que croître. La BCE est désormais garante non seulement de la préservation de l'euro, mais aussi de la stabilité financière et de la lutte contre le dérèglement climatique. Avec l'euro numérique, elle compte même mettre fin à la domination du dollar comme monnaie de référence mondiale.

Hélas, l'euro s'est considérablement déprécié par rapport à l'or et, depuis 2008, par rapport au dollar également. Le niveau élevé d'inflation ressentie reflète également un déclin de la confiance. Comme l'a clairement montré la récente crise budgétaire en France, la tentative de garantir la stabilité de l'euro en limitant l'endettement des États de la zone euro est un échec.

Malgré tout, l'euro est là pour rester, car la BCE dispose d'une marge de manœuvre illimitée pour voler à son secours. Toutefois, l'inflation (en partie dissimulée) qui en découle ne fait que freiner la croissance et accroître les inégalités. De plus, la capacité de l'Allemagne à préserver la cohésion de la zone euro par transfert diminue, car la faiblesse de l'euro dégrade la compétitivité de l'industrie allemande. Le fardeau que représente l'euro devrait donc continuer de s'alourdir pour tous les citoyens de l'UEM. ♦



À PROPOS DE L'AUTEUR

Prof. Dr. Gunther Schnabl

dirige le Flossbach von Storch Research Institute et est professeur à l'Université de Leipzig.

Il a été conseiller auprès de la Banque centrale européenne et a mené des travaux de recherche aux universités de Leipzig, Paris 1 Panthéon-Sorbonne, Stanford, Tokyo, Louvain et Tübingen.

Il a également été chercheur invité à la Deutsche Bundesbank, à la Banque centrale européenne, à la Banque du Japon ainsi qu'à la Federal Reserve Bank of New York.



L'ESSOR DE L'ESPAGNE

Alors que l'économie allemande
stagne depuis six ans,
l'Espagne affiche un taux de
croissance pour le moins enviable.
Décodage de ce miracle espagnol.

Pablo Duarte

Depuis le deuxième trimestre de 2019, la croissance du produit intérieur brut (PIB) allemand est nulle. D'autres économies de la zone euro connaissent un sort différent. L'Espagne, en particulier, affiche un taux de croissance enviable.

3% depuis 2012 – à peine un peu plus que l'Allemagne, où ce chiffre s'élève à 2%. Aux États-Unis en revanche, la productivité a augmenté de 19% sur la même période.

LE BÉNÉFICE DE L'IMMIGRATION ...

Après correction de l'inflation, le PIB dépasse de 11% celui de l'avant-pandémie. L'économie américaine a certes fait encore mieux, mais la zone euro et l'Allemagne sont restées nettement dans l'ombre de l'Espagne (voir graphique 1).

Mais qu'est-ce qui explique que l'Espagne réussit mieux que l'Allemagne sur le plan économique ? À première vue, cette évolution semble être la réalisation d'une vieille promesse de l'euro : faire converger les niveaux de vie des États membres de l'Union économique et monétaire. Dans les faits, au niveau du revenu par habitant, l'écart entre l'Allemagne et l'Espagne s'est nettement réduit. Les Espagnols gagnaient 18 000 euros de moins que les Allemands en 2020, et ce chiffre est tombé à 15 000 euros aujourd'hui. Toutefois, il s'agit plutôt d'une conséquence que d'une cause de ce récent essor.

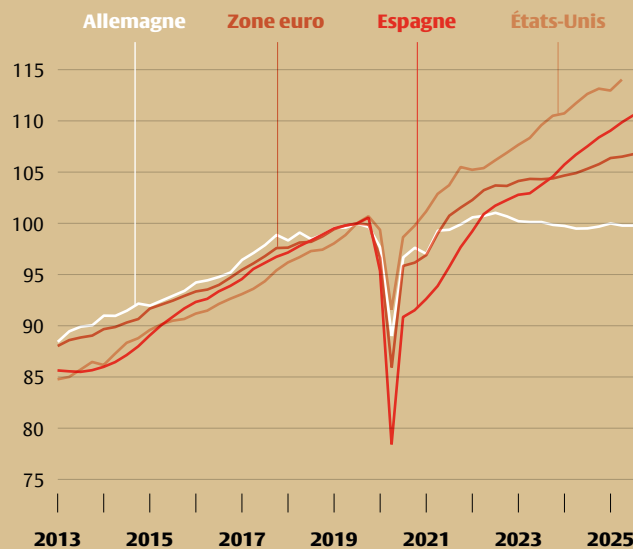
L'Espagne a-t-elle connu un miracle sur le plan de la productivité ? On ne peut guère l'affirmer : à l'aune du PIB par personne active, la productivité du travail a augmenté de

En revanche, le nombre d'actifs a nettement plus augmenté en Espagne qu'en Allemagne. Le taux de fécondité s'élève à 1,12 enfant en moyenne par femme en Espagne ; il est supérieur en Allemagne (1,35).

Pourtant, la population espagnole en âge de travailler, soit toutes les personnes âgées de 15 à 64 ans, a augmenté de 1,2 million de personnes au total depuis 2021, et le nombre d'actifs a même progressé de 2,4 millions, pour atteindre 22 millions. Sur la même période, le réservoir de main-d'œuvre s'est accru de quelque 800 000 personnes en Allemagne, avec une hausse soudaine après

le début de la guerre en Ukraine, en 2022. Le nombre d'actifs a augmenté de 1,6 million, à 46 millions. Depuis 2021, la croissance de la population active atteint donc quelque 12% en Espagne, contre 4% seulement en Allemagne.

Alors que les étrangers représentent une part plus importante de la population totale en Allemagne (14,7%) qu'en →



Graphique 1
L'Espagne devance l'Allemagne
Comparaison du produit intérieur brut réel
(indexé, 2e trimestre 2019 = base 100)

Source : Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, DESTATIS, INE, Eurostat, BEA, données au T3 2025.

Espagne (13,8%), la proportion d'étrangers dans la population active est plus élevée en Espagne (16,1%) qu'en Allemagne (15,3%). La proximité culturelle et linguistique avec l'Amérique latine, d'où viennent la majorité des immigrants, aide à minimiser les pertes par friction lors de l'intégration.

En outre, le généreux système social allemand retarde l'intégration des immigrants sur le marché du travail. L'Espagne offre bien moins d'aides sociales. En revanche, l'emploi informel est toléré et une régularisation est même possible après deux ans.

... ET DES TRANSFERTS DE L'UE

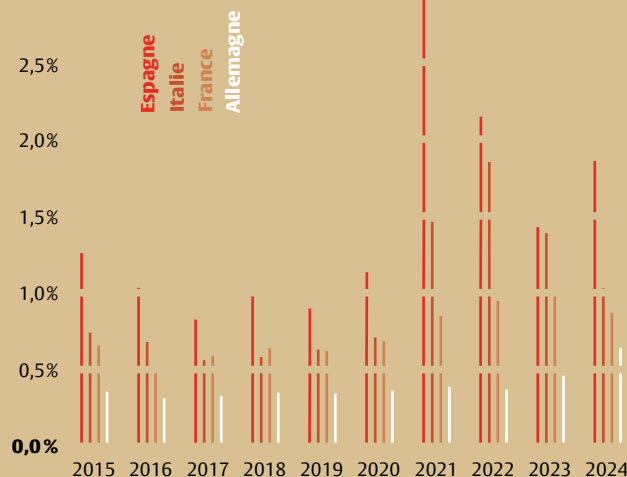
Un deuxième facteur explique l'essor espagnol : l'argent de Bruxelles. Les dépenses publiques espagnoles ont en effet été nettement dopées par les transferts de l'Union européenne (UE). Avant la pandémie, ces derniers représentaient 1% du PIB. À l'époque, ils étaient déjà plus élevés qu'en Allemagne, où ils atteignaient 0,3 à 0,4%. Mais après la crise sanitaire et le fonds de reconstruction de l'UE lancé en février 2021, puis le programme NextGenerationEU qui lui a succédé, les choses ont changé. Le seul fonds de reconstruction prévoit des subventions et crédits à hauteur de 163 milliards d'euros pour l'Espagne. Ainsi, en 2024, les subventions

accordées par Bruxelles à Madrid représentaient déjà 2% du PIB espagnol, tandis que l'Allemagne ne recevait que 0,6% de son PIB.

Si l'on ajoute aux transferts de l'UE le déficit public de 2,8% dans les deux pays, l'économie espagnole a au total bénéficié

d'un stimulus budgétaire de près de 5% du PIB pour l'année 2024. L'impulsion a été bien moindre en Allemagne. Une partie de la croissance économique espagnole résulte donc d'une demande importée, financée par les transferts européens.

Ainsi, pendant que l'Espagne connaît un véritable essor, l'Allemagne s'enfonce dans la crise. Le « miracle économique espagnol » repose en partie sur une injection massive de fonds de l'UE. L'intégration réussie d'immigrants sur le marché du travail a toutefois aussi été bénéfique. Visiblement, le fait que le travail informel soit toléré et la perspective d'une régularisation incitent davantage les immigrants à prendre part au marché du travail. ♦



Graphique 2
Des transferts élevés de l'UE vers l'Espagne
Versements de l'UE en pourcentage
du PIB du pays bénéficiaire

Source : Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond,
Commission européenne, données en : 2024



Ainsi, pendant que l'Espagne connaît un véritable essor, l'Allemagne s'enfonce dans la crise.

Shenwei Li



COURRIER DE S H A N G H A I

Locomotive économique, super puissance, dictature du parti. Ceux qui s'intéressent aux tendances mondiales sont immuablement attirés vers la Chine. Notre analyste Shenwei Li nous fait part de son expérience subjective, en tant que Chinoise. Aujourd'hui, elle met l'accent sur les conséquences de la baisse des prix immobiliers pour les propriétaires.

En général, les aspirants à la propriété ont ici besoin d'un crédit bancaire. Or, les vendeurs de biens immobiliers sont de plus en plus contraints d'y recourir aussi. Après trois ans de correction, les prix de l'immobilier sont retombés aux niveaux de 2018, voire de 2016 selon les régions – même à Shanghai. Nombre de propriétaires cherchant à se séparer de leur bien sont forcés de constater que le montant qu'ils peuvent espérer obtenir lors de la vente ne suffira pas à rembourser les hypothèques en cours. S'ils désirent – ou doivent – tout de même déménager, ils ont souvent besoin d'un crédit pour respecter leurs engagements résiduels.

Ceux qui ont acheté leur logement à l'apogée de la flambée immobilière, entre 2020 et 2023, et l'ont financé avec un prêt hypothécaire sont particulièrement affectés. Les données du bureau des statistiques montrent que si un logement neuf coûtait en moyenne 8307 renminbis le mètre carré début 2018, ce prix avait grimpé de 50%, à 12 497 renminbis, mi-2023. Un acheteur qui aurait financé son bien avec un apport de 30% aurait ainsi dû prendre une hypothèque toujours plus élevée, à surface constante.

UNE DÉTRESSE DE PLUS EN PLUS PROFONDE

Comme la situation économique chinoise s'est en outre dégradée, un certain nombre de preneurs de crédit hypothécaire ont depuis vu leur salaire diminuer, voire ont perdu leur emploi. Dans ce contexte, l'abaissement des taux d'intérêt, de 6% maximum en 2023 à quelque 4% pour les contrats existants, n'a guère apporté de répit.

De nombreux emprunteurs souffrent particulièrement du fait que le produit qu'ils peuvent attendre de la vente, de manière réaliste, sera inférieur au montant qu'ils doivent encore au titre de leur prêt hypothécaire. Si certains ont énormément de mal à continuer à payer leur crédit, ils ne se résolvent pas à vendre et poursuivent à grand-peine leurs remboursements. D'autres mènent à bien la vente en demandant l'aide des banques. Certains font appel à leur famille ou leurs amis. La probabilité que les vendeurs retrouvent rapidement une bonne santé financière est généralement élevée, car que le loyer hors charges, dans les grandes villes, représente au maximum 1 à 2% du prix d'achat. Dans les villes « de second ordre », qui se caractérisent par une population moins dense et des revenus moyens plus faibles, ce pourcentage est un peu plus élevé.

UN TAUX DE DÉFAILLANCE PLUS ÉLEVÉ QU'ON NE LE PENSE ?

Quelle est aujourd'hui l'ampleur du problème ? Un rapport de l'institut de recherche de la Bank of China, qui a depuis été supprimé, estime que la part des hypothèques qui ne sont plus remboursées en raison de l'insolvabilité de l'emprunteur (soit le ratio de prêts non productifs, ou NPL), s'établissait à 3,7% en 2025. Dans certaines villes de second ordre, il atteindrait 5%. À titre de comparaison, les banques commerciales annoncent officiellement un ratio NPL qui ne dépasse pas les deux points de pourcentage.

Quoi qu'il en soit, la pression exercée sur les banques pour qu'elles enregistrent le moins de défauts de paiement possible au bilan semble forte. C'est pourquoi les établissements bancaires sont souvent réticents à envoyer des rappels ou à prendre d'autres mesures. Un nombre croissant d'emprunteurs hypothécaires cessent leurs paiements, même en l'absence de difficultés financières. Dans le pire des cas, les

établissements financiers placent ces emprunteurs sur une liste noire des mauvais payeurs. Les personnes concernées ne peuvent ainsi plus acheter de billet en première classe ou réserver d'hôtel de luxe lorsqu'ils voyagent – un moindre mal.

CERTAINES BANQUES AUGMENTENT LA PRESSION SUR LES PRIX

Par ailleurs, de petits établissements bancaires dans des villes de second ordre tentent de plus en plus de se défaire des biens donnés en garantie par les emprunteurs. La loi bancaire chinoise impose malheureusement une vente dans les deux ans. Dans ce cas, le prix de vente affiché est déjà 20 à 30% inférieur au prix du marché, ce qui n'est pas sans conséquence dans un marché déjà en berne : les acheteurs potentiels diffèrent le passage à l'acte et les vendeurs potentiels se sentent souvent contraints de fixer un prix encore plus bas pour leur propre bien.

Les emprunteurs qui doivent vendre du fait de cette forte pression financière souffrent alors – et, lorsqu'ils parviennent à céder leur bien, obtiennent une somme bien inférieure à ce qu'ils attendaient. Comme les banques disposent d'un droit de recours perpétuel sur le patrimoine privé restant, ces emprunteurs doivent faire tout leur possible, même si leur situation s'est fortement dégradée, pour continuer à rembourser leur onéreux crédit hypothécaire, sans pouvoir le refinancer. Pour nombre d'entre eux, une procédure de faillite personnelle serait bénéfique. Ils pourraient alors demander la saisie de leur bien et, après trois à cinq ans de restrictions sévères, prendre un nouveau départ. Mais au jour d'aujourd'hui, il n'existe aucune procédure de faillite personnelle à l'échelle nationale en Chine. Seules Shenzhen et Xiamen mènent des projets pilotes.

Les preneurs de crédit hypothécaire en difficulté ont toutefois un avantage : lorsqu'un bien est mis aux enchères par les banques du fait d'un défaut de paiement et que l'emprunteur est déchu de la propriété, il peut tout de même rester dans le logement. Car dans la pratique, nos tribunaux ne valident pas les procédures d'expulsion – du moins pas lorsque le bien est le seul logement de l'emprunteur. ♦

Shenwei Li est analyste à Shanghai.

« Il y a rarement
eu autant **d'actions**
affichant
des valorisations
attrayantes »

Bert Flossbach nous parle de
l'engouement pour l'intelligence artificielle (IA),
des deux faces de la Bourse
et du rebond des métaux précieux.



Avant d'évoquer les perspectives, comment résumeriez-vous l'année 2025 ?

Ce fut une année turbulente pour les marchés des capitaux, qui ont évolué au gré de deux facteurs qui n'auraient pu être plus antithétiques : Donald Trump, le président américain, et l'intelligence artificielle (IA).

Qu'est-ce qui vous a le plus surpris ?

Les véritables fleurons de la performance n'ont pas tant été les géants de la tech, si souvent portés aux nues, mais les banques et les acteurs de l'armement – ou devrais-je dire plus précisément : les valeurs bancaires et de l'armement européennes. Avec une performance de +91 % en incluant les dividendes bruts, les actions bancaires ont signé un cru boursier véritablement historique. Pourtant, en 2025, les bénéfices des banques n'ont augmenté que de 8 % environ par rapport à l'année précédente.

Comment expliquer ce paradoxe ?

L'évolution extrême des cours s'explique en premier lieu par la nette hausse des valorisations des actions bancaires, qui témoigne d'une confiance accrue dans la qualité des bilans des établissements. Sur l'année, le rapport entre la capitalisation boursière et les capitaux propres inscrits au bilan est passé de 0,8 à 1,36, son plus haut niveau depuis début 2008.

Le potentiel de hausse du cours est-il pour autant épuisé ?

Je ne suis pas en mesure d'en juger. Nous avons cependant toujours fait preuve de retenue en ce qui concerne les actions bancaires, justement parce qu'il est difficile d'estimer de manière fiable la qualité du bilan et le potentiel de gain à long terme. Nous acceptons donc aussi de ne pas profiter des phases de rebond.

C'est le thème de l'intelligence artificielle et des actions en profitant le plus qui a, de loin, focalisé la plupart de l'attention. Comment évaluez-vous cet engouement ?

Il faudrait ajouter le mot « censées ».

Que voulez-vous dire ?

Les actions « censées en profiter ». Car personne ne sait encore si les entreprises que tout le monde considère comme les grandes gagnantes de cette course aux investissements le seront effectivement – et à plus forte raison, sur le long terme. L'Histoire nous a appris qu'il est permis de douter. En revanche, il ne fait aucun doute que le potentiel d'opportunités de ce thème fascinant, perçu comme colossal, conjugué à une croyance presque religieuse en un nouveau sauveur, crée un terrain particulièrement fertile pour la formation d'une bulle boursière.

Vous pensez qu'une nouvelle bulle est en train de se former sur les places boursières ?

Nous devons opérer une distinction entre, d'une part, les nouveautés technologiques et, d'autre part, les décisions d'investissement des entreprises et des investisseurs.

Que voulez-vous dire ?

Le développement de l'intelligence artificielle n'est pas une bulle – tout comme l'Internet n'était pas non plus une bulle. Bien au contraire : rarement le potentiel à long terme d'une innovation a été autant sous-estimé que celui d'Internet au début des années 2000. Lorsque l'on parle aujourd'hui de la « bulle des dotcoms », l'on ne pense pas aux attentes trop élevées vis-à-vis de l'Internet, mais à la réussite économique des entreprises. Des responsables des relations investisseurs et analystes racoleurs avaient alors attisé la cupidité d'investisseurs naïfs, propulsant vers les cieux boursiers, pendant une brève période, des entreprises douteuses sans modèle d'activité durable. Or, les véritables gagnants de l'Internet n'avaient alors souvent même pas été créés.

À quelles entreprises pensez-vous ?

À Alphabet, Meta, Uber ou Spotify. D'autres entreprises avaient des modèles d'activité totalement différents : c'est par exemple le cas d'Apple ou de Netflix. Lorsque ces protagonistes ont entamé leur envolée vers les sommets, la plupart des icônes de l'essor des dotcoms avaient déjà disparu du paysage, ou n'étaient que l'ombre d'eux-mêmes. Il a fallu près de trois ans pour que les relents de spéculation se dissipent sur le Nasdaq, le marché des valeurs technolo-

giques. Mais ce n'est pas nécessairement la cupidité souvent mise en avant qui crée un boom des investissements et une bulle spéculative.

Expliquez-nous ce que vous voulez dire.

L'inquiétude des dirigeants d'entreprises, qui craignent que leur activité très profitable ne soit perturbée par une autre entreprise ou une nouvelle activité, peut en elle-même amorcer une vague d'investissement. C'est justement ce qui est en train de se passer. Les chefs de file ont tout intérêt à protéger une activité très rentable et leurs milliards de dollars américains de capitalisation boursière en proposant eux-mêmes des services IA ou en exploitant des centres de données gigantesques pour des tiers. Leur choix est simple : Il vaut mieux trop investir que manquer le train de l'IA. Mark Zuckerberg, le CEO de Meta, avait bien cerné le problème en affirmant : « Perdre quelques centaines de milliards de dollars serait certes douloureux, mais le véritable risque consiste à ne pas investir au nom du principe de précaution. »

Ces investissements colossaux constituent donc avant tout un rempart contre une concurrence indésirable ?

Bien sûr. Et pourtant, les centaines de milliards de dollars investis dans les centres de données et les semi-conducteurs alimentent inévitablement aussi l'instinct spéculatif en Bourse.

Quelles sont les actions les plus concernées par cet « instinct spéculatif » ?

Probablement les fabricants de puces, considérés comme les principaux bénéficiaires de cette vague d'investissements. Et en premier lieu, Nvidia, l'entreprise qui affiche la plus forte capitalisation boursière au monde, avec 4500 milliards de dollars actuellement. L'action pèse désormais plus de 5% dans l'indice MSCI World ! Même Broadcom, le deuxième plus grand acteur du secteur des semi-conducteurs, atteint une capitalisation boursière de 1700 milliards de dollars.

La fin de la récréation va-t-elle bientôt sonner ?

Pas forcément. Plus les cours augmentent, et plus ce mouvement dure, plus les investisseurs regrettent de ne pas y avoir pris part et craignent de passer à côté de quelque chose

à l'avenir. Sur les marchés financiers, la situation actuelle constitue la recette parfaite pour une bulle – qui au final, n'est rien d'autre qu'un niveau de valorisations irrationnellement élevé. Lorsque ce phénomène touche les actions des poids lourds de la Bourse, ces derniers tirent aussi l'ensemble du marché avec eux : d'abord vers le haut, puis vers le bas. Pour les investisseurs qui optent pour un fonds indicel large afin de diversifier les risques, cela peut entraîner des surprises douloureuses.

Vous voyez des parallèles avec la bulle Internet ?

Toutes les bulles suivent le même scénario.

Et des différences ?

À l'inverse de la bulle Internet, l'essor actuel de l'IA repose sur de meilleurs fondamentaux économiques. Ce serait toutefois une première dans l'histoire de la finance qu'un essor des investissements tel celui que nous connaissons actuellement s'achève en douceur et sans heurts, sans dommages collatéraux. Les bulles boursières éclatent lorsque les attentes très élevées des investisseurs se révèlent exagérées. L'éclatement d'une bulle peut être douloureux et onéreux. Mais quitter prématurément le marché aussi, car les investisseurs euphoriques peuvent encore faire grimper les cours.

Dans ce contexte, que peuvent attendre les investisseurs des marchés d'actions à l'avenir ?

Il y a un an de cela, dans ce magazine, nous esquissons une décennie modeste, avec des anticipations de rendement réalistes de 5 à maximum 8% par an. En 2025, les bénéfices des entreprises ont augmenté de 10% environ et la valorisation est passée de 21 à 22,5 fois les bénéfices attendus. Le dollar est venu jouer les trouble-fête, avec une dépréciation de quelque 12%. Sur l'année, l'indice MSCI World a progressé de 6,8% en euros, ce qui correspond aux attentes à long terme. Le potentiel haussier devrait être semblable ces prochaines années.

Quels seront les enjeux majeurs de la nouvelle année ?

Si la dépréciation du dollar américain a fortement influencé la performance en 2025, ce sont les bénéfices des entreprises →

qui devraient jouer un rôle déterminant en 2026. Pour les entreprises du S&P 500, les analystes prévoient que ces derniers augmentent de près de 12%. Ces prévisions sont-elles réalistes ? Cela dépendra surtout de l'évolution de l'activité des grandes sociétés technologiques, qui représentent plus de 40% de l'indice. Le deuxième facteur d'influence sera la valorisation, soit le multiple des bénéfices. Pour le marché américain, sur la base des bénéfices attendus, il se situe actuellement à près de 23. Si l'on tient compte des bénéfices générés par les entreprises au cours des douze mois écoulés, le ratio cours/bénéfice atteint même 25. Le marché américain des actions affiche actuellement des valorisations historiquement élevées, ce qui ne se justifie que par la perspective d'une forte hausse des bénéfices à long terme.

Que se passera-t-il si ces attentes élevées ne se concrétisent pas ?

Les niveaux de valorisation devraient diminuer. Si les deux phénomènes se produisent en même temps, ils pourraient même déclencher une forte correction.

En matière d'évolution future des bénéfices, nous ne devons pas oublier qu'une vague majeure d'amortissements se profile chez les quatre géants de la tech : Alphabet, Amazon, Meta et Microsoft. En prenant pour base les dépenses d'investissement attendues par le marché jusqu'à 2030, les amortissements supplémentaires devraient atteindre 400 à 500 milliards de dollars par an à partir de cette date. Ces montants sont aussi importants que les bénéfices actuels de ces entreprises et représentent environ 15% du bénéfice opérationnel de toutes les entreprises du S&P 500 !

Et ce chiffre ne tient pas compte des dépenses que constituent les engagements de long terme pour la location de centres de données.

Ce calcul occulte le fait que ces investissements « produisent » aussi des revenus ...

C'est exact, mais ces derniers devront aussi être gigantesques, ce qui n'est nullement garanti. Nous ne devons toutefois pas sous-estimer la capacité d'adaptation des entreprises susmentionnées.

Expliquez-nous ce que vous voulez dire.

Alphabet, Amazon, Meta et Microsoft disposent de la capacité financière pour réduire fortement leurs dépenses ou réorganiser leurs priorités en la matière. Ce sont des entreprises très rentables, qui occupent une position dominante sur le marché et se distinguent par des modèles d'activité établis. Leur cœur de métier génère des cash-flows considérables même sans déploiement maximum de l'IA. Les investissements dans l'IA ne sont donc pas un jeu à quitte ou double, mais offrent une optionalité stratégique. L'activité principale ne serait pas menacée même si les investissements font chou blanc. Ce n'est pas le cas de tous les acteurs de la chaîne de valeur de l'IA.

À vous entendre, il n'y a donc pas de risque de bulle ?

Le problème est que de nombreux investisseurs, en matière d'IA, font l'impasse sur les questions des valorisations, mais se concentrent sur une vision. Ce constat vaut aussi pour les investisseurs qui se méfient de cette envolée des investissements, mais souhaitent profiter de la dynamique tant qu'elle dure.

Je reformule ma question : en tant qu'investisseur, où voyez-vous les opportunités ?

Le contexte boursier actuel a ceci de paradoxal qu'après plusieurs bons crus boursiers et records atteints par les indices, il y a rarement eu autant d'actions affichant des valorisations attrayantes que fin 2025 / début 2026. La très belle performance des valeurs liées à l'IA, aux banques et à l'armement a masqué la progression timide des cours d'autres secteurs ou actions. C'est même le cas pour les titres du secteur technologique, et notamment des éditeurs de logiciels d'entreprises établis, qui ont plutôt souffert de l'essor de l'IA récemment.

Pouvez-vous donner des exemples ?

Dans les secteurs défensifs tels que la consommation de base, la santé ainsi que les services financiers et informatiques, les valorisations ont reculé, parfois nettement. Le profil risque/rendement s'est amélioré, ce qui signifie que les actions sont devenues plus attrayantes. Nous avons identifié un panier d'entreprises qui, ces dernières années, ont affiché

une croissance continue des bénéfices de plus de 7% et se négocient actuellement au ratio cours/bénéfice le plus bas depuis plus de dix ans. Le potentiel de croissance de ces entreprises n'a rien de spectaculaire, mais les risques sont aussi peu élevés. Les investisseurs paient un prix relativement intéressant pour une évolution prévisible de l'activité.

Le cours de l'or est aussi parti à la conquête des sommets récemment. Que pensez-vous de cette hausse ?

L'on aurait tendance à penser que cette envolée pourrait relever d'une bulle spéculative, surtout si l'on tient compte de la hausse du prix de l'argent.

Mais ...

Le marché de l'argent est le petit frère du marché aurifère, en plus spéculatif. Le volume quotidien de négociation n'est qu'une fraction de celui de l'or, si bien que le cours de l'argent peut fluctuer plus fortement avec moins de capitaux. Il connaît une hausse disproportionnée en phase haussière mais recule plus fortement que l'or lors des corrections. Ce schéma a aussi été observé à la fin des années 1970 et pendant la hausse des matières premières, en 2011. Il est probable qu'une potentielle baisse d'euphorie vis-à-vis de l'argent grève temporairement le métal jaune, d'autant plus que la hausse de l'or a été très rapide ces derniers temps. Cependant les arguments justifiant un investissement dans l'or sont et restent intacts.

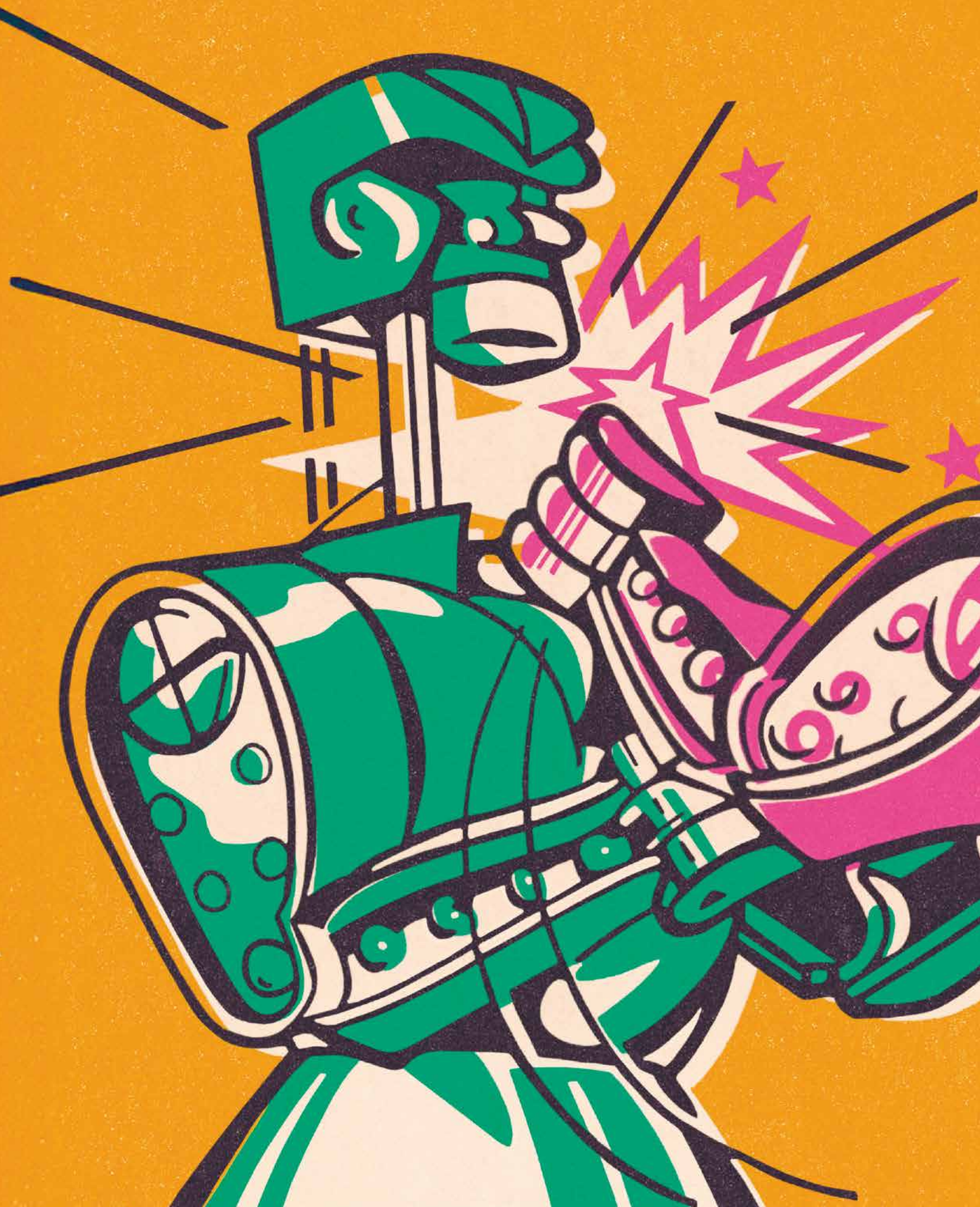
À quoi pensez-vous ?

La hausse de l'endettement public, les lourds déficits budgétaires, les questions sur l'indépendance de la Réserve fédérale américaine et les risques de confiscation aux États-Unis sont autant d'éléments qui font de l'or une alternative plus sûre aux titres du Trésor américain – et pas uniquement pour les banques centrales étrangères.

Merci pour cet entretien.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre de vente, d'achat ou de souscription de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers. Les informations qu'il contient ne constituent ni un conseil en investissement ni une quelconque recommandation.

« Ce serait toutefois une première dans l'histoire de la finance qu'un essor des investissements tel celui que nous connaissons actuellement s'achève en douceur et sans heurts, sans dommages collatéraux. »



Une conviction ne fait pas une stratégie



Face à l'ascension sans fin des titres liés à l'intelligence artificielle, les principes d'investissement éprouvés sont parfois la cible de critiques. Or, la prudence s'impose.

Thomas Lehr



**En politique,
dans les entreprises,
dans les débats télévisés
et, surtout, sur les
réseaux sociaux, les espaces
réservés aux commentaires
regorgent de déclarations
exprimant haut et
fort des convictions qui
reposent souvent sur des
jugements hâtifs et
des connaissances limitées.**

« La diversification, c'est bien beau, mais celui qui répartit aujourd'hui encore largement ses investissements n'a pas compris le marché. Car c'est actuellement l'intelligence artificielle qui mène le bal, Monsieur Lehr. Pourquoi êtes-vous si sceptique ? »

De telles affirmations, nous y sommes régulièrement confrontés. La plupart du temps, elles sont énoncées avec une grande conviction, car les marchés semblent donner raison à ceux qui doutent des vieux adages. Et force est de constater que faire la part belle aux valeurs technologiques n'a pas été un mauvais choix ces dernières années, bien au contraire : ces titres ont affiché une évolution remarquable, surtout en 2025. Pour l'instant, rien ne laisse présager la fin prochaine du bond de l'intelligence artificielle. En revanche, la performance des portefeuilles largement diversifiés n'a rien de spectaculaire : elle est même inférieure au marché, comme bien souvent dans de telles phases.

Le fait est toutefois que la trajectoire des indices américains et mondiaux est dictée par un petit groupe de grosses capitalisations américaines du secteur de la technologie. Les investisseurs sont convaincus que l'IA leur permettra d'échapper aux incertitudes économiques et que les énormes investissements consentis par les géants de la tech garantiront des rendements élevés à l'avenir. Ainsi, le mois dernier, deux tiers de l'avancée du S&P 500, l'indice phare des actions américaines, reposaient sur une poignée de valeurs technologiques, alors même que l'indice est censé refléter la performance de 500 titres.

LE RISQUE LIÉ À UN PETIT NOMBRE D'ACTEURS

Par ailleurs, il existe des participations croisées étroites ainsi que des relations commerciales étroites entre ces entreprises. Ainsi, fin novembre, la valorisation d'Anthropic a fortement augmenté après l'annonce selon laquelle Microsoft et Nvidia s'engageraient chacun à hauteur de plusieurs milliards. Alors que les modèles d'IA d'Anthropic doivent à l'avenir être intégrés aux produits Copilot de Microsoft, la start-up s'est engagée à recourir massivement à des services de cloud et d'infrastructure. Cela inclut notamment des dépenses de plusieurs dizaines de milliards pour de la puissance de calcul auprès de Microsoft, ainsi que l'utilisation de puces Nvidia dans le cadre de l'extension de sa propre infrastructure IA.

De telles participations croisées peuvent se justifier d'un point de vue stratégique pour les entreprises concernées. Mais elles sont loin d'être une exception. Dès septembre, une structure commune de commandes et de participations impliquant Nvidia, OpenAI et Oracle avait déjà provoqué de fortes variations de cours. Cela invite à la réflexion. Ne pourrait-on pas assister ici, à l'image des structures de type keiretsu lors de la bulle japonaise, à un soutien artificiel des anticipations de croissance ? Même si cette dynamique peut s'avérer rentable pour les parties concernées, elle accroît également de manière significative le risque de concentration.

La focalisation sur les entreprises technologiques supposément les plus prospères est-elle la meilleure stratégie pour le long terme aussi ? Lors d'une conférence dédiée à la technologie organisée en Italie, Jeff Bezos, le fondateur d'Amazon, acteur américain majeur de la vente en ligne et des services cloud, a livré un autre argument contrariant cette thèse. Il a qualifié l'enthousiasme que suscite actuellement l'IA de *good bubble*, ou « bonne bulle ». À l'inverse des *bad bubbles*, qui éclatent sans effet positif et se contentent de détruire du capital, de miner la confiance et d'entraîner des préjudices économiques, une « bonne bulle » permet de financer de nouvelles idées dont de nombreuses échoueront, mais qui profiteront tout de même à la société dans son ensemble. Autrement dit, même si les cours de nombreuses entreprises liées à l'IA devaient s'effondrer, les structures, les innovations et les progrès subsisteraient, comme cela avait été le cas de la bulle Internet.

L'IMPORTANCE DE LA DIVERSIFICATION

Même les meilleurs acteurs sectoriels actuels sont incapables d'identifier aujourd'hui les gagnants de demain. Selon nous, tous ces arguments montrent à quel point la diversification a du sens. Nous aussi, nous investissons actuellement dans les grandes entreprises américaines de la tech, mais jusqu'à une certaine limite. Nous voyons aussi des opportunités dans d'autres domaines, et notamment dans certaines entreprises de la consommation que le marché boude en ce moment. Nous estimons que l'on y trouve des entreprises de qualité aux valorisations favorables.

Nous ciblons donc deux secteurs très différents qui, selon nous, présentent chacun des opportunités, mais pas du tout

pour les mêmes raisons. En outre, comme tous les placements du portefeuille n'ont pas encore déployé leur plein potentiel, nous investissons de manière très diversifiée dans une myriade de titres individuels. Cette combinaison procure un avantage stable et durable. Reconnaître que c'est justement cet équilibre qui est favorable sur le long terme, c'est comprendre pourquoi le concept de diversification n'est pas un vestige du passé.

LA CONVICTION NE FAIT PAS TOUT

« L'ennui, en ce monde, est que les imbéciles sont toujours très sûrs d'eux, alors que les gens plus intelligents sont pleins de doute », écrivait le philosophe britannique Bertrand Russell il y a une centaine d'années déjà. Cette affirmation ne portait pas tant un jugement sur l'intelligence que sur l'attitude ; autrement dit, elle mettait en lumière la différence entre excès de confiance et pondération.

Son constat semble plus pertinent aujourd'hui que jamais. En politique, dans les entreprises, dans les débats télévisés et, surtout, sur les réseaux sociaux, les espaces réservés aux commentaires regorgent de déclarations exprimant haut et fort des convictions qui reposent souvent sur des jugements hâtifs et des connaissances limitées. Dans un tel monde, les plus prudents d'entre nous ont la vie dure.

Ceux qui pensent avoir trouvé LA tendance qui tire les cours vers le haut sont certes récompensés sur le court terme, mais sur le long terme, les investisseurs conscients des risques enregistrent de bien meilleures performances que ceux qui les ignorent. Sur les marchés des capitaux non plus, une conviction ne garantit pas un placement juste, et fait encore moins une stratégie.

Et c'est peut-être là que réside la véritable valeur de la diversification : elle est moins l'expression d'une incertitude que de l'expérience – celle qu'une certitude ne dure souvent pas. ♦

*Thomas Lehr est associé chez
Flossbach von Storch SE à Cologne.*



ET POUR FINIR, LA GUEULE DE BOIS

Kurt von Storch

Le thème de l'intelligence artificielle tire les cours boursiers vers le haut. Pour de nombreux investisseurs, surtout de la vieille garde, ce n'est pas sans rappeler l'emballement du début de siècle. La comparaison est-elle justifiée ?

L'histoire ne se répète pas, mais elle rime souvent, disait Mark Twain. Les promesses de l'intelligence artificielle (IA), les énormes investissements dont elle fait l'objet, l'envolée des actions technologiques ne sont pas sans rappeler la bulle Internet il y a environ 25 ans ... et son éclatement.

Depuis toujours, le progrès technique fait évoluer l'humanité. Il transforme notre manière de travailler, notre manière de consommer. Il transforme véritablement toute notre vie. Il crée de nouveaux métiers et en menace d'autres. Il laisse augurer de la croissance – mais pas pour toutes les branches industrielles ni pour tous les secteurs.

Les places boursières reflètent ces perspectives. Toutes les entreprises considérées comme susceptibles de profiter de cette poussée d'innovation sont véritablement encensées. Leurs cours franchissent record après record.

En revanche, les titres des sociétés qui ne tirent pas directement profit de la technique sont boudés au motif qu'ils sont beaucoup trop ennuyeux.

C'est exactement ce qu'il se passe aujourd'hui. Les actions des grands groupes américains de la tech dominent l'indice, tandis que les valeurs des secteurs plus « défensifs » tels que la consommation ou la pharmacie flirtent avec leurs planchers décennaux. Une question est toutefois sur toutes les lèvres : combien de temps va durer cet engouement pour l'IA en Bourse ?

Je n'en sais rien.

De par leur nature, les nouveaux grands domaines de croissance constituent un véritable aimant pour les investisseurs. Mais il n'y a à date aucun boom qui n'ait pas versé à un moment donné dans l'exagération, avant de se terminer par des larmes. C'est ainsi que s'est achevée l'euphorie suscitée par les valeurs de l'Internet au début des années 2000, alors même que les attentes les plus folles ont largement été dépassées au cours des décennies qui ont suivi. Nombre

des supposés vainqueurs de la bulle Internet sont restés sur le carreau tandis que de nouveaux acteurs ont émergé. Et même les entreprises toujours en lice aujourd'hui ont vu, dans l'intervalle, leur capitalisation boursière fondre temporairement jusqu'à 90% ...

TOUT LE MONDE NE PEUT PAS GAGNER

Au fond, cela répond en partie à la question que nos clients et investisseurs nous posent souvent ces temps-ci : pourquoi êtes-vous réticents à investir dans la technologie ? Un nom concret revient sur toutes les lèvres : pourquoi boudez-vous Nvidia ?

Parce que nous ne nous sentons tout simplement pas capables d'évaluer de manière sérieuse ses perspectives de rendement à long terme. Certes, Nvidia est sans aucun doute une entreprise extraordinaire, dirigée par une équipe extraordinaire. Ses derniers résultats étaient, une fois encore, impressionnants. Nous considérons néanmoins que, parmi l'éventail des scénarios plausibles, ceux impliquant une division par deux du cours de l'action sont plus nombreux que ceux tablant sur un nouveau doublement.

Aucun secteur n'est aussi disruptif que la technologie. Nulle part ailleurs, les gagnants d'aujourd'hui ne deviennent aussi rapidement les perdants de demain. Ce n'est pas forcément le sort que connaîtra Nvidia, mais c'est une possibilité.

Les investissements colossaux des géants de la tech dans l'IA montrent à quel point leurs équipes dirigeantes craignent de se laisser dépasser dans la course aux domaines d'activité futurs (dont personne ne sait vraiment aujourd'hui quel rendement ils offriront). Une chose est certaine : il ne peut pas y avoir que des vainqueurs. Et il n'y aura pas que des vainqueurs, nous sommes bien placés pour le savoir.

La bulle Internet du début des années 2000, les immenses attentes puis la retombée douloureuse après le boom et pour finir, la gueule de bois : cette phase a marqué de nombreux →

investisseurs, et encore plus l'équipe de la toute jeune entreprise Flossbach von Storch. Nous avons appris qu'il était essentiel de ne pas bâtir de châteaux en Espagne. De ne pas mentir, ni à soi-même, ni à ses clients. De rester fidèle à ses convictions. De disposer d'une philosophie d'investissement claire.

Lorsque l'on investit en Bourse, surtout lorsqu'il s'agit de l'argent des autres, il convient de se montrer humble, et de le rester. De ne pas se laisser entraîner, même si l'on doit parfois pour cela rester dans l'ombre d'un marché en pleine effervescence. De telles phases ont ponctué l'histoire, et elles continueront de le faire. Nous l'acceptons.

PRÉVOIR L'AVENIR, C'EST IMPOSSIBLE

Nous ne raisonnons pas en années civiles, mais sur un horizon bien plus long. Nous réfléchissons comme des commerçants. Notre proposition de valeur implicite consiste à préserver le patrimoine de nos clients et investisseurs et à leur assurer des rendements corrects au fil du temps. Leur garantir qu'ils peuvent dormir sur leurs deux oreilles même si dehors, la tempête fait rage.

À cette fin, nous répartissons leur fortune aussi largement que possible.

La diversification reflète la prise de conscience que si l'on ne peut pas toujours prédire le futur, il est en revanche possible de s'y préparer le mieux possible. Mais la diversification ne se résume pas à répartir le patrimoine entre plusieurs catégories d'actifs ou plusieurs titres ; ce serait bien trop réducteur. Bien répartir sa fortune consiste aussi à l'investir dans différentes devises. Par exemple, un investisseur basé dans l'Union économique et monétaire aurait tout intérêt à ne pas placer tout son argent en euro, mais à investir aussi dans des monnaies plus « robustes », ou autrement dit, dans des zones monétaires moins endettées.

En termes de devises, plusieurs considérations entrent en ligne de compte : il ne s'agit pas seulement de déterminer

dans quelle monnaie l'action ou l'obligation est cotée, mais aussi de comprendre dans quelles devises une entreprise dont l'investisseur détient l'action ou l'obligation réalise la majeure partie de ses activités. Car l'évolution du taux de change est déterminante pour les perspectives bénéficiaires d'un groupe basé dans la zone euro, mais qui génère la majeure partie de son chiffre d'affaires dans la zone dollar, et en USD. L'investisseur doit tenir compte de ces facteurs lorsqu'il prend une décision.

Mais même lorsqu'il a bien réparti sa fortune sur différentes classes d'actifs, différents titres et différentes monnaies, il doit encore combiner savamment les différentes composantes. Quelle est la part d'actions appropriée ? Quelles sont les conséquences pour la composante obligataire, qui vise à stabiliser le portefeuille ? Combien d'or faut-il (en termes absolus et par rapport aux autres catégories d'actifs) pour que ce métal précieux puisse jouer son rôle d'assurance ? La composition d'un portefeuille découle de l'environnement du marché et doit pouvoir être ajustée en toute flexibilité au fil du temps.

AU FINAL, UNE QUESTION DE QUALITÉ

Par ailleurs, la qualité des placements pour lesquels un investisseur opte est une caractéristique essentielle d'une stratégie de placement robuste. En Bourse, se laisser guider par des tendances et modes à court terme revient bien souvent à faire un pari. Il est bien plus important de tenir compte de la juste valeur d'un investissement, du rendement qu'il permet d'obtenir sur le long terme et, surtout, de sa prévisibilité. Les investisseurs doivent donc toujours vérifier la solidité du modèle d'activité d'une entreprise, et donc des revenus qu'il permet de générer.

La qualité s'inscrit sur le long terme, tout comme les investissements financiers. C'est d'autant plus le cas dans les phases de crise. Les investisseurs doivent donc mettre l'accent sur les sociétés qui, grâce à un modèle d'activité et un bilan robuste, pourront traverser sans encombre les crises même majeures, voire en sortir renforcées.

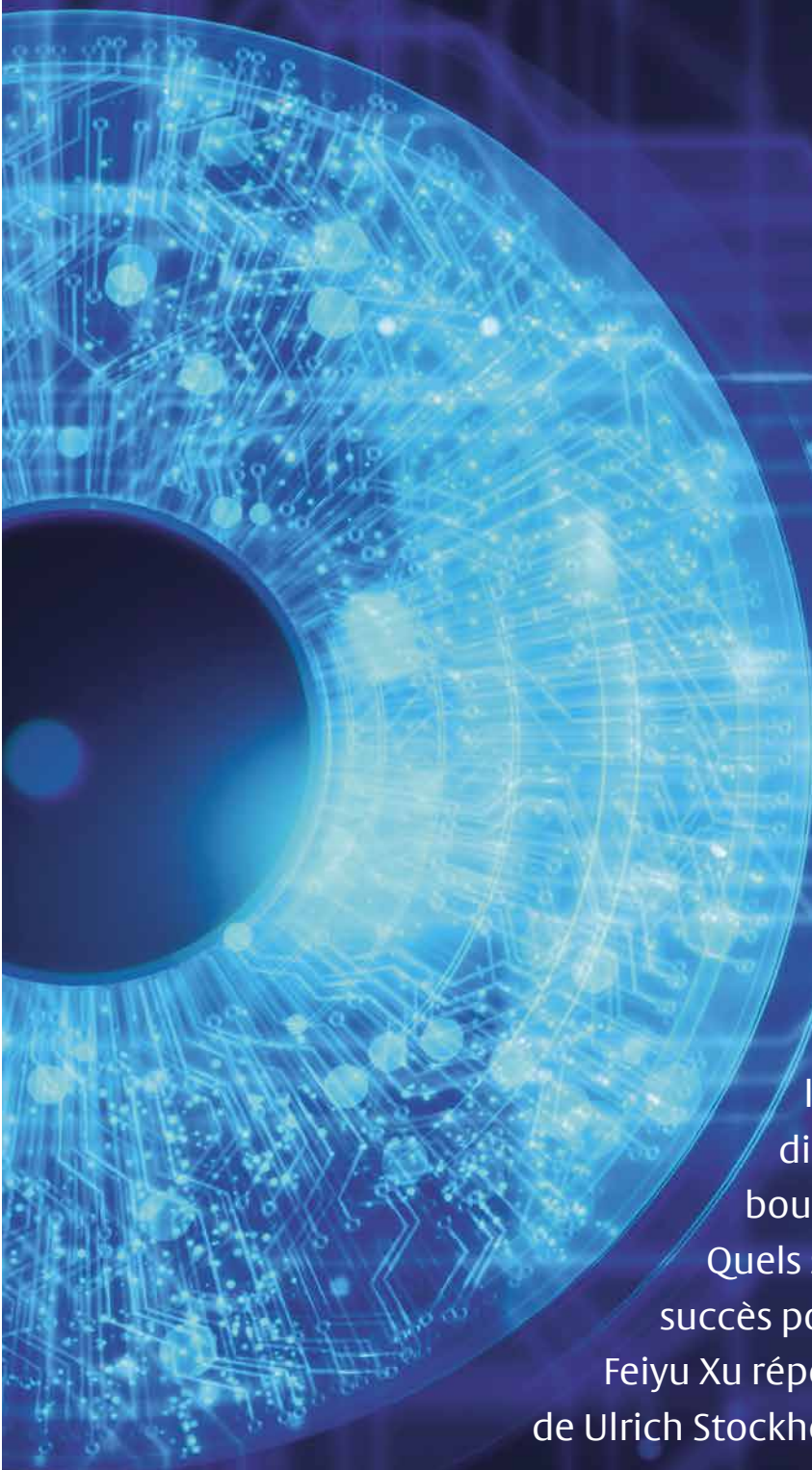
La flexibilité est tout aussi importante. Seuls ceux qui possèdent une réserve de liquidités peuvent tirer profit des opportunités d'investissement. Tôt ou tard, ils seront amenés à l'utiliser. Mais cela ne suffit pas. Le concept de flexibilité, et donc aussi celui de liquidité, doivent être interprétés au sens large : chaque opportunité de placement qui pourrait se révéler intéressante pour un investisseur doit être soigneusement examinée avant l'achat, afin de déterminer s'il sera facile de s'en défaire si nécessaire. Car à quoi sert d'investir dans un titre intéressant s'il n'y a aucun marché pour ce dernier en cas d'urgence ?

Les investisseurs doivent également veiller à la solvabilité : la leur, bien sûr, mais aussi celle de l'entreprise dont ils achètent des actions et des obligations. La solvabilité forme un prérequis essentiel pour l'indépendance et la capacité d'action. À l'inverse, un endettement élevé est la principale cause de faillite et de perte de patrimoine. Et cela vaut d'autant plus en période de crise.

Le prix, c'est ce que l'on paie, la valeur, ce qu'on reçoit. Comme les bons commerçants le font lors de l'achat et de la vente de marchandises, les investisseurs doivent eux aussi soigneusement vérifier la valeur de l'entreprise dans laquelle ils souhaitent placer leur argent. Le cours est-il bien plus élevé que la valeur de l'investissement potentiel ? Correspond-il à la valeur réelle, ou, mieux encore, est-il inférieur ? Les investisseurs ne doivent jamais se laisser aveugler par les exagérations de la Bourse, mais toujours tenter de déterminer la véritable valeur d'un investissement.

Diversification, qualité, flexibilité, solvabilité et valeur : ces cinq principes, nous les avons formulés au début des années 2000. Ensemble, ils constituent le pentagramme de Flossbach von Storch. Ces cinq lignes directrices, toutes nos décisions d'investissement doivent s'y conformer – aujourd'hui, et demain aussi. ♦

La bulle Internet du début
des années 2000,
les immenses attentes puis
la retombée douloureuse
après le boom et pour finir,
la gueule de bois :
cette phase a marqué de
nombreux investisseurs,
et encore plus l'équipe de
la toute jeune entreprise
Flossbach von Storch.



Comme l'humain en mieux

Depuis quelque temps,
l'intelligence artificielle (IA)
dicte l'évolution des places
boursières. Pour quelles raisons ?

Quels sont les ingrédients du
succès pour les entreprises ?

Feiyu Xu répond aux questions
de Ulrich Stockheim.

Madame Xu, on parle beaucoup d'intelligence artificielle en ce moment. Pour la plupart d'entre nous, il s'agit d'un sujet relativement nouveau ; vous, en revanche, vous étudiez ce thème depuis de nombreuses années. Comment êtes-vous devenue spécialiste de l'IA ?

Originaire de Chine, je suis arrivée en Allemagne en 1991 car je voulais étudier ici. J'étais très bonne en mathématiques et plutôt bonne en langues. J'ai donc choisi d'étudier l'informatique et la linguistique computationnelle. L'existence, déjà à l'époque, du centre allemand de recherche sur l'IA (DFKI) à Sarrebruck a été pour moi une grande chance. Autrefois, la linguistique computationnelle était encore une niche. Sur tout au plus une trentaine d'étudiants en début de cursus, moins d'une dizaine allaient jusqu'au diplôme. Aujourd'hui, les formations en IA comptent plus de 300 étudiants.

Par la suite, vos travaux de recherche vous ont valu plusieurs distinctions, et vous avez fait vos armes dans la pratique en tant que Head of AI Lab chez Lenovo en Chine et Global Head of AI chez SAP en Allemagne. Vous avez été conseillère IA du gouvernement fédéral allemand et vous avez fondé une start-up. Aviez-vous vu venir cette explosion de l'IA ?

Non. Je ne pensais pas que l'IA se développerait si vite et qu'elle serait autant utilisée au quotidien. Son essor ces cinq dernières années est particulièrement fulgurant.

Mais comme nous sommes encore peu nombreux à bien connaître ces concepts, pouvez-vous nous expliquer ce que l'IA a de particulier ?

Bien sûr. L'IA simule et élargit la perception et la cognition humaines : la perception regroupe des facultés comme le langage, l'ouïe, la vue et même l'odorat ; la cognition englobe les capacités de réflexion, de planification et d'analyse. De nombreux systèmes d'IA sont souvent même plus performants que l'humain. L'IA peut traduire plus de 100 langues, reconnaître 100 000 visages ou identifier des millions de plantes et d'animaux en un instant – et cela, 24 heures sur 24, 7 jours sur 7. L'IA peut aussi transformer notre créativité. Grâce à elle, on peut peindre comme Picasso. Mais surtout, l'IA permet des interactions plus naturelles entre l'homme et la machine. Désormais, on peut parler aux logiciels et aux équipements et interagir avec eux comme on le ferait avec un être humain.

Pour les entreprises, l'IA doit avant tout améliorer l'efficacité des processus ou la qualité des produits, c'est bien cela ?

Ce n'est pas si simple. Avant toute chose, les entreprises doivent définir une stratégie claire. Cela paraît facile, dit comme cela, mais dans la pratique, c'est une tout autre histoire. La première question à se poser est la suivante : l'entreprise peut-elle rendre ses produits plus intelligents grâce à l'IA ? Dans le secteur automobile, la réponse est évidemment oui : sans IA, pas de voiture autonome. L'IA rend également possible l'émergence de tout nouveaux produits, dans l'aéronautique par exemple : sans IA, les drones n'existeraient tout simplement pas.

Les entreprises ne veulent-elles pas aussi optimiser leurs processus grâce à l'IA ?

C'est exact. En matière d'optimisation de processus, de nombreuses entreprises s'essayent à l'IA, notamment dans l'industrie mécanique, où cette technologie peut améliorer la précision et l'efficacité des étapes de finition. Puis il y a les processus opérationnels : dans ce domaine, SAP joue un rôle important avec ses processus intelligents. Toutefois, je ne commencerais pas par des processus en lien direct avec la clientèle, afin que les erreurs des premières expérimentations ne mettent pas à mal la relation que l'entreprise entretient avec ses clients. Et enfin, un troisième point, très important : lorsqu'elles s'emparent du sujet des données et du numérique, les entreprises ont presque toujours l'opportunité de développer un nouveau modèle d'activité (nouveaux services, solutions innovantes reposant sur les données, offres novatrices). L'IA n'est pas qu'un simple vecteur d'optimisation, c'est un véritable moteur de l'innovation.

Pourriez-vous nous en dire plus ?

La plupart des entreprises allemandes traditionnelles opèrent encore selon des modèles très linéaires, dans lesquels la vente de machines (par exemple, des voitures) est la seule et unique activité. Toutefois, de nombreux constructeurs automobiles et industriels ont compris que des offres de services supplémentaires pouvaient être économiquement intéressantes, car elles permettent de générer un flux constant et récurrent de chiffre d'affaires. Par comparaison, des entreprises américaines et chinoises comme Google, Amazon, Tencent ou Alibaba ont misé sur les plateformes →

et ont construit des écosystèmes entiers en ce sens. Ces acteurs connaissent aujourd'hui une immense réussite, parce qu'ils appliquent des modèles d'activité exponentiels. Je pense qu'il est essentiel pour les entreprises allemandes de développer des modèles de ce type si elles veulent préserver leur compétitivité à long terme.

Nous nous trouvons aujourd'hui chez un gestionnaire de patrimoine, il nous faut donc chausser nos lunettes d'investisseur. Selon vous, à quoi doit-on prêter attention au moment d'investir ? Investiriez-vous plutôt une entreprise classique qui a su utiliser l'IA pour optimiser son efficacité ou dans les fameuses « entreprises d'IA » ?

Il faut d'abord prendre un peu de recul. L'écosystème IA commence par les puces électroniques, que fabriquent des champions comme Nvidia et TSMC. Ensuite, il y a les grandes entreprises spécialisées dans le cloud, qui proposent des plateformes leaders sur le marché : Google, Amazon et Microsoft. Ces entreprises ont aujourd'hui une politique d'investissements massifs, tout comme les grands acteurs chinois, aux premiers rangs desquels Tencent et Baidu, qui ont une importante force de frappe.

La plupart des entreprises allemandes se placent, elles, à un autre niveau : elles développent des applications ou intègrent des applications d'IA dans leurs produits et processus. Cette activité est extrêmement importante pour l'économie européenne car, à l'heure actuelle, notre industrie repose sur des applications à forte intensité technologique. C'est pourquoi la numérisation est si décisive en l'espèce, et c'est pourquoi une simple trajectoire d'amélioration continue ne suffira pas. Qui dit numérisation dit aussi électrification de l'industrie. Je pense que l'Europe et l'Allemagne devraient avoir nettement plus d'ambition et affirmer clairement leur volonté d'être leaders dans l'une des grandes industries de demain. Pour le secteur automobile, ce n'est pas forcément simple à l'heure actuelle, mais dans d'autres filières, je vois de grandes opportunités.

C'est bien beau de dire que l'on veut être numéro un. Mais ailleurs, l'IA est déjà partout, sous-tendue par une infrastructure immense, à commencer par les modèles de langue et les centres de données, dont le coût

– énergétique, mais aussi financier – est exorbitant : de quoi susciter la polémique en Allemagne. En fin de compte, la question est la suivante : est-il trop tard pour prendre le train en marche ?

Je pense qu'il n'est jamais trop tard. Ce qui manque pour moi en Europe, c'est la passion et l'ambition de créer quelque chose de radicalement nouveau. Je siége au conseil d'administration d'Airbus, et c'est une entreprise dont les Européens peuvent être fiers : on entend souvent que les passagers ont peur de voler sur les appareils du concurrent Boeing. Mais il ne faut pas oublier une chose : à la création d'Airbus au début des années 1970, on aurait aussi pu dire qu'il était trop tard pour prendre le train de l'aéronautique en marche. Et pourtant, avec le recul, il s'agit de l'une des plus grandes réussites à l'échelle européenne.

Autre exemple : à l'origine, le « Made in Germany » n'était pas un gage de qualité. Ce sont les Anglais, convaincus que les biens de fabrication allemande étaient de qualité moindre, qui ont forgé l'expression pour indiquer la provenance de ces produits. Et pourtant, aujourd'hui, le « Made in Germany » est synonyme d'excellence dans le monde entier. Il y a eu à plusieurs reprises dans l'histoire des moments où l'Allemagne ou l'Europe se trouvaient en position d'outsider et ont tout de même su tirer superbement leur épingle du jeu. C'est ce feu sacré que nous devons réveiller dans notre pays et en Europe. Pour cela, nous devons avoir un plan de bataille clair pour remporter la course à la numérisation et aux nouvelles technologies.

Donc, pour vous, il ne s'agit pas seulement d'optimiser le secteur industriel, mais aussi de concurrencer les entreprises d'IA à proprement parler ?

Bien sûr. Prenez les Sept Magnifiques. Ces entreprises sont la figure de proue d'une énorme industrie, d'un marché colossal que nous ne devrions pas laisser aux mains des États-Unis et de la Chine. Chez nous aussi, les idées ne manquent pas.

L'IA est désormais un sujet pour presque toutes les entreprises, qui, souvent, ont déjà commencé à la mettre en œuvre. Mais certains acteurs trouvent aussi parfois cet engouement quelque peu exagéré, et montent sans grande conviction des équipes IA composées d'une poignée de jeunes gens chargés de faire des expérimentations. Cela est-il suffisant ?





i

La professeure Dr Feiyu Xu

occupe une chaire en intelligence artificielle industrielle à Potsdam. Ses travaux de recherche ont été récompensés à de nombreuses reprises. Elle a également été Global Head of AI chez SAP de 2020 à 2023 et a dirigé le laboratoire d'IA de Lenovo de 2017 à 2020.

Feiyu Xu est membre des conseils de surveillance de Siemens Energy, du groupe ZF et d'Airbus.

Absolument pas. Si une entreprise veut réellement s'emparer du sujet, la responsabilité doit en incomber au conseil de surveillance, au conseil d'administration ou au directoire, et l'IA doit faire partie intégrante de la stratégie de l'organisation. J'ai eu la chance d'observer de près le fonctionnement de nombreuses entreprises : d'abord chez Lenovo, dont j'ai développé la stratégie IA et constitué l'équipe centrale chargée de ce sujet, puis chez SAP, où j'ai assumé des fonctions similaires. Presque tous les projets mis en œuvre ont fonctionné, mais uniquement parce qu'ils étaient sous-tendus par une stratégie globale claire. À défaut, les investissements manquent souvent leur cible ou les priorités ne sont pas respectées.

Récemment, une grande entreprise de télécommunications américaine m'a demandé d'évaluer une application IA destinée aux ressources humaines. La première question que j'ai posée a été : pourquoi une entreprise de télécom devrait-elle investir dans ce domaine ? Dans ce secteur d'activité, les priorités sont la stabilité et l'optimisation du réseau et la qualité de service. Je n'ai obtenu aucune réponse convaincante, ce qui est révélateur de failles d'ordre stratégique. C'est pourquoi toute entreprise qui prend l'IA au sérieux doit se doter d'une stratégie globale et d'un cap clair et explicite, qui servira de point de repère à l'ensemble des initiatives dans ce domaine.

Quel serait donc le cap à fixer ?

Prenons le secteur automobile, par exemple BMW ou Mercedes. Il pourrait s'agir du développement de la voiture autonome. En s'accordant sur un tel objectif, on se donne une trajectoire d'investissement claire. Dans le cas de l'industrie mécanique, il s'agit souvent plutôt d'optimiser le processus de fabrication, par exemple, pour mieux faire face aux défis géopolitiques qui pèsent sur les chaînes d'approvisionnement.

Revenons un instant à l'Allemagne. Y a-t-il selon vous des points sur lesquels l'État devrait fixer un meilleur cadre, s'agissant des coûts de l'énergie par exemple ? Ou est-ce exagéré ?

Ce n'est pas du tout exagéré. L'électricité coûte bien moins cher aux États-Unis et en Chine qu'en Allemagne. Nous devons impérativement investir dans notre secteur énergétique, et, en parallèle, dans les technologies d'IA. Les besoins

sont énormes, notamment du fait de l'électrification massive de notre industrie.

Dans le même temps, l'UE a franchi une étape importante avec l'initiative des giga-usines d'IA. Je trouve que l'Allemagne aurait dû en profiter pour placer ses pions comme l'a fait la France. Mieux encore : il aurait fallu saisir cette opportunité d'avancer ensemble. Tout de même, pas moins de six entreprises allemandes se sont portées candidates dans le cadre de ce projet. C'est précisément là que l'État devrait endosser un rôle actif : la puissance publique doit intervenir pour configurer nos atouts – lieu d'implantation, approvisionnement énergétique, technologie, cloud, applications – et les renforcer par des investissements ciblés. Ces décisions ne doivent pas être laissées aux mains de quelques acteurs privés. En Allemagne, nous avons des entreprises de premier plan : Siemens est extrêmement bien positionné dans le domaine de l'IA appliquée à l'industrie, SAP est le leader mondial des processus opérationnels et Siemens Energy est chef de file dans le secteur de l'énergie. La mise en commun de ces compétences aurait été pour l'Allemagne et pour l'Europe un formidable atout stratégique.

Vous parlez de modèles d'activité. Mais le problème n'est-il pas que l'IA est majoritairement décriée dans le débat public ? Ne devrait-on pas plutôt laisser faire les entreprises ?

Je suis tout à fait d'accord avec vous. Si nous voulons réellement être numéro un, nous devons avoir de l'ambition, et aussi de la résilience. C'est quelque chose qu'il faut fondamentalement faire évoluer dans notre société. Je le constate même autour de moi : on cherche souvent à couvrir les enfants, on leur laisse passer beaucoup de choses, parfois peut-être trop. Mais en fin de compte, si l'on n'est pas résilient, si l'on n'apprend pas à se prendre en main, pour soi-même et pour la société, on s'expose à des difficultés, que ce soit en tant qu'individu ou au sein d'un collectif. Pour réussir, il faut avoir de la force intérieure, de la persévérance et la volonté de prendre des responsabilités.

Vous expliquez tout à l'heure ce que peut faire l'IA et que ne peut pas faire l'humain. Alors pourquoi l'IA met-elle tant de temps à passer le permis ?

Pourquoi une personne lambda a-t-elle seulement besoin d'une vingtaine d'heures de conduite, tandis que le développement de la conduite autonome se compte en années ?

Pour apprendre à conduire, nous mobilisons l'expérience de toute une vie : nous comprenons intuitivement la circulation, nous lisons le langage corporel, nous identifions les risques. L'IA, elle, part de zéro et doit intégrer des millions de cas particuliers qui sont pour nous évidents. Du point de vue technologique, la conduite autonome fonctionne déjà dans de nombreux cas de figure. Ce qui n'existe pas encore, ce sont des règles claires, une clarification des questions de responsabilité et une acceptation sur le plan sociétal. Nous tolérons que l'humain fasse des erreurs, mais nous attendons de l'IA qu'elle soit parfaite. C'est pourquoi cela prend plus de temps.

Les entreprises qui intègrent l'IA doivent généralement composer avec un certain taux d'erreur, car la technologie ne parvient pas encore à tout résoudre. Comment font-elles ?

Oui, de nombreuses entreprises utilisent par exemple l'IA sous forme de « chatbot » – ou agent conversationnel – dans le cadre de leur service client. Mais ces chatbots ne parviennent pas à traiter les cas les plus complexes. Une entreprise avisée fera en sorte que l'IA et l'humain travaillent main dans la main : l'IA traitera peut-être 90% des questions les plus fréquentes, et l'humain continuera de résoudre les problèmes les plus complexes. Mais là aussi, le recours à l'IA permet de réaliser des économies substantielles, et donc de nets gains d'efficacité.

Madame Xu, merci beaucoup d'avoir répondu à nos questions.

« Nous tolérons que l'humain fasse des erreurs, mais nous attendons de l'IA qu'elle soit parfaite. »

Diversification numérique

Dirk Seel

Ou pourquoi nous mettons l'accent sur une répartition la plus large possible des investissements dans le secteur technologique.

Obnubilé par l'intelligence artificielle (IA), le marché fait émerger des narratifs hâtifs sur les gagnants et les perdants. Ces récits soumettent les valeurs technologiques à des fluctuations de cours extrêmes. Or, aucune réponse concluante n'a encore été apportée à la question centrale : quelles entreprises pourront développer sur le long terme des modèles d'activité solides en se basant sur ces technologies, et lesquelles se retrouveront au contraire sous pression ? Pour profiter de ces évolutions sans prendre de risques démesurés, nous plaçons pour un positionnement diversifié.

La technologie est un vaste champ d'activité. En théorie, elle forme l'un des onze secteurs au sein desquels le promoteur d'indices MSCI répartit les entreprises dans son Global Industry Classification Standard (GICS). En pratique, toutefois, les lignes sont beaucoup plus floues : le spécialiste du commerce en ligne Amazon entre dans la catégorie « consommation discrétionnaire », bien qu'il soit aussi l'un des principaux prestataires de services cloud. Alphabet, la société mère de Google, mais aussi d'autres entreprises, ainsi que Meta, dont l'activité ne saurait se résumer aux réseaux sociaux, sont en outre considérées comme des « services de télécommunication », éme si leur modèle d'activité repose bien davantage sur la vente de publicité. Puisque la technologie englobe de nombreux secteurs, nous préférons examiner les évolutions actuelles dans le contexte de l'ensemble de la chaîne de valeur numérique – en incluant

les logiciels utilisés par les consommateurs et les entreprises et les programmes sous-jacents aux plateformes d'information financière, mais aussi les équipements nécessaires, de près ou de loin, au fonctionnement des centres de données. Ces quatre secteurs sont actuellement influencés en premier lieu par l'évolution de l'IA et dominés par certains narratifs du marché.

LOGICIELS POUR CONSOmmATEURS : UN SEUL ÉLU, VRAIMENT ?

Les portails de voyage, services de streaming, prestataires de transport ou réseaux sociaux fonctionnent tous sur le même modèle : ils doivent capter le plus d'utilisateurs possibles pour maximiser l'effet de réseau. Jusqu'à présent, pour ce type de logiciels utilisés quotidiennement par les consommateurs, nous étions aussi convaincus que les acteurs même déjà grands allaient encore voir leur taille augmenter. Aujourd'hui, toutefois, l'on peut se demander si l'essor des chatbots IA (aussi appelés assistants ou agents) tels que ChatGPT ou Perplexity peuvent changer la donne.

En effet, toutes ces entreprises convoitent l'attention des clients, qui ne disposent cependant que de 24 heures par jour. La croissance d'une application se traduit donc par le recul d'une autre. Le narratif suivant s'est donc désormais imposé : ChatGPT et les moteurs de recherche ne peuvent coexister ; la meilleure variante s'imposera chez les clients. Il nous semble en

revanche que le marché ne s'inquiète pas assez pour Meta et Netflix. Car ChatGPT se distingue par sa créativité, que la société pourrait à l'avenir exploiter pour se développer dans les réseaux sociaux ou la production vidéo.

Les entreprises existantes qui pourraient, à l'avenir, être mises sous pression par les chatbots dépendront largement des spécificités de leur modèle d'activité et des compétences propres à ces chatbots. S'il se révèle, par exemple, que les chatbots sont particulièrement efficaces pour trouver des informations spécifiques et rares, cela donnerait du fil à retordre à certains prestataires, pourtant jusqu'ici leaders du marché. Au lieu de suivre les narratifs simplistes auxquels « le marché » a parfois tendance à se livrer, il convient d'observer attentivement les modèles d'activité, les risques de disruption et les développements en matière d'IA – et de se garder de classer hâtivement les entreprises en « gagnants » et « perdants » de l'IA.

LOGICIELS POUR ENTREPRISES : LES ENTREPRISES ONT-ELLES BE- SOIN DE PLUS OU DE MOINS DE LOGICIELS ?

Le secteur des logiciels d'entreprises s'est pendant de nombreuses années caractérisé par sa forte prévisibilité. Pour les clients professionnels, changer de prestataire est un processus compliqué. Mais là aussi, la possibilité d'une disruption par l'IA fait débat. Les investisseurs se demandent quel impact cette dernière pourrait avoir →

sur le pouvoir de fixation des prix des éditeurs de logiciels. Les discussions portent surtout sur trois aspects.

Premièrement, les logiciels d'entreprises gagnent constamment en efficacité du fait de l'ajout de fonctions d'IA, si bien qu'à l'avenir, les entreprises pourront réduire leurs effectifs et donc, devront acheter moins de licences. À l'inverse, l'on peut aussi argumenter que les collaborateurs deviendront plus productifs grâce à l'IA et que les gains d'efficacité ainsi générés pourront être répartis entre l'éditeur du logiciel et le client. Pour certaines entreprises, nous avons tendance à partager ce point de vue.

Deuxièmement, les sceptiques affirment que les éditeurs de logiciels pour entreprises qui proposent de nouvelles fonctionnalités IA seront contraints de modifier leur politique de fixation des prix. Selon eux, ces derniers auraient gagné beaucoup (trop) en proposant des offres combinées ne permettant pas la vente individuelle des différents logiciels, et des abonnements de la durée la plus longue possible. Cette approche pourrait désormais leur porter préjudice. Certaines entreprises prétendent certes que l'ajout de fonctions IA pourrait justifier une augmentation des tarifs et qu'il est possible d'intégrer des composantes en fonction de l'utilisation, si bien que les utilisateurs intensifs pourraient devoir s'acquitter de sommes plus importantes pour leurs produits. Pour l'instant, toutefois, les clients des logiciels établis ne semblent pas disposés à payer pour obtenir des fonctionnalités IA supplé-

mentaires. Nous estimons nous aussi que le passage d'un modèle de tarification basé sur un abonnement à un paiement basé sur l'utilisation devrait comporter un certain nombre de défis.

Troisièmement, certains affirment que l'activité des éditeurs de logiciels pourrait être menacée si, à l'avenir, les tâches n'étaient plus effectuées par des humains, mais par une IA. Dans la plupart des secteurs, nous estimons que ce scénario est un peu prématuré. Les start-ups qui construisent les agents ont besoin de données. Or, nous observons depuis un certain temps déjà que les plus grands éditeurs de logiciels bloquent l'accès à ces données. Ils parviennent ainsi à acheter du temps pour intégrer les fonctionnalités des agents dans leurs propres produits. Les services qui dépendent fortement de données actualisées pourraient donc être peu sensibles à la pression de l'IA.

LOGICIELS D'INFORMATION FINANCIÈRE : LES FOURNISSEURS DE DONNÉES BIENTÔT REDONDANTS ?

Les fournisseurs de cartes de crédit, les opérateurs de places boursières, mais aussi les sociétés spécialisées dans les données et l'analyse, à l'instar de S&P Global, profitent non seulement de l'effet de réseau, mais ils convertissent aussi directement et indirectement les données en argent sonnante et trébuchante.

Car les émetteurs de cartes de crédit traitent chaque jour des milliards de transactions. De ces dernières émer-

gent des données granulaires : qui a acheté quoi, où, quand, avec quel appareil ? Ces données sont monétisées – par exemple, via la vente d'outils de risque permettant de détecter de manière précoce des anomalies pointant vers une fraude. Les opérateurs de places boursières vendent non seulement des données liées aux transactions, mais aussi des outils d'analyse pour le contrôle des risques.

L'IA compliquera-t-elle les choses à l'avenir ? Ce scénario inquiète le marché, au moins depuis la mi-septembre : la publication du rapport trimestriel de FactSet, spécialiste américain des données financières, a donné lieu à une vague de cessions touchant les titres des acteurs de l'information financière. La direction de FactSet avait annoncé des investissements entraînant une légère contraction de la marge en 2026, sans pour autant anticiper d'augmentation correspondante de son chiffre d'affaires. Un courtier avait commenté : « même si nous ne pouvons parler d'une disruption totale par l'IA, les coûts de l'activité augmentent nettement ».

Ce constat vaut pour les acteurs sectoriels qui ne disposent que d'une part relativement faible de données propres. Selon nous, il ne concerne en aucun cas l'ensemble du secteur. C'est pourquoi nous passons en revue de manière détaillée toutes les entreprises, en nous posant les questions suivantes : Les données sont-elles difficiles à répliquer ? Sont-elles intégrées dans un processus de travail ? Sont-elles enrichies par un apport de

l'entreprise ? Sont-elles protégées par des dispositions réglementaires ? Sont-elles pour les clients une expression de légitimité et de crédibilité ? Là où nous pouvons répondre par l'affirmative, nous voyons souvent du potentiel.

ÉQUIPEMENT INFORMATIQUE : QUI PARVIENDRA À S'IMPOSER ?

Le quatrième et dernier maillon de notre chaîne de valeur, l'équipement informatique, peut être divisé en trois secteurs :

- (1) les semi-conducteurs fabriqués dans un centre de données
- (2), le centre de données lui-même et
- (3) tous les éléments nécessaires pour assurer le bon fonctionnement du centre de données. Tous ces secteurs ont bénéficié d'une poussée structurelle, ces dernières années, du fait de la demande liée à l'IA. Pourtant, nous estimons aussi que des risques planent.

Dans le domaine des semi-conducteurs, ils sont apparus clairement, jusqu'à la mi-septembre, pour les actionnaires d'Intel : la société avait en effet perdu énormément de parts de marché. Mais dans les semi-conducteurs aussi, la marée montante ne soulève pas tous les bateaux. D'ailleurs, seuls très peu de navires ont bénéficié de la vague. Chez les concepteurs de puces, seules trois grandes entreprises en ont profité : Nvidia, Broadcom et AMD. Dans les logiciels de conception, il n'y en avait que deux :

Cadence et Synopsys. Deux aussi parmi les fabricants de semi-conducteurs, à savoir TSMC et Samsung. Enfin, pour les équipementiers, on en comptait cinq : ASML, Applied Materials, LAM Research, KLA et Tokyo Electron.

Le deuxième secteur, l'infrastructure cloud, se distingue aussi par sa nature oligopolistique. Les trois prestataires AWS (Amazon), Azure (Microsoft) et GCP (Alphabet) captent actuellement 90% du marché. Or, leur plus grand fournisseur, Nvidia, est soupçonné de vouloir réduire leur pouvoir de négociation et privilégie la livraison de ses puces avancées à de nouveaux prestataires (« neo-clouds ») tels qu'Oracle, CoreWeave et Nebius, ce qui devrait mettre sous pression les trois prestataires dominants. Toutefois, les actionnaires d'Oracle ont pu constater que de telles manœuvres n'étaient pas sans risque. Alors que le cours de l'action avait grimpé en flèche dès septembre 2025, après l'annonce de la coopération avec Nvidia, il s'est effondré ensuite, perdant parfois 40%, alors que le marché évaluait plus précisément la rentabilité de chaque centre de données prévu.

Le troisième segment du matériel informatique, les « enablers », navigue en eaux plus calmes. Des sociétés telles qu'Amphenol (fabriquant de connecteurs), Siemens ou Schneider Electric assurent un transport et une distribution fiables de l'électricité dans les centres de données. Pour ces entreprises, peu importe qui s'imposera dans le domaine des logiciels destinés aux consommateurs, aux entreprises ou à l'information

financière – et quel type de puce sera utilisé. En outre, la tendance de l'IA, associée à l'automatisation, ne représente que 50% environ de leur chiffre d'affaires. Ces sociétés profitent donc de la demande actuelle de centres de données liées à l'IA, sans en dépendre.

INVESTIR DE MANIÈRE ÉQUILIBRÉE ET DIVERSIFIÉE

La chaîne de valeur numérique s'étend donc à de nombreux secteurs, chacun présentant des avantages et des inconvénients particuliers en termes de progrès de l'IA. Les narratifs du marché les concernant font souvent fluctuer les cours mais ne sont, selon nous, pas toujours justifiés. Par exemple, nous jugeons exagérées les projections de disruption pour certains éditeurs de logiciels d'entreprises : d'une part, les changements ne sont généralement pas très rapides, comme le montre la migration des données d'entreprises vers le cloud entamée il y a plusieurs années, et d'autre part, l'IA peut aussi représenter une opportunité pour les chefs de file.

Nous préférons donc mettre l'accent sur une analyse soignée des entreprises et la diversification et l'équilibre des investissements tout au long de la chaîne de valeur. Nous entendons ainsi profiter des opportunités de ces évolutions extraordinaires, sans prendre de risques excessifs. ♦

Dirk Seel est gestionnaire de portefeuille chez Flossbach von Storch SE à Cologne.

L'INNOVATION, un réel besoin



De nombreuses nations industrialisées occidentales voient leur endettement croître vertigineusement. Les risques semblent maîtrisables, surtout à court terme. Mais le spectre des contraintes démographiques pèse.

L'Europe s'endette au lieu de réformer. Les États-Unis affichent un déficit public de quelque 7 % du produit intérieur brut (PIB). Dans certains États européens ainsi qu'au pays de l'Oncle Sam, le taux d'endettement a depuis longtemps franchi le seuil magique de 100 % du PIB.

Pour autant, il n'y a pas lieu de céder au pessimisme. Comme nous l'indiquons ci-dessus, les risques doivent plutôt être examinés dans une perspective temporelle. À court terme, l'insolvabilité d'une nation industrialisée occidentale apparaît comme un scénario difficile à imaginer. Bien au contraire, l'instabilité inhérente à une dette publique élevée devrait être stabilisée par la convergence des intérêts des créanciers de l'État, des retraités, des entrepreneurs ou encore des fonctionnaires. Car aucun de ces groupes n'a intérêt à ce que l'État tombe soudain en faillite, ce qui aurait des conséquences imprévisibles. À moyen et à long terme, de nombreux arguments plaident toujours pour un financement des budgets publics par les banques centrales, par le biais de taux réels bas. Les gardiens de la monnaie devraient donc toujours pouvoir compter sur la bénédiction des acteurs du marché.

Toutefois, un élément va compliquer la situation financière des États au cours des prochaines décennies : les contraintes démographiques croissantes, un problème qui concerne toutes les grandes régions économiques de la planète, dans une ampleur différente. Pour la zone euro, les modèles démographiques des Nations Unies estiment qu'en 2040, pour 100 personnes en âge actif (20 à 64 ans), il y aura 57 personnes âgées de 65 ans ou plus ; ce chiffre est actuellement de 40. La dynamique en Chine est encore plus impressionnante. Dans l'empire du Milieu, en 2040, l'on comptera quelque 43 personnes de plus de 65 ans pour 100 personnes en âge actif (voir graphique), contre 23 actuellement. Et à l'horizon 2050, le rapport entre jeunes et personnes âgées devrait même être plus défavorable en Chine que dans la zone euro.

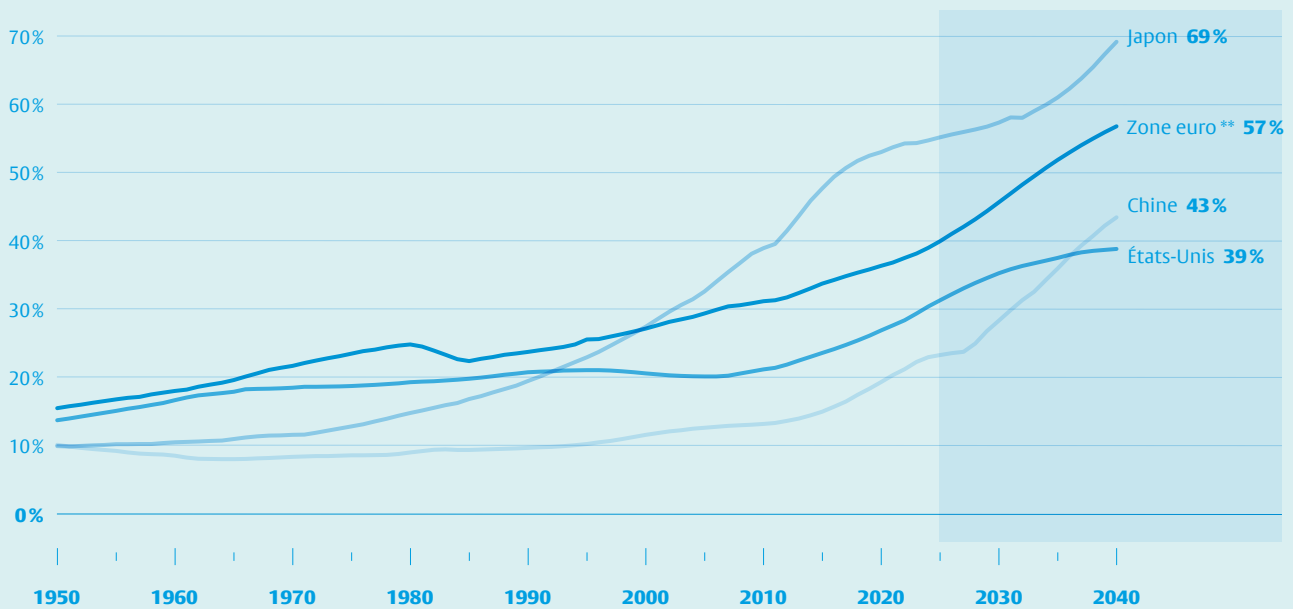
LA DÉMOGRAPHIE, UNE BOMBE À RETARDEMENT

La démographie constitue donc une bombe à retardement pour les systèmes de sécurité sociale. Le vieillissement de la population n'est pas le seul casse-tête. Dans les pays industrialisés, la croissance démographique est en train de tomber sous le taux de renouvellement de la population, qui s'établit à 2,1 enfants par femme. Confrontés à une lassitude croissante de la population à l'égard des réformes, les systèmes sociaux dépendent donc de l'immigration qualifiée pour assurer leur viabilité financière.

En termes de stratégie de placement, il est crucial de noter que les freins démographiques concerneront surtout les économies qui affichent un pouvoir d'achat élevé en comparaison internationale. Ainsi, les entreprises qui ont profité d'une croissance de la population associée à une prospérité toujours plus forte perdent une partie des vents favorables. Ces contraintes ne se traduiront pas forcément

Les contraintes démographiques croissantes, un problème qui concerne toutes les grandes régions économiques de la planète, dans une ampleur différente.





Graphique

Un monde qui vieillit de plus en plus

Le taux de dépendance des personnes âgées * augmente partout sur la planète

* Nombre de personnes âgées de plus de 65 ans par rapport aux personnes d'âge actif (20 à 64 ans) ; les chiffres à partir de 2025 sont des estimations.

** Sont pris en compte les quatre pays les plus peuplés de la zone euro : l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne.

Sources : LSEG Datastream, Flossbach von Storch, données au 31 décembre 2025

par un recul de l'activité, mais les sociétés concernées devront de plus en plus, à l'avenir, assurer leur croissance sur une base autonome – par exemple en innovant davantage ou en différenciant mieux leurs palettes de produits.

LE COUP DE POUCE DES INNOVATIONS

L'accent doit donc être mis de manière accrue sur l'efficacité de la production, car les mutations démographiques n'exercent pas seulement des pressions sur les débouchés mais mènent aussi à une stagnation, voire une diminution de l'offre de main-d'œuvre. Les gains d'efficacité deviennent donc une source essentielle de croissance. Or, l'amélioration de la productivité se fait rarement sans tensions : elle nécessite de travailler dur et exige des destructions créatrices, ce qui suscite des résistances, surtout dans une population vieillissante. C'est pourquoi de grands espoirs sont aujourd'hui placés dans deux lettres devenues synonymes du prochain bond de productivité : j'ai nommé l'IA. ♦

Dr. Bert Flossbach est Cofondateur et propriétaire de Flossbach von Storch SE.

LA SANTÉ

une composante essentielle du portefeuille

Eugen Uretzki

Les valeurs pharmaceutiques semblent être passées sous le radar des investisseurs. Il y a toutefois de bonnes raisons d'affirmer que le secteur, tout comme d'autres segments du marché de la santé, offre des opportunités attrayantes sur le long terme.

→

Lorsque la pandémie de Covid-19 a éclaté en février 2020, la planète tout entière s'est mise en quête d'un vaccin. Les actions biopharmaceutiques ont connu un rebond qui s'est propagé jusqu'à Mayence, berceau de BioNtech. Mais depuis que les progrès de l'intelligence artificielle (IA) tirent les cours des plus grands indices vers des sommets, le secteur de la santé sous-performe. S'il semble probable que la sphère médicale tirera largement parti, et de manière durable, des évolutions de l'IA, ce sont actuellement surtout les mesures déjà prises ou prévues par le gouvernement Trump qui font planer des incertitudes – occultant, pour de nombreux investisseurs, les moteurs de croissance structurels du secteur.

Nous n'entendons pas priver nos portefeuilles d'entreprises d'un secteur prisé pour son évolution décorrélée de la conjoncture, et donc porteur d'une forte prévisibilité des bénéfices – d'autant plus que le marché de la santé offre des moteurs de croissance structurels qui en font un domaine d'investissement attrayant, même au-delà des phases exceptionnelles telles qu'une pandémie.

LA DÉMOGRAPHIE ET LES INNOVATIONS, MOTEURS DE CROISSANCE

Les mutations démographiques planétaires accroissent les besoins de médicaments et de soins médicaux. D'ici la fin des années 2050, la population mondiale devrait atteindre dix milliards d'individus, contre huit milliards aujourd'hui. Parallèlement, l'âge moyen de la population augmente aussi, en particulier dans de nombreuses économies que l'on qualifie de développées. Or, statistiquement, l'apparition de nombreuses maladies chroniques augmente avec l'âge. Dans le même temps, la hausse du pouvoir d'achat d'une classe

moyenne toujours plus dense, dans nombre de marchés émergents, permet l'accès à des soins médicaux modernes et ouvre ainsi un potentiel de croissance disproportionnée du chiffre d'affaires.

En outre, pour la plupart des maladies, les solutions médicales existantes ne sont pas (encore) optimales, ce qui alimente la demande d'innovations médicales. Le rythme de ces dernières s'est d'ailleurs considérablement accéléré

au cours des décennies écoulées. Ceux qui parviennent à développer des médicaments profitent souvent ainsi d'opportunités commerciales directes. Citons quelques exemples.

En outre, pour la plupart des maladies, les solutions médicales existantes ne sont pas (encore) optimales. Ceux qui parviennent à développer des médicaments profitent souvent ainsi d'opportunités commerciales directes.

→ Le cancer est l'une des principales causes de décès pour l'Homme. Même si le taux de mortalité s'est nettement amélioré depuis les années 1970, certains types de cancers sont aujourd'hui encore toujours difficiles à diagnostiquer et à soigner. Grâce aux médicaments oncologiques modernes, le traitement du cancer devient de plus en plus précis et personnalisé. Des chimiothérapies ou des radiothérapies permettent désormais d'agir directement sur les cellules tumorales concernées, sans endommager les

tissus environnants, ce qui atténue les effets secondaires. D'autres traitements anticancéreux récents ciblent certaines modifications génétiques spécifiques de la tumeur. La technologie ARNm, utilisée dans le développement des vaccins contre le Covid-19, pourrait même permettre d'élaborer des thérapies personnalisées pour chaque patient.

→ Les techniques médicales ne sont pas en reste : les robots chirurgicaux ont fait leur entrée dans les salles d'opération. Ils permettent des interventions les moins invasives

possible, ce qui réduit le risque de complications et soulage les médecins les manipulant.

→ Parallèlement, l'on constate des innovations révolutionnaires en matière d'équipement pour la recherche et le développement, ainsi que pour la production de nouvelles classes de médicaments. Les nouveaux outils de précision raccourcissent le temps de développement des nouveaux médicaments et permettent de les produire de manière rentable.

Des opportunités historiques apparaissent donc – non seulement pour les laboratoires pharmaceutiques, mais aussi pour des segments moins emblématiques du marché de la santé. Ces secteurs se distinguent par certaines spécificités de leurs modèles d'activité et les opportunités et risques qui y sont liés.

Les entreprises pharmaceutiques classiques profitent des brevets sur leurs médicaments, qui leur assurent des marges élevées, mais uniquement pendant la durée limitée du brevet. Ensuite, des médicaments génériques moins onéreux sont mis sur le marché et les entreprises doivent générer de nouvelles ventes et bénéfices en développant de nouveaux médicaments. La recherche et le développement de nouveaux principes actifs sont, de par leur nature, soumis à un risque élevé. C'est pourquoi les plus grands laboratoires pharmaceutiques se diversifient, avec un pipeline de recherche large. Les progrès réalisés en matière d'application de l'IA promettent de réduire les délais de développement des nouveaux médicaments à l'avenir. Comme l'approvisionnement en médicaments est au cœur du débat politique, le secteur fait l'objet d'un risque politique accru. Les interventions réglementaires et les réductions de prix forcées aux États-Unis échaudent actuellement de nombreux investisseurs.

PEU DE RISQUE POLITIQUE POUR LES TECHNIQUES MÉDICALES ET LES OUTILS DES SCIENCES DE LA VIE

D'autres sous-segments de la santé sont davantage dans l'ombre. C'est notamment le cas des techniques médicales, soit, simplement dit, les biens d'équipement et de consom-

mation des hôpitaux. Il s'agit par exemple des systèmes pour salles d'opération ou instruments chirurgicaux, ou de produits appliqués directement sur les patients, comme les cardiostimulateurs, les prothèses articulaires ou les produits d'incontinence. S'ajoutent ensuite à cette liste d'autres représentants des « outils des sciences de la vie », soit les équipementiers de la recherche et du développement biopharmaceutique.

Outre un risque réglementaire relativement réduit, les techniques médicales profitent aussi de leurs cycles d'innovation plus courts que ceux de la biopharmacie. Ils assument aussi des risques de développement moindres, car les améliorations des produits sont souvent de nature incrémentale. Pour les fabricants, l'utilisation des produits sur des patients malades entraîne toutefois des risques accrus en termes de responsabilité liée aux produits et de poursuites judiciaires.

Le secteur des sciences de la vie ne livre pas directement les patients ou les médecins, mais plutôt les laboratoires pharmaceutiques et autres acteurs institutionnels de la recherche qui développent les produits pour les clients finaux. Il profite donc des macro-tendances susmentionnées sans supporter le risque de développement de quelques médicaments. En outre, les risques de responsabilité liée aux produits occupent un rôle plus réduit dans cette activité. Ces sociétés se distinguent souvent par leur modèle d'activité dit « des lames et du rasoir » : l'installation d'un instrument de recherche et de production donné (le rasoir) nécessite l'achat récurrent de biens de consommation spécifiques exclusifs (les lames).

Une myriade de moteurs de croissance structurels ouvrent ainsi des opportunités attrayantes sur le marché de la santé. Mais comme dans tous les secteurs, une analyse en profondeur et une sélection ciblée des titres individuels sont essentiels pour un investissement réussi. ♦

*Eugen Uretzki est analyste financier
chez Flossbach von Storch SE à Cologne.*

Protection et opportunités



Les placements obligataires sont redevenus attrayants. Nous présentons un exemple de la manière dont rendements et risques peuvent s'équilibrer dans la pratique.

Lars Conrad

Les taux d'intérêt sont à nouveau intéressants. « Bonds are back », titre la presse. Partout, l'on célèbre le retour en force des obligations. Effectivement, plusieurs arguments plaident actuellement pour cette catégorie d'actifs qui, après des années de taux nuls ou négatifs et un tournant historique en matière de taux, s'affranchit progressivement de sa réputation de placement « décoratif ».

Outre les coupons intéressants – aussi pour les titres de la plus haute qualité – qui offrent aux investisseurs un rendement garanti chaque année jusqu'à l'échéance de l'emprunt, elles procurent plusieurs autres sources de rendement. Les obligations sont négociées quotidiennement sur un marché libre. Elles incluent donc un potentiel de hausse des cours, si le prix que les acheteurs sont prêts à payer dépasse le prix d'achat initial.

De même, la persévérance paye : comme la courbe des taux se raidit fortement, les titres à échéance longue affichent des rémunérations nettement supérieures à ceux affichant une échéance courte. Après une année 2025 positive sur les marchés obligataires, avec des rendements annuels dépassant les 4 % pour les fonds actifs et équilibrés, nous voyons aussi de belles opportunités pour 2026.

Toutefois, le marché obligataire est extrêmement complexe. Chaque titre doit être soumis à une évaluation soignée des risques et des rendements. La solvabilité de l'émetteur est-elle correcte ? Justifie-t-elle le cours de l'obligation ? Le marché connaît-il des exagérations dont les investisseurs flexibles peuvent profiter ? Les risques de change ont-ils été intégrés ? Et, dernier point important : la diversification est-elle bonne ? Les portefeuilles obligataires actifs se composent souvent de 200 à 300 titres qui doivent correspondre précisément à la stratégie du fonds. Lorsque les marchés obligataires connaissent des turbulences, l'ensemble du portefeuille peut être remanié deux à trois fois au cours d'une même année.

Mais comment reconnaît-on les opportunités sur le marché ? Nous allons tenter d'expliquer à l'aide d'un exemple concret pourquoi certains titres méritent une place dans un portefeuille obligataire. Attention, toutefois : nous ne faisons naturellement aucune recommandation d'achat. Au contraire, nous déconseillons fortement aux investisseurs particuliers de tout miser sur un ou quelques titres même soigneusement choisis. Les différents placements n'ont du sens que combinés entre eux, ce qui implique que le portefeuille doit être diversifié.



Graphique 1

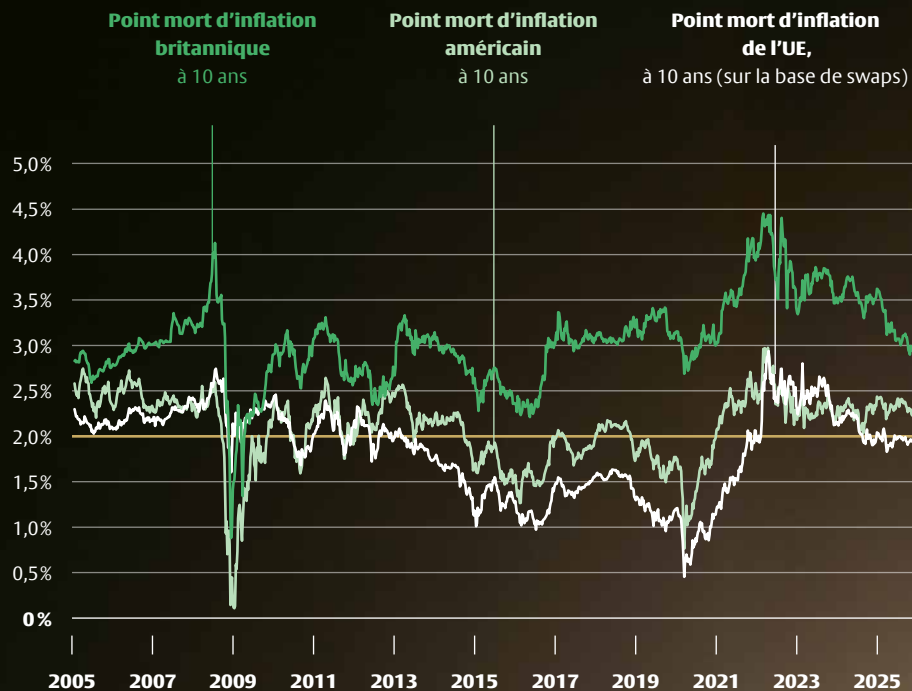
Une prime d'assurance peu onéreuse contre l'inflation

Les points morts d'inflation aux États-Unis et dans la zone euro, au niveau des objectifs des banques centrales

Objectif de la Fed et de la BCE

Les performances historiques ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Sources: Bloomberg, données au 28 novembre 2025

**UNE PROTECTION BON MARCHÉ CONTRE L'INFLATION**

Les titres indexés sur l'inflation incluent une fonction d'assurance, puisqu'ils couvrent contre l'inflation réellement enregistrée. Mais à l'inverse d'une simple police de couverture des risques, ils procurent aussi un revenu tangible : le rendement réel, qui atteint aujourd'hui un niveau élevé en perspective historique. Contrairement aux emprunts d'État nominaux (dont le coupon est fixe), les revenus des obligations indexées sur l'inflation proviennent de deux composantes : un taux de coupon faible (le « coupon réel ») et une compensation pour l'inflation réellement enregistrée (à l'aune d'un indice des prix fixé au préalable).

La différence de rendement (hors inflation) entre une obligation indexée sur l'inflation et un emprunt nominal de même échéance constitue l'inflation implicite attendue par le marché (aussi appelée « point mort d'inflation »). Si l'investisseur estime que sur la durée résiduelle de l'obligation, l'inflation réelle sera plus élevée que ce que n'a intégré le marché, il a avantage à opter pour une obligation indexée sur l'inflation.

Sur les grands marchés, et notamment les États-Unis, nous voyons actuellement que les anticipations d'inflation (à 10

ans) ne dépassent que modérément l'objectif d'inflation de la banque centrale, fixé à 2%. Dans la zone euro, elles se situent même tout juste au-dessous (voir graphique 1). Autrement dit, la prime d'assurance pour une inflation plus élevée que prévue est actuellement relativement intéressante – d'autant plus si l'on tient compte de la dynamique globale d'endettement.

L'endettement des États augmente de manière vertigineuse depuis plusieurs années, à un rythme toujours plus soutenu. Or, cette charge doit être financée, ce qui représente surtout un défi lorsque les taux augmentent. L'inflation apporte une aide bienvenue : lorsque les prix grimpent, les rentrées dans les caisses publiques (soit les impôts) s'accroissent aussi. Les États (et les banques centrales) pourraient donc, à terme, être enclins à tolérer une inflation structurelle (un peu) plus élevée pour contrôler leur montagne de dettes, voire la réduire.

Au-delà de la fonction de protection contre l'inflation, un deuxième aspect renforce l'attrait des obligations indexées contre l'inflation. Les rendements réels ont récemment atteint des sommets historiques. Aux États-Unis surtout, ainsi que dans d'autres pays anglo-saxons, les rendements des emprunts d'État à échéance longue se situent 2 à 3% au-des-



Graphique 2
Des rendements (réels) à des niveaux attrayants

Duration de portefeuille offensive – les obligations indexées sur l'inflation, une composante stratégique

Les performances historiques ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Sources: Bloomberg, données au 28 novembre 2025

sus de l'inflation attendue. La dernière fois qu'ils étaient aussi élevés, c'était il y a plus de 15 ans, lors de la crise financière mondiale (voir graphique 2).

À l'époque, toutefois, le taux d'endettement des États était bien plus faible qu'aujourd'hui. Par ailleurs, d'autres indicateurs liés à la dette se dégradent. La charge d'intérêts de nombreux pays a fortement augmenté, tandis que les perspectives de croissance se voilent, en particulier dans la zone euro. Dans ce contexte, les observateurs critiques pourraient constater que les rendements réels paraissent trop élevés.

En d'autres termes, les obligations indexées sur l'inflation sont porteuses d'opportunités si les rendements réels devaient dans le futur repartir à la baisse (surtout sur les échéances longues, dont les cours reflètent plus fortement les évolutions du marché). De même, elles offrent une protection aux investisseurs, en amortissant les fluctuations du portefeuille si l'inflation devait augmenter à l'avenir en raison d'un problème structurel d'endettement public.

En tant que composante de portefeuille, les obligations indexées sur l'inflation, et surtout les TIPS américains, complétés par des titres d'États bien notés de l'UEM, pourraient selon

nous être source de valeur ajoutée. Les gestionnaires de portefeuille expérimentés devraient y avoir recours avec prudence. La quote-part des obligations indexées sur l'inflation doit correspondre aux objectifs de rendement et de risque. La structure de duration doit aussi être idoine. Lorsque, par exemple, les rendements nominaux et réels diminuent de concert, les investisseurs ayant misé sur des obligations protégées contre l'inflation à échéance longue tirent largement profit de ce choix. Si la duration diminue, le portefeuille se montre en revanche plus robuste lorsque les rendements augmentent en raison de la hausse des craintes inflationnistes. Cette asymétrie peut présenter des avantages pour les investisseurs.

Comme nous l'indiquons au début, les obligations indexées sur l'inflation ne sont qu'un exemple de titres de la sphère obligataire. Ils ne jouent leur rôle qu'en combinaison avec d'autres titres. Comme pour de nombreuses décisions dans la vie, investir nécessite de tenir compte de facteurs complexes. Les décisions courageuses méritent le respect, surtout si elles n'empêchent pas de saisir toutes les autres opportunités. ♦

Lars Conrad est directeur de portefeuille Fixed Income chez Flossbach von Storch SE à Cologne.

Endettement des États et financement de la guerre

Les conflits militaires mettent (parfois)
les États en grande difficulté financière :
petite leçon d'histoire de Werner Plumpe,
professeur émérite et contributeur
invité de ce numéro.



→

Mais la raison
n'est pas dans
l'air du temps.

La militarisation actuelle des États européens, fortement endettés, a de quoi surprendre. En effet, l'histoire nous enseigne que les guerres ont toujours été source de difficultés financières, alors même lorsque les nations n'étaient pas aussi endettées qu'aujourd'hui.

Déjà au XVI^e siècle, faire la guerre était une entreprise extrêmement coûteuse. La découverte de l'Amérique avait rempli les caisses de la Couronne espagnole d'immenses quantités de métal argent. Pourtant, aux XVI^e et XVII^e siècles, l'Espagne ne put financer ses guerres contre les Pays-Bas, la Grande-Bretagne et la France qu'en contractant sans cesse de nouvelles dettes auprès de grands noms de la finance allemande de l'époque, comme les Fugger et les Welser. Ainsi dotée, elle put faire traîner les conflits en longueur, mais en fin de compte, cela ne lui fut d'aucune utilité dans la lutte pour l'hégémonie en Europe.

Au lieu de triompher, la monarchie espagnole fut obligée par six fois de déclarer faillite entre 1557 et 1647 ; des banqueroutes de l'État qui eurent aussi des conséquences dramatiques pour les créanciers.

Les Pays-Bas, grands rivaux de longue date de l'Espagne, disposaient quant à eux déjà d'un système bancaire et fiscal tout à fait moderne, percevaient d'importantes recettes et affichaient une parfaite liquidité. Amsterdam devint un centre financier européen où les investisseurs venus des quatre coins du continent se pressaient pour mettre leur argent en sécurité. Malgré le fardeau de

la guerre contre l'Espagne, le taux des intérêts dont devaient s'acquitter les États généraux des Provinces-Unies des Pays-Bas resta peu élevé. Pour autant, cette mise en place précoce de structures préfigurant les marchés financiers modernes faisait figure d'exception.

Les grandes nations européennes persistèrent à s'endetter. Ainsi, la guerre de Succession d'Espagne qui eut lieu entre 1701 et 1714 fut financée par la France, la Grande-Bretagne et la maison de Habsbourg par l'émission de dette, qui, à l'issue du conflit, mit les belligérants au bord de la faillite. Les tentatives de désendettement de la France et de la Grande-Bretagne donnèrent lieu à deux des premières grandes crises financières et spéculatives européennes.

– DE 1718 À 1720 –

DES BULLES SPÉCULATIVES AUTOUR DE LA DETTE À PARIS ET À LONDRES

Voici en quelques mots ce qu'il advint. L'État accorda à des « entrepreneurs » privés des privilèges dans certains secteurs du commerce avec les colonies, notamment dans le sud de l'Amérique du Nord et dans les Caraïbes, et autorisa à ce titre la création de sociétés par actions idoines. Au vu des bénéfices attendus, le cours des actions de ces sociétés grimpa en flèche (on parle des « South Sea Bubbles »), de sorte que ces compagnies commerciales purent, en contrepartie des privilèges accordés, racheter une grande part de la dette de l'État. En France, l'un de ces entre-

preneurs privilégiés, John Law, se vit en outre accorder le droit de fonder une banque ayant le droit d'émettre des billets de banque (baptisée « Banque royale »), qui rencontra elle aussi rapidement un vif engouement. Les premiers succès furent immenses. On vénérât John Law pour ses talents de « magicien ». Dans le même temps, des douzaines de sociétés par actions furent créées à Londres sans même que soit précisé l'objet de leur activité, ce qui n'empêcha pas le grand public de s'arracher les actions émises.

Puis arriva ce qui devait arriver. Dès qu'il devint évident que les attentes placées dans les colonies seraient déçues, les cours s'effondrèrent, d'abord à Paris, où une grande partie des épargnants furent dépossédés du jour au lendemain, leurs billets à ordre ayant perdu toute valeur. John Law dut fuir Paris en catastrophe. Ceux qui le pouvaient encore cherchèrent à se refaire une santé sur le marché des capitaux londonien, mais celui-ci s'effondra à son tour peu de temps après. Une fois encore, les déposants furent ruinés. Londres réagit tout de même en instaurant la loi sur les bulles (Bubble Act) visant à interdire toute création de compagnie factice. Mais pour la grande majorité des épargnants ruinés, ce ne fut là qu'une maigre consolation.

– APRÈS 1815 –

UNE POLITIQUE D'AUSTÉRITÉ
STRICTE EN RAISON DE
L'ENDETTEMENT APRÈS LA
BATAILLE DE WATERLOO

Pourtant, au XVIII^e siècle, les gouvernements français et britannique continuèrent de s'endetter pour financer le conflit persistant qui les opposait ; au terme des guerres napoléoniennes, en juin 1815, les deux nations étaient surendettées. Mais cette fois-ci, on n'assista pas à une ruine généralisée.

Les deux pays procédèrent à un tour de vis budgétaire. La France, qui avait déjà fait l'expérience de l'inflation avec les assignats dans les années 1790, se désendetta petit à petit grâce à une réforme de sa monnaie et à une politique monétaire restrictive. Il en fut de même en Angleterre, où l'établissement du marché financier fit l'objet d'intenses querelles dans les années suivant le règne de Napoléon ; ces querelles furent soldées par l'introduction de l'étalon-or et la mise en place de règles strictes pour la Banque d'Angleterre, destinées à mettre fin aux expériences de papier-monnaie.

Cette politique monétaire restrictive se doubla d'une politique budgétaire particulièrement stricte, qui fut également suivie par l'Autriche et la Prusse, elles aussi surendettées. Pour le dire avec des mots d'aujourd'hui, le ratio de dépenses publiques, qui représentait auparavant plus de la moitié de la production économique totale, chuta considérablement à la fin des guerres napoléoniennes. Au milieu du siècle, les dépenses de l'État prussien ne représentaient plus que 10% à peine du produit intérieur brut ; dans les autres États, la situation était analogue. Le capitalisme manchestérien et le lais-

sez-faire étaient donc eux aussi le fruit de la nécessité, sans quoi il aurait été impossible de maîtriser le surendettement de l'État.

Contrairement à ce que l'on serait enclin à penser aujourd'hui, le retrait de l'État au XIX^e siècle n'a pas paralysé l'économie des pays concernés, loin de là. « Enrichissez-vous ! » : cette injonction, attribuée au roi Louis-Philippe, mais dont on doit plus probablement la paternité à son ministre des Finances François Guizot, destinée à inciter la bourgeoisie à faire des affaires et donc à s'enrichir, a su trouver de l'écho dans une époque qui demeure dans les mémoires comme l'apogée de la révolution industrielle.

– PREMIÈRE GUERRE MONDIALE –

UN ENDETTEMENT MASSIF
QUI DÉBOUCHE SUR DE
L'(HYPER)INFLATION

L'absence de grands conflits militaires favorisa l'essor d'un État « minimal », auquel le début de la guerre en 1914 mit toutefois un terme. Dans les années qui suivirent, les dépenses militaires prirent une ampleur considérable, tandis que l'offre de biens de consommation pour les civils se réduisait à vitesse grand V. L'étalon-or fut suspendu, d'immenses crédits de guerre furent mobilisés et le papier-monnaie perdit de sa valeur : l'inflation s'installa d'abord à bas bruit, puis de manière de plus en plus évidente. Le retour à une économie de paix fut également financé à crédit par la république de Weimar. Après un →

semblant d'accalmie, l'inflation repartit de plus belle pour aboutir, avec la réforme monétaire de novembre 1923 qui donna naissance au Rentenmark, à une dépréciation complète des actifs monétaires et à une perte de valeur totale des obligations d'État. Comme pour la guerre de Succession d'Espagne, ce fut de nouveau (du moins dans le cas allemand) le public qui supporta l'entière des pertes.

Les pays de la Triple Entente (Grande-Bretagne, France, Russie), eux aussi fortement endettés durant le conflit, plaçaient leurs espoirs dans les réparations versées par l'Allemagne, mais celles-ci étaient à peine suffisantes pour couvrir les conséquences de la guerre, d'autant que la Russie soviétique, l'un des principaux débiteurs d'avant-guerre et durant la guerre, se refusait à reconnaître la dette souscrite par le régime tsariste.

La situation de la Grande-Bretagne demeurait, elle, relativement bonne. Avant la guerre, elle disposait d'importants actifs étrangers, et en tant que première place financière mondiale de l'époque, elle avait même accordé des crédits à ses alliés. Toutefois, il lui était impossible de reprendre la main sur les engagements restants par une inflation contrôlée de la livre sterling sans mettre en péril sa position de garant de l'étalon-or et la primauté de la place financière londonienne. Le pays mena donc une politique monétaire stricte, très critiquée à l'époque. L'ancien étalon-or fut finalement rétabli, sous une forme certes un peu modifiée, mais Londres y perdit de sa superbe.

L'Allemagne versa les réparations dues en empruntant aux États-Unis, la France et la Grande-Bretagne utilisèrent ces réparations, ou du moins une partie, pour rembourser leurs dettes de guerre à l'allié américain, et les banques américaines s'empressèrent de prêter de nouveau à l'Allemagne – une affaire lucrative compte tenu du niveau élevé des taux d'intérêt dans le pays, mais ce château de cartes était voué à s'effondrer dès que le flux d'argent en provenance des États-Unis se tarirait. Et c'est précisément ce qu'il se passa lors de la crise de 1929 : l'économie mondiale fut précipitée dans l'abîme.

– SECONDE GUERRE MONDIALE –

ENDETTEMENT À L'EXCÈS, RÉFORME MONÉTAIRE ET CONSOLIDATION

La Seconde Guerre mondiale fut elle aussi menée à crédit, dans l'espoir qu'il serait possible de faire porter le poids du remboursement au vaincu. L'Allemagne fut particulièrement dynamique et créative vis-à-vis de son endettement, mais cela ne changea rien à sa situation globale de surendettement à l'issue du conflit. De nouveau, les dettes furent effacées par la ruine totale des épargnants : la réforme monétaire de 1945 fit fondre l'intégralité des économies domestiques (100 rentenmarks = 6,5 deutschmarks).

Les dettes extérieures furent réglées par l'accord de Londres, qui octroya à la République fédérale d'Allemagne,

outre le renoncement au versement des intérêts restants, des délais de paiement généreux qui lui permirent d'honorer progressivement ses engagements. Le miracle économique allemand s'explique donc probablement par ces deux leviers que représentaient le désendettement relatif du pays et la conduite d'une politique budgétaire extrêmement prudente, auxquels sont venus s'ajouter les efforts de la Bundesbank en matière de stabilité.

– DEPUIS LA FIN DES ANNÉES 1960 –

TOUJOURS DE NOUVEAUX PRÉTEXTES À L'ENDETTEMENT DES ÉTATS

Depuis la fin des années 1960, le lien entre dette publique et financement de la guerre a pour ainsi dire disparu. Sous l'effet du keynésianisme et de la construction de l'État-providence, l'endettement a changé de forme pour devenir un instrument courant, voire souhaité du financement de l'État. L'historien de l'économie Hans-Peter Ullmann parle à cet égard de « complexe d'endettement », une tendance née à la fin des années 1960 de l'espoir que la création de dette donne lieu à une modernisation de l'économie (et de la société) qui, par ses succès, compenserait largement l'endettement de l'État. Les succès escomptés ne se sont jamais matérialisés, mais la dette, elle, est restée.

Depuis lors, on observe une corrélation entre évolution de la dette et politique économique et budgétaire,

à un degré aujourd'hui tel qu'il en devient vertigineux. Les recettes fiscales croissantes (il convient de le souligner) ne suffisent désormais plus à assurer la capacité d'action de l'État au sens traditionnel du terme. À chaque nouveau défi, à chaque nouvelle crise répond un surcroît d'endettement, dont la trajectoire à la hausse ne s'est temporairement infléchie que dans les années 1980. Le financement de la réunification ainsi que les défis posés par la bulle Internet, la crise financière de 2008, la crise des réfugiés, la crise du Covid-19 et enfin la guerre en Ukraine sont les principaux jalons de cette accumulation de dette, poussée à l'extrême par la politique d'endettement actuelle.

– APRÈS 1990 –

DÉCORRÉLATION ENTRE CROISSANCE DE L'ENDETTEMENT ET HAUSSE DE LA PRODUCTIVITÉ

Et le pire, dans tout cela ? Depuis les années 1990, l'endettement n'est plus compensé par une hausse de la productivité, comme le complexe de l'endettement des années 1970 l'avait fait espérer. Au contraire, depuis les années 1990, les gains de productivité sont en net recul, et de nos jours, le niveau de productivité est en chute. On peut donc s'attendre à ce que même un pays comme l'Allemagne touche à ses limites en matière de la soutenabilité de la dette. Déjà aujourd'hui, l'économie allemande ne génère plus suffisamment de valeur pour couvrir

les dépenses de l'État. Le recours à la dette n'est plus un simple outil de gestion de crise, même s'il reste présenté comme tel. Il est le signe que l'État vit au-dessus de ses moyens et qu'il ne serait plus capable d'assurer ses missions sans s'endetter toujours plus.

Et maintenant ? Historiquement, les crises de la dette ont été « réglées » par la ruine des épargnants, donc par une faillite de l'État, une inflation ou une réforme monétaire. Il existait, et il existe toujours, d'autres options : la répression financière, comme ce fut le cas aux États-Unis après 1945 – toutefois, cette solution n'a fonctionné que partiellement, parce que la conjoncture s'y prêtait, et n'a pas été sans conséquences négatives ; ou bien le retrait de l'État et la réduction de ses dépenses, laissant ainsi à l'économie de plus grandes possibilités d'action, au prix cependant d'un affaiblissement sensible de l'État-providence ou d'une absence de construction de ce dernier. Cette dernière approche, qui a pu être employée après 1815 en France, en Grande-Bretagne ou en Prusse, en l'absence de structures démocratiques de masse, est de nos jours quasiment inimaginable. Aujourd'hui, en France, malgré une situation d'endettement gravissime, impossible de toucher ne serait-ce qu'un peu aux dépenses sociales, alors même qu'il serait raisonnable d'agir avant que la crise de la dette ne devienne incontrôlable.

Mais la raison n'est pas dans l'air du temps. ♦



À PROPOS DE L'AUTEUR

Werner Plumpe, historien et professeur émérite, fut titulaire de la chaire d'histoire économique et sociale de l'université de Francfort-sur-le-Main de 1999 à 2022. Auteur de plusieurs ouvrages, il a reçu en 2014 le prix Ludwig-Ehrhard du journalisme économique. Son dernier livre, paru aux éditions Rowohlt en 2025, s'intitule *Gefährliche Rivalitäten. Wirtschaftskriege – von den Anfängen der Globalisierung bis zu Trumps Deal-Politik* (Dangereuses rivalités. Les guerres économiques – des débuts de la mondialisation à la politique du deal de Trump). ISBN : 978-3-7371-0216-2.



Glossaire

Brève explication des termes techniques

Action – Une action est un titre de propriété. Son détenteur est copropriétaire d'une société par actions. En achetant une action, l'actionnaire acquiert une part du capital social de l'entreprise.

Catégorie d'actifs – Les produits financiers peuvent être classés en différents groupes en fonction de leurs caractéristiques. Les catégories d'actifs (ou de placement) traditionnelles sont les actions, les obligations, l'immobilier ou encore les métaux précieux.

Indice d'actions – Un indice d'actions (ou indice boursier) est un indicateur qui reflète l'évolution moyenne des cours d'un panier d'actions d'un pays, d'une région ou d'un secteur déterminés.

Produit Intérieur Brut (PIB) – Valeur de tous les biens et services produits dans un pays au cours d'une année

Diversification – Répartition du patrimoine sur différentes catégories d'actifs, titres, régions, secteurs et devises, dans l'objectif de réduire les risques inhérents à chaque placement financier, en optant pour une large assiette de supports.

Inflation – Hausse globale des prix des biens qui s'accompagne d'une perte du pouvoir d'achat conféré par l'argent.

Liquidité – La liquidité reflète la « disponibilité monétaire » d'un actif, soit son potentiel à générer des flux de trésorerie immédiate ou à court terme. La liquidité d'un actif ne doit pas être confondue avec celle d'un marché. Cette dernière est assurée lorsque la différence entre les cours acheteur et vendeur est faible et lorsque des volumes importants peuvent être négociés sans influencer fortement les cours.

Indice MSCI World – Cet indice d'actions reflète l'évolution des Bourses des pays industrialisés. Il inclut plus de 1600 actions de 23 pays.

Indice Nikkei 225 – Le Nikkei 225 est l'indice phare du marché boursier japonais. Il reflète la performance de 225 des plus importantes entreprises cotées japonaises. Le Nikkei 225 est un indice d'actions pondéré par les cours.

Obligation – Un titre en échange duquel l'émetteur obtient un crédit sur le marché des capitaux. Les obligations peuvent être émises dans différentes devises et avec différentes échéances.

Portefeuille – Un ensemble de valeurs mobilières en dépôt.

Indice S&P 500 – Le S&P 500 est l'indice de référence pour l'évolution des places boursières américaines. Il reflète la performance de 500 grandes capitalisations ayant leur siège aux États-Unis. Les titres qu'il englobe représentent environ 80% de la capitalisation boursière du marché boursier américain.

CRÉDIT PHOTO

Droits d'images : © Marc Comes, CHB-P (page de titre, P. 2, 3) ; © Haussmann Visuals, Getty Images (P. 5 en haut) ; © CSA Images, Getty Images (P. 5 central) ; © Chandler Cruttenden, unsplash (P. 5 en bas) ; © Carolin Euskirchen, Collage (P. 6–11) ; © Haussmann Visuals, Getty Images (P. 12–19) ; © ThePalmer, Getty Images (P. 20, 23) ; © Jinhe Li (P. 24) ; © Marc Comes, CHB-P (P. 26–27) ; © CSA Images, Getty Images (P. 32–34) ; © Floortje, Getty Images (P. 36) ; © Yuichiro Chino, Getty Images (P. 40) ; © Gcore/Feiyu Xu, Nyonic (P. 43) ; © matejmo, Getty Images (P. 46) ; © Ajeet Mestry, unsplash (P. 50) ; © Hemme, Getty Images (P. 53) ; © Ryan McVay, Getty Images (P. 56–59) ; © Chandler Cruttenden, unsplash (P. 60–65) ; © Marc Comes, CHB-P (verso)

INFORMATIONS JURIDIQUES

Le présent document est destiné entre autres à des fins publicitaires.

Les informations et évaluations contenues ne représentent en aucun cas des conseils de placement. Les informations contenues et les avis, exprimés dans le présent document, sont des évaluations de Flossbach von Storch Invest S.A. au moment de la publication. Ils peuvent être modifiés à tout moment sans notification préalable. Les informations relatives à l'évolution des marchés reflètent l'avis et les futures attentes de Flossbach von Storch Invest S.A. Mais les évolutions effectives et les résultats peuvent fortement diverger des attentes. Toutes les informations ont été regroupées avec grand soin. La valeur de tout placement peut augmenter ou baisser et vous percevrez éventuellement moins d'argent que le montant investi.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

© 2026 Flossbach von Storch. Tous droits réservés.

IMPRESSUM

Éditeur :

Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxembourg, Luxembourg
Téléphone +352.275.607-0, Fax +352.275.607-39
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

Conseil d'administration : Christoph Adamy, Markus Müller

Btw-nr. : LU 25691460

Registre de Commerce: Luxembourg No B 171513

Autorité de surveillance compétente : Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF),
283, route d'Arlon, 2991 Luxembourg, Luxembourg

Date limite de rédaction : 9 janvier 2026

BE 112 0126 XXXX FR

La réimpression ou la divulgation du contenu du document, en particulier par l'inclusion sur des sites Web de tiers et la reproduction sur des supports de données de toute nature nécessitent l'accord écrit préalable de Flossbach von Storch.

Rédaction :

Lars Conrad, Pablo Duarte, Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Dörte Jochims, Thomas Lehr, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster, Dirk Seel, Kurt von Storch, Eugen Uretzki, Philipp Vorndran

Conception : Carolin Euskirchen et Heller & C

Impression : TheissenKopp GmbH

Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxembourg, Luxembourg
www.flossbachvonstorch.lu



Flossbach von Storch