

POSITION

Des questions qui font réfléchir les investisseurs



DE L'ESSOR

LA FOLIE DES TULIPES

La mère de toutes les bulles

ACTIONS

Pas d'euphorie, mais une décote

OBLIGATIONS

Le retour en grâce des obligations



À LA BULLE

SpaceX a permis de réaliser des rêves. Comme l'a dit Elon Musk, « We take the fiction out of science fiction » : littéralement, nous retirons la fiction de la science-fiction.

Est-il souhaitable de vivre sur Mars ? La question reste ouverte. Et pourtant, la plus grande introduction en Bourse de l'histoire a électrisé les investisseurs aux quatre coins de la planète. Comme une fusée, l'action SpaceX s'est retrouvée propulsée dans la stratosphère des entreprises les plus fortement valorisées au monde. Après trois jours d'ascension, sa capitalisation boursière a gonflé de 50 %, pour atteindre 2.700 milliards de dollars – autant que Microsoft. Or, alors que l'éditeur de logiciels génère cette année près de 130 milliards de dollars de bénéfices, SpaceX devrait enregistrer une perte de quelque quatre milliards de dollars en 2026.

Mais qui s'en soucie ? Un gestionnaire de portefeuille l'a bien résumé : « You never lose money with Elon » : avec Elon, l'on ne perd jamais d'argent.

Mais après un lancement réussi, la fusée SpaceX pourrait bien être rattrapée par la gravité en Bourse. Initialement, le cours a subi une forte baisse par rapport à son plus haut niveau, avant de se redresser par la suite et de renouer avec les gains.

Rétrospectivement, l'introduction en Bourse de SpaceX pourrait bien être le signe d'un optimisme boursier exagéré, d'une exubérance irrationnelle. Elle est symptomatique de transition de l'optimisme à l'euphorie – de l'essor à la bulle.

Flossbach von Storch POSITION

3/2026

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

Les prochaines décennies seront placées sous le signe de l'intelligence artificielle (IA), qui va transformer l'économie et la société. Tant les entreprises que les États vont devoir trouver des ressources considérables pour pouvoir exploiter les opportunités qui y sont liées, mais aussi assumer les risques.

Tous autant que nous sommes, nous n'avons qu'une infime idée de ce que l'IA, utilisée à bon escient, pourra apporter à l'humanité dans dix ou vingt ans. De même, nous ne soupçonnons que vaguement ses risques et ses effets secondaires.

Il en était de même il y a un peu plus de 20 ans, à l'aube de la conquête d'Internet. Peu nombreux étaient ceux qui avaient alors deviné l'ampleur des bouleversements que cette technologie entraînerait dans l'économie et la société, mais aussi pour chacun d'entre nous, au quotidien.

Il est donc extrêmement difficile, pour les investisseurs, de prédire quels seront les principaux vainqueurs de la révolu-

tion de l'IA sur le long terme. Et pourtant, tout un chacun s'y essaie, comme en témoigne la récente envolée des cours des producteurs de puces. Cette hausse va-t-elle durer ?

Plus que jamais, face à cet emballement, il convient de garder la tête froide. Mon associé Bert Flossbach qualifiait récemment l'ambiance boursière d'« ivresse fiévreuse ».

C'est d'autant plus important que le marché des capitaux commence enfin (!) à jouer un rôle de plus en plus significatif en matière de prévoyance vieillesse. Nous devons indiquer clairement aux générations futures que personne ne peut devenir riche du jour au lendemain en Bourse. Que les tendances ne sont pas éternelles. Qu'il faut faire preuve de patience et avoir des attentes réalistes quant aux rendements – et ne pas forger de chimères.

Si la Bourse est une nouvelle fois considérée comme un casino, comme cela a été le cas au début du siècle, la prochaine génération d'investisseurs se brûlera les ailes. Pour les pensions, ce serait un désastre !

Bonne lecture !

Kurt von Storch

Cofondateur et propriétaire de Flossbach von Storch SE



Flossbach von Storch POSITION 3/2026

VISION DU MONDE

Devises

6 **Qui gagnera la course aux devises ?**

Le monde en charts

12 **Les deux faces de l'euro**

Chronique

15 **Courrier de Shanghai**

Politique

18 **Trump reste fidèle à lui-même**

À la loupe

22 **L'économie a-t-elle besoin d'immigrants ?**

STRATÉGIE DE PLACEMENT

Titre de couverture

30 **De l'essor à la bulle**

L'histoire – Les plus grands krachs de l'histoire mondiale

40 **Des fleurs rares**

Entretien

44 **« Pour éviter tout malentendu ... »**

Investissements

48 **Éviter le naufrage**

Actions

52 **Loin des feux de la rampe**

Obligations

56 **Le retour en grâce des obligations**

CONTEXTE

Entretien

62 **« La politique monétaire est-elle plus complexe aujourd'hui, Professeur Issing ? »**

66 Glossaire



Devises

Qui gagnera la course aux devises ?

Le dollar américain est la monnaie la plus importante au monde. Existe-t-il des alternatives ?

6



L'histoire – Les plus grands krachs de l'histoire mondiale

Des fleurs rares

La tulipomanie a été suivie, en février 1637, du premier krach de l'histoire. Quelles leçons les investisseurs peuvent-ils en tirer ?

40



Obligations

Le retour en grâce des obligations

Les obligations retrouvent de l'attrait. Explications en trois graphiques.

56

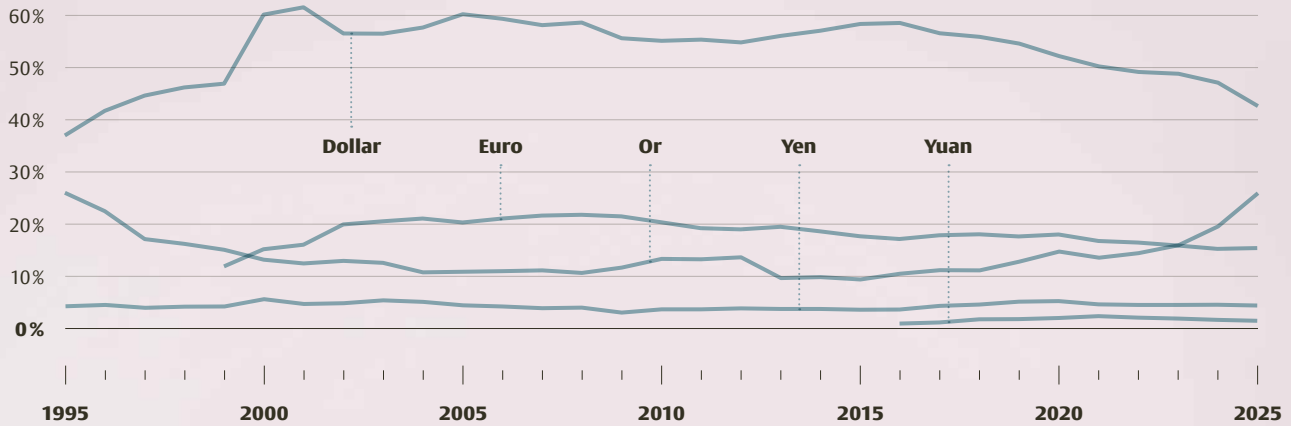


QUI GAGNERA LA COURSE AUX DEVISES ?



Les gouvernements et les banques centrales prennent souvent des décisions qui semblent positives aux yeux du public, à première vue seulement. Le dollar américain domine encore le marché mondial des changes. Mais existe-t-il des alternatives ?

Gunther Schnabl



Graphique 1
Part des différentes devises dans les réserves de change mondiales

Sources : FMI, Flossbach von Storch, données en 12 juin 2026

Si l'on s'intéresse à la politique monétaire et budgétaire actuelle, force est de constater à quel point les classiques de l'économie demeurent pertinents. Il y a cinquante ans, Friedrich August Hayek publiait son ouvrage « *Choice in Currency: A Way to Stop Inflation* » (*Le choix de la monnaie : un moyen de mettre fin à l'inflation*). D'entrée de jeu, Hayek faisait référence à une phrase tirée du livre d'Adam Smith « *The Wealth of Nations* » (*La Richesse des nations*), dont on célèbre cette année les 250 ans de la première édition : « Les souverains ont, à maintes reprises, trahi la confiance de leurs sujets en réduisant, par cupidité, la teneur en métal de leurs pièces ».

Dans son ouvrage de 1976, « *The Denationalization of Money* » (*La Dénationalisation de la monnaie*), soit exactement 200 ans après la publication de l'ouvrage fondateur de Smith, Hayek déplorait que, par ignorance, on applaudisse même les politiques monétaires inflationnistes des banques centrales, alors que les dégâts sont immenses.

Selon Hayek, même des gouvernements démocratiquement élus ne peuvent donc pas agir dans l'intérêt général. La tentation de répondre à toutes sortes de mécontentements en manipulant la masse monétaire est tout simplement trop forte. L'argent bon marché engendre de grandes injustices, et pas seulement par le biais de l'inflation. Il fausse également les prix relatifs, ce qui oriente les facteurs de production vers des projets d'investissement non viables à long terme. Cela conduit inévitablement à des crises.

Dans son ouvrage, Hayek développe une solution à ce problème : au lieu d'un monopole étatique sur la monnaie, les banques privées devraient être autorisées à émettre leurs propres monnaies – incitées par les profits substantiels tirés de la création monétaire. Les utilisateurs seraient alors libres de choisir leur monnaie, ce qui ferait naître une concurrence entre les banques privées, dont les monnaies les plus stables sortiraient gagnantes. Si l'idée d'Hayek d'une concurrence des monnaies n'a jusqu'ici guère rencontré d'écho, une forme de concurrence monétaire, passée presque inaperçue, est apparue et pourrait déjà avoir mené à une réorientation de la politique monétaire à Washington.

Cette concurrence monétaire naissante est étroitement liée à une érosion progressive de la confiance dans le dollar américain en tant que monnaie de réserve mondiale. Depuis la fin des années 1980, la Réserve fédérale américaine (Fed) s'est de plus en plus positionnée

comme une alliée des gouvernements. En période de crise, elle a effectué des baisses de taux d'intérêt répétées et procédé à des achats massifs d'obligations d'État et d'autres titres afin de stabiliser l'économie. Si elle a de nouveau resserré sa politique monétaire lors des phases de reprise qui ont suivi, elle ne l'a jamais fait dans les mêmes proportions que ses assouplissements durant les crises précédentes.

La Fed a ainsi accumulé à son bilan d'importants volumes d'obligations d'État et de titres adossés à des créances hypothécaires. Grâce à elle, les engagements budgétaires du gouvernement américain et la dette publique ont atteint des sommets historiques. Ce contexte de politique monétaire et budgétaire toujours plus expansionniste s'est accompagné d'effets négatifs sur la croissance et la répartition des revenus, qui ont rendu les États-Unis plus instables sur le plan politique.

Il en résulte une perte de confiance dans le dollar américain. Une fuite vers les actifs réels a commencé, poussant à la hausse les actions américaines et les prix de l'immobilier – dernièrement, en particulier les valeurs liées à l'IA. De nombreux pays dont les banques centrales détiennent depuis longtemps d'importantes quantités de dollars à leur bilan se détournent du billet vert en tant que principale monnaie de réserve ([voir graphique 1](#)). Cela s'explique par l'ampleur de la dette publique américaine, sachant qu'historiquement, endettement public élevé et stabilité monétaire ont toujours été étroitement liés.

L'euro est le principal concurrent du dollar au rang de première monnaie mondiale, et il domine les échanges internationaux en Europe et dans certaines régions voisines. Durant la période inflationniste des années 1970, le deutschemark avait ravi au dollar américain le statut de monnaie de réserve mondiale en Europe, car la Bundesbank, indépendante, maintenait le deutschemark bien plus stable que la devise américaine. Depuis l'introduction de l'euro, la Banque centrale européenne (BCE) s'est progressivement orientée vers le financement des dépenses publiques, ce qui explique la tendance baissière de l'euro face au dollar depuis 2008.

Lorsque le Japon a connu une croissance rapide dans les années 1980 et libéralisé ses marchés financiers, cela a fait naître l'idée d'un yen appelé à devenir la monnaie de réserve de l'Asie de l'Est. Au début des années 1990 encore, le Fonds monétaire international (FMI) évoquait une « zone yen » en Asie de l'Est, dans laquelle les pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est arrimeraient leur taux de change au yen et où un commerce intrarégional dynamique se ferait en yens. Mais, à cette époque, la bulle boursière et immobilière japonaise – alimentée par des taux d'intérêt excessivement bas – avait déjà éclaté, marquant le point de départ du déclin économique du Japon, qui se poursuit encore aujourd'hui. Le yen a dès lors cessé de présenter un intérêt en tant que monnaie de réserve potentielle.

L'attention s'est ensuite tournée vers la Chine, nouvelle championne de l'Asie de l'Est. En arrimant le yuan au dollar, la Chine avait posé les fondations d'un impressionnant processus de rattrapage économique. Pourtant, l'accession du yuan au rang de nouvelle monnaie de réserve mondiale ne se concrétise pas, car une monnaie de réserve doit toujours s'appuyer →



sur un marché financier libre et hautement développé. Un secteur bancaire sous contrôle étatique et des contrôles de capitaux restrictifs rendent impossible l'accession du yuan au statut de monnaie de réserve régionale. La Banque populaire de Chine convertit donc progressivement une partie de ses immenses réserves en dollars en or, mettant le précieux métal sous les feux des projecteurs.

L'attrait croissant pour l'or se traduit clairement par la forte hausse de son cours (voir graphique 2). Toutefois, si l'or constitue une bonne réserve de valeur en période d'inflation, il lui manque actuellement des fonctions monétaires essentielles. Étant devenu si précieux, il est difficile d'effectuer de petites transactions en or. Calculer en fractions d'once est également peu pratique. Cette lacune pourrait toutefois être comblée à l'avenir par l'« or tokenisé » – c'est-à-dire, un actif numérique créé sur une blockchain existante et adossé à de l'or physique.

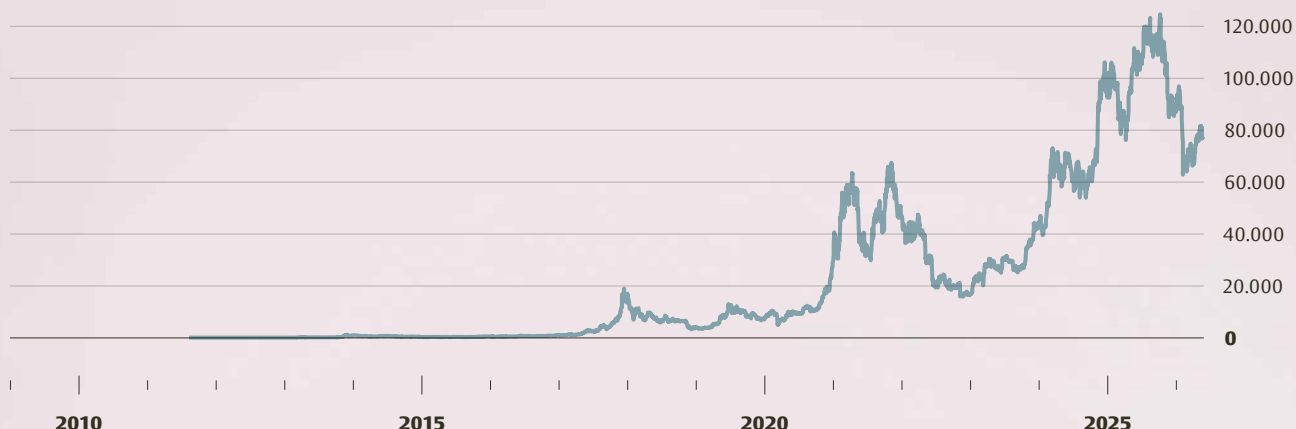
Lors de son lancement en 2009, le bitcoin a été doté des trois fonctions monétaires. Sa fonction de réserve de valeur est solide, car son offre est limitée, de manière crédible, à 21 millions d'unités. Bien que son cours fluctue fortement, il a nettement progressé sur le long terme, malgré un récent recul (voir graphique 3). Les bitcoins pouvant être transférés d'utilisateur à utilisateur sur la blockchain sans passer par des banques, ils remplissent aussi une fonction de moyen d'échange. De plus, les prix de tous les biens peuvent être exprimés et totalisés en bitcoin ou dans sa sous-unité, le satoshi (unité de compte). Les bitcoins étant créés de manière décentralisée et ne pouvant être manipulés, ils peuvent également être perçus comme un mécanisme de sanction contre des politiques monétaires trop expansionnistes et l'instabilité du système bancaire qui en découle.

Le succès impressionnant du bitcoin a favorisé l'émergence de nombreuses autres cryptomonnaies, telles qu'Ethereum, Tether, Solana ou Dogecoin. Contrairement au bitcoin, les personnes et institutions à l'origine de ces altcoins peuvent en modifier l'offre et les règles. Les stablecoins sont arrimés à une monnaie fiduciaire selon un taux fixe. Le GENIUS Act américain impose une parité de 1 pour 1 avec le dollar, les stablecoins ne pouvant verser d'intérêts et devant être adossés à des actifs sûrs et liquides tels que des bons du Trésor. Cela rend les stablecoins adossés au dollar attractifs, tant pour les émetteurs que pour les utilisateurs, par exemple pour accélérer les paiements internationaux.

Graphique 2
Cours de l'or par once troy en dollars américains

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

Sources : Conseil mondial de l'or, Flossbach von Storch, données en 12 juin 2026



Graphique 3
**Cours du bitcoin
en dollars américains**

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

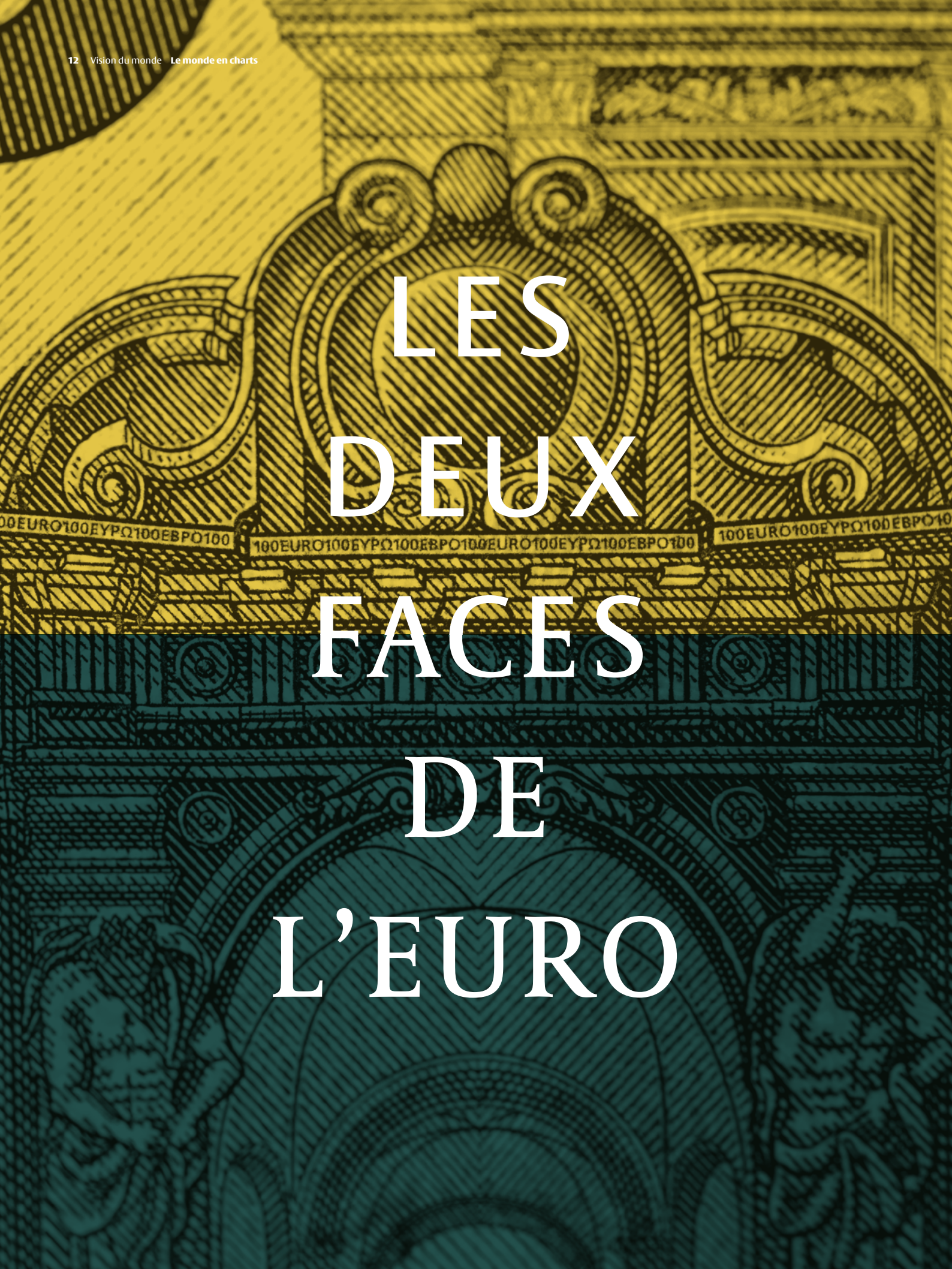
Sources : Bitcoin Ltd.,
Flossbach von Storch,
données en 12 juin 2026

Une monnaie de réserve mondiale n'est pas facilement détrônée, en raison de l'effet de réseau : étant donné qu'un très grand nombre d'acteurs l'utilisent, les transactions peuvent être traitées facilement et à moindre coût. La dette publique américaine reste toutefois élevée et les gouvernements manquent de la détermination nécessaire pour réduire les dépenses. La faible croissance et les guerres alourdissent encore ce fardeau. Si les États-Unis cherchent à résoudre leur problème d'endettement par une inflation plus élevée, la perte de confiance dans le dollar se poursuivra – et rien ne s'opposera plus alors à ce que l'or ou le bitcoin s'imposent comme la nouvelle monnaie de réserve mondiale.

De nombreuses banques centrales dans le monde détiennent encore d'importants montants en dollars à leur bilan. L'énorme privilège qui en découle – la capacité à financer d'importantes dépenses militaires et sociales grâce au concours d'autres pays – serait perdu si le bilan de la Fed continuait de croître. C'est pourquoi, un changement de cap monétaire pourrait se profiler à Washington. Le nouveau président de la Réserve fédérale américaine, Kevin Warsh, a reconnu – aux côtés du secrétaire au Trésor américain Scott Bessent – les effets négatifs de la politique monétaire accommodante de la Fed sur la croissance et la répartition des revenus. Il entend également préserver la stabilité du dollar en réduisant le bilan de la Fed. Cela pourrait alors permettre aux stablecoins adossés au dollar de remplacer les billets verts en circulation à l'étranger, renforçant ainsi le rôle international du dollar.

La BCE entend, elle aussi, contester le rôle prédominant du dollar en tant que monnaie internationale, en introduisant un euro numérique comme système de paiement international et en émettant davantage d'eurobonds comme placement international sûr. Elle néglige toutefois le fait qu'un euro numérique déstabiliserait le système bancaire et que l'augmentation de la dette publique dans l'UE est le signe d'une faiblesse de la politique monétaire. La bataille finale pour le statut de monnaie de réserve mondiale devrait donc opposer, d'un côté, le dollar et, de l'autre, le bitcoin et l'or. Le programme électoral de Donald Trump mentionnait explicitement la préservation du statut du dollar en tant que première monnaie de réserve mondiale. Reste à savoir s'il trouvera la détermination nécessaire pour maîtriser les dépenses publiques américaines afin d'y parvenir. ♦

Prof. Gunther Schnabl est directeur de l'Institut de recherche Flossbach von Storch.



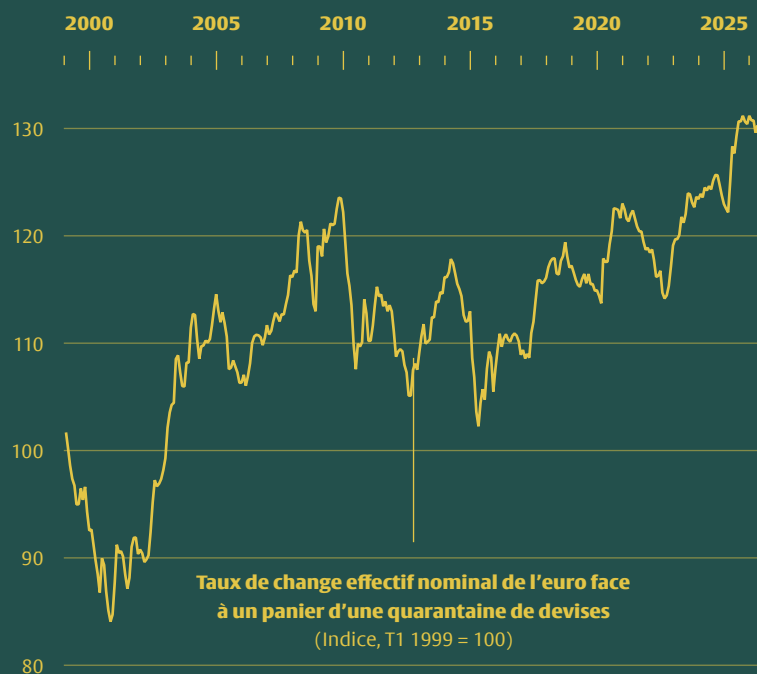
LES DEUX FACES DE L'EURO

« Euronéreux », « liro », « devise faible » : depuis son introduction il y a plus de 25 ans, la « monnaie unique » fait régulièrement l'objet de commentaires parfois polémiques. Il faut bien concéder qu'au temps du deutsche mark, l'on n'aurait jamais pu imaginer des taux nuls, voire négatifs, des programmes de rachats massifs d'emprunts et des déclarations aussi extrêmes que « quoi qu'il en coûte ».

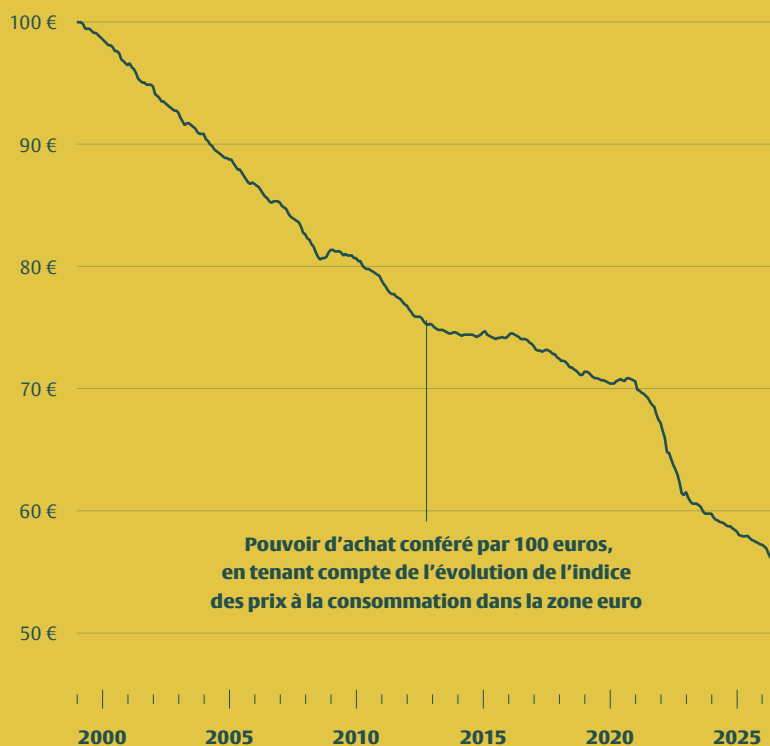
En fin de compte, l'euro est une monnaie (commune), ni plus ni moins. Et par rapport aux autres monnaies, son bilan, sur les décennies écoulées, n'est pas si mauvais, comme le montre une comparaison avec un panier comprenant une quarantaine de devises. Depuis sa création, l'euro a gagné près de 30% face aux autres monnaies (voir graphique 1).

Graphique 1
Dans la compétition que se livrent les monnaies fiduciaires, la valeur de l'euro augmente

On obtient aujourd'hui plus de devises pour un euro qu'au lancement de la monnaie unique



Du point de vue de l'investisseur, toutefois, la monnaie ne joue guère son rôle de préservation du patrimoine sur le long terme. Cette faille n'est pas liée aux taux de change, mais à la hausse des prix. Ces dernières années, l'objectif d'inflation de 2% de la Banque centrale européenne a été nettement dépassé. Depuis la création de l'euro en 1999, le pouvoir d'achat s'est contracté de pas moins de 44% (voir graphique 2).



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

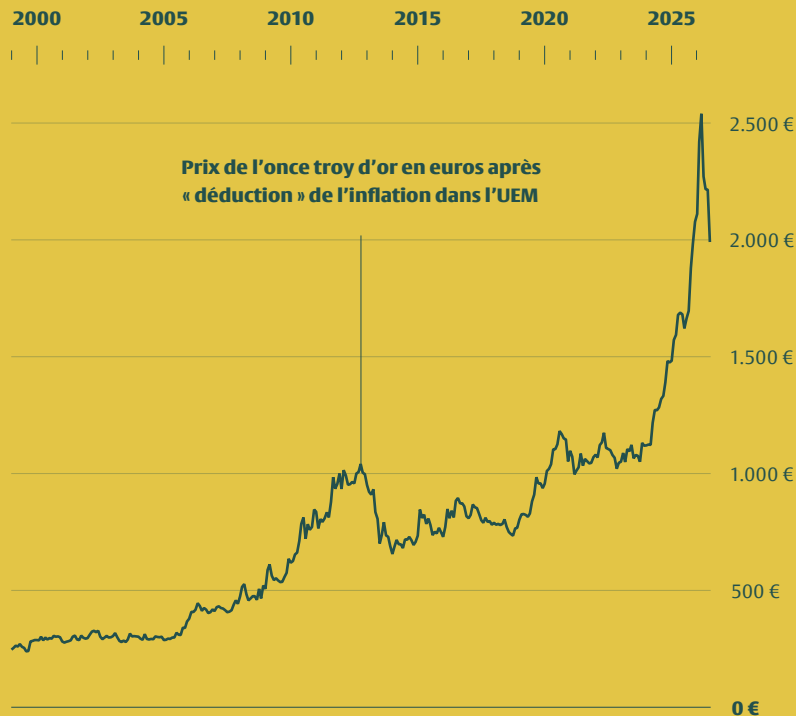
Sources : LSEG Datastream, Flossbach von Storch, données au 10 août 2026

Graphique 2
Une érosion lente du pouvoir d'achat
Pouvoir d'achat de 100 euros depuis l'introduction de l'euro

Graphique 3

Réserve de valeur à long terme

Évolution réelle des cours de l'or depuis l'introduction de l'euro ...



L'observation du cours de l'or révèle largement l'autre face de l'euro. Car au final, l'or est aussi une monnaie et on peut l'échanger partout dans le monde. À la différence des monnaies-papier, le métal précieux n'est cependant pas reproductible. Même en excluant l'inflation, le cours de l'or a nettement augmenté ces dernières années, tiré par la demande des banques centrales (voir graphique 3).



Si l'on tient compte de l'inflation, c'est l'or qui semble être la monnaie la plus forte. Sa valeur est mesurée en onces troy. Le graphique 4 montre qu'il faut toujours plus de monnaie (papier) pour acquérir la même quantité d'or.

Graphique 4

Notre monnaie perd de la valeur

Depuis l'introduction de la monnaie unique, 1.000 euros permettent d'acheter de moins en moins d'or

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

Sources : LSEG Datastream, Flossbach von Storch, données au 10 août 2026

Shenwei Li



COURRIER DE S H A N G H A I

Moteur économique, superpuissance, dictature du parti unique : quiconque s'intéresse aux tendances mondiales surveille avec attention la Chine. L'analyste Shenwei Li nous livre un témoignage personnel de son vécu, en tant que citoyenne chinoise. Cette fois, il est question des « agent skills », du prix des « token » et de la « distillation » des employés.

L'intelligence artificielle (IA) est un sujet majeur à l'échelle mondiale et influence de plus en plus la vie professionnelle en Chine. Récemment, une affaire relayée sur les réseaux sociaux a fait grand bruit. Une entreprise de jeux en ligne de la province du Shandong a converti les processus et méthodologies de travail d'un ancien employé – que nous appellerons A. – en « agent skills de A. ». Le chatbot de cet ex-employé a continué à fonctionner au sein d'un groupe de travail WeChat existant, en utilisant ces « agent skills de A. » comme un plugin, à peu près comme il l'avait toujours fait, en conservant même certains de ses traits personnels, comme sa manière de déléguer des tâches.

Vous êtes complètement perdu ? Laissez-moi vous éclairer : à l'ère de l'internet mobile, nous nous sommes tous habitués à utiliser des applications sur nos smartphones qui nous permettaient, par exemple, de commander un taxi ou de réserver un voyage. Les agent skills sont comparables à ces applications : ils remplissent des fonctions autonomes et ➔

modulaires pour les agents IA. Mais alors que les applications étaient écrites par des développeurs professionnels, les agent skills peuvent, en théorie, être créés par n'importe qui en peu de temps, grâce aux capacités de programmation de l'IA. En Chine, la plupart du temps, les agent skills sont disponibles gratuitement sur des plateformes ouvertes. Ils sont généralement beaucoup plus fragmentés que les applications ou plutôt davantage taillés sur mesure pour des besoins individuels.

LES AGENTS IA ACCOMPLISSENT LEURS TÂCHES GRÂCE AUX AGENT SKILLS

Les agent skills sont indispensables pour que les agents IA puissent accomplir leurs tâches. Leur création nécessite un accès à des données et à des outils. Les agents IA ont également besoin d'instructions claires qui décomposent les tâches complexes en flux de travail.

Certaines entreprises suivent désormais les activités de leurs employés, afin d'entraîner leurs propres modèles d'IA. Les employés peuvent ainsi être « distillés » : leurs flux de travail sont traduits en « agent skills » qui permettent aux agents IA d'agir exactement comme l'employé – souvent jusque dans ses particularités personnelles.

De ce fait, le terme « agent skills » est de plus en plus associé, en Chine, à des problématiques relatives à l'emploi. Il s'agit en effet d'un sujet sensible lorsque les employés sont amenés à contribuer eux-mêmes à leur propre obsolescence ...

Pour les entreprises, cette évolution ne pose pas de difficulté technique. Pas plus tard qu'en avril dernier, « Colleague.Skill » a été écrit par un développeur chinois de 24 ans en l'espace de quelques heures et peut être téléchargé sur la plateforme GitHub. Le programme exploite alors non seulement les documents de travail, les e-mails et les échanges de messages, mais aussi l'impression subjective que le développeur se fait de son ancien collègue. Et le chatbot répond alors aux questions en imitant d'aussi bien que possible le style de l'ex-collègue.

OBSTACLES JURIDIQUES

Certains obstacles se dressent toutefois contre ces pratiques. Fin avril, par exemple, un employé licencié de Hangzhou a intenté une action en justice contre son ancien employeur. Celui-ci avait cherché à réduire son salaire et à le rétrograder à un poste moins important, à la suite du déploiement d'un tel système d'IA. Le tribunal populaire intermédiaire de Hangzhou a tranché en faveur de l'employé. En résumé, le raisonnement a été celui-ci : l'employé n'avait perdu ni ses compétences, ni sa volonté de les mettre en œuvre. La stabilité sociale étant, par ailleurs, un objectif important en Chine, les entreprises doivent agir avec discernement et utiliser l'IA pour développer leur activité, et non pour réduire leurs effectifs.

L'IA PEUT AUSSI AIDER LES EMPLOYÉS

Voilà qui est encourageant – même si, bien sûr, tout le monde, ici, n'utilise pas l'IA avec discernement ni créativité. D'autant qu'il existe des évolutions intéressantes pour les employés qui s'opposent à la « distillation ». Le « Anti-Distillation.Skill », par exemple, manipule les données transmises à un agent skill donné, de sorte que la réponse produite paraisse professionnelle, tout en étant, en réalité, vide de contenu. Les employés les plus ambitieux peuvent aussi, dans certains cas, recourir au « Boss.skill ». Celui-ci leur permet d'anticiper les décisions de leur patron en trente minutes, une fois l'agent skill alimenté avec des données le concernant (discours, e-mails, etc.).

En Chine, tout le monde a en effet accès à l'IA, pas seulement les patrons. Et la barrière financière à l'entrée n'est pas très élevée, compte tenu du prix des tokens. Les fournisseurs chinois, comme DeepSeek, sont particulièrement abordables, en particulier par rapport aux fournisseurs américains, comme OpenAI et Anthropic, qui sont plus de dix fois plus chers.

LES DÉPENSES PRIVÉES EN IA ATTEIGNENT PRESQUE CELLES DES ENTREPRISES

Lorsqu'il s'agit de performance la compétitivité des prix perd de son importance. Habituellement, les clients professionnels acceptent de payer davantage que les particuliers. Or, des signes indiquent, qu'en Chine, ces derniers sont désormais prêts à dépenser presque autant que les professionnels en matière d'IA. Ce phénomène est porté avant tout par la communauté des développeurs – pour des raisons typiquement chinoises.

Les employeurs chinois sont généralement très à l'aise avec la technologie et encouragent, dans la plupart des cas, l'utilisation active des outils d'IA. Les modèles de langage occidentaux, plus chers et plus puissants, devraient donc logiquement être privilégiés. Cependant, pour la plupart des petites et moyennes entreprises, les budgets consacrés à l'IA restent limités. En conséquence, les employés se voient généralement allouer une certaine somme mensuelle sous forme de « subvention en tokens », qu'ils peuvent utiliser pour n'importe quel grand modèle de langage, qu'il s'agisse de DeepSeek, de ChatGPT ou de Claude. Si leurs besoins dépassent ce montant, le reste doit être payé de leur propre poche.

Le marché du travail chinois est extrêmement concurrentiel. Il ne suffit donc pas de bien faire son travail. La plupart des gens estiment devoir être meilleurs que leurs collègues. Il est donc logique, pour eux, de payer des tokens plus onéreux issus de modèles réputés plus performants, afin de travailler mieux ou plus vite. De ce fait, les particuliers chinois sont prêts à payer presque autant que les entreprises pour utiliser l'IA.

UN MARCHÉ GRIS DANGEREUX

Certains d'entre vous pensent peut-être qu'il y a forcément un hic dans l'histoire – et ils ont raison ! À l'heure actuelle, Anthropic et OpenAI n'ont pas le droit de fournir à la Chine certains de leurs modèles les plus puissants. L'accès à ces deux fournisseurs reste néanmoins possible, mais il est très

chronophage et coûteux. Au mieux, on peut espérer trouver son bonheur sur des marchés aux puces numériques, où des programmeurs « riches en tokens » cèdent gratuitement les tokens dont ils n'ont pas besoin. Une deuxième option consiste à acheter un compte d'essai auprès d'un intermédiaire dont l'activité consiste à ouvrir chaque jour des milliers de nouveaux comptes pour les revendre à des programmeurs avides de tokens. Les intermédiaires les plus professionnels gèrent des centaines de milliers de comptes d'essai, regroupés en pools de comptes. Un système de contrôle y gère automatiquement les tokens restants. Si, par exemple, un client dépose 10 USD, il reçoit cinq comptes issus du pool. Le risque, à chaque achat, réside dans une qualité inégale des tokens qui peuvent provenir de modèles moins sophistiqués. La sécurité des données n'est pas non plus garantie. À tout moment, n'importe quel compte peut être bloqué ou le service suspendu.

Ce degré élevé d'incertitude coûte aux programmeurs chinois environ deux à trois heures par jour, rien que pour obtenir et gérer leurs tokens. S'y ajoute une pression constante pour utiliser le plus rapidement possible les tokens acquis. Dans ce contexte, certains programmeurs achètent en plus des systèmes de gestion de tokens.

DE NOUVELLES OPPORTUNITÉS COMMERCIALES

Les sociétés de cartes de crédit ont pris la mesure de cette tendance et ont déjà su tirer parti des volumes de tokens, même lorsque ceux-ci ne proviennent ni de Claude ni de ChatGPT. China Merchants Bank et American Express collaborent en ce sens avec la start-up chinoise Minimax. Les nouveaux clients qui répondent à certains critères reçoivent jusqu'à 1,8 milliard de tokens par mois. Une autre start-up a annoncé un modèle similaire. Quoi qu'il en soit, en Chine, les dépenses liées à l'IA doivent de plus en plus être prises en compte dans le coût de la vie. ♦

Shenwei Li est analyste à Shanghai.



T R U M P

RESTE FIDÈLE À LUI-MÊME

Le président américain préfère les « deals » aux règles.
Son style de gouvernance affaiblit les institutions démocratiques
et favorise les dépendances individuelles.

Un essai politique de Norbert F. Tofall.

I

Dès son premier mandat, Donald Trump a démontré qu'il ne se sentait nullement lié par les programmes politiques annoncés durant la campagne électorale et qu'il avait, au contraire, un penchant pour les ordres et les directives selon son humeur du moment. Donald Trump veut des « deals » plutôt que des règles générales et abstraites (au sens des économistes classiques, tels que Friedrich August Hayek) et il est prompt à engager la négociation de ces accords en insultant et en faisant chanter la partie adverse. Sa préférence pour les « deals » et pour les menaces coercitives destinées à nuire découle de son goût immodéré pour le tumulte et le bouleversement, ainsi que de son obsession à maîtriser, par des ordres et des directives, des systèmes complexes à travers le monde.

Le style de négociation de Trump pousse à l'extrême la « démocratie d'échiquier » (Friedrich August Hayek) – c'est-à-dire, la poursuite d'intérêts particuliers qui transforme la démocratie en une foire d'empoigne entre élites politiques et groupes d'intérêts. Or, dans les conditions structurelles de la société moderne, les problèmes réels ne peuvent être résolus que par des règles générales et abstraites. Pour conclure des accords, Donald Trump est, lui, totalement gagné par l'erreur politique consistant à appliquer une méthode d'action typiquement utilisées lors de négociations au sein de petits groupes, ou dans le cadre de relations interpersonnelles, à des réalités vastes, anonymes, complexes et interdépendantes à l'échelle mondiale, relatives à la société moderne et aux relations internationales.

II

Lors de la campagne présidentielle américaine de 2024, le président sortant, Joe Biden, et son Parti démocrate ont mis en garde contre le risque de sapement délibéré de la démocratie et d'une montée du fascisme aux États-Unis en cas de réélection de Donald Trump. Une victoire de celui-ci menaçait, selon eux, de saper systématiquement les contre-pouvoirs (« checks and balances ») – et donc de modifier l'ordre constitutionnel américain.

Pour autant, Donald Trump n'est certainement pas un fasciste à la manière de Mussolini ou d'Hitler, et il n'est pas non plus un adepte de l'idéologie de la « Révolution conservatrice » en Allemagne (1918–1932), laquelle n'était d'ailleurs pas conservatrice mais fasciste. Trump ne correspond pas davantage au profil d'un Gabriele D'Annunzio, qui dirigea la municipalité de Fiume en 1919 et y cultiva de nombreuses règles fascistes, tout en anticipant des modes de vie associés au mouvement de gauche de 1968. Bien que Donald Trump soit, comme D'Annunzio, un maître de la « fiction, de la politique et du populisme », il n'a ni sa culture littéraire et sa stature. Pour reconnaître que l'absorption abyssale de Donald Trump par lui-même et son penchant pour les commandements et les ordres – qui vont de pair avec un énorme manque de scrupules et une grossièreté démagogique – peuvent porter atteinte aux institutions démocratiques, une autre approche est nécessaire.

Des mois avant que Donald Trump ne soit désigné pour la première fois candidat du Parti républicain à la présidence des États-Unis, l'institut de recherche Flossbach von Storch l'avait déjà qualifié, dès mars 2016, de Clodius Pulcher américain, et averti qu'il fallait « prendre très au sérieux le grand jeu qu'il mettait en scène depuis le 16 juin 2015 » :



Publius Claudius Pulcher (92–52 av. J.-C.), homme politique du déclin de la République romaine, était issu de la famille patricienne des Claudii. Il adopta le nom, à consonance plébéienne, de Clodius après s'être fait adopter par un plébéen, afin de pouvoir devenir tribun de la plèbe en 59 av. J.-C. L'un de ses premiers actes en tant que tribun de la plèbe fut de proposer une loi prévoyant la distribution gratuite de blé au peuple. Trois ans plus tôt, Clodius avait échappé à une condamnation pour inceste en soudoyant avec succès le jury. Pour mettre en œuvre sa politique, Clodius s'appuyait sur la plèbe romaine et recourait délibérément à la violence et aux combats de rue afin de saper l'ordre public et les institutions politiques.

La plèbe romaine aimait et vénérât Clodius. Car Clodius Pulcher combattait les élites établies qui, à ses yeux, s'enrichissaient sans retenue, exploitaient la société romaine et ne respectaient pas les coutumes et les règles traditionnelles pourtant si estimées par l'opinion publique. Clodius était pourtant issu de cet establishment et s'enrichissait de façon encore plus éhontée que ses pairs, ce qu'il l'admettait ouvertement et sans honte. Son succès tenait précisément au fait d'avoir érigé en principe cette absence de honte et ce mépris des coutumes et des règles traditionnelles.

Déjà à l'époque où il était entrepreneur dans le secteur des médias, Trump appliquait la recette du succès de Clodius Pulcher. Il n'a donc pas hésité, quelques semaines avant l'élection présidentielle de novembre 2020, à affirmer que s'il venait à perdre le scrutin, ce serait parce que l'État profond (« Deep State ») lui aurait volé l'élection. En répétant depuis lors cette accusation sans relâche, Trump entretient une ébullition sociale et politique du pays, justifiant ainsi des modifications du droit électoral censées entrer en vigueur pour la première fois lors des élections de mi-mandat de novembre 2026. Ce faisant, il sape délibérément le rôle des élections démocratiques dans la construction de la cohésion sociale. Par ailleurs, ce mensonge sert de critère de distinction et de discipline au sein du Parti républicain. Quiconque n'y souscrit pas ou s'y oppose ouvertement est considéré comme un traître, persécuté et mis au ban par Trump et ses partisans.

Trump emploie encore et toujours, jusqu'à aujourd'hui, la même tactique que celle utilisée par l'« Action française » au lendemain de l'affaire Dreyfus. Là aussi, un mensonge – selon lequel l'officier français et juif Alfred Dreyfus aurait été un espion allemand et un traître ayant livré des secrets d'État – servait de mécanisme de sélection et de discipline, en ce sens que quiconque s'opposait à ce mensonge était considéré comme un ennemi de la France. Pour Trump et ses partisans, quiconque s'oppose au mensonge selon lequel Trump aurait été spolié de sa victoire électorale de 2020 est un ennemi du « MAGA » – un ennemi du « Make America Great Again ».

Dans cette perspective, les contre-pouvoirs de la Constitution américaine – qui visent notamment à limiter la marge d'action politique d'un président élu – sont dénoncés comme faisant partie de l'État profond et font l'objet d'attaques directes (le « Deep State » s'opposerait au « MAGA »).

III

Il convient en outre de relever une autre analogie avec la Rome antique. L'ordolibéral Walter Eucken affirmait, dans ses « *Principes de politique économique* », que la liberté est également menacée lorsque l'État s'allie à des structures de pouvoir privées – une situation qui rappelle la chute de l'Empire romain. « Il y a des différences entre hier et aujourd'hui mais ces différences ne font que renforcer le danger. La population est aujourd'hui bien plus nombreuse et vit regroupée en

masses plus importantes. Mais surtout, il existe désormais un appareil industriel et technique qui constitue un instrument de domination et de pouvoir inconnu des époques antérieures. »

L'alliance entre la Big Tech et le Big Government, orchestrée par Donald Trump, constitue un instrument de domination et de pouvoir que même Walter Eucken n'aurait probablement pas cru possible. Le fait que, dès la campagne électorale américaine, non seulement l'industrie pétrolière mais aussi des milliardaires de la tech, tels qu'Elon Musk et Peter Thiel, se soient rangés du côté de Donald Trump, et qu'ils entretiennent depuis avec lui des relations d'une déférence frappante – malgré quelques désaccords personnels ponctuels entre Trump et Musk –, est bien plus qu'un simple indice. Cela révèle qu'un système marqué par le favoritisme, au service d'intérêts particuliers, se développe aux États-Unis depuis le second mandat de Donald Trump.

Ce n'est pas seulement la séparation des pouvoirs et le système des contre-pouvoirs qui sont attaqués, mais aussi la répartition sociale du travail et la répartition du pouvoir entre l'économie et la politique. Indépendamment de l'enrichissement personnel sans précédent de la famille Trump au cours des dix-huit premiers mois de son second mandat, Trump n'agit pas, comme il en aurait le devoir en tant que président, selon des principes politiques, mais sur la base de son intérêt économique personnel. L'« interdépendance de l'ordre économique avec toutes les autres sphères de la vie » (Walter Eucken), si souvent citée par les économistes, ne signifie pas que toutes les autres sphères de la vie doivent adopter la logique d'action économique. Les autres sphères de la vie, ou sous-systèmes fonctionnels (la politique, le droit, la science, les médias, la religion, etc.), ne peuvent contribuer à l'ordre social global – et donc aussi au système économique – que s'ils conservent leur propre logique d'action. C'est précisément dans la préservation de la logique de fonctionnement propre à ces sous-systèmes sociaux que réside la répartition sociale du travail et du pouvoir des sociétés ouvertes ; une répartition qui a permis, comme jamais auparavant, la prospérité de tous. De son côté, Donald Trump s'efforce de saper à tous les niveaux les logiques d'action autonomes de la politique, du droit, de la science, des médias et de la religion, pour les soumettre à ses ordres et à ses directives.

Dans ce processus, Trump a déjà causé des dommages considérables. Mais en fin de compte, même le président « le plus grand et le plus brillant » que les États-Unis n'aient jamais eu ne parviendra pas, durant le reste de son mandat, à soumettre les conditions structurelles de la société moderne à son pouvoir personnel et omnipotent. Reste à savoir dans quelle mesure les électeurs américains feront payer à Trump, dès les élections de mi-mandat de novembre 2026, les dommages qu'il aura causés. Si tel est le cas, alors le « Deep State » lui aura, une fois de plus, assurément volé la victoire.



*Norbert F. Tofall est analyste-chercheur senior
à l'Institut de recherche Flossbach von Storch.*

À LA LOUPE

Dans cette 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 :

?

L'économie a-t-elle besoin d'immigrants ?

Julian Marx

Ces dernières années, le débat sur l'immigration a souvent alimenté les tensions sociales et politiques – dans de nombreux États européens, mais aussi aux États-Unis d'Amérique. Sous la présidence de Donald Trump, les Américains ont même opéré un revirement historique dans leur politique d'immigration, alors même que cette dernière est intimement liée à l'histoire du pays. Mais quel serait l'état de nos économies sans immigration ?

À Zurich, le dimanche 14 juin 2026 aurait pu être une journée d'été parfaite, avec du soleil en abondance et une température de saison, 26 degrés Celsius. Une météo idéale pour admirer la vue sur le lac de Zurich, lunettes de soleil sur le nez. Les 452.000 habitantes et habitants de la ville n'auraient guère pu imaginer de meilleure fin pour leur semaine. C'était sans compter la votation sur l'initiative populaire « Pas de Suisse à 10 millions ! » qui avait lieu ce jour-là.

Au cœur de cette initiative figurait l'immigration toujours élevée dans ce petit pays alpin, avec une question centrale : doit-on la limiter ? Un sujet brûlant, aussi pour la population urbaine de Zurich. Dans cette ville la plus peuplée de Suisse, la part de la population résidente permanente étrangère atteint un nouveau sommet, à 33,9%. La proportion d'étrangers n'avait dépassé ce seuil qu'une seule fois dans l'histoire, en 1912, avec un pourcentage de 34,2%.

Le problème, c'est que fin 2025, près de 9,1 millions de personnes vivaient déjà en Suisse. Les porte-parole de l'initiative populaire estimaient que la population serait devenue trop nombreuse d'ici quelques années. La croissance démographique suisse s'est en effet nettement accélérée depuis peu, et cette tendance ne semble pas près de faiblir prochainement.

Depuis l'entrée en vigueur de l'accord de libre circulation des personnes entre la Suisse et l'Union européenne en 2002,

l'État helvétique a vu sa population augmenter de 1,7 million de personnes. Cette hausse s'explique en premier lieu par l'immigration. Sur la période, le solde migratoire s'est établi à 66.700 personnes par an en moyenne. De plus en plus de personnes affluent ainsi vers la Suisse : principalement des Allemands, des Français, des Italiens et des Portugais, mais aussi des Espagnols et des ressortissants du Royaume-Uni sont venus chercher le bonheur dans la Confédération depuis le début du siècle. Ces six nations représentent à elles seules la moitié des immigrants.

D'un côté, cette immigration est explicitement souhaitée. Les explications du Conseil fédéral mentionnent ainsi : « Le nombre d'immigrants dépend surtout du marché du travail. Lorsque l'économie se porte bien, la main-d'œuvre disponible en Suisse n'est pas suffisante. C'est pourquoi non seulement les entreprises, mais aussi des établissements publics comme les hôpitaux et les maisons de repos et de soins (EMS en Suisse), se tournent souvent vers l'UE pour trouver du personnel qualifié. »

En d'autres termes, le modèle économique suisse et la prospérité du pays dépendent nécessairement de la main-d'œuvre étrangère qualifiée. C'est également pour cela que le Conseil fédéral et le Parlement recommandaient de voter contre l'initiative populaire. Près de 55% des suffrages exprimés ont suivi cette recommandation, entraînant le rejet de l'initiative « Pas de Suisse à

10 millions ! ». Mais le cœur du problème, à la base de l'initiative, n'est pour autant pas résolu.

UNE PÉNURIE DE LOGEMENTS ...

Depuis plusieurs décennies déjà, la Suisse connaît une immigration de main-d'œuvre qui assure sa prospérité. Mais même au-delà de cette dernière, essentielle sur le plan économique, les Suisses se présentent dans leur grande majorité comme un peuple ouvert sur le monde. Selon une enquête de l'Office fédéral de la statistique sur le vivre ensemble en Suisse, deux tiers des Suisses déclarent avoir des amis non suisses.

Par ailleurs, une grande partie des nouveaux Suisses possède de toute façon depuis longtemps un passeport suisse. Depuis le début du siècle, le pays compte déjà plus d'un million de naturalisations. À titre de comparaison, l'Allemagne, qui compte neuf fois plus d'habitants, n'a naturalisé que 3,6 millions de personnes entre 2000 et 2024. Rapporté à la taille de la population, le nombre de naturalisations en Allemagne s'élève à moins de la moitié (voir graphique 1 à la page suivante).

Et pourtant, les messages positifs tels que celui-ci, témoignant d'une intégration réussie, ne peuvent masquer le fait que des mouvements de population massifs, à l'image de ceux qu'a connus la Suisse ces dernières décennies, s'accompagnent aussi d'une série de défis à prendre au sérieux. →

Les chiffres des Nations Unies montrent
que l'Allemagne est la deuxième destination
mondiale pour les migrants internationaux.



Graphique 1
Une nouvelle patrie pour des millions de personnes
Nombre de naturalisations depuis 2000

— Allemagne (échelle de gauche) — Suisse (échelle de droite)

Sources : Destatis, Secrétariat d'État aux migrations, Flossbach von Storch, données au 10 août 2026

L'un des principaux points soulevés par l'initiative populaire était la pénurie de logements et les loyers élevés. La Suisse souffre en effet toujours d'un manque chronique d'habitations. Depuis 1980, le taux de vacance des logements et habitations unifamiliales n'a jamais dépassé les 2%. Entre 2020 et 2025, il est même passé de 1,72 à 1,00%. Selon une vieille règle empirique, le marché locatif ne fonctionne bien qu'à partir d'un taux de vacance voisin de 3%. La pénurie de logements s'est donc à nouveau aggravée ces dernières années.

Sans surprise, elle est particulièrement criante dans les agglomérations. Au 1^{er} juin 2025, les 452.000 habitants de Zurich devaient se disputer 235 logements vides seulement – soit un taux de vacance dérisoire de 0,1%. L'intensité de la concurrence pour un nouveau logement est d'autant plus frappante si l'on compare la situation à celle de la ville de Cologne, pourtant l'un des marchés les plus tendus d'Allemagne. Le taux de vacance sur le marché y atteignait 1,2% en 2022, soit autant que la moyenne suisse.

Cet exemple montre que l'immigration est loin d'être un long fleuve tranquille. Si, dans le cas de la Suisse, la pénurie de logements est l'aspect le plus critique, la bétonisation du paysage, les trains bondés ou la diminution de la qualité de l'enseignement dans les écoles sont autant d'arguments avancés par ceux qui souhaitent limiter l'immigration.

... ET AUTRES TENSIONS SOCIALES

La Suisse n'est toutefois pas le seul pays dans lequel l'immigration entraîne son lot de défis. L'Allemagne est bien placée pour le savoir. Le ministre de l'Intérieur, Alexander Dobrindt, a ainsi jugé nécessaire d'« amorcer un tournant en matière de migration ».

Les problèmes d'immigration en Allemagne sont toutefois d'une autre nature que ceux de la Suisse depuis quelques années. Ainsi, l'immigration a, récemment, majoritairement pris la forme de flux massifs de réfugiés, et non d'une immigration de main-d'œuvre en règle. En 2015 et lors des années qui ont suivi, ces migrants venaient surtout de Syrie, d'Afghanistan et d'Irak. En 2022, ils provenaient majoritairement d'Ukraine. Entre 2015 et 2025, 6,1 millions de personnes au total sont arrivées en Allemagne.

Du jour au lendemain, il a fallu intégrer plusieurs millions d'enfants, de femmes et d'hommes dans le quotidien du pays. Mais la barrière linguistique et les difficultés à faire reconnaître les diplômes étrangers ont retardé l'intégration de ces personnes sur le marché du travail.

D'autres problèmes ont émergé, qui ont immédiatement eu des répercussions négatives sur la population locale. Par exemple, les restrictions de personnel dans les écoles ont souvent soumis les enseignants à une double charge : l'intégration des nouveaux arrivés et

l'éducation des écoliers de longue date. Logiquement, le niveau d'enseignement en a, par endroits, pâti – sans que l'on puisse jeter la pierre aux personnes concernées.

La charge financière de cette immigration a aussi été directement visible pour la population allemande. Plusieurs dizaines de milliards d'euros des finances publiques ont ainsi été consacrés chaque année aux prestations versées aux demandeurs d'asile et à l'allocation citoyenne pour les réfugiés. Ces montants énormes pourraient faire des remous, alors que les chiffres de l'Office fédéral allemand de la statistique montrent que dans le même temps, 21% de la population est menacée de pauvreté ou d'exclusion sociale.

SANS IMMIGRATION, LA MAIN-D'ŒUVRE VIENDRAIT À MANQUER.

Même si l'on peut comprendre les préoccupations d'une partie de la population, il faut aussi reconnaître que l'immigration massive de ces dernières années, voire décennies, a permis de combler les immenses lacunes sur le marché du travail et a contribué de manière décisive à maintenir l'économie à flot. En Allemagne, plus d'un salarié assujéti à la sécurité sociale sur six est un étranger. Au total, cela représente près de six millions de personnes. Dans de nombreux métiers en pénurie, sans les travailleurs issus de l'immigration (c'est-à-dire que soit →

eux, soit leurs deux parents ont émigré vers l'Allemagne, et une grande partie d'entre eux possèdent déjà la nationalité allemande), la situation serait très difficile ; dans de nombreux domaines, l'on déplorerait sans doute une pénurie totale de main-d'œuvre disponible.

Ainsi, quelque 54% de tous les salariés dans la restauration sont issus de l'immigration. Il en va de même pour 47% des conducteurs de bus et de tramway, qui forment l'épine dorsale du réseau de transports publics de proximité. Le pourcentage est de 33% dans les soins aux personnes âgées, et la part des personnes issues de l'immigration dans l'ensemble de l'économie atteint 26% (voir graphique 2).

Dans la plupart des cas, les immigrants sont surreprésentés dans les secteurs d'activité où les barrières à l'entrée sont peu élevées ; ils compensent massivement le manque de personnel spécialisé. Sur ce plan, les avantages économiques de l'immigration devraient encore augmenter ces prochaines années.

QUAND LE GRIS DOMINE

L'institut de recherche économique privé IW estime que le réservoir de main-d'œuvre va perdre plus de quatre millions d'actifs d'ici 2036. Au cours des prochaines années, le nombre de personnes qui quitteront le marché du travail pour partir à la retraite dépassera largement celui des jeunes qui y feront leur entrée. Sur les 20 millions

de baby-boomers nés en Allemagne entre 1954 et 1969, six millions ont aujourd'hui plus de 67 ans. Le reste atteindra l'âge de la retraite au cours de la décennie à venir.

Un nouvel avantage de l'immigration deviendra alors visible. En effet, ceux qui ont émigré vers l'Allemagne sont en moyenne plus jeunes que la population existante. À 38 ans, l'âge moyen de la population étrangère établie outre-Rhin est inférieur de huit bonnes années à celui des citoyens allemands. Nul besoin d'être mathématicien pour constater que les personnes issues de l'immigration sont amenées à représenter une part croissante de la population active alors que, ces prochaines années, de plus en plus d'Allemands « âgés » quitteront le monde du travail.

Même au Japon, une société considérée comme très homogène, l'on commence à reconnaître que l'immigration de main-d'œuvre s'impose comme une évidence économique dans des sociétés vieillissantes. Dans le pays du Soleil levant, la croissance démographique évoque plutôt un crépuscule : après avoir culminé en 2010, la population japonaise a déjà diminué de quelque cinq millions, pour s'établir à quelque 123 millions d'individus. En outre, près de 30% des Japonais ont 65 ans ou plus. D'ici la fin des années 2030, plus d'un tiers devraient avoir dépassé l'âge de 65 ans. À titre de comparaison, même en Allemagne, ce chiffre n'était récemment « que » de 23%. Le pays n'atteindra

la situation actuelle du Japon que dans dix à quinze ans (voir graphique 3).

Pour le marché du travail japonais, et pour son économie, qui connaît une croissance atone depuis trente ans, des solutions créatives s'imposent urgemment. Longtemps, l'approche a consisté à intégrer davantage de femmes sur le marché du travail. Ce levier s'épuise lentement, puisque le taux de participation au marché du travail des femmes japonaises âgées de 25 à 54 ans est passé de 67% au début du siècle à 84% récemment – un niveau supérieur à la moyenne internationale et comparable à celui de l'Allemagne.

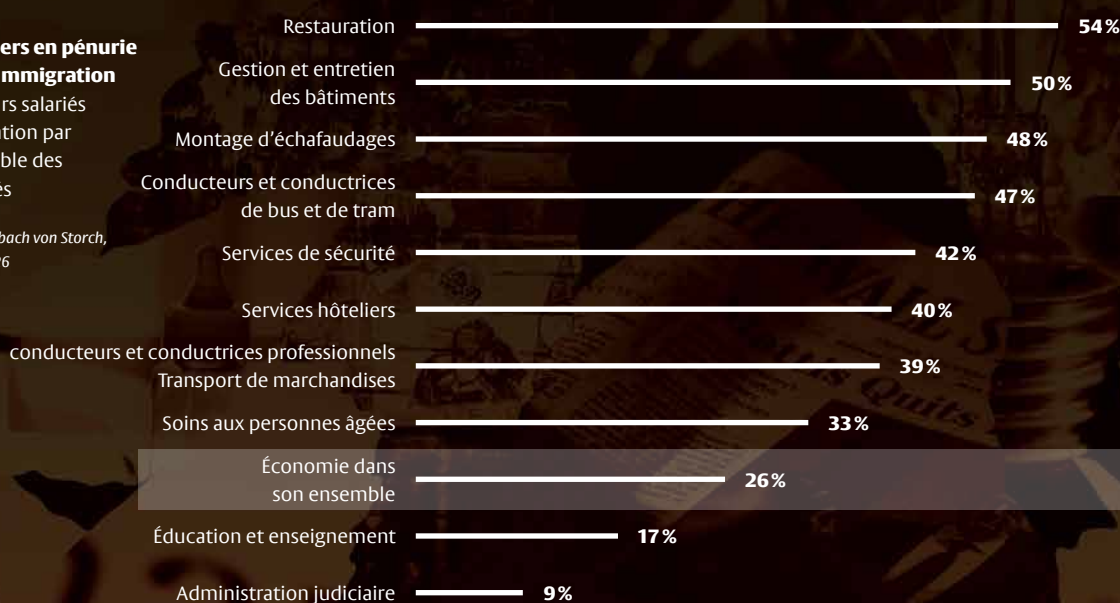
La dernière planche de salut reste l'immigration. Il s'agit toutefois d'un grand pas pour un pays comme le Japon, culturellement assez fermé. Il y a dix ans, les étrangers représentaient encore largement bien moins de 1,3% de la population de cet État insulaire. Depuis, le pays du Soleil levant compte six millions de ressortissants en moins, tandis que le nombre d'étrangers y résidant a augmenté de plus de deux millions sur la même période, dépassant même pour la première fois le seuil des quatre millions. La part d'étrangers au Japon a ainsi doublé en dix ans seulement, pour s'établir à plus de 3%.

La plupart des immigrants proviennent de Chine, du Vietnam et de Corée du Sud. Régulièrement, ils ne peuvent prétendre qu'à un permis de séjour valable un certain nombre d'années. D'autres →

Graphique 2 Nombre de métiers en pénurie dépendent de l'immigration

Part des travailleurs salariés
issus de l'immigration par
rapport à l'ensemble des
travailleurs salariés

Sources : Destatis, Flossbach von Storch,
données au 10 août 2026

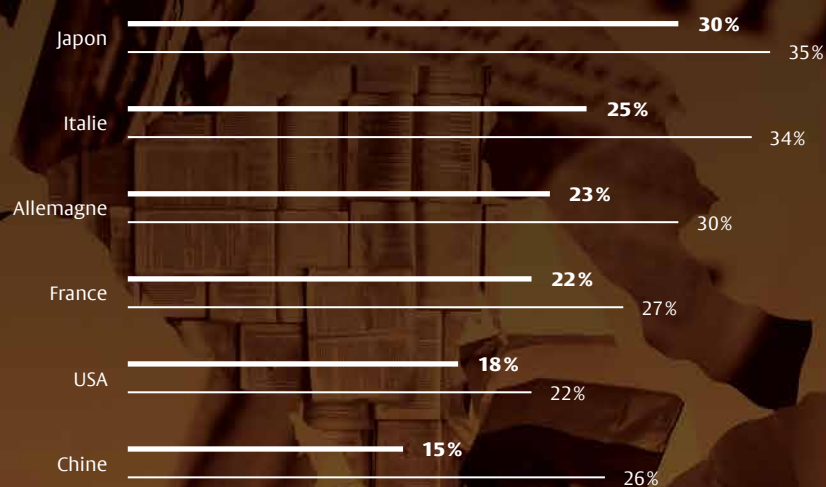


Graphique 3 Des nations vieillissantes

Part de la population âgée
de 65 ans et plus dans
la population totale

— 2025
— 2040

Sources : LSEG Datastream,
Flossbach von Storch,
données au 10 août 2026



travailleurs migrants devraient suivre leur exemple dans les années à venir si le Japon entend relever les défis démographiques auxquels il est confronté. Le Japon pourrait, en théorie, suivre le modèle de la Suisse, où l'an dernier, 27% environ de la population était étrangère.

DES TENSIONS HISTORIQUES

À vrai dire, l'histoire nipponne suggère que projeter la situation suisse pour anticiper les flux migratoires de main-d'œuvre vers le Japon a ses limites. Pendant de longues périodes, le pays du Soleil levant s'est caractérisé par un certain isolement culturel. Jusqu'en 1853, les Japonais subissaient même depuis plus de deux siècles une politique extérieure strictement isolationniste.

Qualifiée de « sakoku », ou « fermeture du pays », cette politique impliquait une très forte limitation du contact avec l'étranger. Elle visait à garantir la stabilité intérieure et à protéger le shogunat, ou plutôt sa mainmise sur le pouvoir, des influences extérieures, et notamment du christianisme. Les entrées et sorties du territoire étaient ainsi strictement interdites et le commerce, extrêmement centralisé, était limité à une poignée d'acteurs. Ainsi, le négoce avec l'Europe était l'apanage des Pays-Bas, qui devaient en contrepartie s'abstenir de toute influence chrétienne.

De telles influences historiques marquent jusqu'à présent le caractère du Japon. Même si la part d'étrangers

atteint seulement 3%, la hausse du taux d'immigration suscite quelques incertitudes dans la population japonaise, qui estime qu'une immigration massive pourrait détruire la culture nipponne. Sur le plan politique, ces craintes se sont notamment manifestées, lors des dernières élections, par la conquête de 14 sièges au sénat par le Sanseito, le parti d'extrême droite, qui occupe désormais 15 sièges. Sa devise « Nihonjin First » (les Japonais d'abord) a touché une corde sensible dans une partie de la population. Le Japon devra, ces prochaines années, se demander dans quelle mesure il peut – et souhaite – se permettre de défendre son identité culturelle face au vieillissement dramatique de sa population.

« INGÉNIERIE SOCIALE »

Aux États-Unis d'Amérique, en revanche, l'identité culturelle ne peut en aucun cas se définir comme une structure démographique homogène. Aucun autre pays ne peut se targuer d'une telle histoire en matière d'immigration – avec ses hauts et ses bas –, de la quête nostalgique du rêve américain qui a attiré, génération après génération, des millions d'immigrants de différents pays à la traite transatlantique des esclaves, la plus forte migration forcée dans l'histoire de l'humanité.

Les immigrants jouent aujourd'hui encore un rôle très important chez l'Oncle Sam. Mi-2025, le pays en comptait plus de 50 millions, soit plus de 15% de la

population américaine. Le pourcentage d'immigrants dans la main-d'œuvre atteignait même 19%. Mais avec le net durcissement de la politique migratoire de Donald Trump, l'immigration pourrait bien connaître un coup de frein. La Maison-Blanche a ainsi fièrement annoncé au début de l'année que pour la première fois en plus de cinquante ans, les États-Unis avaient connu un solde migratoire net négatif en 2025, « tournant la page de décennies d'échecs de la politique d'ouverture des frontières ». Les États-Unis changent donc de cap en matière de politique migratoire.

En réalité, la politique d'immigration est, au fond, depuis toujours une forme d'« ingénierie sociale » : les gouvernements prennent des mesures pour encourager l'immigration de personnes qui correspondent aux projections démographiques, sociales et économiques d'un pays et essaient de limiter l'installation de personnes qui, selon eux, ne correspondent pas à ce schéma. Du point de vue économique, une certaine forme de sélection (par exemple, la limitation de l'immigration) peut sembler logique. En fin de compte, chaque société doit composer avec des ressources limitées. C'est pourquoi les flux migratoires doivent s'autofinancer à partir d'un certain point et ne peuvent plus être subventionnés à volonté.

Suivant cette logique économique, les États-Unis ont voté une loi générale sur l'immigration dès 1882, visant à exclure « toute personne qui n'est pas en me-

sure de subvenir à ses besoins sans devenir une charge publique ». Outre les motifs économiques, la politique migratoire répond aussi à des motivations sociales depuis plus de 140 ans. Le texte de loi alors voté précisait ainsi que les personnes condamnées par la justice ne pouvaient pas non plus prétendre à l'immigration. Cette disposition reflète un besoin légitime de sécurité intérieure. En Allemagne, lorsque l'on discute aujourd'hui, dans certains cas, de l'expulsion de délinquants immigrés, il faut bien réaliser que le débat est bien plus ancien que ceux qui le mènent aujourd'hui.

L'IMMIGRATION, UNE OPPORTUNITÉ

Comme c'était déjà le cas au XIX^e siècle aux États-Unis et au XVII^e siècle au Japon, les préoccupations concernant la sécurité intérieure, l'identité culturelle ou la disponibilité des logements jouent aujourd'hui toutes un rôle important dans le débat sur l'immigration. Toutes ces questions méritent un échange dans un débat public large.

Or, si l'on ne tient compte que de la perspective économique, le thème de l'immigration (contrôlée) ne peut guère susciter de controverse. Dans certains pays industriels, du fait du vieillissement rapide de la population, l'immigration régulière de travailleurs semble même la seule solution possible pour éviter les pénuries sur le marché du travail et maintenir

le niveau de prospérité actuel, voire le relever encore.

Même des flux massifs et non contrôlés de réfugiés, tels que ceux que l'Allemagne a connus depuis 2015 dans des circonstances tout à fait exceptionnelles, peuvent se révéler être un atout économique à moyen et long terme. Une étude de l'institut de recherche allemand sur le marché du travail et les professions (IAB) a montré que le taux d'emploi des demandeurs d'asile âgés de 18 à 64 ans (et originaires surtout de Syrie, d'Irak et d'Afghanistan) arrivés en Allemagne entre 2013 et 2019 s'établissait à 68% huit ans après leur arrivée ; il s'approche donc nettement de la moyenne de la population globale, 77%. Chez les hommes qui avaient fui leur pays, le taux d'activité, à 86%, dépassait même légèrement celui de la population masculine moyenne. En revanche, le taux d'activité des femmes était nettement inférieur. Divers facteurs entrent en jeu, et notamment le fait que ces dernières assument le travail de soin (et notamment des jeunes enfants).

En fin de compte, les migrations recèlent des opportunités énormes. Le rêve américain selon lequel chaque individu, indépendamment de son origine, peut gravir l'échelle sociale et atteindre la prospérité en travaillant dur en s'appliquant, devrait être une source d'inspiration pour les individus aux quatre coins du monde – des personnes issues d'horizons très divers. Pays ouvert sur le monde, l'Allemagne

peut tirer profit de la présence de ceux en quête d'une vie meilleure. Les chiffres des Nations Unies montrent que l'Allemagne est la deuxième destination mondiale pour les migrants internationaux. Récemment, elle en accueillait près de 17 millions au total.

Seuls les États-Unis la dépassent. Or, depuis des décennies déjà, le pays de l'Oncle Sam compte parmi les économies les plus productives au monde, et de loin. Les récits extraordinaires d'immigrants qui prennent des risques et contribuent au progrès américain abondent. Le cofondateur de Google, Sergey Brin, né à Moscou, et Elon Musk, qui a grandi en Afrique du Sud, font incontestablement partie de leurs plus éminents représentants.

En Suisse, l'une des peu nombreuses économies populaires dont le produit intérieur brut par habitant dépasse le seuil des 100.000 dollars américains par habitant, plus de 40% de la population est issue de l'immigration : le multiculturalisme est aussi une réalité dans les Alpes.

Même si le débat sur l'immigration comporte plusieurs aspects, un point de vue purement économique n'admet qu'une seule conclusion – du moins tant que le soin aux personnes âgées ou le montage d'échafaudages n'est pas confié aux humanoïdes. ♦

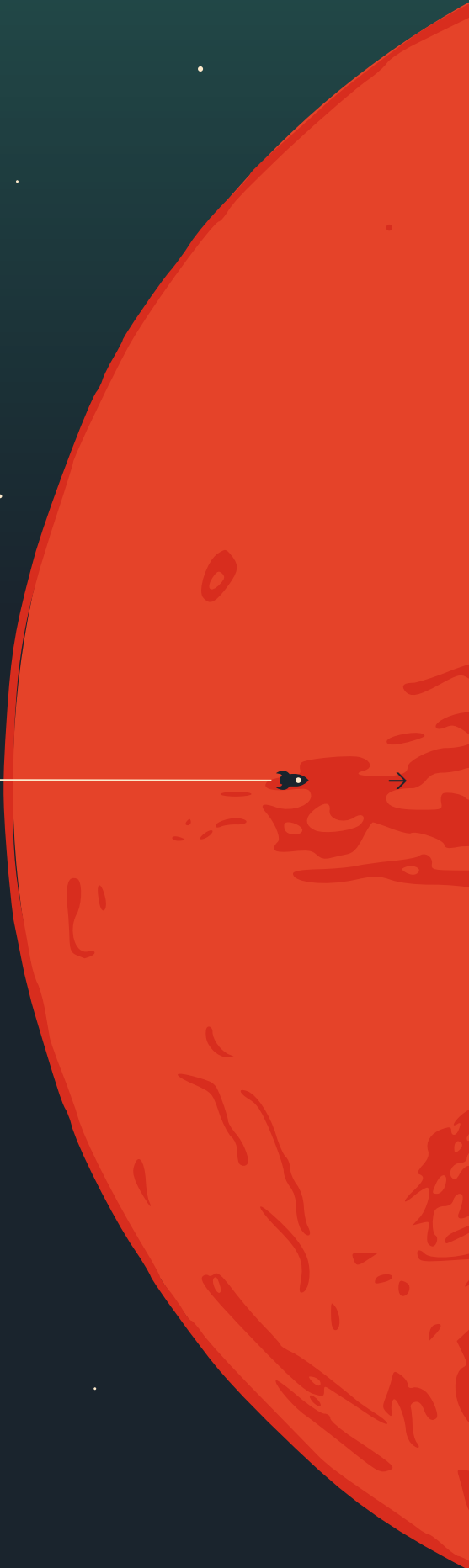
*Julian Marx est analyste
chez Flossbach von Storch SE.*



DE L'ESSOR

Bert Flossbach

À LA BULLE



Le monde de la finance est pris d'une ivresse fiévreuse. Causée par une technologie révolutionnaire, dont les possibilités sont aussi époustouflantes qu'inquiétantes, cette fièvre enflamme l'imagination des investisseurs. Mais jusqu'où la frénésie ira-t-elle ?



Le potentiel à long terme de l'intelligence artificielle (IA) est immense ; il dépasse même probablement les anticipations actuelles. Nous avons connu la même situation au début du siècle, avec l'Internet. Même si l'énorme potentiel de cette nouvelle technologie était déjà évident à l'époque, il a fallu des années avant de voir clairement quels modèles d'activité généreraient la plus grande valeur ajoutée et quelles entreprises en tireraient le plus de profit.

Yahoo était en effet considéré, à une époque, comme l'un des grands gagnants de l'ère Internet, mais il a été dépassé par Google. Facebook n'est en revanche apparu que dix ans après la percée commerciale d'Internet. Ce phénomène devrait se reproduire avec l'IA.

La disruption n'est pas un changement doux et linéaire. Elle arrive souvent quand on ne l'attend pas, et d'une direction que personne n'avait encore envisagée. Reste à voir qui s'imposera dans la course pour les meilleures offres, comment évolueront les coûts et les prix, quelles nouvelles technologies pourraient supplanter les solutions existantes, quel est le risque lié à des agents numériques autonomes et quelles réglementations pourraient en découler.

Les gagnants d'aujourd'hui peuvent être les perdants de demain – et inversement. Les marchés financiers essaient d'anticiper ces changements, mais ils se trompent souvent. Les fabricants de puces mémoire, encore mal-aimés et peu rentables hier, sont devenus en l'espace de quelques mois les vedettes de la Bourse et tirent les indices d'actions vers des sommets. Des éditeurs de logiciels, hier encore réputés pour leurs résultats fiables et leurs actions très prisées, sont soudainement considérés comme des entreprises moribondes par les investisseurs.

AUJOURD'HUI LEADER ...

Les anciennes certitudes disparaissent ; les nouvelles fluctuent. Une entreprise aujourd'hui encore leader du marché des modèles de langage de l'IA sera peut-être demain déjà distancée par la concurrence.

L'IA va très certainement continuer à se développer grâce à des investissements considérables. Mais personne ne sait véritablement dans quelle mesure ce sera profitable pour les entreprises de la chaîne d'investissement dans l'IA (voir le graphique à gauche).

L'issue dépendra en grande partie du montant que les entreprises et les particuliers seront prêts à déboursier à long terme pour des applications de l'IA. La question est cruciale pour les fournisseurs de modèles d'IA. En fin de compte, ce sont les utilisateurs qui détermineront l'ampleur du potentiel économique de l'ensemble de la chaîne de valeur de l'IA.

À long terme, leur disposition à payer dépendra des avantages concrets que leur apporteront les modèles d'IA. Les modèles gratuits ou peu coûteux suffisent généralement amplement aux besoins des particuliers.

Le véritable potentiel réside dans les applications pour les entreprises. Ce n'est que si celles-ci parviennent, grâce à l'IA, à réaliser des économies substantielles et durables ainsi qu'à améliorer leur productivité qu'elles seront prêtes à verser d'ici quelques années des centaines de milliards aux fournisseurs de modèles d'IA.

... DEMAIN DÉJÀ DÉPASSÉ !

Le marché est toutefois extrêmement concurrentiel. Une poignée de concurrents ambitieux se disputent la première place. Or, les positions dominantes peuvent changer rapidement en raison du rythme effréné de l'innovation. Les modèles open source peu coûteux, provenant par exemple de Chine, limitent le pouvoir de fixation des prix des grands fournisseurs, du moins lorsque la version la plus qualitative n'est pas nécessaire. Leurs performances ne sont plus très loin derrière celles des leaders américains, tout en ne coûtant qu'une fraction de leur prix.

La Chine dispose d'importantes capacités en matière de centres de données et d'électricité bon marché. Le pays est très performant dans la recherche fondamentale en IA et, grâce à l'architecture ouverte de ses modèles, il compte une →

immense communauté de développeurs. L'objectif de la Chine est d'atteindre le plus rapidement possible, grâce à ses propres puces (Huawei au lieu de Nvidia), les performances des modèles américains et de pouvoir les proposer à un prix nettement plus intéressant.

Si les fournisseurs américains d'IA tentaient de remplacer leurs modèles d'abonnement d'entreprise, jusqu'à présent subventionnés, par des systèmes de facturation par jetons coûteux, le choc des prix pourrait inciter de nombreux « gros utilisateurs » à se tourner vers les modèles chinois, malgré d'éventuelles craintes liées à la sécurité. Pour la Chine, l'IA pourrait ainsi devenir un nouveau produit phare à l'exportation.

Le niveau des flux de recettes potentiels pour l'ensemble de la chaîne de valeur de l'IA reste incertain. Pour estimer le potentiel du marché, les optimistes citent souvent uniquement un pourcentage de la masse salariale mondiale, ce qui représente généralement plusieurs milliers de milliards de dollars. Les chiffres d'affaires annualisés des principaux fournisseurs occidentaux de modèles sont plus réalistes que ces estimations. Dans l'ensemble, ils sont actuellement en forte hausse et pourraient atteindre la barre des 100 milliards de dollars d'ici la fin de l'année.

Il convient toutefois de faire preuve de prudence lorsqu'on extrapole cette évolution. De nombreuses entreprises sont en phase d'expérimentation. Elles encouragent l'utilisation intensive de l'IA par leurs collaborateurs et les évaluent en fonction de leur consommation de jetons : plus ils en utilisent, mieux c'est.

LA VALEUR AJOUTÉE AU SECOND PLAN

Il en résulte une stratégie de maximisation du nombre de jetons, qui ne tient pas compte de la valeur ajoutée associée. En dehors des seules activités de programmation, celle-ci est d'ailleurs souvent difficile à évaluer. Alex Karp, le CEO de Palantir, critique le fait que les mesures d'incitation à l'utilisation favorisent le travail fictif et les scripts jetables plutôt qu'une véritable création de valeur.

C'est pourquoi des entreprises telles qu'Amazon, Uber ou Tesla mettent de plus en plus souvent en place des plafonds pour la consommation de jetons par leurs employés. Les entreprises considèrent l'IA, à l'instar des logiciels, comme un outil important pour leurs collaborateurs, plutôt que comme un moyen de les remplacer. C'est ce que nous pensons également.

Le contexte concurrentiel et le potentiel commercial des fournisseurs de modèles d'IA ne sont donc pas aussi prometteurs que le laissent entendre les estimations ambitieuses de la valorisation boursière d'OpenAI et Anthropic, candidats à une entrée à la cote.

Le contexte est plus favorable pour les hyperscalers. Des acteurs tels qu'Amazon, Microsoft et Alphabet tirent profit de la demande croissante en puissance de calcul, quel que soit le modèle d'IA qui s'imposera. Ils génèrent d'importants bénéfices d'exploitation, bénéficient d'économies d'échelle par rapport à d'éventuels nouveaux concurrents et disposent d'une clientèle fidèle.

Toutefois, leur modèle d'activité est devenu nettement plus gourmand en capitaux. D'ici 2030, environ 7.000 milliards de dollars américains pourraient être investis dans la construction et l'extension de centres de données, soit environ 1.400 milliards de dollars par an. Cela représenterait près de 4% du PIB américain et éclipserait toutes les précédentes vagues d'investissements massifs.

Environ 5.000 milliards, soit un peu plus de 1.000 milliards par an, proviendraient d'une poignée d'entreprises seulement : les quatre hyperscalers bien établis que sont Alphabet, Amazon, Microsoft et Meta ainsi qu'Oracle, en cinquième roue du carrosse. xAI, un sixième grand fournisseur de puissance de calcul dans le cloud, est sur le point de faire son entrée sur le marché.

Dans le cadre de l'introduction en Bourse de SpaceX, la société mère de xAI, Goldman Sachs avait esquissé un scénario « galactique » où le chiffre d'affaires de xAI dans le cloud serait multiplié par 100 pour atteindre 322 milliards de dollars d'ici 2030. De tels scénarios fantaisistes sont révélateurs d'un

contexte marqué par la spéculation. Après tout, les banques d'investissement ont elles aussi intérêt à ce que la fête dure le plus longtemps possible.

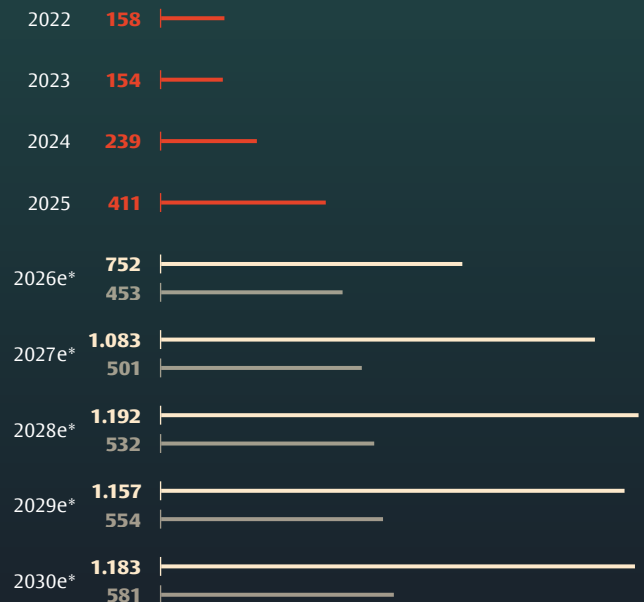
Il est frappant de constater à quel point cette vague massive d'investissements a été récemment sous-estimée. À l'automne dernier encore, le montant total des investissements pour cette année était estimé à 450 milliards de dollars. En réalité, ce chiffre devrait avoisiner les 800 milliards. (voir graphique 1) Pour 2027, les estimations s'élevaient à environ 500 milliards, contre plus de 1.000 milliards attendus aujourd'hui. À partir de 2028, une nouvelle hausse est prévue, qui porterait le chiffre à environ 1.200 milliards de dollars par an.

UN SUPERCYCLE RESTE UN CYCLE

Compte tenu des incertitudes considérables, cette hypothèse ne repose toutefois pas sur des fondamentaux solides, mais constitue plutôt une extrapolation modérée de la tendance observée jusqu'à présent. L'espoir secret des sous-traitants, à savoir que le volume d'investissement des hyperscalers pourrait encore surprendre à la hausse, ne devrait pas se concrétiser, car leurs investissements dépassent déjà parfois les recettes de leurs activités opérationnelles.

L'évolution des flux de trésorerie l'illustre clairement. Le flux de trésorerie disponible (free cash-flow), calculé comme les liquidités générées par les activités opérationnelles moins les investissements réalisés, est passé de plus de 200 milliards de dollars à un niveau négatif. Dans le même temps, les réserves de liquidités se sont pratiquement épuisées. Pour financer leurs ambitieux projets d'investissement, ces entreprises devraient recourir à de nouvelles émissions d'actions et/ou accroître leur endettement (voir graphique 2).

Le rythme effréné des investissements des hyperscalers détermine le sort de l'ensemble de la chaîne de valeur de l'IA. Ce sont actuellement les fabricants de puces, et en particulier de puces mémoire, qui en profitent le plus. Cependant, même un supercycle reste un cycle, avec tout ce que cela implique : explosion des prix, du chiffre d'affaires et des bénéfices, domination des fournisseurs, impuissance des clients. Les centres de données deviennent de plus en plus



Graphique 1

Vague d'investissements des hyperscalers : ruée vers l'or ou mégalomanie ?

Capex (dépenses d'investissement) en milliards de dollars américains*

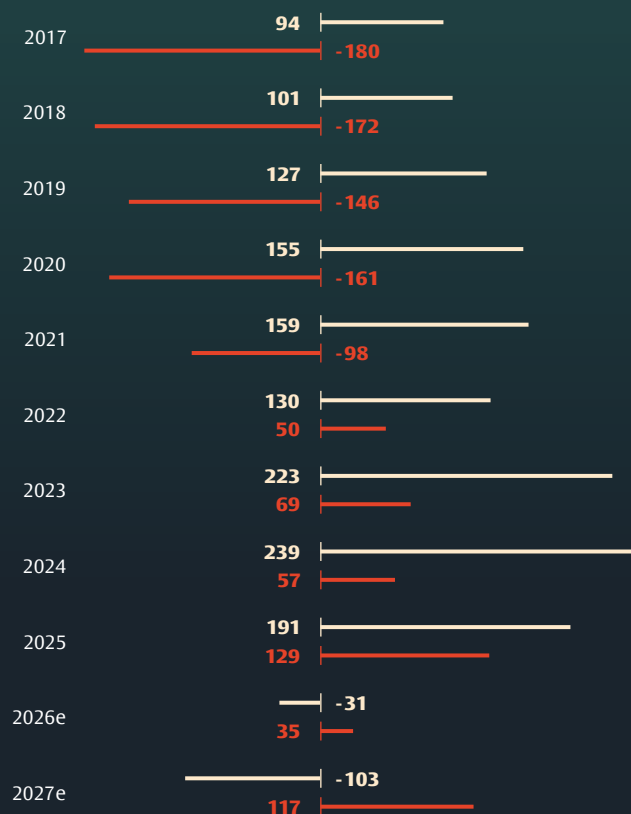
- Investissements réalisés à ce jour
- Estimations à la fin du T2 2026
- Estimations à la fin du T3 2025

* Estimations consensuelles de Bloomberg pour les années 2026 à 2030. Chiffres agrégés des entreprises Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft et Oracle.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre de vente, d'achat ou de souscription de titres ou d'autres instruments financiers. Les informations qu'il contient ne constituent ni un conseil en investissement ni une recommandation de quelque nature que ce soit. Les résultats réels peuvent s'écarter des hypothèses présentées ici. Les performances historiques ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Sources : Bloomberg, Flossbach von Storch, données au 10 août 2026





Graphique 2
Le flux de trésorerie disponible diminue, l'endettement augmente
 Flux de trésorerie disponible et endettement net des hyperscalers en milliards de dollars américains*

— Flux de trésorerie disponible
 — Endettement net, y compris les engagements de location-financement

* Estimations consensuelles de Bloomberg pour les années 2026 et 2027. Chiffres agrégés des entreprises Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft et Oracle.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre de vente, d'achat ou de souscription de titres ou d'autres instruments financiers. Les informations qu'il contient ne constituent ni un conseil en investissement ni une recommandation de quelque nature que ce soit. Les résultats réels peuvent s'écarter des hypothèses présentées ici. Les performances historiques ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Sources : Bloomberg, Flossbach von Storch, données au 10 août 2026

coûteux, et le coût par gigawatt de puissance de calcul ne cesse d'augmenter, au point qu'à un moment donné, le jeu n'en vaudra plus la peine.

Même des entreprises comme Apple, qui ne sont pas confrontées à l'explosion des coûts liés aux centres de données, sont touchées et doivent parfois augmenter sensiblement les prix de leurs produits, car les puces deviennent de plus en plus chères.

L'EXEMPLE DES TARIFS DU FRET

L'explosion des tarifs du fret par conteneur pendant la pandémie a fourni un exemple frappant des répercussions des pénuries sur les prix des produits et les bénéfices des entreprises. (voir graphique 3) Les goulets d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement et le manque de capacités de transport ont multiplié par cinq les prix du fret par conteneur en très peu de temps. Les bénéfices d'Hapag-Lloyd, l'un des principaux bénéficiaires, ont été multipliés par vingt en l'espace de deux ans.

Cependant, après la normalisation des chaînes d'approvisionnement et l'arrivée de capacités supplémentaires sur le marché, les tarifs du fret sont rapidement revenus à leur niveau antérieur. Une tendance similaire s'observe actuellement sur le marché des puces mémoire. La forte demande, notamment en puces mémoire à large bande passante (une catégorie spécifique de DRAM), se heurte à une offre limitée qu'il n'est pas possible d'augmenter du jour au lendemain. Ici aussi, les prix ont été multipliés par cinq environ, et les bénéfices par vingt.

La pénurie de puces devrait certes durer plus longtemps que la rareté des conteneurs observée pendant la pandémie, mais il serait naïf de penser qu'il s'agit là d'une tendance durable. Sous la pression de leurs clients et portés par les programmes d'investissement publics (notamment en Corée du Sud), les fabricants de puces commencent à augmenter massivement leurs capacités de production. SK Hynix, l'un des plus grands fabricants mondiaux de puces mémoire, prévoit ainsi de doubler sa capacité de production d'ici cinq ans. D'autres entreprises lui emboîtent le pas.

Caractéristique essentielle du secteur des puces (mémoire), le « cycle du porc » a entraîné, au cours des dernières décennies, des fluctuations brutales des bénéfices et des cours boursiers. Le cours de l'action de Micron Technology, aujourd'hui géant des puces mémoire, a perdu environ 99% entre son pic, atteint en 2000, et son plancher enregistré huit ans plus tard. En 2024, l'ancien record a été dépassé pour la première fois et, aujourd'hui, avec une capitalisation boursière de 1.200 milliards de dollars américains, l'entreprise est le fabricant mondial de puces mémoire le plus fortement valorisé au monde.

Cette valeur de marché élevée repose sur l'hypothèse selon laquelle le cycle du porc sera cette fois-ci nettement plus modéré. Micron et d'autres fabricants de puces tentent de limiter le risque de surcapacités et de baisse des prix en concluant des contrats de fourniture à long terme. Ils pourront certes amortir ainsi le prochain ralentissement, mais cela ne change rien à la nature intrinsèquement cyclique du secteur. L'essor actuel porte donc déjà en lui les germes de la prochaine récession.

Il serait présomptueux de vouloir déterminer avec précision le moment où prendra fin la vague massive d'investissements dans l'IA, mais de nombreux facteurs laissent pour le moins entrevoir un net ralentissement :

— 1 —

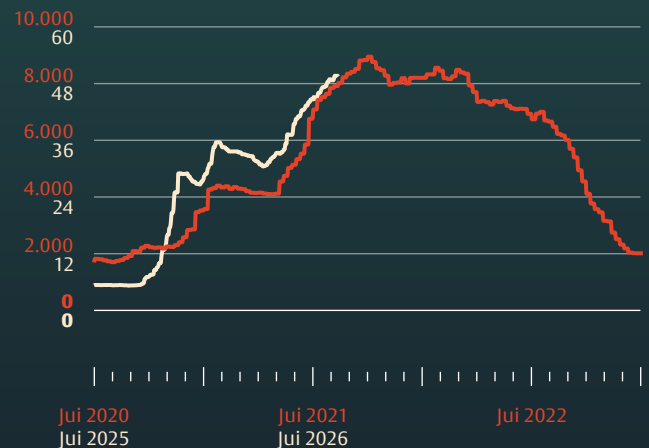
Une nouvelle technologie révolutionnaire conquiert le monde

Personne ne peut prédire avec précision son potentiel économique, mais celui-ci semble immense. Plus il est difficile à cerner, moins il est discutable. L'imagination n'a pas de limites, car il semble que cette technologie n'en ait pas.

— 2 —

Une frénésie spéculative est à l'œuvre

De plus en plus d'investisseurs spéculent sans connaître les fondamentaux des entreprises. L'évolution des cours devient le facteur déterminant. Ce qui monte est bon, ce qui stagne ou baisse est mauvais. L'évolution du cours des derniers mois reflète la qualité de l'action et de l'entreprise correspondante. En Corée du Sud, les particuliers



Graphique 3

Les cycles de prix déterminent l'évolution des bénéfices

Les tarifs de fret hier, les puces mémoire aujourd'hui ?

— Prix des puces mémoire en USD ; DDR5 16 Go
— Taux de fret des conteneurs en euros ; World Container Index

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

Sources : Bloomberg, Flossbach von Storch, données au 10 août 2026



*Le développement
de l'IA va se poursuivre,
comme cela a été
le cas pour Internet
après l'éclatement
de la bulle des dotcoms.*

ont massivement liquidé ou mis en gage des produits d'épargne et d'assurance sûrs pour investir cet argent sur le marché boursier, qui repose essentiellement sur les deux fabricants de puces électroniques Samsung Electronics et SK Hynix. Les ETF répliquant un multiple de la performance de l'indice américain des semi-conducteurs comptent également parmi les paris les plus prisés des Coréens. Aux États-Unis aussi, ces instruments sont très appréciés des particuliers. Citadel Securities, l'une des plus grandes plateformes de négoce du pays, indique que les investisseurs privés américains spéculent plus que jamais sur des ETF à effet de levier – axés sur le secteur des semi-conducteurs – et sur des options à très courte échéance.

— 3 —

L'expérience devient un inconvénient

Les mises en garde des investisseurs chevronnés sont souvent prématurées. En revanche, ceux qui ne sont pas marqués par des expériences négatives du passé continuent imperturbablement à surfer sur la bulle. Le succès leur donne raison. Leur confiance en eux grandit jusqu'à leur donner le sentiment d'être infaillibles.

— 4 —

La base d'évaluation change

Les méthodes d'évaluation traditionnelles sont de plus en plus laissées de côté. Pendant la bulle Internet, c'étaient les clics qui comptaient au lieu du chiffre d'affaires et, lors de la crise financière, les produits toxiques et les rendements sur capitaux propres volatils. Ce sont désormais les potentiels de chiffre d'affaires difficilement quantifiables d'une nouvelle technologie, censés entraîner un essor sans précédent des investissements. Cela alimente les prévisions optimistes des analystes quant au potentiel de chiffres d'affaires et de bénéfices des entreprises tirant profit de l'IA. Le risque de déception est donc élevé.

— 5 —

La volatilité augmente

En juin, les fluctuations quotidiennes de l'indice des semi-conducteurs (Philadelphia Semiconductor Index) s'élèvent en moyenne à 4,3%, soit près du double de celles enregistrées au cours des quatre premiers mois de l'année.

— 6 —

**Les investissements et la spéculation
privent de fonds d'autres secteurs**

Tout ce qui ne profite pas de l'essor de l'IA est laissé de côté. Tant dans l'économie réelle que sur les marchés financiers, la concurrence s'intensifie pour obtenir des capitaux qui se font rares. Les entreprises qui n'appartiennent pas aux secteurs préférés doivent accepter des taux d'intérêt plus élevés et ont plus de mal à lever des fonds propres.

— 7 —

**L'investissement indicial favorise
la gestion passive**

La tendance à l'investissement indicial accentue la formation de bulles. Les fonds qui ne suivent pas l'indice de référence ont été de plus en plus pénalisés dans le cadre des bulles de ces 15 dernières années, portées par les grandes valeurs de l'indice. Les gestionnaires de portefeuille semi-actifs alignent davantage leur stratégie d'investissement sur l'indice. Ils n'achètent pas les actions par conviction, mais parce qu'elles ont un poids important dans ce dernier.

— 8 —

Un thème mène l'indice

La capitalisation boursière de l'indice S&P 500 a augmenté d'environ 6.000 milliards de dollars au cours du premier semestre. Or la capitalisation boursière des fabricants de puces et des équipementiers de centres de données inclus dans l'indice S&P 500 a progressé de 5.800 milliards de dollars (4.100 milliards de dollars pour le secteur des semi-conducteurs, 1.700 milliards de dollars pour les autres équipementiers et fournisseurs de matériel). À l'heure actuelle, la part des bénéfices des fabricants de semi-conducteurs dans l'indice S&P 500 atteint déjà le niveau record de 10%. Si l'on en croit les estimations des analystes, cette part devrait même presque doubler pour atteindre 19% d'ici 2029.

Un ralentissement de cette vague d'investissements aurait donc de graves répercussions, qui toucheraient en premier lieu les entreprises du secteur des semi-conducteurs, mais aussi d'autres équipementiers de centres de données.

Compte tenu de leur forte capitalisation boursière et de leur pondération élevée dans les indices, cela aurait aussi un impact considérable sur l'évolution générale du marché boursier. De plus, un ralentissement de la vague d'investissements affecterait également de manière sensible d'autres secteurs ou entreprises qui, à première vue, n'ont que peu de liens avec le secteur technologique. Caterpillar, qui fournit des groupes électrogènes de secours au diesel et des générateurs au gaz naturel destinés aux centres de données, et dont la valorisation élevée (ratio cours/bénéfice de 40) résulte principalement du potentiel escompté de l'activité avec les centres de données, en est un exemple. Enfin, l'ensemble de l'économie s'en trouverait également touchée, non seulement à cause des investissements non réalisés, mais aussi en raison de baisses considérables des cours sur les marchés boursiers.

Il y aurait donc de nombreux perdants, et c'est pourquoi les parties prenantes à ces investissements massifs mettront tout en œuvre pour qu'ils se poursuivent le plus longtemps possible et pour entretenir le mythe de la ruée vers l'or de l'IA. Les hyperscalers dont la croissance repose sur l'IA, les fournisseurs de modèles d'IA qui prévoient leur introduction en Bourse, les banques d'investissement qui souhaitent en tirer profit, les créanciers qui financent la construction des centres de données, le président américain qui a besoin d'une économie américaine forte comme preuve de succès et des dizaines de millions d'Américains qui investissent, directement ou indirectement via leurs plans de retraite, dans des actions liées à l'IA : tous souhaitent que cette vague d'investissements ne s'arrête jamais.

Les enjeux sont donc considérables. C'est pourquoi les prévisions des marchés financiers selon lesquelles l'essor se poursuivrait jusque dans les années 2030 et pourrait même s'accélérer relèvent davantage d'un optimisme volontariste que d'une anticipation rationnelle. Le développement de l'IA va se poursuivre, comme cela a été le cas pour Internet après l'éclatement de la bulle des dotcoms. Cela ne signifie toutefois pas que le supercycle des investissements conservera la même intensité. ♦

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



**LES PLUS GRANDS KRACHS
DE L'HISTOIRE MONDIALE**

PARTIE

I

Des fleurs rares

La tulipomanie est considérée comme la première grande bulle spéculative de l'Histoire. Elle a amené des individus fortunés, mais aussi des citoyens ordinaires, à dépenser des sommes énormes. Pourquoi ?



Au début du printemps de 1637, un marchand hollandais du nom de François Koster paya la somme énorme de 6.650 florins pour quelques douzaines de bulbes de tulipes. À une époque où une famille entière pouvait subsister une année sur quelques 300 florins, c'était un achat hors du commun. (...) [Koster] comptait les revendre pour réaliser un bénéfice substantiel. (...) Depuis deux ans, les prix des tulipes n'avaient cessé d'augmenter à toute vitesse ; pour quelle raison ne continueraient-ils pas à monter ?

(La tulipomania, Mike Dash, pages 13 et 14)

Mais en l'espace de deux semaines, les prix de la plupart des bulbes dégringolèrent pour s'établir à 10% de leur valeur seulement. L'effondrement des prix, lors de la tulipomanie, fut ainsi plus rapide que lors du krach boursier de 1929 : les cours avaient alors mis deux ans à reculer de 90%. Comment l'engouement pour une fleur a-t-il pu entraîner une hystérie aussi exceptionnelle – qui plus est dans la république calviniste des Provinces-Unies ?

LA DÉCOUVERTE : QUAND UNE BEAUTÉ EXOTIQUE RENCONTRE UN SOL FERTILE

En 1562, un navire provenant d'Istanbul accosta à Anvers, rempli de tissus. Les premiers bulbes de tulipes qui arrivèrent en Europe du Nord se trouvaient probablement entre les ballots. La légende dit que le négociant de tissus en fit cuire une partie pour le dîner et planta le reste dans son potager. Lorsque les fleurs s'épanouirent au printemps suivant, il les montra au marchand Joris Rye, un jardinier amateur qui connaissait le botaniste Carolus Clusius – une découverte anecdotique que ce dernier se plaisait apparemment à raconter.

Dans leur pays d'origine, la Turquie, ces bulbes dont il fut fait peu de cas à leur arrivée étaient très estimés. Originaires d'une région au nord de l'Himalaya, ils avaient été apportés à l'Ouest par des peuples turcs nomades. La tulipe inspirait les poètes perses et après la conquête de Constantinople, en 1453, les Ottomans la cultivaient dans leurs superbes jardins. Quelques-unes de ses variétés étaient considérées comme très précieuses et les sultans en faisaient volontiers étalage.

Lors de l'arrivée de la tulipe, Anvers était le port le plus important des Pays-Bas, dirigés par la branche espagnole des Habsbourg. Mécontentes des impôts élevés et de la persécution des protestants, les sept provinces septentrionales se soulevèrent en 1568, déclenchant la Guerre de Quatre-Vingts Ans. L'Escaut fut bloqué et Amsterdam devint le principal centre de commerce. Dès le XVII^e siècle, les Néerlandais commencèrent à dominer le lucratif commerce d'épices, posant les bases de leur Âge d'Or.

La prospérité croissante joua un rôle important pour le développement de la tulipe. Les personnes fortunées virent dans les plantes rares et les jardins florissants un moyen d'afficher leur richesse sans enfreindre les mœurs calvinistes.

En Hollande-Septentrionale, l'on vit de plus en plus de propriétés entourées de jardins aménagés avec soin. Dans les premiers temps, les tulipes étaient surtout cultivées et négociées par les connaisseurs. Carolus Clusius envoyait ainsi des bulbes et des graines à ses contacts dans toute l'Europe. Il classifia les différentes variétés de fleurs et aménagea le jardin botanique de Leyde. Pendant plus de vingt ans, il y mena des recherches sur la culture et la reproduction.

Dès le départ, les formes hybrides cultivées, et notamment les variétés flammées telles que la *Semper Augustus* rouge et blanche, étaient particulièrement prisées. Ses caractéristiques particulières découlaient du virus de la mosaïque de la tulipe, découvert plus tard. Les plantes infectées étant moins robustes et se reproduisant mal, ces variétés restèrent extrêmement rares. Pour certaines, il n'existait →

qu'une douzaine d'exemplaires, dont les propriétaires hésitaient fortement à se séparer. Ils pouvaient les vendre à quasiment tous les prix.

ENGOUEMENT ET PREMIER PIC DES PRIX

Des Pays-Bas, la tulipe gagna ensuite la France. En 1610, les nobles se livraient une concurrence acharnée pour séduire les dames de la cour avec des fleurs rares. Lors du mariage de Louis XIII en 1615, les invitées ornèrent leur décolleté de tulipes dont certaines avaient autant de valeur que des diamants. L'on parle même d'une fleur à 1.000 florins.

Aux Pays-Bas, les amateurs de tulipes n'étaient pas des aristocrates, mais des « régents » – des citoyens aisés tels que des médecins, des avocats ou des commerçants. Au fil de l'enrichissement de la population et du développement de la mode des jardins, la demande se mit à augmenter. Mais nombre de nouveaux clients ne disposaient pas des relations nécessaires pour acheter les bulbes. Jardiniers et horticulteurs comblèrent cette lacune et partirent à la conquête de nouveaux segments de clientèle, même au-delà des frontières nationales. Mais comment se faire une idée de la fleur lorsque l'on ne peut voir que le bulbe ? Un manuel horticole publié en 1612 servit de modèle aux catalogues ultérieurs. Grâce à ces derniers, l'exportation devint peu à peu florissante.

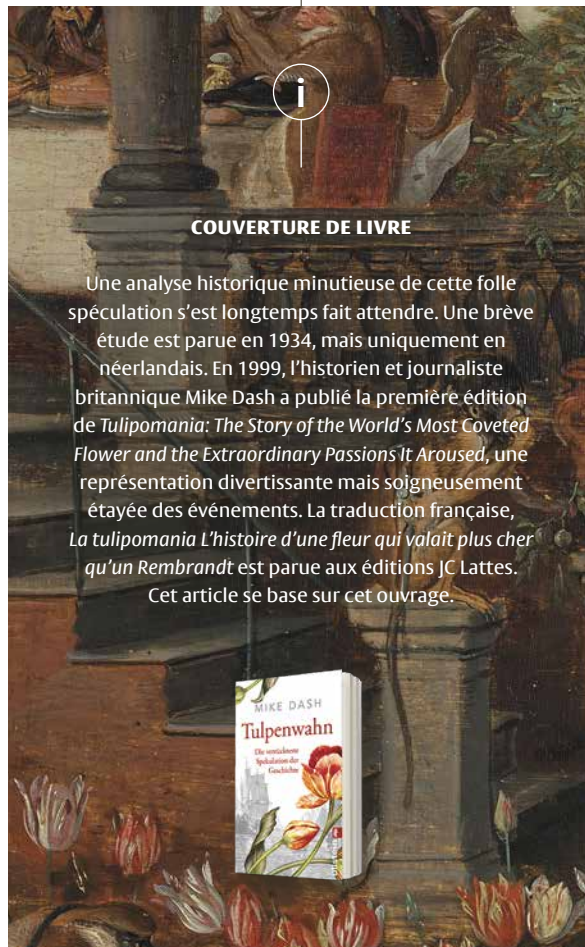
Au début, les bulbes étaient négociés individuellement. Ensuite, l'on put aussi acheter des parterres ou des paniers de tulipes. Mais comme seules des tulipes raffinées se vendaient

à bon prix, certains horticulteurs donnèrent les variétés les plus simples à des commerçants itinérants, qui, en échange, sillonnaient le pays en quête de spécimens exceptionnels. Les tulipes firent ainsi leur apparition à des prix abordables sur les marchés fermiers et purent être achetées même par les moins aisés. En 1633, il existait plus de 500 variétés de tulipes. Cette époque marque l'émergence d'un nouveau groupe : les fleuristes, qui négociaient les bulbes et recherchaient avant tout un bénéfice (rapide).

ESSOR ET NOUVELLES OPPORTUNITÉS

Les prix des variétés les plus sophistiquées furent les premiers à augmenter, mais ceux des fleurs de qualité ordinaire suivirent dans un deuxième temps. Plusieurs évolutions accélérèrent la hausse. Les tulipes devinrent un moyen de paiement : en 1633, à Hoorn, une maison changea de propriétaire contre trois bulbes. Par ailleurs, le négoce au poids s'imposa. Comme un bulbe produit des bulbes secondaires au cours d'une saison, son poids peut facilement se multiplier, augurant des bénéfices additionnels.

À partir de 1635, de plus en plus de bulbes encore en terre furent vendus. Des titres de dette furent émis à cet effet, permettant le négoce tout au long de l'année. Il s'agissait en fait d'opérations à terme : les acheteurs s'engageaient à acheter certains bulbes à une date ultérieure, pour un prix fixe. Souvent, ils ne devaient verser que 10% du prix. Quelqu'un qui possédait 50 florins pouvait ainsi acheter pour 500 florins de bulbes et spéculer sur la possibilité de céder le contrat avant son échéance à un prix plus élevé. L'opération n'était toutefois rentable que si les prix continuaient à progresser.



COUVERTURE DE LIVRE

Une analyse historique minutieuse de cette folle spéculation s'est longtemps fait attendre. Une brève étude est parue en 1934, mais uniquement en néerlandais. En 1999, l'historien et journaliste britannique Mike Dash a publié la première édition de *Tulipomania: The Story of the World's Most Coveted Flower and the Extraordinary Passions It Aroused*, une représentation divertissante mais soigneusement étayée des événements. La traduction française, *La tulipomania L'histoire d'une fleur qui valait plus cher qu'un Rembrandt* est parue aux éditions JC Lattes.

Cet article se base sur cet ouvrage.

Logiquement, le négoce des tulipes attira un nombre croissant de personnes. À l'époque, en effet, le quotidien était loin d'être rose : les afflux de réfugiés de guerre mettaient sous pression les salaires, les logements étaient rares et des journées de travail de 14 heures étaient monnaie courante dans l'artisanat.

DE L'EUPHORIE À LA FOLIE

Parallèlement à la hausse du nombre d'acheteurs, l'envolée des prix devint de plus en plus rapide. L'accélération qui s'était amorcée fin 1634 se poursuivit en 1635, pour déboucher sur des flambées de prix extrêmes à l'hiver 1636/37. Certains bulbes doublèrent de prix en l'espace d'une semaine. Fin 1634, un bulbe *Generael de Generaelen van Gouda* vit ainsi son prix augmenter de plus de deux tiers en l'espace d'un an, puis encore de 50% en six mois. En janvier 1637, sa valeur avait triplé.

Le négoce se faisait généralement dans des tavernes. Ainsi, à Haarlem, les fleuristes se réunissaient une à deux fois par semaine à l'enseigne La Vigne d'Or (*De Gulde Druyf*). Alors que les nouveaux venus arrivaient généralement sur le marché avec des variétés ordinaires vendues en vrac, ces dernières se renchérirent de manière dramatique : un paquet de *Gheele Croons* coûtait environ 20 florins en octobre 1636, mais quelque 1.200 florins fin janvier 1637.

Lorsque le commissaire-priseur annonçait une enchère, acheteurs et vendeurs inscrivaient le prix proposé sur des ardoises. Un courtier proposait un prix intermédiaire. Si le montant restait sur l'ardoise, la transaction était enregistrée par le collège de la taverne. S'il était effacé, la transaction n'avait pas lieu. Dans les deux cas, un pourboire était dû : les transactions se concluaient toujours par une tournée.

LE KRACH : UNE CHUTE DE 90 % EN DEUX SEMAINES

Le krach commença le premier mardi du mois de février 1637, à Haarlem. Lors d'une enchère, un fleuriste respecté proposa une livre de *Witte Croons* à 1.250 florins. Personne n'accepta l'offre – et pas non plus à 1.100, ni à 1.000 florins. En quelques jours, la grève des acheteurs avait gagné l'ensemble du pays.

Que s'était-il passé ? – Jusque-là, la demande avait largement dépassé l'offre. Or, les variétés peu onéreuses qui constituaient la porte d'entrée sur le marché pour les nouveaux acheteurs faisaient défaut. Alors que l'afflux de nouveaux participants se tarissait, le prochain acheteur capable de payer un prix encore plus élevé manqua à l'appel.

Après le krach, beaucoup perdirent tout. La plupart des fleuristes avaient mis en gage leurs outils et effets personnels et s'étaient engagés à verser des sommes trop importantes dans le cadre de contrats à terme. Ils se retrouvaient menacés de ruine. Et pourtant, ce krach n'entraîna pas de récession nationale. Les autorités et les acteurs du marché réagirent avec pragmatisme. Les horticulteurs de Hollande-Septentrionale proposèrent rapidement d'annuler les contrats conclus après le mois de novembre 1636 en échange d'un paiement de 10%. La proposition ne fut finalement pas mise en œuvre, mais dans de nombreuses villes, les tribunaux ne donnèrent pas suite aux affaires liées aux tulipes. À Alkmaar, les derniers contrats à terme conclus furent finalement déclarés nuls et nonavenus. À Haarlem, dès 1638, les acheteurs purent dénouer leurs contrats en versant à 3 à 5% de leurs prix d'achat – en plusieurs mensualités si nécessaire.

Le négoce de tulipes se stabilisa très rapidement. Les variétés rares étaient restées onéreuses et la spéculation avait accru la notoriété des tulipes dans toute l'Europe. De nombreux horticulteurs purent compenser les pertes domestiques par l'exportation. Lorsqu'en 1703, un nouvel engouement pour la tulipe apparut à Istanbul, la patrie d'origine de la tulipe hollandaise importa chaque année des milliers de bulbes des Pays-Bas. Seules les moqueries suscitées par la tulipomanie subsistèrent encore longtemps. ♦

Les pages 40 et 42 présentent un extrait de l'œuvre de Jan Brueghel intitulée « **Satire de la tulipomanie** ».

Jan Brueghel le Jeune a réalisé ce tableau en 1640, soit trois ans après la fin désastreuse de la « tulipomanie ». Né à Anvers, Brueghel était le fils d'un peintre de l'époque baroque, un courant considéré alors comme l'« art moderne ». Brueghel est connu pour ses thèmes à forte dimension critique et sociale, qui le distinguent de nombreux maîtres médiévaux dont l'œuvre était souvent marquée par des sujets religieux ou par la dépendance à l'égard de puissants mécènes.

« Pour éviter tout malentendu ... »



L'essor de l'IA n'en finit pas, malgré des revers (minimes). Dans cette interview, Kurt von Storch nous parle du climat boursier, de son expérience et des perspectives à long terme.

Les investisseurs achètent tour à tour les actions des entreprises qui, selon eux, profiteront (ou pourraient profiter) de l'intelligence artificielle (IA). Récemment, ils ont jeté leur dévolu sur les fabricants de puces, dont les cours ont été multipliés plusieurs fois en peu de temps. Qu'en pensent les investisseurs qui, comme vous, ne suivent pas le mouvement ?

C'est un véritable défi – pour nous, mais aussi pour notre approche, notre philosophie d'investissement. Contrairement à d'habitude, la diversification et l'orientation sur la valeur ne paient pas. L'on se met donc à ruminer et l'on doute.

Et quel est le résultat de ces ruminations ?

On réalise que le plus mauvais choix serait de jeter par-dessus bord ses propres convictions, sa propre philosophie. Cela fait trop longtemps que nous sommes dans le métier. Nous ne savons que trop bien ce qui peut se passer lorsque l'on suit aveuglément le marché, de peur de rater le coche. Il n'est pas rare que cela se tourne au désastre.

Est-ce que cela signifie que vous continuez à éviter les gagnants de l'IA ?

Pour éviter tout malentendu : bien sûr, nous investissons dans des entreprises qui, aujourd'hui, tirent parti de l'IA. Ces investissements obéissent toutefois aussi à d'autres considérations. Et, facteur tout aussi important : leur poids en portefeuille n'est pas aussi surdimensionné que dans les grands indices d'actions. Nous faisons preuve de davantage de retenue.

Cela signifie-t-il que vous renoncez actuellement à du rendement ?

Nous acceptons ce fait de bon gré, oui, même si c'est douloureux pour le moment. Mais la somme de tous les moments individuels, soit la perspective à long terme, est bien plus importante que la situation à un moment donné.

Comment réagissent vos clients ?

Les réactions sont très disparates. La grande majorité nous connaît depuis très longtemps et sait exactement ce que nous faisons, mais surtout ce que nous ne faisons pas, et pourquoi. Bien sûr, il y a aussi ceux qui demandent pourquoi leur patrimoine n'augmente pas, ou augmente trop lentement, dans cette phase haussière où les gagnants de l'IA bondissent d'un record à l'autre et où les indices larges →

connaissent une ascension sans borne. Ceux qui sont déçus. Leurs questions sont d'ailleurs véritablement justifiées. Lorsque l'on reste dans l'ombre du marché, il est d'autant plus important d'expliquer précisément pourquoi.

Et que leur répondez-vous ?

Prenons par exemple les actions des producteurs de puces, qui brillent actuellement. L'industrie des semi-conducteurs connaît aujourd'hui un « cycle du porc », ce qui entraîne une forte volatilité des bénéfices des entreprises et des cours boursiers. En Bourse, Micron Technology a ainsi abandonné près de 99% entre son record, en 2000, et son plancher, huit ans plus tard. Il a fallu attendre 2024 pour que le cours renoue avec son sommet du début du siècle.

Aujourd'hui, l'entreprise est le fabricant de puces mémoire affichant la plus forte capitalisation boursière ...

Cette capitalisation boursière élevée découle de l'hypothèse selon laquelle le cycle du porc sera, cette fois, beaucoup plus modéré. Le secteur essaie en effet de limiter les risques de surcapacité et de recul des prix avec des contrats de livraison à long terme.

Vous doutez de la réussite de cette stratégie ?

Elle permettra certes de limiter un peu la prochaine baisse, mais ne change en rien la volatilité du secteur. L'essor actuel sera suivi d'une chute – la seule inconnue, c'est quand.

Quand croyez-vous qu'elle surviendra ?

Croire ne suffit pas. Deviner n'est pas non plus une bonne stratégie. Il est tout simplement impossible d'émettre une prédiction sérieuse. Il est possible que cette hausse dure encore un certain temps, mais c'est loin d'être une certitude. Dans le

secteur, les valorisations boursières sont désormais très tendues. « Aériennes », dit même mon collègue Bert Flossbach. Cela nous incite à faire preuve d'une plus grande prudence.

La fortune sourit aux audacieux ...

C'est vrai dans différents domaines de la vie, mais en Bourse, cette expression ne doit pas être prise au pied de la lettre. Notre mandat ne consiste pas à faire preuve d'audace.

Ce mandat, quel est-il, alors ?

Préserver le patrimoine et le faire croître sur la durée. En notre qualité d'investisseurs à long terme, nous réfléchissons toujours aux opportunités et aux risques et accordons à ces derniers la même importance, voire une importance supérieure dans nos considérations.

Qu'est-ce que cela implique concrètement ?

Nous apprécions la fiabilité, et en avons besoin. Sur les places boursières, nous cherchons des entreprises dont les perspectives de revenu à long terme sont le plus prévisibles possible. Il s'agit souvent d'entreprises issues de secteurs plutôt défensifs : par exemple, la consommation de base et la santé. Or, ce sont justement les secteurs que délaissent actuellement de nombreux investisseurs. L'imagination l'emporte sur la fiabilité, du moins ces derniers temps. Mais sur le long terme, l'évolution des revenus de nombreuses stars de l'IA est difficile à anticiper.

Mais l'IA va changer le monde sur la durée ...

Ne me comprenez pas mal : c'est aussi ce que nous pensons. Il est probable que nous sous-estimons tous largement son potentiel. Il n'en reste pas moins qu'il est impossible de prévoir qui fera partie des grands gagnants de cette révolution technologique sur le long terme.

« Gérer un patrimoine n'est pas un sprint, mais un marathon. »

Kurt von Storch

Compareriez-vous l'essor actuel de l'IA avec la bulle des dotcoms du début du siècle ?

Je n'aime guère ce type de comparaisons, même si celle-ci semble logique et est souvent discutée ces derniers temps. Il y a des parallèles, mais aussi de nettes différences. Ce que l'on constate de manière certaine, c'est que dans le secteur technologique, il n'y a jusqu'à présent jamais eu d'envolée qui n'ait pas fini, à un moment ou à un autre, par sombrer dans l'excès, puis dans la « vallée des larmes ». Nous nous souvenons encore très bien des événements du début du siècle.

Pourquoi cette phase de marché est-elle encore si présente dans votre esprit, alors qu'elle remonte à plus d'un quart de siècle ?

Parce qu'elle a beaucoup marqué notre entreprise. Nous étions encore très jeunes – nous, les entrepreneurs, mais aussi l'entreprise, qui s'appelait alors encore Flossbach & von Storch et avait été fondée peu de temps auparavant. D'un coup, nous avons connu un fantastique essor boursier. Les entreprises qui avaient un lien même très lointain avec Internet faisaient l'objet d'attentes très fortes. En caricaturant un peu, l'on pourrait dire que de nombreux investisseurs souhaitaient devenir riches du jour au lendemain.

Comment avez-vous géré ces attentes, à l'époque ?

Même si cet essor nous inquiétait, nous avons suivi une idée conductrice : nous étions convaincus que les cours des actions de nombreuses entreprises étaient démesurément élevés et se basaient sur des illusions. Mais nous étions une jeune entreprise et nous ne voulions pas faire fuir les clients que nous avions réussi à convaincre à l'époque. Qu'est-ce que cela nous aurait apporté d'avoir raison, au final, mais d'avoir perdu tous nos clients ?

Donc, vous avez suivi le marché ...

Je n'irais pas jusque-là. Nous sommes restés prudents, mais avons inclus quelques titres en portefeuille. Un jour, la bulle a explosé. Pas avec un grand boum, de manière brève et douloureuse, mais de manière très lente : tout l'air s'est évaporé, au fil des ans. Un plancher a suivi l'autre, le mouvement baissier s'est amorcé et poursuivi encore et encore. Il en a été d'autant plus douloureux. Pour tous ceux qui comptaient s'enrichir du jour au lendemain, ce fut une réelle torture. Ceux qui prétendaient jusqu'ici que les fluctuations de cours ne leur faisaient pas peur ont eux aussi quitté le navire, complètement exaspérés et désabusés. Tout cela marque.

Pourquoi ?

Cela rend humble, surtout.

Quoi d'autre ?

C'est dans cette phase qu'est né le pentagramme Flossbach von Storch : cinq lignes directrices, des principes clés, notre philosophie de placement. La diversification est l'un de ces concepts. Elle reflète la prise de conscience que l'investisseur ne peut pas tout savoir, mais souhaite se préparer au mieux à tout ce qui peut se passer sur les marchés boursiers.

Vous n'avez pas peur que cette hausse se poursuive, sans vous ?

Non. La composition de nos portefeuilles est bonne. Ces derniers sont largement diversifiés. Ils disposent d'un potentiel de redressement. J'ai confiance dans l'efficacité de ce positionnement sur le long terme. Gérer un patrimoine n'est pas un sprint, mais un marathon. ♦

Kurt von Storch est fondateur et propriétaire de Flossbach von Storch SE.

Éviter *le naufrage*

Envolée de l'IA, géopolitique,
revers de l'or : l'actualité est riche
sur les marchés des capitaux.

→ Elle soulève
de nombreuses questions.

Nous avons rassemblé ici
les plus fréquentes –
et essayé d'y répondre.

→ **Pourquoi Flossbach von Storch ne propose pas de fonds indiciels cotés (ETF) ?**

Nos racines se trouvent dans la gestion de fortune classique : préserver un patrimoine et le faire fructifier sur le long terme, en le répartissant sur différentes classes d'actifs. Les missions que nous confient nos clients sont diverses. Nous ne pouvons guère les mener à bien en répliquant fidèlement un ou plusieurs indices de référence. La tolérance au risque joue pour nous un rôle crucial. Comment doit-être composé un patrimoine pour que son détenteur puisse dormir sur ses deux oreilles, sur la durée ? Remplir cette mission requiert une certaine indépendance. Concrètement, cela implique aussi que nous ne devons pas être contraints par les indices de référence pour le choix de nos investissements. Notre position n'a pas changé.

→ **A-t-on encore besoin de gestionnaires de fonds actifs ?**

Plus que jamais, selon nous. Évidemment, cette affirmation, de notre part, ne surprendra personne. Les ETF et les fonds à gestion active répondent à des intérêts et des souhaits différents. Les premiers conviennent particulièrement aux investisseurs qui disposent déjà d'une connaissance préalable des marchés, surtout lorsqu'ils investissent une somme importante en une seule fois. À ceux, surtout, qui sont capables de supporter des fluctuations de taux. Aux investisseurs qui choisissent certains marchés ou secteurs bien définis. Les fonds à gestion active, pour leur part, sont davantage destinés aux investisseurs qui préfèrent déléguer leurs décisions. À ceux pour qui il est important de savoir que le gestionnaire de fonds choisit les entreprises dont il achète des actions et/ou des obligations selon des critères déterminés au préalable et clairs. Les risques potentiels par rapport au marché dans son ensemble s'en trouvent réduit, ce qui permet à ces investisseurs de dormir sur leurs deux oreilles.

Un besoin existe donc pour les deux types de placements : les ETF et les fonds à gestion active, même aujourd'hui.

→ **Pourquoi la performance des stratégies de Flossbach von Storch (qu'il s'agisse des fonds en actions et des fonds multi-actifs) reste-t-elle dans l'ombre du marché, mais aussi de ses concurrents depuis un certain temps ?**

Cela s'explique par le fait que certains thèmes (ou secteurs) qui ont ces derniers temps tiré les indices vers le haut ne sont pas représentés en portefeuille, ou pas dans la même mesure – pour différentes raisons. Prenons le thème de l'armement. Jusqu'à récemment, pour des questions réglementaires, nous ne pouvions y investir. Ou alors la finance (banques universelles) que nous évitons depuis toujours, car les bilans de ces établissements bancaires sont sensibles aux phases difficiles, malgré une capitalisation bien meilleure qu'à l'époque de la crise financière. Il en va de même pour les (supposés) vainqueurs de l'IA, qui dominent aujourd'hui l'actualité des marchés des capitaux. Le poids des hyperscalers dans les indices spécialisés rappelle par certains aspects la concentration du marché sur un seul secteur pendant l'ère des dotcoms. La hausse s'auto-alimente, d'une certaine manière. Nous avons aussi investi dans la technologie, mais plutôt à des fins de diversification et de manière bien moins spectaculaire que ne le « prescrivent » les indices.

Le secteur de l'IA engloutit actuellement une large part des fonds des investisseurs. D'autres secteurs sont en revanche boudés. C'est notamment le cas de la consommation de base et de la santé. Les acteurs sectoriels, qui présentent des modèles d'activité éprouvés, n'avaient plus affiché des valorisations aussi basses depuis dix ans. Ces secteurs, nous les apprécions pour leur fiabilité sur le long terme – et nous leur faisons donc une place à l'avenant dans nos stratégies.

Ainsi, le problème ne se situe pas seulement au niveau des entreprises dans lesquelles nous n'avons pas ou peu investi, mais aussi au niveau de celles où nous avons investi, ou dans lesquelles nous détenons actuellement des participations.

Mais dans la mesure où leurs chiffres d'affaires et leurs bénéfices ont connu une évolution conforme à nos prévisions, nous sommes optimistes : la composition actuelle de nos portefeuilles semble offrir un potentiel de redressement qui devrait permettre à nos stratégies de générer des rendements attrayants à l'avenir.

→ **Pourquoi les gagnants de l'IA affichent-ils une pondération aussi faible dans vos stratégies ?**

La diversification est l'un des principes directeurs qui caractérisent notre stratégie de placement. La qualité en est un autre. Par qualité, nous entendons surtout la prévisibilité des chiffres d'affaires et des revenus d'une entreprise.

Aucun secteur n'est aussi disruptif que la technologie. Les gagnants d'aujourd'hui seront peut-être les perdants de demain. Cela est d'autant plus vrai dans les phases de bouleversements technologiques. Les cours des actions reflètent l'imagination fertile des investisseurs et leurs fortes attentes. Or, ces dernières doivent encore être réalisées. Nous nous montrons donc un peu plus prudents, car nous savons que cette phase haussière peut encore durer un certain temps.

→ **Au lieu de cela, vos participations incluent des fabricants d'articles de sport et des constructeurs automobiles allemands. Pourquoi ?**

Ces deux types d'actions sont incontestablement très cycliques et la prévisibilité de leurs revenus futurs n'est pas aussi claire que celles des secteurs plus défensifs, par exemple.

Au final, ce qui importe pour nous, avec notre vision d'investisseur ayant le sens des affaires, c'est toujours le profil risque/rendement d'un investissement potentiel qui nous intéresse ; or, la valorisation joue un rôle important dans ce dernier. Il y a toujours des phases de marché dans lesquelles les modèles d'activité cycliques sont sanctionnés de manière excessive et deviennent intéressants pour les investisseurs orientés sur le long terme. Les constructeurs automobiles allemands se distinguent en outre par leur historique de dividendes qui, ces dernières années, a compensé les fluctuations parfois importantes des cours et dont il convient de tenir compte lors de l'évaluation du rendement d'un investissement.

→ **Votre philosophie et votre stratégie de placement sont-elles encore adaptées à notre temps ?**

Nous sommes fermement convaincus que notre approche active, mais prudente et pragmatique offre une réelle valeur ajoutée pour de très nombreux investisseurs, même s'il y a toujours des phases où elle semble ennuyeuse et anachronique, car elle reste dans l'ombre du marché dans son ensemble. Sur le long terme, toutefois, elle a fait ses preuves. Et nous sommes optimistes sur le fait qu'elle continuera à le faire à l'avenir.

Pour autant, nous n'allons pas nous reposer sur nos lauriers : nous continuerons à nous remettre en question et à l'adapter ou à la développer, le cas échéant.

→ **Pourquoi la part d'obligations est-elle si réduite dans votre plus grande stratégie multi-actifs ?**

Au final, il faut toujours tenir compte du profil risque/rendement d'un placement ou d'une catégorie d'actifs. Actuellement, les valorisations des actions « assimilables aux obligations », soit celle des entreprises de secteurs défensifs, sont plus attrayantes que leurs homologues obligataires.

Il s'agit bien sûr d'un instantané ; la situation peut changer rapidement et des opportunités peuvent émerger sur le marché obligataire. Le fonds est assez flexible pour pouvoir réagir rapidement.

→ **L'or est-il encore une « valeur sûre » ?**

L'or (physique ou non) devrait selon nous constituer une composante fixe d'un patrimoine largement diversifié. Il fait office d'assurance contre les risques connus et inconnus du système financier. Il convient toutefois de garder à l'esprit que le prix de l'or peut fluctuer très fortement. Disposer d'un horizon long est donc probablement un impératif encore plus crucial que pour d'autres catégories d'actifs. À court terme, le métal précieux ne protège ni contre l'inflation, ni contre les crises. À long terme, toutefois, l'or confirme toujours sa fonction de réserve de valeur.

→ **Que se passera-t-il en cas d'escalade des guerres au Proche-Orient et en Ukraine, ainsi que du conflit à Taïwan ?**

Si l'on ne peut jamais exclure de tels scénarios, une stratégie de placement sérieuse ne doit jamais être orientée uniquement en fonction de toutes les catastrophes possibles et imaginables. Un placement financier doit toujours être réalisé dans une optique positive. Ceux qui partent toujours du principe que le pire peut arriver ne pourront pas, au final, préserver le pouvoir d'achat de leur patrimoine. Une bonne compréhension des risques est donc essentielle. Cela implique de répartir (largement) le patrimoine de manière à ce que son détenteur évite le naufrage en cas de turbulence sur les marchés des capitaux, sans pour autant abandonner tout potentiel de rendement. Pour cela, une certaine tolérance aux fluctuations s'impose. ◆



Même lorsque les marchés sont en plein essor,
les investisseurs ne doivent pas perdre
le sens de la réalité. Les actions des fabricants
de biens de consommation offrent
notamment une alternative plus pragmatique.

Loin des feux de la rampe

Simon Jäger

Lorsque tous les projecteurs sont braqués sur une vedette et que les applaudissements atteignent leur paroxysme, il peut valoir le coup de porter son regard ailleurs. C'est du moins le cas sur les places boursières, sujettes à de nombreuses exagérations.

Actuellement, l'intelligence artificielle domine la scène. Sa croissance phénoménale suscite l'euphorie, les risques sont occultés et les valorisations passent au second plan. Les investisseurs se lancent dans une quête effrénée de croissance – sans se soucier du prix ou de la vulnérabilité du modèle d'activité.

Même si cela peut paraître contre-intuitif, c'est justement dans ces moments-là qu'il est important de regarder la réalité en face. Les bénéfices des acteurs de l'intelligence artificielle sont-ils prévisibles et durables ? Que paie-t-on pour un euro de bénéfice ? Les modèles d'activité résisteront-ils à l'épreuve du temps ? Lorsqu'il devient difficile de répondre à ces questions, des opportunités émergent souvent sur d'autres pans du marché : en l'occurrence, sur des actions négligées, mais qui sont sans doute plus prévisibles que des investissements dans l'IA.

Les acteurs de la consommation, des entreprises défensives, en constituent un bel exemple. Tout le monde connaît leurs produits, qui inondent tant les supermarchés que les petits magasins du coin. Le secteur de la consommation de base repose sur des marques fortes de café, muesli ou confiseries.

L'IMPORTANCE DE LA SÉLECTION

Les actions du secteur de la consommation ont dû lutter contre tous les vents contraires possibles et imaginables. L'un d'entre eux est la démographie. La croissance de la population mondiale est en effet moins dynamique qu'autrefois ; en Chine, l'on constate même une contraction. Le succès des marques de distributeurs donne du fil à retordre aux acteurs de la consommation. Les conflits se multiplient,

tirant vers le haut les prix de l'énergie, à l'instar de la guerre en Iran. Tous ces facteurs pèsent sur les bénéfices des sociétés actives dans la consommation.

Mais les géants de la consommation ne restent pas les bras croisés. Nestlé génère moins de la moitié de son chiffre d'affaires à partir de denrées alimentaires classiques. L'entreprise a élargi son offre et est aujourd'hui présente dans les produits pour animaux, l'alimentation infantile, la nutrition et sur le segment café.

Cette réorientation de l'univers des produits vers une offre plus premium est en cours chez Unilever comme chez Nestlé, dans les domaines de la beauté et des soins de la peau mais aussi du café, où les bénéfices ont nettement augmenté. Une population vieillissante et de plus en plus aisée pourrait bien modifier ses habitudes de consommation à l'avenir. Les seniors ne jettent pas leur dévolu sur les mêmes produits que les jeunes. Les nouvelles tendances demandent de l'agilité, une caractéristique particulièrement importante pour les grandes entreprises. La taille et la part de marché pourraient demain devenir bien moins significatives que la capacité d'adaptation.

Outre les produits, la direction joue aussi un rôle. Là aussi, des divergences flagrantes peuvent apparaître. Prenons l'exemple de Nestlé : l'ancien CEO, Mark Schneider, avait lancé une série d'acquisitions. Ces dernières ont, selon nous, fortement éloigné l'entreprise de l'essentiel, mais aussi largement accru les coûts et dégradé le bilan. La nouvelle direction met désormais l'accent sur les grands marchés générateurs de revenus et l'efficacité opérationnelle.

Unilever adopte la même stratégie : ses nouveaux dirigeants se concentrent à nouveau sur les moteurs pertinents de l'activité. Ces exemples montrent que dans la consommation de base non plus, l'offre de produits ne fait pas tout. La mise en œuvre concrète et pragmatique d'une idée dans le quotidien de l'entreprise est au moins aussi importante. →

Mais en termes
de prévisibilité,
elles peuvent sans doute
être assimilées aux
« meilleures obligations »
d'un portefeuille mixte.

LES MEILLEURS OBLIGATIONS

Les titres de consommation défensifs n'offrent probablement pas des rendements aussi élevés que les actions de qualité à forte croissance. Mais en termes de prévisibilité, elles peuvent sans doute être assimilées aux « meilleures obligations » d'un portefeuille mixte. Le cash-flow disponible de ces entreprises (soit l'argent qui reste après tous les investissements et les dépenses) peut se substituer au coupon obligataire que reçoivent chaque année les épargnants. `

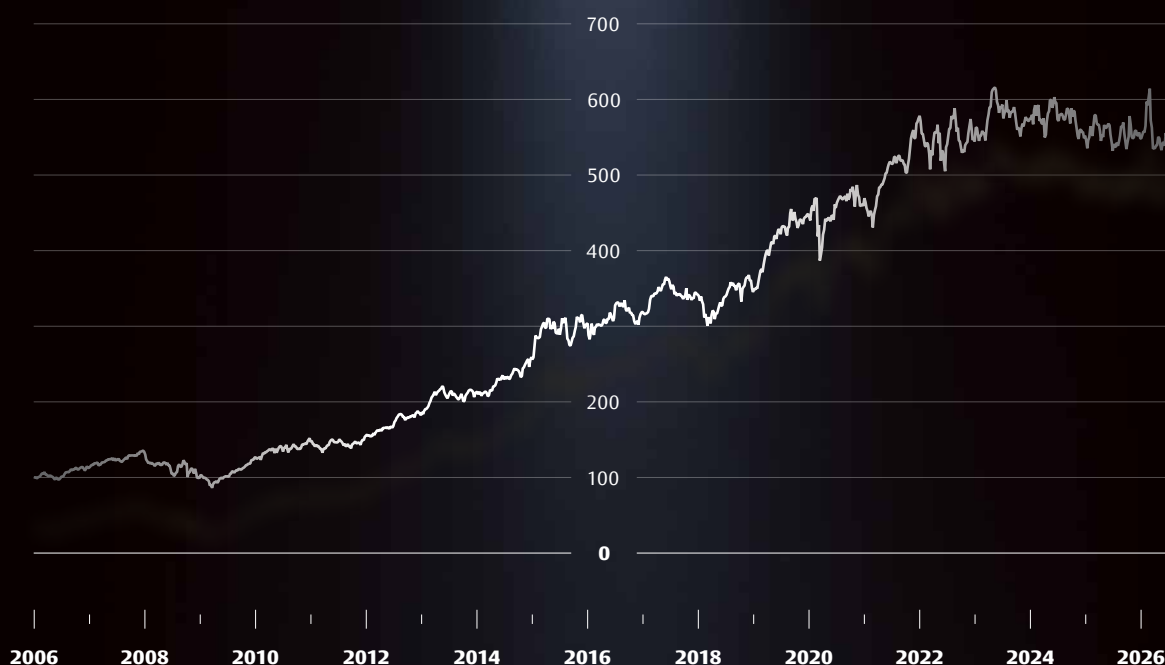
Depuis des années, le secteur n'avait plus affiché des rendements bénéficiaires aussi élevés que récemment. Pour certains acteurs, le rapport entre le cash-flow disponible annuel attendu et la capitalisation boursière du moment frôle les 6%. Quiconque aurait acquis une telle entreprise, ou plutôt ses actions, aurait récupéré sa mise en 17 ans. Ce calcul est bien sûr un peu simpliste, mais il met en évidence l'attractivité fondamentale de ces titres, notamment par rapport aux obligations.

Pour l'investisseur axé sur le long terme, le risque de fluctuations temporaires des cours, surtout en cas d'expositions à plusieurs de ces titres, joue un rôle secondaire (voir graphique). Les rendements supérieurs renforcent l'attrait par rapport aux obligations de qualité comparable.

EN RÉSUMÉ

Ceux qui, comme nous, tablent sur une croissance modérée de ces entreprises à moyen terme, trouveront actuellement des opportunités intéressantes dans le secteur de la consommation. À la différence des obligations, elles offrent non seulement une valorisation attrayante, mais aussi une protection contre l'inflation. Les supermarchés n'ont pas l'apanage des promotions : on en trouve aussi en Bourse. ♦

Simon Jäger est analyste chez Flossbach von Storch SE.



La stabilité au sein du portefeuille

Performance indicée d'un panier de six actions de consommation
(Nestlé, Unilever, Reckitt, PepsiCo, Procter & Gamble et L'Oréal)
sur les vingt dernières années
(en euros, base 100 en 2006)

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre de vente, d'achat ou de souscription de titres ou d'autres instruments financiers. Les informations qu'il contient ne constituent ni un conseil en investissement ni une recommandation de quelque nature que ce soit. Les performances historiques ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Sources : LSEG Datastream, Flossbach von Storch, données au 10 août 2026

Lars Conrad

OBLIGATIONS LE RETOUR EN GRÂCE DES

Les obligations retrouvent de l'attrait –
à condition de savoir investir judicieusement.
Explications en trois graphiques.

Ces derniers mois, les records se succèdent sur les marchés financiers : IA, puces mémoire, secteur high tech... Mais, en parallèle, une autre catégorie d'actifs fait son retour en tête des placements mondiaux préférés des investisseurs : les obligations. Beaucoup de ces investissements de haute qualité de crédit n'avaient pas connu un rendement aussi élevé en plus de 20 ans.

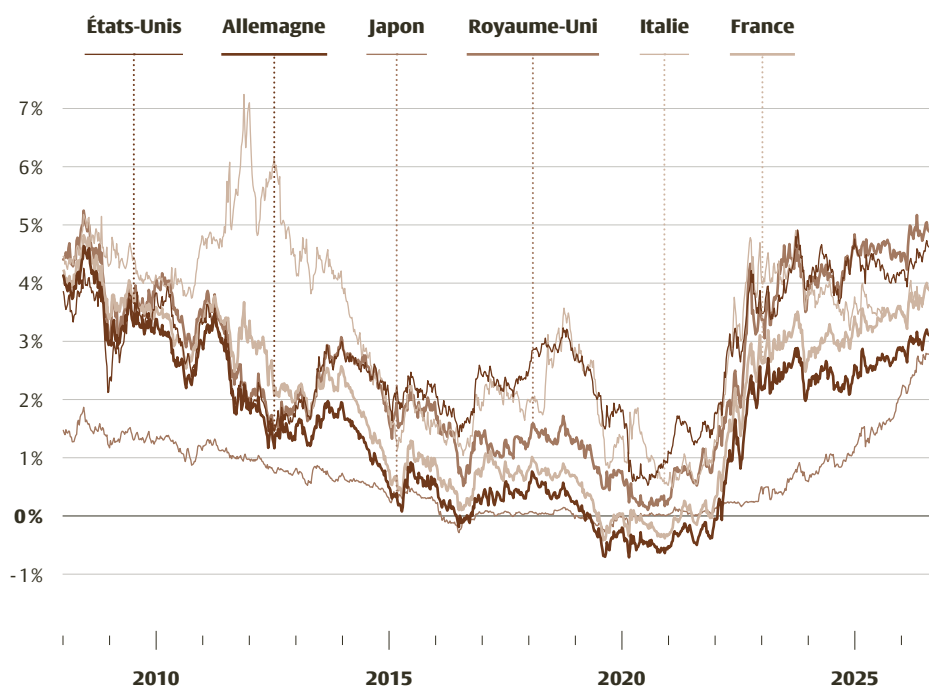
Pour s'en convaincre, il suffit d'observer la dette souveraine des grands émetteurs. Ces temps-ci, le rendement des obligations d'État allemandes à dix ans dépasse les 3%, et celui des bons du Trésor américain et des emprunts d'État britanniques, les Gilt, avoisine même les 5%. Du jamais vu sur les marchés depuis environ deux décennies (voir graphique 1).

L'escalade récente du conflit au Proche-Orient y est pour quelque chose. La flambée des prix de l'énergie alimente les craintes liées à l'inflation, lesquelles font augmenter les prévisions de taux. En outre, le fardeau de plus en plus colossal de la dette publique renchérit les anticipations de rendement. Même au Japon, champion des taux nuls, voire négatifs, les rendements ont fortement grimpé ces derniers temps, alors que le pays était englué depuis de nombreuses années dans un environnement de taux extrêmement bas.

Si les ministres des Finances serrent les dents, les investisseurs, eux, trouvent de nouveau leur bonheur dans les

obligations de haute qualité de crédit du fait de leur rendement courant attractif. Pourquoi ? Car la perception du rendement courant, également appelé « coupon » ou « carry », n'est pas affectée par les fluctuations boursières à

En parallèle, la courbe des taux, qui représente le rendement offert par un même titre obligataire à différentes échéances, s'est de nouveau normalisée sur de nombreux marchés, faisant émerger de nouveaux potentiels de



Graphique 1

Des rendements historiquement attractifs de notre point de vue

Rendements nominaux des obligations d'État à 10 ans

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

Sources : Bloomberg, Flossbach von Storch, données au 7 août 2026

court terme. Les obligations sont négociées quotidiennement sur les marchés, et les cours reflètent l'évolution des attentes des investisseurs. L'avantage ? En cas d'effondrement soudain du marché obligataire, le coupon fait office d'amortisseur non négligeable.

gain. C'est ce que l'on appelle l'« effet roll down » : les obligations « dévalent » la courbe à mesure que leur échéance se rapproche. S'ils vendent leurs positions longues avant échéance, les investisseurs réalisent donc une plus-value, car celles-ci ont un rendement →

plus élevé que les positions courtes. À eux seuls, ces deux effets améliorent nettement les perspectives de gain à long terme par rapport aux années de disette occasionnées par l'environnement de taux bas.

UN PROFIL RISQUE/ RENDEMENT ATTRACTIF

Une chose est sûre : si les taux venaient à rebaisser prochainement, il en résulterait de nouveaux potentiels de gain sur les marchés. Par ailleurs, il semble assez improbable que la hausse se poursuive indéfiniment : la progression des rendements observée ces derniers temps a eu pour effet de renchérir les coûts de financement des États, des entreprises et des particuliers – avec, pour corollaire, un ralentissement considérable de l'activité économique. Investir coûte plus cher aux entreprises, contracter un crédit immobilier ou un prêt à la consommation est plus onéreux pour les particuliers. Une situation qui prévaut aussi pour les États : en France ou en Italie, la charge croissante de la dette vient restreindre encore la marge de manœuvre budgétaire de gouvernements déjà très lourdement endettés. Autrement dit, plus les rendements sont élevés, plus le risque d'une hausse durable des taux est faible.

Les marchés ont déjà connu une correction sévère des taux il y a quelques années, à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie et de l'envolée

des prix de l'énergie. Le conflit actuel au Proche-Orient est toutefois bien différent. Au sortir de la crise du Covid-19, l'inflation était nettement plus élevée, la politique monétaire particulièrement expansive et les rendements des marchés de capitaux beaucoup plus bas.

Aujourd'hui, l'inflation est bien plus faible, la politique monétaire nettement plus restrictive et les rendements obligataires déjà élevés. Il nous semble donc que le risque d'une nouvelle spirale inflation-hausse des taux soit largement atténué.

En dépit des tensions géopolitiques récentes, les préoccupations, jusqu'alors tournées vers l'inflation, pourraient de nouveau bientôt porter sur la faiblesse de la croissance. Un contexte favorable aux obligations de grande qualité.

En (très) résumé

Des revenus courants élevés, le potentiel de gain supplémentaire lié aux rendements courants et à l'effet roll down ainsi qu'un profil risque/rendement attractif en perspective historique sont autant d'arguments en faveur des obligations. Par ailleurs, le niveau déjà atteint par les rendements agit de plus en plus comme frein naturel à la hausse indéfinie des taux.

**Des
rendements
attrayants
malgré une
solide qualité
de crédit**

Il est vrai que toutes les obligations ne se valent pas. Les obligations d'entreprises offrent généralement un écart de rendement attractif par rapport aux obligations souveraines, ce qui les rend indispensables dans tout portefeuille obligataire bien diversifié.

Depuis quelque temps, les stratégies d'investissement actives donnent de nouveau lieu à des plus-values intéressantes, notamment dans le segment *investment grade*. En effet, sur les dix dernières années, l'écart de rendement entre les obligations affichant une excellente solvabilité et les obligations à rendement élevé n'a presque jamais été aussi bas qu'aujourd'hui (voir graphique 2).

Autrement dit, le risque de défaut et de fluctuation des obligations à haut rendement, pourtant plus marqué, est actuellement assez peu rémunéré. Selon nous, ce facteur joue nettement en faveur des obligations d'entreprises de grande qualité.

Et ce n'est pas tout : depuis peu, l'offre sur ce segment de marché a considérablement augmenté, car les entreprises de la tech procèdent à des émissions massives pour financer leurs investissements dans les infrastructures d'IA, avec pour conséquence une envolée des rendements. Les investisseurs peuvent donc désormais prétendre à des rémunérations courantes attrac-

tives, même sur des titres d'entreprises présentant un risque de crédit limité et une bonne solvabilité.

certitudes géopolitiques et les fluctuations ponctuelles, les rendements des obligations à haut rendement frôlent de nouveau leur plancher historique.



Graphique 2

Primes de risque moins élevées pour les obligations de qualité moindre

Écart de rendement entre les obligations d'entreprises à 7 ans libellées en euros notées BB et AA (données hebdomadaires depuis mars 2016)

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

Sources : Bloomberg, Flossbach von Storch, données au 7 août 2026

**LE HAUT RENDEMENT
MOINS BIEN LOTI**

Toutefois, si l'on se tourne vers l'autre extrémité du spectre obligataire, le constat est tout autre. Malgré les in-

Ce constat reflète l'optimisme du marché : le risque lié aux titres provenant d'émetteurs peu solvables ne semble pas perçu comme particulièrement élevé. Un retour des primes de risque à leurs niveaux moyens historiques →

pourrait néanmoins entraîner une baisse sensible de performance dans le segment des titres à haut rendement.

LA QUALITÉ, SYNONYME DE STABILITÉ ET DE LIQUIDITÉ

Selon nous, à l'heure actuelle, les obligations d'entreprises de grande qualité ont, outre leur rapport risque/rendement plus attractif, un deuxième avantage : celui de renforcer la stabilité d'un portefeuille. Et un troisième : elles sont généralement plus liquides, ce qui peut se révéler précieux en période de volatilité. En effet, en cas d'émission massive de titres sur le marché par un émetteur à la suite d'une actualité exceptionnelle, un nombre suffisant d'acheteurs devrait se proposer, alors que, dans un marché tendu, le risque est celui d'une décote.

En (très) résumé

Les obligations d'entreprises demeurent une composante attractive de tout portefeuille en gestion active. Nous estimons cependant qu'à l'heure actuelle, les plus fortes plus-values se trouvent dans le segment investment grade (obligations de grande qualité). En effet, il semblerait que le surplus de rémunération offert par les obligations à haut rendement ne compense pas pleinement un risque plus élevé.

Le coupon, mais pas seulement : un revenu protéiforme

Les obligations ne sont pas assimilables à des livrets d'épargne. Si le taux d'intérêt courant d'une obligation représente une part importante de sa rémunération, ce n'est toutefois pas la seule. Un contexte marqué par des risques géopolitiques ainsi que par des politiques monétaires et des cycles conjoncturels divergents peut ainsi receler de nombreuses opportunités, dont il est possible de tirer profit dans le cadre d'une gestion obligataire active, capable de s'adapter avec flexibilité à des conditions de marché changeantes.

Les indices obligataires classiques ont souvent du mal à refléter les poches d'opportunités les plus intéressantes. Les fonds indexés ou ETF pondèrent souvent les émetteurs en fonction de leur volume de dette en circulation. Ainsi, les entreprises ou les États fortement endettés se voient automatiquement attribuer une pondération plus élevée. Une gestion active permet d'éviter ces biais et de placer le capital de manière ciblée là où le rapport risque/rendement semble le plus attractif.

Mais en pratique, comment fonctionne la sélection active d'obligations (*bond picking*) ? Il s'agit avant tout d'exploiter tous les leviers de rendement qu'offre cette catégorie d'actifs, par exemple la « duration », c'est-à-dire la sensibilité du portefeuille aux taux. Si les rendements des marchés de capitaux baissent, les obligations peuvent bénéficier de gains de cours.

Une gestion active de la duration permet d'optimiser la performance du portefeuille. Mais avant toute chose, il est nécessaire de choisir un positionnement adéquat sur la courbe des taux, car les échéances des titres jouent un rôle tout aussi important que la sensibilité aux fluctuations sur le marché des taux.

Selon la phase du marché, cette courbe n'offre pas toujours les mêmes opportunités aux mêmes endroits. Par une gestion flexible, il est possible d'exploiter ces opportunités de manière ciblée tout en limitant les risques, notamment sur les très longues échéances.

LA GESTION ACTIVE, OU FAIRE FEU DE TOUT BOIS

En définitive, quel que soit l'état du marché, un adage reste vrai : il ne faut jamais mettre tous ses œufs dans le même panier. Le choix des zones monétaires et des marchés régionaux pèse lui aussi beaucoup sur le rendement global. Il est rare que les différentes économies évoluent au même rythme, ce qui ouvre des possibilités supplémentaires de diversification. Par ailleurs, les obligations indexées sur l'inflation peuvent renforcer la robustesse du portefeuille et jouer un rôle stabilisateur, en particulier en période de croissance de l'inflation.

Une stratégie flexible peut également faire fructifier les opportunités du marché par d'autres moyens : recours ci-

blé à des options, sélection soigneuse d'obligations d'entreprises, ajustement opportuniste du risque de crédit... À cela peut venir s'ajouter le fameux « effet roll down », qui ouvre des perspectives de gains supplémentaires lorsque la courbe des taux évolue normalement.

En (très) résumé

Aujourd'hui, la performance d'un portefeuille obligataire ne se résume plus à la valeur du coupon. De la gestion de la durée à la sélection ciblée des pays, des instruments et des risques de crédit en passant par le positionnement le long de la

	Effets de base	Courbe des taux
Inflation	Écart de crédit	Liquidité
	Volatilité	Sensibilité aux taux
Effet roll down	Rendement courant	Devise

Graphique 3

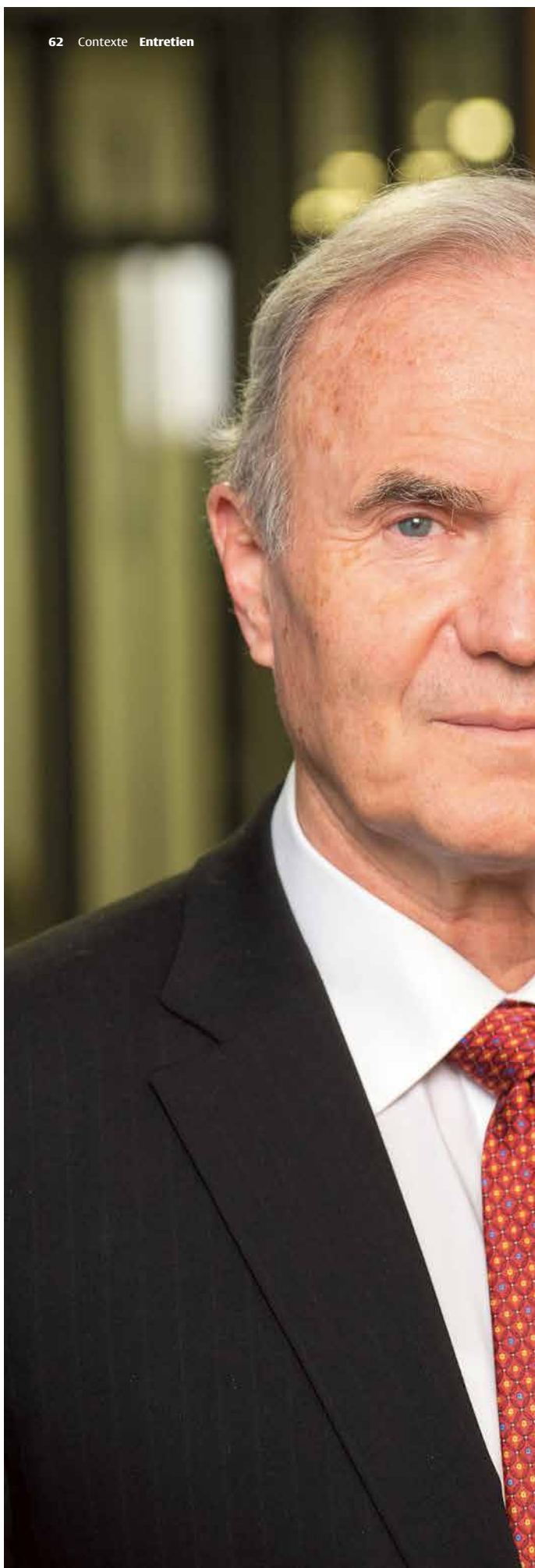
Le coupon, mais pas seulement : un revenu protéiforme

Sources : Flossbach von Storch

C'est précisément la combinaison de ces différentes sources de rendement dans le cadre d'une gestion active qui renforce la résilience du portefeuille obligataire et le rend moins dépendant d'un scénario de marché donné.

courbe des taux, la gestion active et flexible donne accès à de nombreuses sources de rendement supplémentaires – un avantage concurrentiel décisif dans un contexte de marché incertain. ♦

Lars Conrad est Portfolio Director Fixed Income chez Flossbach von Storch SE.



« La politique monétaire est-elle plus complexe aujourd'hui, Professeur Issing ? »

À l'époque de l'introduction de l'euro, Otmar Issing était le chef économiste de la Deutsche Bundesbank, puis de la Banque centrale européenne (BCE).

Dans cet entretien avec Marius Kleinheyer, Senior Research Analyst à l'Institut de recherche Flossbach von Storch, il revient sur son dernier ouvrage, *« Von der D-Mark zum Euro »* (Du deutschemark à l'euro). En voici un extrait.

Professeur Issing, dès 1990 à la Bundesbank, puis à partir de 1998, au sein de la BCE alors tout juste créée, vous avez contribué à poser les fondations de l'introduction de l'euro. À l'époque, certains prédisaient l'échec de la monnaie unique. L'un des sceptiques les plus en vue était Milton Friedman, lauréat du prix Nobel et certainement le plus éminent représentant du monétarisme. Quels types de contacts entreteniez-vous avec lui ?

Nous entretenions une amitié cordiale, typiquement américaine. Lorsque j'ai été nommé à la BCE, il m'a envoyé une lettre qui disait : « Cher Otmar. Tu sais que je ne pense pas grand bien de l'euro. Je suis convaincu qu'il échouera bientôt mais comme tu es désormais à la BCE, cela prendra un peu plus de temps. » Par la suite, il n'a cessé de repousser, d'année en année, sa prédiction sur la disparition de l'euro. Quoi que l'on pense de l'euro aujourd'hui, après plus de 25 ans d'existence, il ne peut plus être question d'un échec.

Vous avez pris vos fonctions à la BCE en juin 1998. Vous disposiez alors d'environ six mois pour poser les bases de la politique monétaire, qui devait entrer en application en décembre. Comment ce sont passés les débuts ?

Quand nous avons commencé, la moquette n'était même pas encore posée dans mon bureau. Il n'y avait pas de statistiques. Qui plus est, nous n'étions qu'une petite équipe de 470 personnes, liftier compris. À titre de comparaison, les banques centrales nationales employaient à l'époque 55.000 personnes au total. Des médias critiques, comme le Financial Times, se moquaient volontiers de nous. Mais nous étions déterminés à instaurer une monnaie stable. Et le président Wim Duisenberg m'avait laissé une totale liberté pour élaborer une stratégie pour la BCE. C'est ainsi qu'est née la stratégie à deux piliers, dont le principe fondamental façonne encore aujourd'hui la politique monétaire de la BCE : d'un côté, l'évolution monétaire ; de l'autre, l'évolution de l'inflation, des prix et des coûts. Les données étant examinées au moyen d'un « recoupement » (cross-checking), comme nous l'appelions, dont sont tirées des recommandations. Lorsque les données concordent, c'est simple. Lorsqu'elles se contredisent, il faut décider laquelle doit peser le plus lourd.

L'objectif d'inflation de la BCE a, de son côté, connu une évolution intéressante. Au lancement de l'euro, il s'agissait d'un objectif « inférieur à deux pour cent », puis de « deux pour cent comme cible ». Cela est ensuite devenu « deux pour cent en moyenne » ...

Disons plutôt « à moyen terme ». Car « moyenne » implique que les écarts doivent être corrigés. L'origine de ceci provient des statuts de la BCE qui stipulent que la mission de la banque centrale est de maintenir la stabilité des prix. Mais qu'est-ce que cela signifie ? N'importe qui dirait spontanément que des prix stables sont des prix qui n'augmentent pas. Il existe pourtant des objections à cette définition. Le monde académique s'était plus ou moins accordé pour considérer que la « stabilité des prix » correspondait à une inflation de deux pour cent par an. J'ai donc proposé cette définition – et j'ai eu tout le Conseil des gouverneurs contre moi.

Une situation délicate

J'avais toutefois un avantage : il y avait trois groupes différents opposés à cette proposition. Le premier demandait pourquoi nous devrions nous engager sur quoi que ce soit. Si nous manquions l'objectif, nous serions critiqués. Et la Bundesbank elle-même n'avait pas d'objectif d'inflation explicite. Le deuxième groupe estimait qu'un maximum de deux pour cent était trop ambitieux. Après tout, le taux d'inflation moyen annuel au cours des 50 années du deutschemark – et c'était exactement 50 ans – s'était établi entre 2,7 et 2,8 pour cent. Donc pourquoi vouloir être plus ambitieux que la Bundesbank ? Enfin, le troisième groupe arguait que le taux d'inflation dans la zone euro s'approchait alors du seuil de un pour cent tout au plus et que dès lors, parler d'un objectif de deux pour cent aurait pu être mal interprété – comme si nous faisons tout notre possible pour pousser l'inflation à la hausse. En guise de compromis, nous nous sommes alors accordés sur la formule « inférieur à deux pour cent ». Il était clair pour moi, dès le départ, qu'il faudrait la revoir à un moment donné. C'est d'ailleurs ce qui s'est produit, et je trouve cela positif.

En dépit de sombres pronostics, la monnaie unique a connu des débuts extrêmement stables. Les années suivantes, jusqu'à votre départ de la BCE en 2006, se sont déroulées sans accroc.

Pour être honnête, je n'aime pas particulièrement le terme « sans accroc ». Réussir le lancement de l'euro était une tâche →

sans précédent dans l'histoire monétaire. Onze pays souverains avaient transféré la responsabilité de leur politique monétaire à une institution européenne et abandonné leur propre monnaie. Tant de choses auraient pu mal tourner. Mais nous avions notre stratégie, annoncée deux mois plus tôt. J'étais certain que nous réussirions mais personne ne s'attendait à ce que cela se passe aussi bien. J'ai parfois utilisé l'image d'un économiste venu de Mars, à qui l'on fournirait toutes les statistiques de cette période. On lui demanderait alors de déterminer s'il y a le moindre indice d'un événement significatif. Taux d'intérêt à long terme, anticipations d'inflation – rien, aucun pic ni de creux.

Après votre départ de la BCE, la situation a toutefois changé rapidement. Tout d'abord avec la crise financière, puis avec la crise de l'euro, et enfin avec la déclaration « Whatever it takes » de Mario Draghi. S'agissait-il d'un geste de courage ou la BCE a-t-elle profité de la crise pour endosser un rôle particulier ?

Permettez-moi de revenir un peu en arrière. En juillet 2012, Draghi a déclaré : « Nous ferons tout ce qu'il faudra pour sauver l'euro, et nous y parviendrons. » Les courbes des taux d'intérêt à long terme de l'époque montrent que les spreads – c'est-à-dire les écarts de rendement entre, par exemple, les obligations d'État italiennes et les Bunds allemands, mais aussi entre les obligations d'État grecques et espagnoles, qui avaient précédemment flambé – se sont resserrés précisément au moment où cette déclaration a été prononcée. Vu sous cet angle, il s'agit de la stratégie de communication la plus réussie qui est existée et ce, sans que la BCE ait dépensé un seul euro.

Mais ça n'a pas été pas la seule conséquence de la déclaration de Draghi.

C'est juste, il subsiste aussi quelque chose de très dangereux. Car par cette déclaration, la BCE a assumé une responsabilité politique quant à la composition de l'union monétaire, et le principe selon lequel aucun pays ne pourrait la quitter. C'est là qu'elle est tombée en disgrâce. Une banque centrale indépendante – une institution qui, par nature, est entièrement apolitique – a assumé une responsabilité qui, fondamentalement, incombait aux gouvernements nationaux. Mais à l'époque, les gouvernements n'étaient ni capables ni désireux de redres-

ser la situation. Il s'agissait de la dette souveraine, des taux d'intérêt sur la dette souveraine, dont la BCE n'a pourtant pas la responsabilité. Et à mes yeux, cette prise de responsabilité politique constitue un fardeau qui pèse très lourd.

Diriez-vous qu'il est aujourd'hui plus difficile qu'il y a vingt ans d'atteindre l'objectif d'inflation de deux pour cent de la BCE ?

Pour en juger, il faudrait prendre en compte différents facteurs. Il y a tout d'abord la guerre en Ukraine et en Iran. Cela soulève plusieurs questions : Combien de temps ces conflits dureront-ils ? Et quelle sera l'évolution des prix du pétrole et de l'énergie ? Cela pourrait s'avérer une période difficile et prolongée, ou non. Mais il s'agit probablement d'un choc temporaire.

Quels autres facteurs faut-il prendre en considération ?

Les niveaux d'endettement élevés persistent et devraient encore augmenter. De plus, les sociétés vieillissantes doivent faire face à une hausse des dépenses de santé et de retraite, alors que la population active diminue. Pour assurer la stabilité des prix, il faudrait que d'autres biens deviennent moins chers. Les banques centrales traversent une période très difficile. Une fois encore, espérons que cette guerre en Iran soit temporaire. Sinon, il y aurait un choc supplémentaire.

En théorie, les critères de Maastricht étaient censés exercer une pression budgétaire sur les États membres de la zone euro. Il semble pourtant que ce soit la BCE qui porte le fardeau de la dette souveraine des pays européens.

Non, ce n'est pas le cas actuellement. Mais cela l'a été dans une large mesure durant les années 2010. Les achats massifs d'obligations d'État réalisés à l'époque ont surtout profité aux pays les plus endettés. À ce stade, je dois évoquer Helmut Kohl. Pour lui, l'union monétaire était un projet politique. Lorsqu'il a présenté le traité de Maastricht au Bundestag, à Bonn, il avait alors déclaré qu'il serait absurde de créer une union monétaire sans créer simultanément une union politique. Deux trains avaient alors été mis sur les rails : celui de l'union monétaire et celui de l'union politique. Mais le train de l'union politique n'a jamais démarré. Et c'est ainsi que l'union monétaire a été lancée avec comme point faible de sa structure, le volet budgétaire.

Pourquoi le Pacte de stabilité et de croissance a-t-il échoué ?

En 2003, l'Allemagne et la France ont enfreint le Pacte de stabilité. L'Allemagne a dépassé le plafond de déficit de trois pour cent du produit intérieur brut. J'ai alors assisté, impuissant, à la manière dont le pays a empêché l'imposition de sanctions. Le Conseil des ministres aurait dû, à l'époque, suivre les recommandations de la Commission européenne et décider de sanctions. Mais l'Italie était elle aussi en difficulté, si bien que les représentants des trois grands États ont bloqué la majorité, suspendu la procédure et se sont engagés, à la place, sur des mesures d'austérité sans menace imminente de sanctions. Cela a endommagé le Pacte si gravement qu'il ne s'en est jamais remis. Toutes les « réformes » qui ont suivi n'ont fait que compliquer davantage les choses et priver le Pacte de stabilité de tout pouvoir de contrainte.

Et la dette publique a ensuite échappé à tout contrôle, ce qui pose également un problème pour la politique monétaire actuelle, la hausse des taux d'intérêt pouvant engendrer des difficultés pour certains pays.

Nous avons aujourd'hui, à l'échelle mondiale, des niveaux d'endettement public plus élevés qu'au sortir de la Seconde Guerre mondiale. Imaginez un peu. Historiquement, les niveaux d'endettement les plus élevés sont toujours survenus à la fin d'une grande guerre, souvent financée par la planche à billets. Et c'est là où nous en sommes aujourd'hui, avec, en plus, une population vieillissante.

Diriez-vous que les eurobonds pourraient constituer une voie à suivre, ou un point de départ vers l'union politique ?

Non. Je suis convaincu, au contraire, que les eurobonds sapent l'idée même d'une union politique. Les eurobonds, tels que la plupart des gens les envisagent, sont des obligations émises pour financer des mesures européennes, éventuellement distribuées à des pays qui n'en ont pas les moyens. Tout le monde en est solidairement responsable, sans que les pays aient à renoncer à leur souveraineté fiscale.

Professeur Issing, merci beaucoup de nous avoir accordé cet entretien.

Vous pouvez retrouver l'intégralité de l'entretien en allemand à l'adresse suivante
(vous pouvez activer les sous-titres adéquats)



À PROPOS DE LA PERSONNE

Otmar Issing

parallèlement à sa carrière académique (le professeur Otmar Issing a notamment dirigé l'Institut d'économie, de monnaie et de relations économiques internationales de l'université de Wurtzbourg de 1973 à 1990), Otmar Issing a été membre du Cercle de Kronberg jusqu'en 1990 et a siégé au Conseil allemand des experts économiques. En 1990, il devient chef économiste et membre du directoire de la Deutsche Bundesbank. En 1998, il occupe les mêmes fonctions au sein de la BCE alors tout juste créée. Il quitte la BCE en 2006, à l'âge de 70 ans. Pendant de nombreuses années par la suite, Issing a présidé le Center for Financial Studies (CFS) de Francfort et a reçu un doctorat honoris causa de l'université Goethe. La liste de ses fonctions consultatives est longue.

Son dernier ouvrage, *Von der D-Mark zum Euro: Erinnerungen des Chefökonom* (Du deutschemark à l'euro : mémoires d'un chef économiste), a été publié en allemand par les éditions munichoises Vahlen Verlag en 2024. Otmar Issing revient sur sa carrière académique, ainsi que sur son passage à la Bundesbank et à la Banque centrale européenne. L'ouvrage n'est actuellement disponible qu'en allemand.



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.

Fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF) – Fonds pouvant investir dans le private equity, les crédits privés, des projets d'infrastructure ou des entreprises non cotées en bourse.

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

Indice MSCI World – Cet indice d'actions reflète l'évolution des Bourses des pays industrialisés. Il inclut plus de 1.600 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.

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.

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.

Obligations à haut rendement (high yield bonds) – Obligations offrant des rendements courants élevés, généralement émises par des emprunteurs dont la qualité de crédit est plus faible.

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 : © Markus Taubeneck, Illustration (page de titre, P. 2); © Marc Comes, CHB-P (P. 3); © Lucia Kindernayova, Getty Images (P. 5 en haut); © Jan Brueghel (II), Satire of Tulipmania, c. 1640, Frans Hals Museum, Haarlem (P. 5 central); © Jack Sooksan, Getty Images (P. 5 en bas); © Lucia Kindernayova (P. 6); © Iligora, Getty Images (P. 12); © Jinhe Li (P. 15); © Markus Taubeneck, Illustration, IA ChatGPT (P. 18–21); © Carolin Euskirchen, Illustration (P. 22, 24, 27); © Markus Taubeneck, Illustration (P. 30–39); © Jan Brueghel (II), Satire of Tulipmania, c. 1640, Frans Hals Museum, Haarlem, purchased with the support of the Rembrandt Society (P. 40, 42); © Cavan Images, Frank Schemmann (P. 44–47); © Marc Comes, CHB-P (P. 48–51); © Nastco, Getty Images (P. 52, 55); © Jack Sooksan, Getty Images (P. 56); © Otmar Issing, privé (P. 62); © 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 Breidbach, Markus Müller

N° de TVA : 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 : 13 août 2026

BE 112 0826 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, Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Simon Jäger, Dörte Jochims, Marius Kleinheyer, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster, Prof. Dr. Gunther Schnabl, Kurt von Storch, Norbert F. Tofall

Conception : Markus Taubeneck 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