DAUPHINE AM

Communication commerciale

La lettre de la gestion

Juillet 2026

Ce qu'il s'est passé le mois dernier
Focus sur nos convictions 2026
Principales expositions

RHÉTORÈS

Document d'informations non contractuel – Dauphine AM, filiale de Rhétorès Groupe – 67 rue la Boétie 75008 Paris – Tel :01 47 20 58 07 – www.dauphine-am.fr *– agrément AMF n°GP-17000033*

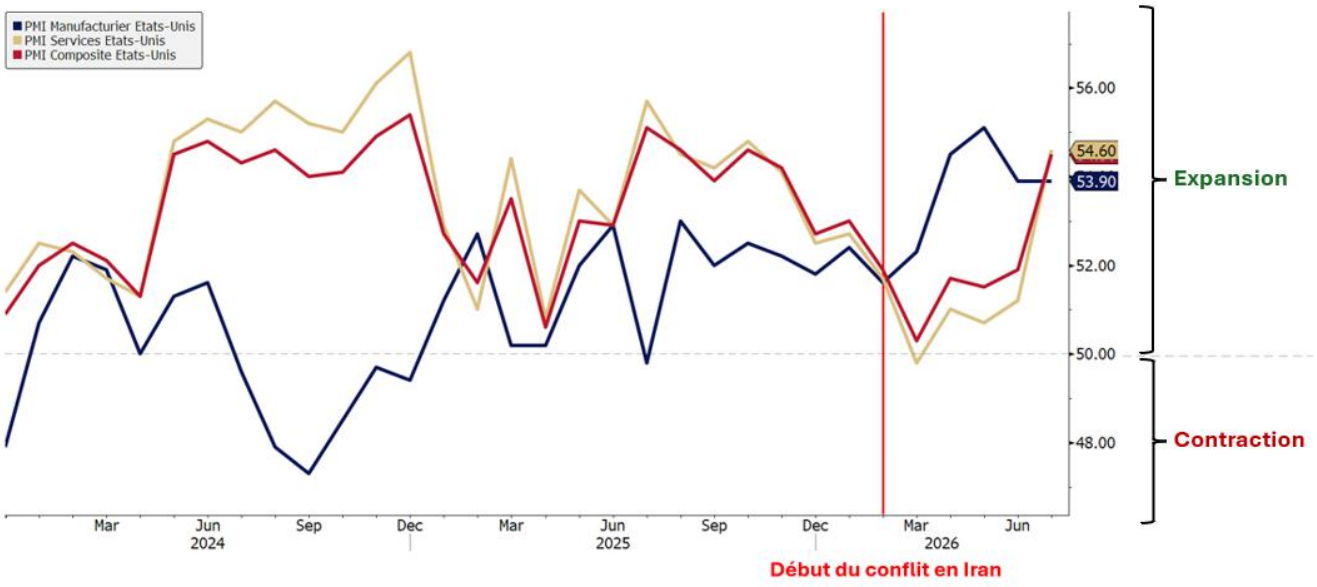
Ce qu'il s'est passé le mois dernier

Le mois de juillet a été marqué par un regain de tensions entre les États-Unis et l'Iran, le mémorandum d'entente signé en juin devenant de ce fait caduc. Les frappes militaires ont repris de part et d'autre et la menace de blocage des voies maritimes s'est étendue à la mer Rouge. Les cours du pétrole, revenus autour des 70 $ par baril début juillet, ont brièvement dépassé la barre des 90 $ avant de refluer vers les 80 $ en fin de mois après les tentatives d'apaisement de la Maison Blanche.

Sur le plan économique, les principaux indicateurs publiés ont dépeint une économie américaine solide mais en léger ralentissement. La croissance du deuxième trimestre ressort à +1,5%, en deçà des +2,1% réalisés au premier trimestre alors que les créations d'emploi de juin sont certes inférieures à celles de mai (57 000, contre 129 000) mais suffisantes pour faire baisser à nouveau le taux de chômage à 4,2%. L'inflation a ralenti plus qu'attendu en juin à 3,5% reflétant la forte baisse des prix de l'énergie. La Fed a maintenu ses taux inchangés à 3,50-3,75 % pour la cinquième réunion consécutive et Kevin Warsh a indiqué que l'institution pouvait patienter « dans les mois à venir » ; le marché anticipe désormais une hausse en septembre avec une probabilité proche de 60 %.

Sur les marchés actions, le secteur technologique a subi d'importantes prises de bénéfices, en particulier le segment des semi-conducteurs américain, en repli de 20% sur le mois. Les bons résultats de Microsoft et Amazon fin juillet ont rassuré quant à la capacité des *hyperscalers* à rentabiliser leurs investissements dans l'intelligence artificielle, permettant à l'indice Nasdaq de limiter ses pertes à 3%.

Le « reshoring » et les dépenses d'investissement stimulent l'économie américaine



Sources : Dauphine AM, Bloomberg. Les données sont arrêtées au 31/07/2026.

En Europe, la dynamique s'est révélée plus solide qu'attendu : la croissance du deuxième trimestre a accéléré à +0,4 % après +0,1% sur les trois premiers mois de l'année. Cette résilience s'accompagne toutefois d'un regain de tensions sur les prix. Après un ralentissement en juin, les premières estimations de juillet indiquent une réaccélération sous l'effet du choc énergétique, avec une inflation en zone euro attendue proche des 3%. Le risque d'effets de second tour redevient central, d'autant que le remplissage des stockages gaziers européens pourrait n'atteindre que 61 % en fin de saison estivale si les perturbations d'Ormuz persistent. Dans

ce contexte, la BCE a maintenu ses taux inchangés après la hausse de juin, et selon les anticipations de marché, devrait procéder à un autre relèvement de 25 points de base en septembre. En Allemagne, le chancelier Friedrich Merz a présenté un projet de réformes (baisses d'impôts, réforme des retraites) visant à stimuler la croissance en 2027. Les taux longs sont repartis à la hausse, le Bund à 10 ans atteignant 3,2% en fin de mois.

Prix du pétrole et anticipations d'inflation à 2 ans (Etats-Unis et Zone euro)

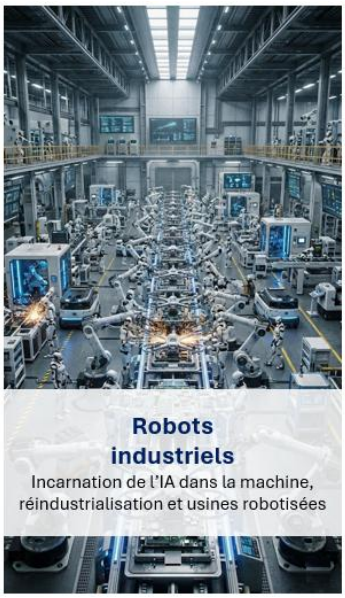


Sources : Dauphine AM, Bloomberg. Les données sont arrêtées au 31/07/2026.

En Chine, l'économie peine à sortir de sa torpeur. La croissance a ralenti au deuxième trimestre à 4,3 % en glissement annuel, contre 4,7 % au premier trimestre, pénalisée par un marché immobilier sinistré et une consommation anémique. Le commerce extérieur est le seul moteur de l'économie chinoise avec des exportations qui accélèrent en particulier en direction des Etats-Unis.

Ce document présente nos convictions à titre purement indicatif. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription. Tout investissement comporte un risque de perte en capital. Pour le détail des risques associés, nous vous invitons à consulter les rubriques « Avertissements » et « Principaux risques » en page 9-11.

Les convictions thématiques pour le second semestre 2026



Robots industriels

Incarnation de l'IA dans la machine, réindustrialisation et usines robotisées



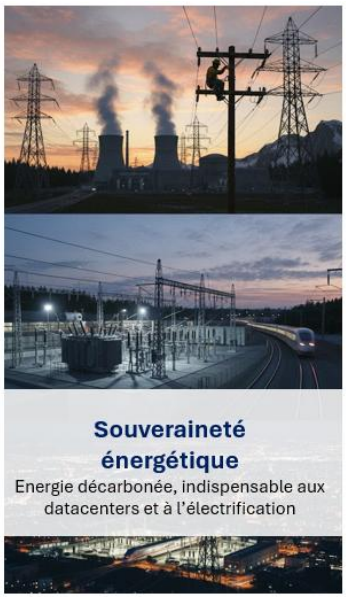
Hyperscalers : le Deuxième Acte

Du cycle d'investissement massif à la réaccélération du free cash-flow



Bio-technologie

Accélération des découvertes grâce à l'IA



Souveraineté énergétique

Energie décarbonée, indispensable aux datacenters et à l'électrification

Ce document présente nos convictions à titre purement indicatif. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription. Tout investissement comporte un risque de perte en capital. Pour le détail des risques associés, nous vous invitons à consulter les rubriques « Avertissements » et « Principaux risques » en page 9-11.

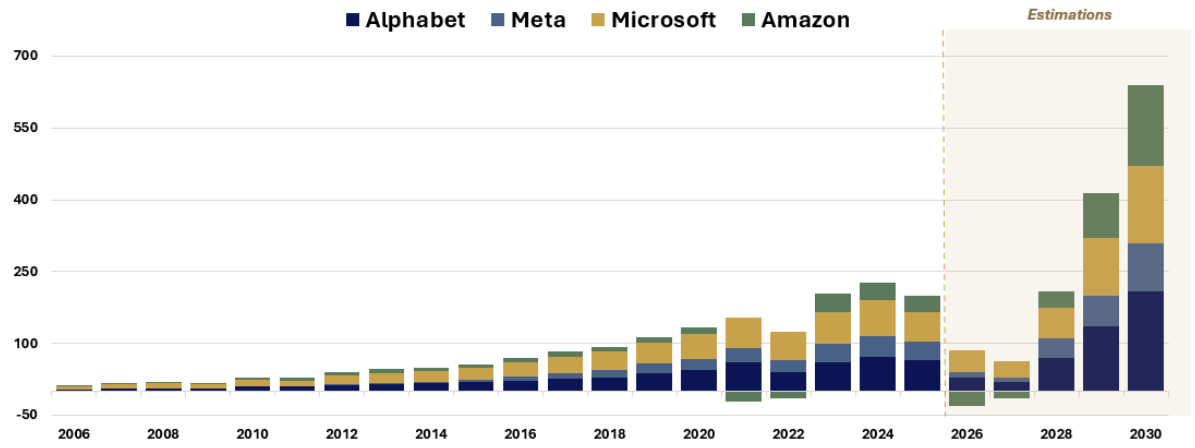
Focus Hyperscalers : une sous-performance en trompe-l'œil

Les publications du deuxième trimestre ont permis aux hyperscalers (Microsoft, Amazon, Google, Meta, Oracle) de reprendre de la hauteur. Microsoft en offre l'illustration la plus nette : Azure a progressé de 43 %, très au-delà de la prévision de la direction fixée à 39 %.

Toutefois, cette respiration n'efface pas la contre-performance boursière des derniers trimestres, laquelle masque une dynamique bénéficiaire robuste : les bénéfices par action des hyperscalers sont en forte accélération sur 2023-2028, portés par l'IA générative et par la croissance du cloud.

L'écart tient à l'ampleur des investissements. Le free cash-flow (ce qui reste une fois les investissements payés) des quatre géants progresse jusqu'en 2025, puis décroche en 2026 sous le poids des dépenses liées à l'IA. Ces investissements atteignent près de 1,9 % du PIB américain, niveau inédit, multiplié par six depuis 2016.

Évolution des free cash-flows des hyperscalers : une forte accélération attendue pour 2028



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Sources : consensus S&P Capital IQ, Dauphine AM. Données arrêtées au 30/06/2026

Trois leviers devraient permettre un redressement au cours des prochains semestres. Tout d'abord, environ 30 % des investissements portent sur des actifs de longue durée (foncier, bâtiments, infrastructures électriques) déjà engagés et amortis sur vingt à trente ans. Aussi, les 70 % restants concernent des équipements informatiques, processeurs graphiques et mémoire, dont les prix se sont envolés dans un contexte de pénurie : un kit mémoire DDR5 a vu son prix multiplié par cinq en neuf mois. La normalisation est attendue pour 2028 et pourrait faire reculer ces coûts. Enfin, s'y ajoute la discipline financière : Microsoft s'est engagé à rester en free cash-flow positif sur son exercice 2027, ce qui place un plafond implicite sur ses dépenses, et a allongé la durée d'amortissement de ses bâtiments de quinze à vingt-cinq ans.

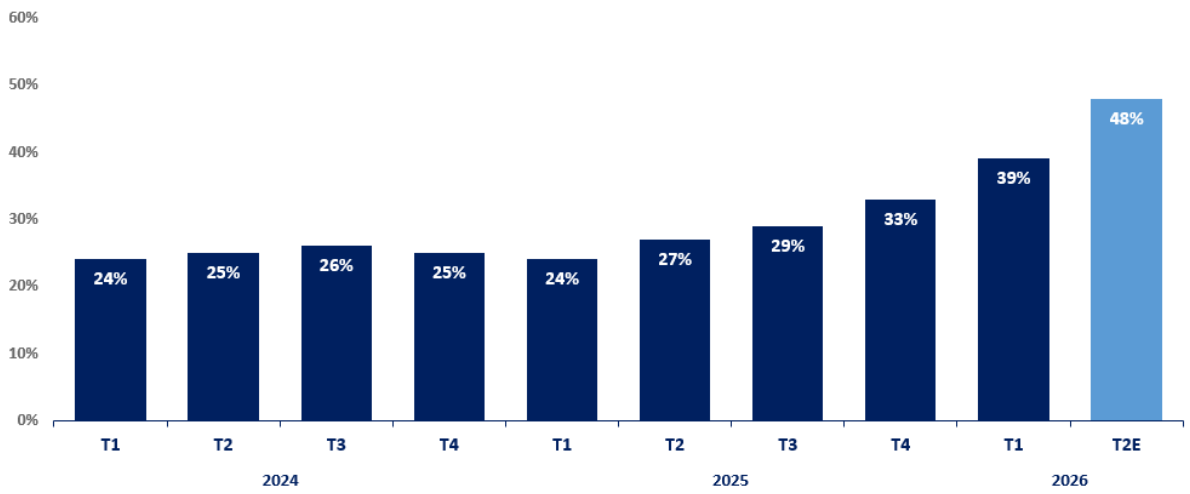
Ce document présente nos convictions à titre purement indicatif. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription. Tout investissement comporte un risque de perte en capital. Pour le détail des risques associés, nous vous invitons à consulter les rubriques « Avertissements » et « Principaux risques » en page 9-11.

Jusqu'à récemment, la croissance du cloud imputable à l'intelligence artificielle était réalisée presque entièrement de la vente de puissance de calcul : des capacités brutes, louées à des clients qui y entraînaient leurs modèles et les y faisaient fonctionner. C'est un métier capitalistique et à marges contraintes. Une seconde couche s'y superpose désormais. Autour du calcul se greffent des services propres à l'intelligence artificielle (i.e., assistants intégrés aux outils de travail, briques applicatives prêtes à l'emploi pour construire ses propres agents) vendus à l'usage aux clients déjà présents sur la plateforme. Leur profil économique diffère du tout au tout : ils s'appuient sur des capacités déjà financées et n'exigent qu'un investissement marginal pour croître. Il en résulte une rentabilité sensiblement supérieure à celle du calcul brut.

Cette séquence est connue. Elle est celle qui a fait la rentabilité du cloud d'avant l'IA, où l'hébergement et le stockage tenaient lieu de porte d'entrée tandis que la valeur se formait dans les services logiciels construits au-dessus. Le même enchaînement paraît se reproduire, avec le décalage temporel qui lui est propre : l'effort d'investissement se constate aujourd'hui dans les comptes, la monétisation des services n'en est qu'à ses débuts.

Amazon, Alphabet, Microsoft : croissance du chiffre d'affaires Cloud (sur un an)

Croissance du chiffre d'affaires cloud en glissement annuel, par trimestre



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

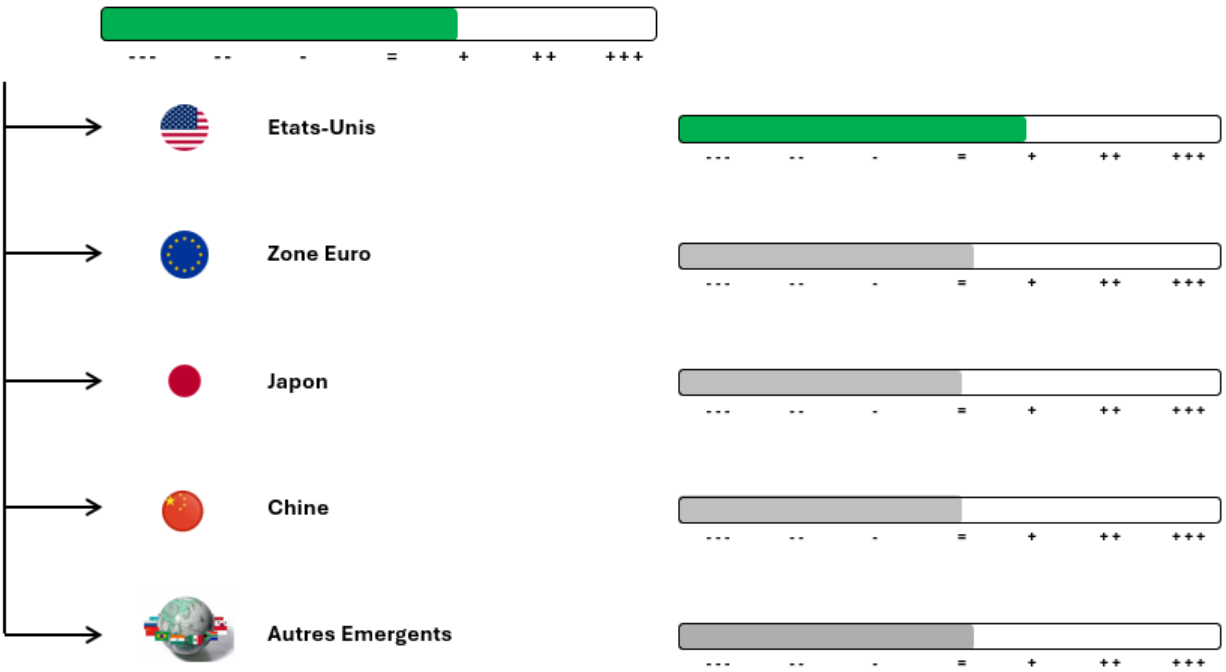
Source : Goldman Sachs Global Investment Research

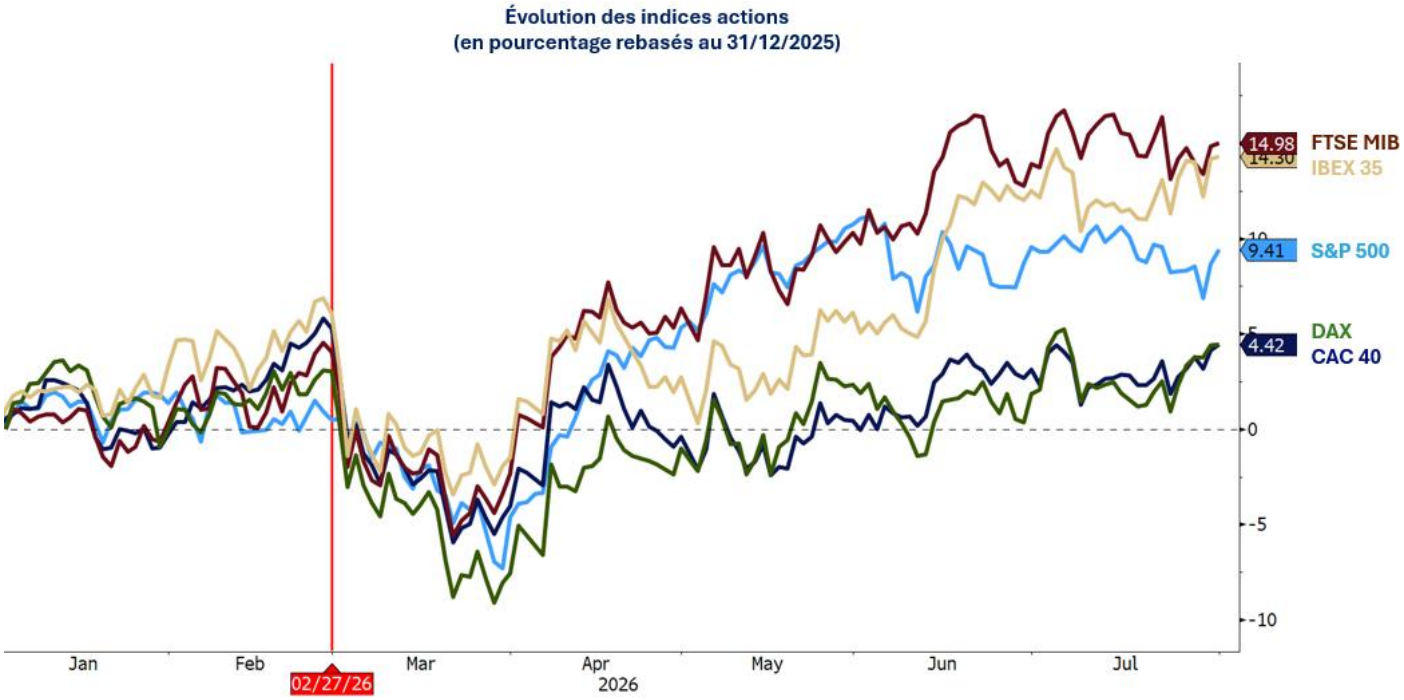
Cette analyse conforte le renforcement de l'exposition aux grandes capitalisations américaines : la sous-performance récente des hyperscalers relève davantage d'un choc d'investissement transitoire que d'une remise en cause de leur dynamique bénéficiaire.

Ce document présente nos convictions à titre purement indicatif. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription. Tout investissement comporte un risque de perte en capital. Pour le détail des risques associés, nous vous invitons à consulter les rubriques « Avertissements » et « Principaux risques » en page 9-11.

Principales Expositions

Actions



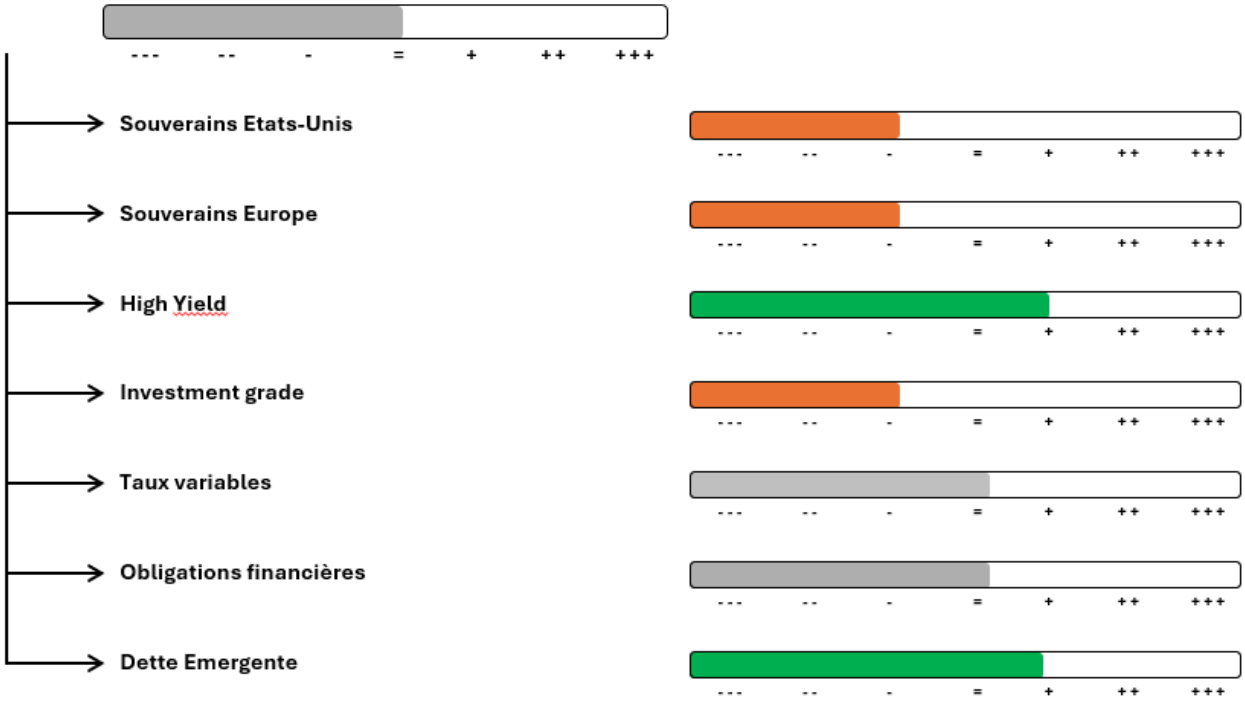


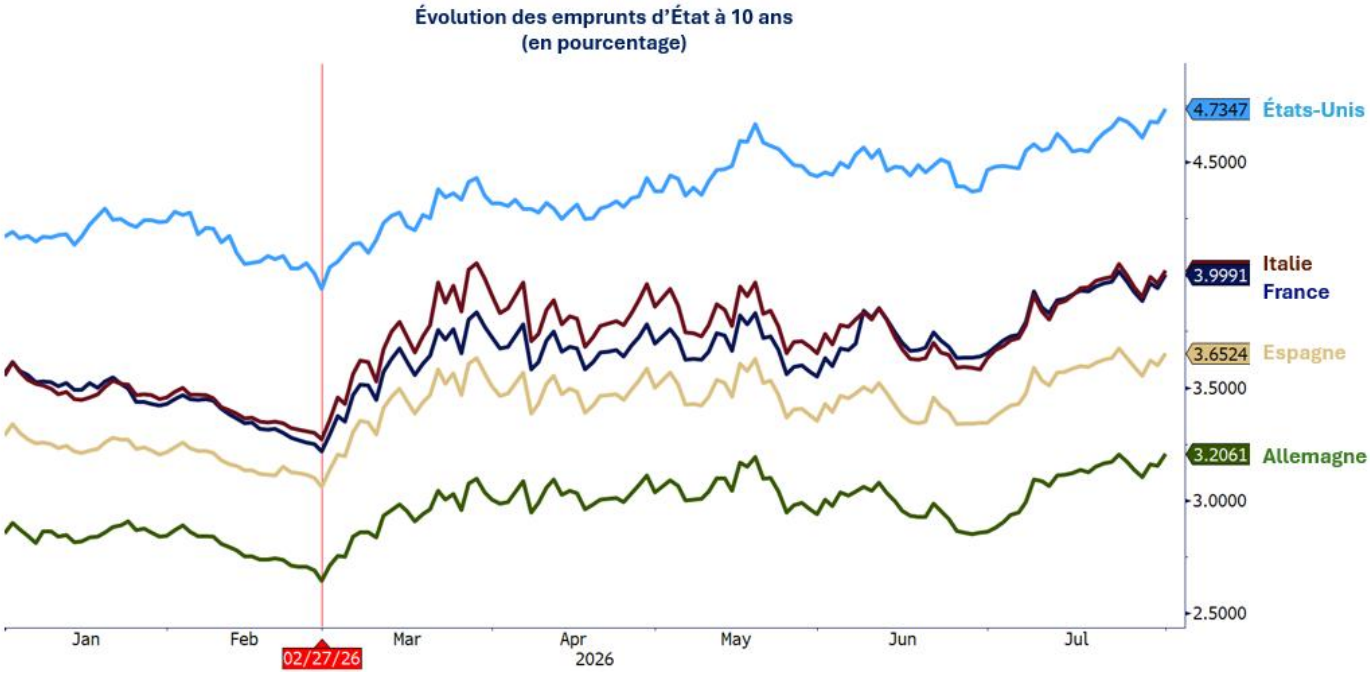
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Source : Bloomberg, données au 31 juillet 2026.

Ce document présente nos convictions à titre purement indicatif. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription. Tout investissement comporte un risque de perte en capital. Pour le détail des risques associés, nous vous invitons à consulter les rubriques « Avertissements » et « Principaux risques » en page 9-11.

Allocation obligataire





Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Source : Bloomberg, données au 31 juillet 2026.

Ce document présente nos convictions à titre purement indicatif. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription. Tout investissement comporte un risque de perte en capital. Pour le détail des risques associés, nous vous invitons à consulter les rubriques « Avertissements » et « Principaux risques » en page 9-11.

Avertissements

Dauphine AM, filiale de Rhétorès Groupe, est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro GP-17000033 en date du 04/12/2017. Cette communication commerciale a été préparée pour des investisseurs professionnels et non professionnels. Ce document, publié à titre d'information uniquement, possède un caractère privé et confidentiel ; il ne doit être utilisé que par la personne à laquelle Dauphine AM a transmis ce document. Cette présentation n'est donnée qu'à titre indicatif et ne constitue, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription à ce produit. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Ce support est conservé par le service gestion d'actifs de Dauphine AM pour une durée de 10 ans à compter de sa date de publication. Ce document est la propriété intellectuelle de Dauphine AM. Il a été soumis au contrôle interne pour accord avant utilisation et diffusion. La reproduction, la modification ou la transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Dauphine AM.

Les données recueillies sont issues de diverses sources internes et externes. Elles sont considérées comme des sources fiables par Dauphine AM mais ne saurait engager sa responsabilité en cas d'inexactitude. Le portefeuille, les valeurs figurant dans ce document sont soumises aux fluctuations du marché et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future. L'attention des investisseurs est portée sur le fait que les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Les informations présentées dans cette communication commerciale ne suffisent pas à juger des avantages, des risques et frais des produits. Ces informations présentées sont exactes au 31/07/2026.

Toute opération de marché sur instrument financier comporte des risques, notamment du fait des variations de taux d'intérêts, des taux de change, des cours ou des prix des actions ou des obligations, des indices boursiers, des prix des marchandises ou des denrées. Avant toute transaction, l'investisseur doit s'assurer que les investissements proposés correspondent à sa situation financière et à ses objectifs en termes de placement ou à sa capacité de financement. Il doit prendre en compte les caractéristiques des produits ou services proposés présentés dans la documentation contractuelle (dont mandat de gestion, mandat d'arbitrage, prospectus, DIC, rapport de gestion) et réglementaire communiquée (ou disponible gratuitement sur demande ou en téléchargement sur le site www.dauphine-am.fr), comprendre la nature des supports d'investissement, leurs caractéristiques et leurs risques de perte en capital.

Pays de diffusion : France. Langue : Français. Mode de diffusion : Mail.

Principaux Risques

Les informations présentées dans cette communication commerciale ne suffisent pas à juger des avantages, des risques et frais des produits.

RISQUE DE PERTE EN CAPITAL

La perte en capital se produit lors de la vente d'une part à un prix inférieur à celui payé à l'achat. Le mandat ne bénéficie d'aucune garantie ou protection du capital. Le capital initialement investi est exposé aux aléas du marché, et peut donc, en cas d'évolution boursière défavorable, ne pas être restitué intégralement ou totalement.

RISQUE LIÉ A LA GESTION DISCRÉTIONNAIRE

Le style de gestion discrétionnaire repose sur l'anticipation de l'évolution des différents marchés (actions, produits de taux) et/ou sur la sélection des valeurs. Il existe un risque que le mandat ne soit pas investi à tout moment sur les marchés ou les valeurs les plus performants. Sa performance peut donc être inférieure à l'objectif de gestion et la valorisation du mandat pourrait baisser.

RISQUE DE MARCHÉ ACTION

Les marchés actions peuvent connaître des fluctuations importantes dépendant des anticipations sur l'évolution de l'économie mondiale, et des résultats des entreprises. En cas de baisse des marchés actions, la valeur des titres détenus en portefeuille et la valeur liquidative des fonds dans lesquels le mandat est investi pourront baisser.

RISQUE DE TAUX

En cas de hausse des taux d'intérêt, la valeur des instruments investie en taux fixe peut baisser et pourra faire baisser la valeur liquidative des fonds dans lesquels le mandat est investi.

RISQUE DE CRÉDIT

En cas de dégradation de la qualité des émetteurs ou si l'émetteur n'est plus en mesure de faire face à ses échéances, la valeur liquidative des fonds dans lesquels le mandat est investi pourra baisser.

RISQUE LIÉ AUX OBLIGATIONS CONVERTIBLES

La valeur des obligations convertibles dépend de plusieurs facteurs : niveau des taux d'intérêt, évolution du prix des actions sous-jacentes, évolution du prix du dérivé intégré dans l'obligation convertible. Ces différents éléments peuvent entraîner une baisse de la valeur liquidative des fonds dans lesquels le mandat est investi.

RISQUE LIÉ A L'UTILISATION DES PRODUITS DÉRIVÉS

L'utilisation des produits dérivés peut entraîner à la baisse sur de courtes périodes des variations sensibles de la valeur liquidative des fonds dans lesquels le mandat est investi en cas d'exposition dans un sens contraire à l'évolution des marchés.

RISQUE DE CHANGE

Une évolution défavorable de l'euro par rapport à d'autres devises pourrait avoir un impact négatif et entraîner la baisse de la valeur des instruments dans lesquels le mandat est investi.

RISQUE LIÉ A L'INVESTISSEMENT PETITE CAPITALISATION

En raison de leurs caractéristiques spécifiques, ces actions peuvent présenter des risques pour les investisseurs et peuvent présenter un risque de liquidité du fait de l'étroitesse éventuelle de leur marché. Dans ce cas, la valeur liquidative des fonds dans lesquels le mandat est investi peut baisser plus rapidement et plus fortement.

RISQUE LIÉ AUX INVESTISSEMENTS DANS LES TITRES SPÉCULATIFS (HAUT RENDEMENT)

Les titres évalués « spéculatifs » selon l'analyse de la société de gestion ou des agences de notation présentent un risque accru de défaillance, et sont susceptibles de subir des variations de valorisation plus marquées et/ou plus fréquentes, pouvant entraîner une baisse de la valeur liquidative des fonds dans lesquels le mandat est investi.

RISQUE LIÉ AUX INVESTISSEMENTS DANS DES THÉMATIQUES

Investir sur des thématiques telles que la biotech, les hyperscalers, la souveraineté énergétique ou les robots industriels expose à un risque de perte en capital et à une forte volatilité, ces secteurs restant cycliques et sensibles à la concurrence, à l'évolution réglementaire et aux valorisations.