



Lettre trimestrielle – Été 2026

France : Où en est la « flat tax » ?



La hausse de 1,4 point de la CSG cette année **a eu raison de la « flat tax »**. Celle-ci avait été pensée en 2018 comme un taux lisible, stable et « rond » de 30 % pour rendre la fiscalité du capital attractive. Désormais, les revenus et gains d'un portefeuille titres sont taxés à 31,4 %. Heureusement, d'autres placements sont moins touchés :

- Les **livrets** réglementés (Livret A, LDDS) restent totalement exonérés d'impôt et de prélèvement : leur fiscalité est donc inchangée. Les livrets non réglementés sont en revanche concernés.
- L'**assurance-vie** n'est pour le moment **pas concernée** par cette hausse et préserve son cadre fiscal d'exception et ses abattements spécifiques.
- Le PEA se distingue : pour les plans ouverts avant 2018, les gains restent définitivement figés au **taux de prélèvements sociaux en vigueur à l'époque** où ils ont été générés. Vos gains passés sont donc exonérés de cette hausse. Pour le futur, ainsi que pour les PEA plus récents, la hausse s'appliquera.

Éditorial : en Bourse, faut-il sauver le soldat « Logiciel » ?

C'est le grand paradoxe de ce milieu d'année 2026. D'un côté, l'IA générative permet aux géants des puces électroniques de pulvériser leurs records boursiers, malgré une récente accalmie. De l'autre, le secteur du logiciel traditionnel (SaaS) subit une lourde désaffection. Jugé potentiellement obsolète, ce secteur fait l'objet de ventes massives de la part des investisseurs. Leur sentence est sans appel : l'IA va coder à notre place et rendre les abonnements inutiles. La réalité est évidemment plus nuancée.

Séparer le bon grain de l'ivraie

Il est indéniable que l'IA va faire des victimes. Les logiciels à faible valeur ajoutée – ceux qui se contentent d'effectuer une tâche simple facilement automatisable – vont souffrir, voire disparaître. En effet, des outils d'IA directement accessibles à l'utilisateur final, comme Claude Cowork, pourront aisément les remplacer. En revanche, il y a fort à parier que les nouveaux outils d'IA permettront justement de **grandement améliorer la puissance et l'utilité des logiciels plus complexes**. À terme, l'IA pourrait donc bien renforcer ce secteur, et non pas le détruire.

Les premiers signes de stabilisation

Pendant que les cours boursiers se replient, les résultats des entreprises du secteur montrent une belle résilience. En conséquence, les multiples de valorisation sont revenus bien en deçà des moyennes historiques, à des niveaux désormais très attractifs. En parallèle, le secteur se transforme à marche forcée vers des produits « IA natifs ».

Boursièrement, le secteur des logiciels a stoppé sa baisse et a même tenté un premier rebond. Cela laisse à penser que les positions vendeuses s'épuisent et que **les institutionnels reviennent peu à peu** sur ce secteur.



Figure 1: Evolution de l'iShares Tech-Software (secteur des logiciels) sur 3 ans

Le catalyseur de fin d'année : les introductions en Bourse d'OpenAI et d'Anthropic

Un puissant moteur de rebond se profile à l'horizon. Les introductions en bourse attendues d'ici fin 2026 / début 2027 des pionniers de l'IA OpenAI (ChatGPT) et Anthropic (Claude) s'annoncent historiques. Cet événement va profondément redistribuer les cartes.

En effet, jusqu'à présent, pour se positionner sur l'essor de l'IA, les fonds spéculatifs internationaux prenaient des positions dites « long/short » : ils achetaient le secteur des semi-conducteurs, en forte demande pour la construction des datacenters nécessaires à l'IA, et vendaient à découvert le secteur des logiciels, potentiellement menacé par ces nouveaux outils. Une fois ces champions de l'IA cotés en Bourse, OpenAI et Anthropic représenteront **une partie non négligeable des indices boursiers « software »**. En conséquence, vendre à découvert le secteur reviendra à se positionner contre les champions de l'IA. Il y a fort à parier que nous assisterons alors à un retour massif des flux vers les fonds indiciels « software », ce qui stimulera la hausse du secteur. Des « short squeezes », avec des rachats à tout prix des positions vendeuses, sont tout à fait possibles. C'est d'ailleurs probablement les prémices de ce phénomène que nous avons observées début juin, ainsi que sur les logiciels de cybersécurité.

Comment positionner un portefeuille ?

La sélectivité est clé, tout comme la capacité de chaque entreprise à **se transformer en profondeur** pour capitaliser sur l'IA. Les activités les plus solides semblent être la gestion et l'infrastructure de données, essentielles pour l'IA, ainsi que les acteurs du stockage, du nettoyage et de la cybersécurité, qui restent incontournables.

Pierre Willot
le 16 juillet 2026



ASML : l'indispensable fleuron technologique européen au cœur de l'IA

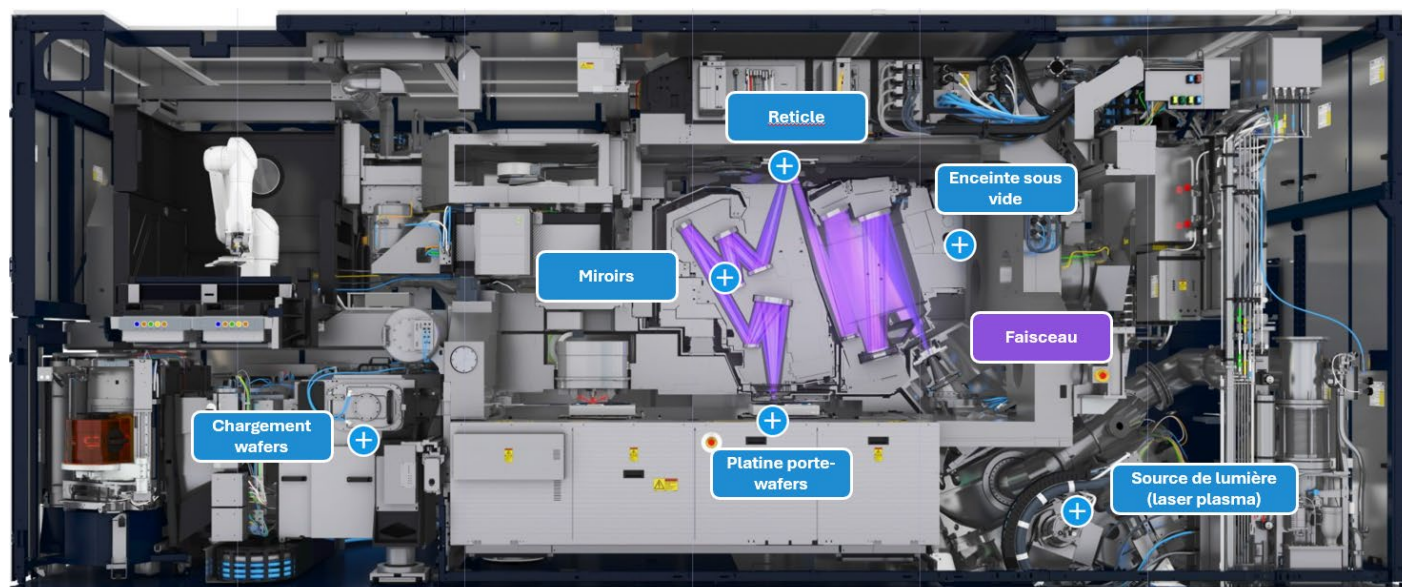
« ASML devrait être chérie et soutenue. C'est probablement la meilleure entreprise d'Europe. »

Elon Musk (@elonmusk), X, 6 juin 2026.

C'est en ces termes que le fondateur de Paypal, Tesla et SpaceX a salué ASML, juste avant son intervention lors de la conférence annuelle technologique de la firme néerlandaise. Il était alors l'invité du PDG français d'ASML, Christophe Fouquet, pour présenter Terafab, le projet à 119 milliards \$ que Musk veut construire au Texas pour alimenter ses entreprises en semi-conducteurs de pointe. Elon Musk réserve d'habitude les éloges à ses propres entreprises. Son compliment à l'adresse du fleuron industriel européen est évidemment stratégique. Il résonne également comme un aveu de dépendance : Terafab, la future « Gigafab » texane de Musk, comme tout l'écosystème de l'IA, repose sur une même réalité : il est impossible de la développer sans ASML.

La lithographie dans l'extrême ultraviolet : la forteresse technologique d'ASML

Dans la chaîne de valeur de l'industrie des semi-conducteurs, ASML occupe la position la plus en amont : elle ne fabrique pas les semi-conducteurs **mais les machines qui les produisent**. Plus précisément, la firme néerlandaise est devenue en quarante ans le leader mondial des équipements de lithographie ultraviolet. Le principe technologique : une source lumineuse projette un faisceau à travers un masque gravé, appelé réticule, qui contient le motif du circuit à reproduire. Ce motif est ensuite réduit et focalisé par un système optique de précision sur une plaquette de silicium - le wafer - recouverte d'un matériau photosensible. L'opération se répète des centaines de fois, couche par couche, pour construire progressivement l'architecture tridimensionnelle de la puce. La résolution atteignable (la finesse du détail gravé) dépend de **la longueur d'onde de la lumière** utilisée : plus cette dernière est courte, plus le circuit peut être miniaturisé.

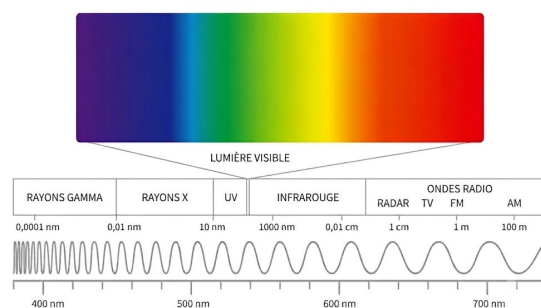


Source : <https://www.asml.com/en/products/euv-lithography-systems>

ASML produit actuellement deux types d'équipements de lithographie :

- Les **machines de lithographie DUV** (deep ultraviolet) qui utilisent une lumière ultraviolette à 193 nm, suffisante pour graver des puces jusqu'à 28 nm, couvrant l'essentiel de la production mondiale courante : voitures, électroménager, téléphones d'entrée de gamme.
- Les **machines de lithographie EUV** (extreme ultraviolet) qui utilisent une lumière à 13,5 nm, permettant de graver des circuits beaucoup plus fins, en dessous de 7 nm. Cette technologie, dont ASML a le **monopole mondial**, est indispensable pour graver les puces les plus avancées.

SPECTRE DE LUMIERE VISIBLE



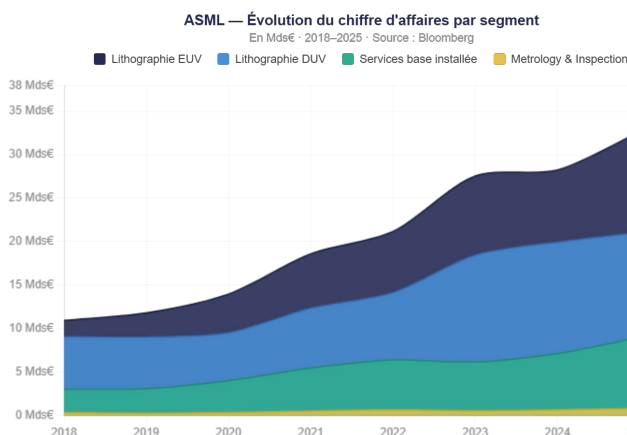
Source : <https://www.asml.com/en/technology/lithography-principles/light-and-lasers>

Les informations contenues dans ce document sont le produit de la réflexion des collaborateurs de Montaigne Capital, bâtie à partir des données brutes et du partage de réflexions entre professionnels. Toute analyse présentée ici ne doit pas être considérée comme une analyse impartiale, mais indépendante. Ce document vise à nourrir la réflexion et doit être considéré à titre informatif seulement. Il ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offres, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque instrument financier que ce soit, ou souscrire un service de gestion ou de conseil. Il ne présente aucun caractère contractuel.

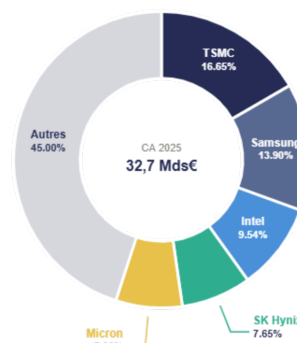


Monopole absolu, croissance absolue : un chiffre d'affaires triplé en sept ans

Le succès commercial d'ASML repose sur sa technologie irremplaçable, vendue à prix croissant, à une **clientèle captive**. Ses machines de lithographie couvrent l'intégralité du spectre technologique — de l'i-Line à cinq millions d'euros pièce, utilisée pour les circuits les plus simples, jusqu'au High-NA EUV à 375 millions, la machine la plus chère jamais produite en série, indispensable à la fabrication des puces les plus avancées au monde.



ASML — Répartition du CA par client
Au 31 décembre 2025 - Source : Bloomberg



C'est précisément ce segment (EUV) qui tire la croissance : là où le chiffre d'affaires DUV a été multiplié par 2 entre 2018 et 2025, **l'EUV a été multiplié par 6** sur la même période, portant son prix de vente moyen de 100 millions d'euros à 242 millions par machine livrée. Le chiffre d'affaires total de l'entreprise est passé de 10,9 milliards d'euros en 2018 à 32,7 milliards en 2025, soit un triplement en sept ans, auquel s'ajoute une quatrième source de revenus structurellement croissante : **les services sur la base installée**, passés de 2,7 à 8,2 milliards d'euros sur la même période, générés par la maintenance et les mises à jour d'un parc de machines en expansion permanente.

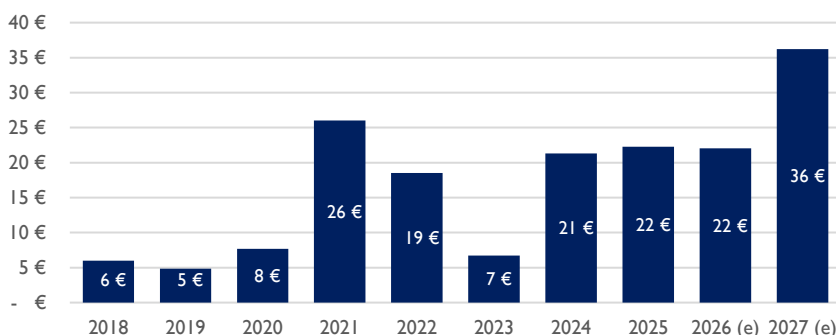
Ses cinq principaux clients : TSMC, Samsung, Intel, SK Hynix et Micron, représentant ensemble près de 55 % du chiffre d'affaires utilisent ces machines pour des finalités distinctes mais toutes stratégiques : TSMC grave sur ses lignes de pointe taïwanaises les puces les plus avancées du marché (processeurs Apple, GPU et accélérateurs IA Nvidia, CPU et accélérateurs AMD) ; Samsung et SK Hynix produisent la mémoire HBM indispensable aux data centers d'IA ; Intel reconstruit sa capacité de fabrication avancée aux États-Unis ; Micron monte en gamme sur la DRAM haute performance. Derrière chaque puce avancée qui fait tourner un modèle d'IA, charge un smartphone haut de gamme ou pilote un véhicule autonome, il y a **une machine ASML**.

Du monopole technologique à la création de valeur

Le marché ne s'y est pas trompé. Derrière la **trajectoire boursière remarquable d'ASML**, le titre atteignant 1.721 € à la clôture le 30 juin 2026, en hausse de 154 % sur douze mois, il y a une remarquable création de valeur. Le **free cash flow a été multiplié par près de 4** entre 2018 et 2025. Ce cash est redistribué avec discipline : le dividende est en hausse de 20 % par an en moyenne entre 2018 et 2025, de 2,10€ à 7,50€ par action, auquel s'ajoute un programme de rachat d'actions de 12 milliards d'euros annoncé pour 2026-2028.

Point notable, la volatilité du FCF ne reflète pas une fragilité du modèle mais la nature des grands contrats industriels : des acomptes clients qui se consomment, des **capex qui s'accroissent**, avant que le cycle reprenne. La **valorisation actuelle d'ASML** reste exigeante : 50x fois les bénéfices attendus, mais **elle reflète la rareté d'un avantage concurrentiel** durable reposant sur un monopole technologique absolu et une croissance portée par les deux tendances séculaires les plus puissantes de la décennie, et dont aucun concurrent crédible ne menace la position à horizon visible.

ASML - Free Cash Flow ajusté par action



Source : Bloomberg, ajustements Montaigne Capital

Les informations contenues dans ce document sont le produit de la réflexion des collaborateurs de Montaigne Capital, bâtie à partir des données brutes et du partage de réflexions entre professionnels. Toute analyse présentée ici ne doit pas être considérée comme une analyse impartiale, mais indépendante. Ce document vise à nourrir la réflexion et doit être considéré à titre informatif seulement. Il ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offres, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque instrument financier que ce soit, ou souscrire un service de gestion ou de conseil. Il ne présente aucun caractère contractuel. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



La gamme de fonds OPCVM

Montaigne Capital gère une gamme de fonds spécialisés sur plusieurs classes d'actifs.

MC Leaders Durables investit dans les actions de grandes entreprises mondiales leaders sur leur marché, ou en position avantageuse pour le devenir. La stratégie de gestion du fonds intègre des critères financiers d'analyse fondamentale et des critères extra-financiers principalement liés à la transition énergétique.

MC Leaders Réactifs est un fonds nourricier du compartiment MC Leaders Durables, qui bénéficie d'une couverture partielle au risque de marché. Son objectif est de réaliser une performance nette de frais supérieure à +4 % annualisée sur la durée de placement recommandée.

MC Modéré est un fonds d'allocation d'actifs cherchant à minimiser le niveau de risque global de ses investissements à travers une forte diversification. Il investit principalement dans des fonds indiciels, de sorte à minimiser les coûts induits.

MC Prestige Or investit dans les actions de sociétés liées à l'or sur toutes les géographies, y compris dans les pays émergents.

MC Spécial est un fonds actions, principalement investi en France. Sa stratégie d'investissement vise les situations spéciales liées à la structure capitalistique ou à la détention d'une probable sous-évaluation liée à un effet de mode.

Évolution de la performance

Fonds (indicateur de référence)	ISIN	Type	S1 2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020
MC Leaders Durables I (FCI AC World EUR)	FR0010085530	Actions	+3,82 % (+16,76 %)	-1,02 % (+20,88 %)	+3,71 % (+18,89 %)	+18,93 % (+20,96 %)	-19,64 % (-17,86 %)	+24,10 % (+23,25 %)	+21,34 % (+11,86 %)
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+0,70 % (+1,96 %)	-4,90 % (+4,00 %)	-0,66 % (+4,00 %)	+11,96 % (+4,00 %)	-15,72 % (+4,00 %)	+13,54 % (+4,00 %)	+15,06 % (+4,00 %)
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+4,37 % (+2,25 %)	+1,45 % (+4,82 %)	+4,64 % (+6,44 %)	+4,52 % (+5,90 %)	-10,44 % (+2,51 %)	+3,84 % (+1,94 %)	+1,98 % (+2,09 %)
MC Prestige Or (FTSE Gold Mines EUR Net)	FR0010361600	Actions	-4,67 % (-9,83 %)	+78,53 % (+141,25 %)	+12,67 % (+15,55 %)	+6,53 % (+8,34 %)	+0,00 % (-10,20 %)	+1,65 % (-6,10 %)	+5,68 % (+13,05 %)
MC Spécial R (CAC Small)	FR0007036397	Actions	-5,92 % (+0,61 %)	+7,01 % (+57,83 %)	+0,53 % (+0,17 %)	+10,26 % (+19,26 %)	-3,49 % (-9,50 %)	+25,54 % (+28,85 %)	+3,58 % (-7,14 %)

*Note : performances nettes de frais au 30 juin 2026. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs de référence s'entendent dividendes nets réinvestis.

Commentaire trimestriel

Le premier semestre 2026 a été marqué par un environnement plus volatil. Les tensions au Moyen-Orient et les craintes sur l'approvisionnement pétrolier ont ravivé les inquiétudes inflationnistes, sans toutefois remettre en cause la dynamique positive des marchés, soutenue par la résilience des bénéfices et le thème de l'intelligence artificielle.

Le marché obligataire a évolué dans un contexte toujours contrasté. La persistance de l'inflation, les tensions sur les prix de l'énergie et la prudence des Banques Centrales ont limité la détente des rendements, malgré un portage redevenu plus attractif. Les obligations ont ainsi offert un soutien modéré aux portefeuilles, sans véritable mouvement directionnel marqué.

Les marchés des actions ont poursuivi leur progression, malgré plusieurs épisodes de volatilité. L'Euro Stoxx 50 affiche une hausse de +9,27 % sur la période, tandis que le S&P 500 progresse de +5,55 %. Les marchés émergents se distinguent nettement, en hausse de +22,68 %, portés notamment par l'Asie et le cycle des semi-conducteurs lié à l'intelligence artificielle.

Le marché des changes a été marqué par des mouvements contrastés du dollar, soutenu ponctuellement par les phases d'aversion au risque et par la fermeté des anticipations de politique monétaire américaine. L'euro a toutefois conservé une certaine résistance, dans un contexte où les écarts de taux et les perspectives de croissance sont restés déterminants.

Les matières premières ont enfin constitué un facteur important d'évolution des marchés. Le pétrole est resté sensible aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient, tandis que l'or, après un début d'année très favorable, a corrigé en fin de semestre sous l'effet de prises de bénéfices et d'un regain de pression sur les taux réels.

Les fonds gérés par Montaigne Capital présentent un risque de perte en capital. Les indicateurs de référence sont calculés dividendes nets réinvestis. Pour plus d'informations concernant ces fonds, veuillez vous référer aux documents légaux (DIC, prospectus et rapports périodiques) disponibles sur le site internet de la société ou sur simple demande.

Ces éléments ont pour but de vous informer de manière simplifiée des caractéristiques des fonds. Ils ne constituent ni une offre ni un conseil en investissement pour l'achat ou la vente de tout instrument financier. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne constituent en aucun cas une garantie future de performance ou de capital. Tout investissement comporte des risques, notamment de perte en capital.