



MONTHLY INVESTMENT *Brief*

11 Février 2025



Laurent Denize
Co-directeur des investissements chez ODDO BHF

DeepSeek : un nouveau phénomène Spoutnik ?



“

Pour ceux qui suivent la course mondiale à l'IA, l'émergence de DeepSeek rappelle opportunément que l'innovation ne provient pas seulement des géants bien établis. Elle peut venir de n'importe où. Personne ne peut prétendre détenir un avantage permanent

”



Le 4 octobre 1957, le monde se réveillait sous le choc : l'Union soviétique avait battu les États-Unis dans la course à l'espace. La surprise créée par le lancement de Spoutnik, premier satellite artificiel au monde, fut si vive que cet événement a marqué un moment historique. Certains qualifient aujourd'hui de « phénomène Spoutnik » chinois l'émergence de DeepSeek dans l'écosystème de l'intelligence artificielle. Mais dans quelle mesure peut-on comparer ces deux événements ? DeepSeek représente-t-il un moment charnière pour le secteur de l'IA ? Bouleverse-t-il réellement le paysage de l'investissement dans l'AI ? Peut-on parler de « grand plongeon » pour l'exceptionnalisme américain et de « grand coup de fouet » pour la Chine ? Plutôt que de laisser ChatGPT et DeepSeek faire l'analyse à notre place, utilisons nos propres neurones pour mesurer les effets de cette avancée de l'IA chinoise sur l'allocation d'actifs et sur le positionnement de nos investissements.

DeepSeek, la startup chinoise qui secoue le monde de l'IA

Fondée en 2023, la startup chinoise DeepSeek a rapidement fait des vagues dans le paysage de l'IA. Elle a lancé très récemment deux grands modèles de langage (LLM) d'IA en open source du même type

que ChatGPT, DeepSeek-V3, en décembre 2024, et DeepSeek-R1, en janvier 2025. Ces modèles s'appuient sur plusieurs grandes avancées dans l'architecture des modèles, atteignant des performances comparables à celles des modèles de pointe actuels pour un coût d'entraînement nettement moindre.

Les unes des médias laissent entendre que le modèle V3 a été entraîné en deux mois à l'aide de seulement 2 000 puces Nvidia H800, pour un coût d'environ 5,6 millions de dollars US – une paille par rapport aux centaines de millions dépensés par OpenAI, Google ou Meta pour leurs modèles leaders du marché. Est-ce bien vrai ? La plupart des experts du secteur semblent reconnaître la performance de DeepSeek et ses gains en efficacité multipliés par dix. Et ils sont nombreux à penser que la méthodologie employée est légitime, et que ce type d'économie de coûts est tout à fait plausible.

Quoi qu'il en soit, DeepSeek remet en question, selon nous, la croyance « bigger is better » qui a longtemps prévalu sur le marché de l'IA au cours de ces dix dernières années.

Macro/microéconomie : coup de fouet ou coup de mou ?

Du point de vue macroéconomique, le principal



risque à court terme pour le PIB est que l'entraînement plus efficient des modèles et la baisse des coûts de calculs pourraient faire chuter les dépenses d'investissement dans les infrastructures liées à l'IA. Cet impact serait particulièrement prononcé aux États-Unis, où il pourrait coûter au PIB entre 0,1 et 0,2 point, selon certaines estimations.

Toutefois, les « hyperscalers » (des fournisseurs de services cloud à très grande échelle, essentiellement Microsoft, Meta, Amazon et Alphabet) ont récemment réitéré leur engagement à maintenir leurs dépenses. Nous estimons donc que l'émergence d'une nouvelle technologie éprouvée d'IA à des coûts de développement bien moindres pourrait, à moyen terme, rebattre les cartes dans le paysage concurrentiel actuel et s'avérer bénéfique pour le contexte macroéconomique.

Dans un tel scénario, les bénéfices de l'IA devraient se répandre dans l'économie mondiale bien plus rapidement et à plus grande échelle, accélérant et élargissant ainsi l'adoption de l'IA et les gains de productivité. D'un point de vue macroéconomique global, cette dynamique devrait donc stimuler la croissance mondiale.

La baisse des coûts de l'IA, induite par sa démocratisation, pourrait agir comme un facteur déflationniste dans l'économie mondiale. Dans ce contexte, nous maintenons une durée longue aux États-Unis tant que les gains de productivité n'ont pas atteint tous les secteurs. Pour autant, dans la mesure où les gains de productivité devraient avoir des effets positifs sur la croissance américaine, il nous faudra peut-être revoir nos attentes concernant les taux neutres... À moins que la désinflation ne devienne déflation. N'oublions pas non plus que les pressions déflationnistes en Chine, liées à sa surcapacité, n'ont pas encore produit tous leurs effets et doivent être surveillées de près.

Du point de vue microéconomique, nous estimons que la baisse progressive du coût d'adoption de l'IA enclenchera un cycle d'accélération de la productivité, qui bénéficiera aux marges bénéficiaires, non seulement pour les titres américains mais également pour de nombreuses entreprises gravitant autour de l'IA en Europe et ailleurs. Nous anticipons également un potentiel cycle d'amélioration des produits de grande consommation, à mesure que des produits comme les smartphones et les automobiles tireront parti des capacités de l'IA. Cela dit, ce changement

pourrait réduire les marges bénéficiaires des têtes de file actuelles de la tech comme Nvidia, Alphabet, Meta ou Microsoft.

Pas de plongeon pour les 7 Magnifiques, mais mieux vaut penser à se diversifier

Le phénomène DeepSeek rappelle à notre bon souvenir le problème de l'hyperconcentration au sein des indices et de la position disproportionnée d'une poignée de titres américains. L'avancée que représente DeepSeek nous inspire trois observations.

La première, c'est qu'une concurrence accrue dans l'IA pourrait stimuler les dépenses dans le secteur des technologies, mais pas nécessairement au profit des gagnants actuels de l'IA. Le recul de l'hégémonie de Nvidia pourrait encourager une meilleure diversification du portefeuille et améliorer la génération d'alpha : en effet, lorsque le premier titre mondial perd 16 % en une journée, le risque de concentration apparaît de manière douloureusement évidente.

La deuxième observation, c'est que les dépenses d'investissement liées à l'IA par les entreprises technologiques à mégacapitalisation pourraient devenir quelque peu obsolètes avec l'émergence de solutions moins onéreuses. De fait, l'avantage concurrentiel qui protège les 7 Magnifiques pourrait ne pas être aussi large que l'on imaginait.

Enfin, troisième observation, on voit émerger une remise en question de la longévité de la domination américaine en matière d'IA.

Au final, nous sommes convaincus que ce bouleversement constitue davantage un pivot qu'une véritable vision baissière de l'intelligence artificielle. Nous restons toutefois vigilants, car les valorisations exceptionnelles des titres des 7 Magnifiques (qui affichent un PE pondéré selon la capitalisation boursière de 35x) laissent peu de marge de manœuvre en cas de déception.

Il est temps de se pencher sur les entreprises qui adoptent l'IA

L'arrivée de DeepSeek marque le bon moment pour commencer à aborder le paradis de l'IA de manière différente et à repenser les opportunités liées à l'IA dans différents secteurs.

- **Prudence sur les semi-conducteurs et les infrastructures** : DeepSeek introduit un doute sur la demande de puces de pointe onéreuses, car l'intensification de la



- concurrence pourrait affecter les fabricants de puces. En outre, avec un modèle réputé être dix fois plus économe en énergie que ChatGPT et d'autres technologies d'IA, la demande d'électricité pourrait elle aussi être affectée. À ce point, nous opposons quatre arguments :
 - La baisse des coûts pourrait faire accélérer le rythme d'adoption de l'IA.
 - DeepSeek pourrait ne pas être aisément transférable à tous les écosystèmes existants.
 - Les « hyperscalers » n'ont pas fait de coupes sévères dans leurs programmes de dépenses d'investissement.
 - Les centres de données ne sont pas les seules sources de la forte demande en électricité, et la décarbonation reste une priorité essentielle.

L'émergence de DeepSeek ne remet donc pas en question les opportunités d'investissement dans l'électrification et notre ferme conviction vis-à-vis de la transition écologique.

- **Optimisme prudent concernant les « hyperscalers »** : l'impact devrait être mitigé sur les « hyperscalers ». En effet, bien qu'ils soient des consommateurs de leurs propres modèles, des groupes comme Amazon et Google sont également vendeurs de l'accès à leurs modèles internes et à des modèles externes. De par sa meilleure efficacité et sa moindre intensité en capital, DeepSeek peut permettre de réduire à la fois les dépenses d'exploitation et les dépenses d'investissement à moyen et à long terme, à mesure qu'Amazon, Google et Meta adopteront (probablement) ses innovations. Concernant le risque pour le chiffre d'affaires, Meta semble le mieux placé, suivi par Amazon et Google. L'accès à Llama ne génère en effet pas de chiffre d'affaires significatif pour Meta, alors qu'Amazon s'appuie sur un éventail de développeurs de modèles externes (notamment Anthropic), et que Google s'appuie sur son propre modèle, Gemini, ainsi que sur des modèles tiers. À court terme, nous n'anticipons pas non plus de baisse des investissements des « hyperscalers », car la demande continue de croître. La plupart d'entre eux restent limités

en capacité, avec un arriéré de projets liés à l'IA bien supérieur à la hausse des dépenses d'investissement – ce qui est rassurant. Toutefois, la question des dépenses d'investissement et du retour sur le capital investi (ROIC) ne devrait pas disparaître pour autant et devra être suivie de près. Enfin, il nous semble que l'approche en open source offre un avantage concurrentiel par rapport aux modèles d'IA propriétaires. L'IA en open source offre, de fait, une recette de succès rapide : elle rend largement accessible une technologie de pointe, encourage la collaboration au niveau mondial, permet de réduire les coûts, améliore la transparence et intensifie la concurrence avec les modèles propriétaires qui ont longtemps dominé le paysage.

- **Optimisme concernant les entreprises qui adoptent l'IA** : à mesure que l'IA devient plus abordable, les entreprises devraient, selon nous, l'adopter plus rapidement et plus largement. Les technologies d'IA devraient bénéficier à de nombreuses entreprises, tant en termes de productivité que de chiffre d'affaires, dans la plupart des secteurs du marché boursier, notamment l'industrie, les services financiers et l'Internet. Nous estimons que cette accélération de l'adoption pourrait particulièrement renforcer le segment des logiciels.

La Chine bénéficiera de ce tournant structurel dans le paysage de l'IA

Durant des années, du moins dans l'imaginaire collectif, la Chine a peiné à rattraper les États-Unis dans la course au développement de l'IA. Ses premiers efforts, comme le chatbot de Baidu, ont déçu les attentes. Aujourd'hui, le succès de DeepSeek rebat les cartes, démontrant que la Chine est un sérieux concurrent de géants américains de l'IA bien établis, voire qu'elle pourrait les surpasser. À cet égard, les conclusions du rapport Draghi sur la compétitivité européenne, publié en septembre 2024, sont plus pertinentes que jamais. Le rapport souligne brillamment la longueur d'avance de la Chine sur les États-Unis et l'Europe concernant les technologies numériques les plus complexes, de l'Internet des Objets (IoT) à l'IA, en passant par le cloud computing et l'informatique quantique.

Les investisseurs qui privilégient les grandes entreprises bénéficiant d'un net avantage



concurrentiel ne peuvent ignorer que ce sont les entreprises chinoises, et non les entreprises occidentales, qui affichent les avantages concurrentiels les plus importants, sans compter leur supériorité économique.

Nous sommes convaincus que les modèles chinois de plus en plus souples et les sérieuses améliorations de la rentabilité de l'informatique, dont DeepSeek est le chef de file, pourraient stimuler la démocratisation de l'adoption des applications d'IA. Cela ouvrira la voie à la montée de l'expansion mondiale des acteurs chinois, à supposer qu'ils puissent continuer à avoir accès aux puces nécessaires.

Au-delà de leurs valorisations attrayantes (l'indice Hang Seng China Enterprises se négocie à un PE à 12 mois inférieur à 10x), les opportunités chinoises reposent sur leur forte exposition aux secteurs des technologies d'application (« soft technology »), comme l'Internet, les logiciels et les services. Ces secteurs, qui représentent 32 % de la capitalisation boursière et 37 % des bénéfices de l'indice offshore, sont directement exposés aux bénéfices de productivité à long terme que promet l'IA.

Le « phénomène Sputnik », une nouvelle exagération du marché

Pour ceux qui suivent la course mondiale à l'IA, l'émergence de DeepSeek rappelle opportunément

que l'innovation ne provient pas seulement des géants bien établis. Elle peut venir de n'importe où. Personne ne peut prétendre détenir un avantage permanent, et les têtes de file peuvent tout à fait changer. Pour autant, tout comme Spoutnik a été catalyseur du programme Apollo, qui a permis de réaffirmer la domination technologique des États-Unis, l'émergence de DeepSeek constitue, selon nous, un coup de semonce pour le secteur de l'IA aux États-Unis (et peut-être même en Europe). Ce phénomène inspirera sans aucun doute une nouvelle vague d'innovation dans l'IA. D'ailleurs, les États-Unis ne sont pas fondamentalement à la traîne, comme c'était le cas en 1957. Simplement, ils doivent s'adapter à l'évolution des dynamiques. C'est là que l'analogie avec Spoutnik cesse d'être pertinente. Au final, DeepSeek pourrait-il s'avérer être un cadeau inattendu de la Chine aux États-Unis ?

LIRE LA PRÉSENTATION

La performance passée n'est pas un indicateur fiable des rendements futurs et est sujette à des fluctuations dans le temps. La performance des investissements en devises étrangères peut augmenter ou diminuer en raison des fluctuations des taux de change. Les pays émergents peuvent être confrontés à davantage de défis politiques, économiques ou structurels que les pays développés, ce qui peut entraîner un risque plus élevé.
Avertissement

ODDO BHF AM est la branche de gestion d'actifs du Groupe ODDO BHF. Elle est la marque commune des quatre sociétés de gestion juridiquement distinctes ODDO BHF AM SAS (France), ODDO BHF AM GmbH (Allemagne), ODDO BHF AM Lux (Luxembourg) et METROPOLE GESTION (France). Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de ODDO BHF AM SAS. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital. L'investissement doit s'effectuer en fonction de ses objectifs d'investissement, son horizon d'investissement et sa capacité à faire face au risque lié à la transaction

ODDO BHF Asset Management SAS (France)

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers (AMF) sous le n° GP 99011.

Constituée sous la forme d'une Société par actions simplifiée au capital de 21 500 000 €.

Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 340 902 857.

12, boulevard de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09 France - Tél. : 33 (0)1 44 51 85 00

am.oddo-bhf.com