

Vendre ou ne pas vendre, telle est la question.

Juillet, 2026



Février 2009 : C'est en pleine crise financière, la plus grave depuis la Grande Dépression de 1929, que ce marché haussier a vu le jour. Aujourd'hui, il en est à sa 17e année. Malgré la COVID, la guerre commerciale menée par Trump contre tous ses alliés et les prix élevés du pétrole (parfois supérieurs à 100 \$ US) imputables au conflit au Moyen-Orient avec l'Iran, il est toujours bien vivant.

Il est tout à fait naturel que les investisseurs se demandent si les cours n'ont pas augmenté trop vite et trop haut, et s'il n'est pas temps de vendre pour attendre une correction avant de revenir sur le marché.

Nous aimerions bien le savoir, mais ce n'est pas le cas. Alors, que faire?

À notre avis, la chose la plus rationnelle à faire est de garder à l'esprit les raisons fondamentales qui justifient, au départ, de détenir des actions : celles-ci reflètent la croissance économique au fil du temps et constituent les meilleurs indicateurs de la santé des entreprises en général. Les entreprises bien gérées prendront les devants sur leurs concurrents et nous offriront un rendement supérieur à la moyenne à long terme. Si vous faites les bons choix, la patience reste votre meilleure alliée. Les rapports financiers des entreprises constituent vos meilleurs outils, tandis que les journaux, les infolettres provenant de sources marketing et surtout les réseaux sociaux, s'ils sont mal utilisés ou trompeurs, sont vos pires ennemis.

Et puis, il y a la notion de l'effet des intérêts composés :

- Lorsque vous détenez des actions d'une société dans un compte ordinaire, qui n'est pas à l'abri de l'impôt, et que leur valeur augmente, pour chaque dollar de plus-value, vous devrez verser à l'État environ 25% d'impôt sur les gains en capital si vous les vendez. En revanche, si vous les conservez pendant 20 ans et plus, cette dette fiscale restera purement théorique jusqu'à ce que vous les vendiez. En d'autres termes, l'État vous « prête » sans intérêt l'impôt que vous lui devez jusqu'à ce que vous vendiez vos actions. De plus, s'il vous arrive de subir une perte sur un placement, vous pouvez la déduire de vos autres gains. Croyez-vous qu'une banque vous proposerait une offre comme celle-là?
- Si vous investissez dans des entreprises bien gérées, en mesure de réinvestir leurs bénéfices pour accroître leur part de marché, comme Alimentation Couche-Tard, CGI, Microsoft et bien d'autres encore, l'effet des intérêts composés sur votre capital serait stupéfiant si vous adoptiez une vision à long terme. Par exemple, le rendement des capitaux propres de Couche-Tard s'est établi en moyenne à plus de 20 % par année au cours des 15 dernières années, celui de CGI à plus de 15 % au cours des 10 dernières années et celui de Microsoft à plus de 25 % au cours des 25 dernières années!

Bref, vous « empruntez » de l'argent sans intérêt à l'État et l'investissez dans des entreprises qui le faisaient fructifier à un taux supérieur à la moyenne.

Si l'on combine ces deux tours de magie qu'offre l'effet des intérêts composés, on comprendra pourquoi il ne faut pas se fier aux prévisions à court terme des prétendus experts, même si la trajectoire future ne sera certainement pas une ligne droite.

Le boum de l'IA et le boum des « point.com » de la fin des années 1990 : contrastes et similitudes

Comme nous le mentionnions dans notre dernière lettre trimestrielle, l'engouement actuel pour l'IA rappelle celui autour de l'essor des « point.com » de la fin des années 1990. Ces deux périodes se caractérisent par une profonde mutation technologique, d'importants investissements dans les infrastructures de base et une forte concentration sur les marchés boursiers. Or, l'analyse des données sous-jacentes des entreprises révèle plusieurs différences notables.



La plus importante différence entre ces deux époques réside dans la capacité fondamentale des chefs de file du marché à générer des flux de trésorerie.

Le boum des « point.com » (1995-2000) : L'essor de l'Internet s'articulait en grande partie autour d'une « demande spéculative ». À son apogée en 2000, l'entreprise technologique médiane inscrite à la cote du Nasdaq était tout sauf rentable. Les introductions en bourse très médiatisées s'appuyaient davantage sur le nombre de visiteurs et de clics que sur le chiffre d'affaires, créant ainsi un écosystème extrêmement vulnérable à un gel soudain du crédit.



Le cycle d'infrastructure de l'IA générative : Le déploiement actuel des infrastructures est financé par les bilans d'entreprises les plus rentables et les plus liquides de l'histoire économique. Des chefs de file du marché comme Nvidia, Microsoft, Alphabet et Meta génèrent chaque année des centaines de milliards de dollars en flux de trésorerie disponibles. Nvidia, par exemple, a atteint une capitalisation boursière de 5 000 milliards de dollars, portée par un chiffre d'affaires sur les 12 derniers mois de 215,9 milliards de dollars et une marge d'exploitation colossale de 53 %.

Toutes les bulles finissent par éclater dans la douleur, et celle-ci ne fera pas exception. Notre rôle n'est pas de prédire le moment où une correction se produira, mais bien de repérer les signaux qui indiquent les excès « éhontés » et les problèmes à venir.

Quatre points méritent l'attention :

- Inflexion des flux de trésorerie disponibles : À elles quatre, Amazon, Google, Meta et Microsoft se sont engagées à consacrer plus de 725 milliards de dollars à des dépenses d'investissement en 2026 et promettent d'investir encore plus au cours des années à venir. On s'attend à ce qu'Amazon affiche un flux de trésorerie négatif cette année. Si les dépenses d'investissement liées à l'IA commencent à dépasser le flux de trésorerie d'exploitation de ces quatre géants, le financement devra provenir des marchés des capitaux, ce qui exercera une pression sur les valorisations et les rendements.
- À ce jour, aucun géant n'a même tenté de donner un aperçu de ses marges d'exploitation liées à l'IA, distinctes de son chiffre d'affaires global lié à l'infonuagique. Jusqu'à présent, les marchés ont vu la croissance du carnet de commandes comme un indicateur des rendements liés à l'IA. Le prix des jetons (les tokens, en anglais), unité de mesure de la rentabilité future de l'activité des centres de données, a chuté de 90 % depuis 2023, tandis que le total des dépenses d'investissement a pratiquement doublé depuis l'année dernière. C'est là que réside le paradoxe structurel de l'économie liée à l'IA : les constructeurs de centres de données

dépensent deux fois plus de capitaux pour bâtir des infrastructures, tandis que l'« unité de valeur » qu'ils vendent (le jeton) subit une dépréciation rapide en raison d'une banalisation exagérée. Pour mieux comprendre, un jeton est une petite unité de texte analysée ou générée par un modèle d'IA. Plus une entreprise utilise l'IA, plus elle consomme de jetons. Pour que les centres de données restent très rentables à long terme, le volume de consommation de jetons doit croître de façon exponentielle plus rapidement que les coûts d'amortissement du matériel. Pourtant, Werner Vogels, chef de la direction technologique d'Amazon, a récemment fait plusieurs remarques sur la hausse rapide du coût de l'IA attribuable due à une consommation incontrôlée de jetons (ce que l'on nomme token maxxing en anglais) :

« Nous constatons une évolution entre les modèles libres, moins coûteux, et les modèles plus imposants et chers... Le coût est un élément très important de votre architecture, vous devez en tenir compte. »

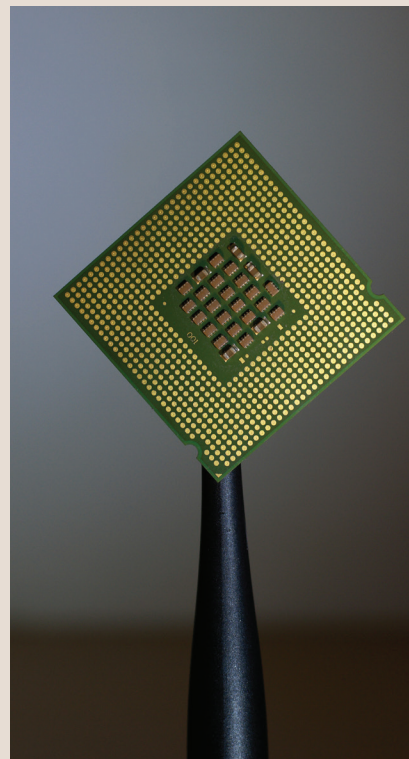
« Vous faut-il vraiment le modèle le plus grand et le plus haut de gamme pour résoudre ce problème? La réponse est non. »

Les propos de M. Vogels s'inscrivent dans le cadre d'une remise en question plus large de l'entreprise concernant l'efficacité des jetons. Au sein même d'Amazon, la contestation face aux dépenses incontrôlées en jetons a atteint son paroxysme lorsque Dave Treadwell, vice-président principal, a envoyé une note de service au personnel lui demandant de « cesser d'utiliser l'IA juste pour le plaisir d'utiliser l'IA ». Amazon a en effet dû supprimer un classement interne des développeurs qui suivait la consommation de jetons, comme les employés s'étaient mis à pratiquer la surconsommation intentionnelle des jetons, c'est-à-dire à faire tourner des agents d'IA dans des boucles répétitives et inutiles dans le seul but de grimper dans le classement, générant ainsi pour l'entreprise des factures colossales et inutiles liées à l'infrastructure infonuagique. Des cas semblables ont été révélés chez Uber (qui aurait épuisé l'intégralité de son budget annuel consacré aux outils d'IA en seulement quatre mois) et chez Meta, ce qui prouve que les acheteurs, tous secteurs confondus, sont soudainement devenus très sensibles au coût brut des transactions de jetons.

- On observe de nombreux circuits de financement en boucle dans le secteur des puces informatiques, qui ne sont pas sans rappeler le stratagème observé à l'époque de la bulle Internet dans le secteur des télécommunications : par exemple, Nvidia investit dans OpenAI; OpenAI s'engage à acheter des processeurs graphiques Nvidia; Microsoft finance OpenAI; OpenAI fonctionne sur Azure. À lui seul, l'accord entre OpenAI et Nvidia devrait représenter jusqu'à 13 % du chiffre d'affaires prévisionnel de Nvidia pour 2026, estimé à 272 milliards de dollars. C'est précisément le modèle que Lucent et Nortel avaient mis en place en 1999 pour financer les opérateurs de télécommunications : les équipementiers prêtaient de l'argent à leurs clients pour qu'ils achètent leur matériel, avec pour résultat un véritable désastre – une vague de faillites chez les opérateurs et un effondrement du chiffre d'affaires chez les fournisseurs. Cela pourrait se reproduire dans le domaine de l'IA...
- Si les puces mémoire, les processeurs graphiques et les ingénieurs compétents constituent les goulots d'étranglement visibles du cycle de l'IA, l'électricité en est un plus discret. Les

contraintes d'approvisionnement en électricité retardent déjà des projets de centres de données en Virginie, en Irlande et dans certaines régions du Texas. Non seulement la demande pourrait se révéler incertaine, mais il faut également se demander si l'approvisionnement ne risquerait pas d'être impossible.

Alors que le boum des « point.com » était une bulle de valorisations spéculatives – les actions d'entreprises non rentables négociées à des multiples astronomiques de bénéfices inexistant – le cycle de l'IA générative est une bulle de dépenses d'investissement. Le risque aujourd'hui n'est pas que les chefs de file du marché fassent faillite; le risque est qu'ils construisent une infrastructure d'une valeur de 725 milliards de dollars dont l'adoption par les entreprises et la monétisation pourraient mettre une décennie à se justifier pleinement, ce qui les rendrait vulnérables à une correction brutale des dépenses d'investissement si les rendements ne se concrétisaient pas assez rapidement.



Évaluation de la situation actuelle et des zones d'incertitude...

Tout d'abord, tout le monde (ou presque) estime que l'intelligence artificielle pourrait bien constituer l'une des plus grandes avancées technologiques de tous les temps, en mesure de transformer à la fois la vie quotidienne et l'économie mondiale.

Nous savons aussi que, ces dernières années, les économies et les marchés sont devenus de plus en plus dépendants de l'IA :

- L'IA représente une part très importante des dépenses d'investissement totales des entreprises.
- Les dépenses d'investissement consacrées aux capacités d'IA représentent une part importante de la croissance du PIB américain.
- Les titres liés à l'IA sont à l'origine de la grande majorité des gains enregistrés par l'indice S&P 500.



Par ailleurs, il est important de noter que, même si les gains enregistrés par les valeurs liées à l'IA représentent une part disproportionnée des gains totaux réalisés par l'ensemble des actions, l'engouement suscité par l'IA sur les marchés a assurément contribué de façon non négligeable à l'appréciation des actions non liées à l'IA.

Pourtant, de nombreuses questions persistent :

- Qui seront les gagnants, et quelle sera leur valeur? Comme l'a souligné Warren Buffett en 1999 : *« L'automobile a probablement été l'invention la plus importante de la première moitié du XXe siècle... Si vous aviez vu, à l'époque des premières voitures, comment ce pays allait se développer grâce à l'automobile, vous auriez dit : "C'est ici ma place." Mais sur les 2 000 entreprises qui existaient il y a encore quelques années à peine, seuls trois constructeurs automobiles ont survécu. Ainsi, l'automobile a eu un impact énorme sur l'Amérique, mais l'effet inverse sur les investisseurs. »*
- Que vaut une action d'une entreprise en démarrage? Les introductions en bourse révèlent des valorisations exorbitantes que le marché est prêt à accorder à des entreprises qui n'ont aucun chiffre d'affaires à faire valoir, sans parler de bénéfices. La « mentalité du billet de loterie » semble omniprésente dès qu'il est question d'IA.
- L'IA générera-t-elle des bénéfices, et si oui, pour qui? Pour les fournisseurs? Ou pour les utilisateurs?

Dans l'une de ses infolettres, le journaliste, baladodiffuseur et auteur américain Derek Thompson a apporté une formidable perspective historique :

« Les chemins de fer étaient une bulle et ont transformé l'Amérique. L'électricité était une bulle et a transformé l'Amérique. Le déploiement de la large bande à la fin des années 1990 était une bulle qui a transformé l'Amérique. Je ne souhaite pas l'apparition d'une bulle. Bien au contraire, j'espère que l'économie américaine ne connaîtra pas une nouvelle récession avant de nombreuses années. Mais compte tenu du volume de dette actuellement consacré à la construction de centres de données consacrés à l'IA, je pense qu'il est peu probable que l'IA soit la première technologie transformatrice à ne pas faire l'objet d'une surconstruction et à ne pas subir une brève correction douloureuse. L'IA pourrait bien être le chemin de fer du XXIe siècle. Attachez votre ceinture. »



Conclusion?

Il arrive parfois que l'on tombe sur des textes si perspicaces et instructifs qu'il vaut mieux les reproduire tels quels plutôt que d'essayer de les paraphraser. Il faut rendre à César ce qui appartient à César. Howard Marks, d'Oaktree Capital Management, propose l'une des meilleures conclusions et l'un des meilleurs résumés concernant l'IA :

*« ...Mais ai-je une conclusion? Oui, j'en ai une. L'expression d'Alan Greenspan, mentionnée plus haut, résume parfaitement ce qu'est une bulle boursière : "l'exubérance irrationnelle". **Il ne fait aucun doute que les investisseurs font preuve d'exubérance en ce qui concerne l'IA. La question est de savoir si cette exubérance est irrationnelle. Compte tenu du potentiel immense de l'IA, mais aussi du grand nombre d'inconnues majeures, je pense que pratiquement personne ne peut se prononcer avec certitude.** Nous pouvons émettre des hypothèses sur le caractère excessif ou non de l'enthousiasme actuel, mais nous ne saurons que dans plusieurs années si c'était le cas. C'est avec le recul que l'on identifie le mieux les bulles.*

Si les parallèles avec les bulles passées sont indéniables, les partisans de cette technologie affirmeront que "cette fois, c'est différent".** On entend ces mots dans presque toutes les bulles, pour expliquer pourquoi la situation actuelle n'est pas une bulle, contrairement aux précédentes. En revanche, Sir John Templeton, qui en 1987 avait attiré mon attention sur ces mots, n'a pas manqué de souligner que dans 20 % des cas, les choses sont réellement différentes. **Mais d'autre part encore, il faut garder à l'esprit que c'est précisément le comportement fondé sur la conviction que c'est différent qui fait que ce n'est pas différent!

Aujourd'hui, la situation actuelle me rappelle une remarque attribuée à l'économiste américain Stuart Chase au sujet de la foi. Je pense qu'elle s'applique également à l'IA (ainsi qu'à l'or et aux cryptomonnaies) :

Pour ceux qui croient, aucune preuve n'est nécessaire. Pour ceux qui ne croient pas, aucune preuve n'est possible.



En somme, voici ce que je pense :

On constate régulièrement que les technologies de transformation suscitent un enthousiasme et des investissements excessifs, ce qui se traduit par des infrastructures plus importantes que nécessaire et des prix d'actifs qui se révèlent éventuellement trop élevés. Ces excès accélèrent l'adoption de la technologie d'une façon qui ne se produirait pas en leur absence. On désigne généralement ces excès sous le terme de "bulles".

L'IA a le potentiel de devenir l'une des technologies les plus révolutionnaires de tous les temps.

Comme je disais, l'IA suscite actuellement un grand engouement. Si cet engouement ne débouche pas sur une bulle suivant le schéma historique, ce sera une première.

Les bulles qui se forment dans ce processus se soldent généralement par des pertes pour ceux qui les alimentent.

Ces pertes s'expliquent en grande partie par le fait que la nouveauté de cette technologie rend imprévisibles l'ampleur et le moment de son impact. Il est donc facile, dans ce contexte d'enthousiasme général, de porter un jugement trop favorable sur les entreprises, et difficile de savoir lesquelles sortiront gagnantes une fois la situation normalisée.

Il est tout à fait impossible de tirer pleinement parti des avantages potentiels de cette nouvelle technologie sans s'exposer aux pertes qui surviendront si l'enthousiasme, et par conséquent le comportement des investisseurs, se révèlent avoir été excessifs.

Le recours à l'endettement dans ce processus – ce que le degré d'incertitude élevé avait généralement empêché lors des révolutions technologiques passées – pourrait cette fois-ci amplifier tous les effets mentionnés ci-dessus.

Comme personne ne peut affirmer avec certitude s'il s'agit d'une bulle, je conseillerais à chacun de ne pas miser tout son capital sans avoir conscience du risque de ruine auquel il s'expose si les choses tournent au vinaigre. Mais, dans le même ordre d'idées, personne ne devrait rester à l'écart et risquer de passer à côté d'une des grandes avancées technologiques. Une position modérée, adoptée avec sélectivité et prudence, semble être la meilleure stratégie.

*Enfin, il est essentiel de garder à l'esprit qu'il n'y a pas de formule magique en matière de placement. De nos jours, ceux qui font la promotion des fonds immobiliers affirment que "les immeubles de bureaux, c'est du passé; nous investissons dans l'avenir grâce aux centres de données", et tous opinent du bonnet. Mais les centres de données peuvent faire l'objet d'une pénurie ou d'une offre excédentaire, et les loyers peuvent réserver des surprises, à la hausse comme à la baisse. Par conséquent, ils peuvent être rentables... ou pas. **Investir intelligemment dans les centres de données, et donc dans l'IA – comme dans tout autre domaine –, exige un jugement lucide et perspicace, ainsi qu'une mise en œuvre habile.** »*

Digne de mention :

Alphabet (la société mère de Google) a remplacé Verizon dans l'indice Dow Jones des valeurs industrielles le 29 juin 2026, marquant un changement important pour l'un des principaux indices américains. Si cet événement a fait grand bruit dans la presse financière, son impact concret sur les portefeuilles et le marché est plus nuancé.

Le Dow Jones est un indice pondéré selon les cours, ce qui signifie que le poids d'une entreprise est déterminé exclusivement par le cours absolu de ses actions en dollars, et non par sa capitalisation boursière totale.

Avant ce changement, l'action Verizon se négociait à environ 47 \$ US par action, ce qui signifie que sa pondération ne représentait que 0,5 % de l'indice. Ainsi, ses fluctuations quotidiennes n'avaient que peu ou pas d'impact sur l'indice.

Comme les actions de catégorie A d'Alphabet (GOOGL) se négocient à un cours nettement plus élevé, soit à environ 355 \$ US par action au moment où nous écrivons ces lignes, elles représentent d'emblée une pondération d'environ 4 % dans l'indice. Cela la classe parmi les 10 entreprises les plus influentes du Dow Jones, ce qui signifie qu'une journée particulièrement favorable pour Google peut faire nettement varier l'indice.

L'indice Dow Jones des valeurs industrielles n'est plus strictement industriel depuis un certain temps déjà, mais ce changement particulier marque la fin d'une époque :

L'exclusion de Verizon signifie que le Dow Jones a officiellement éliminé de sa composition sa dernière valeur issue du secteur des télécommunications traditionnelles. S&P Dow Jones Indices a explicitement souligné que la vaste présence numérique d'Alphabet reflétait mieux le paysage actuel des « services de communication ».

Alphabet devient la cinquième valeur technologique à très forte capitalisation des « Sept magnifiques » à intégrer ce club très sélect de 30 membres, rejoignant ainsi Microsoft, Apple, Amazon et Nvidia.



Du point de vue historique, le Dow Jones était considéré comme une valeur refuge ennuyeuse, stable et axée sur la valeur lors des corrections dans le secteur technologique. Le fait de remplacer Verizon, une entreprise versant des dividendes stables, par une société de croissance relativement volatile comme Alphabet, montre que l'indice lie désormais son destin encore plus étroitement au secteur technologique. Si les inquiétudes du marché concernant les dépenses d'investissement colossales dans l'IA venaient à s'intensifier, le Dow Jones ressentirait désormais ces chocs bien plus fortement qu'auparavant.

Au final, cette décision renforce la position de Google en tant que pilier fondamental du monde des affaires américain, même si elle rend le bulletin boursier quotidien du Dow Jones un peu plus axé sur le secteur technologique.

Nous vous souhaitons un bel été!

- Alain Chung, CFA, Président du conseil et chef des investissements, au nom de toute l'équipe Claret.

