

Octobre, 2026



Comme le marché continue d'escalader un mur d'inquiétudes, et en nous appuyant sur le comportement historique des marchés, nous estimons qu'il est utile d'émettre quelques mises en garde :

- Le retour à la moyenne : Les périodes de performances supérieures à la normale ont en général été suivies de périodes de rendements inférieurs à la moyenne. L'inverse est également vrai. C'est ce qu'on appelle le « retour à la moyenne », une des forces les plus puissantes du marché auxquelles nous devons faire face. Entre le creux de la Grande Dépression (1929-1932) et le sommet actuel, le rendement annualisé de l'indice S&P 500 joue autour de 8,25 %. Or, si on regarde de plus près, on peut répartir cette époque en trois grandes périodes :
  - ◇ 1932-1968 : Depuis le creux de la Grande Dépression, l'indice S&P 500 progresse à un rythme annualisé de 9 %. La fin des années 1960 a été marquée par les années à gogo, caractérisées par une surévaluation extrême des valeurs conceptuelles et des conglomérats que l'on a surnommés les « *Nifty Fifty* », les chouchous de la croissance. Ces titres se négociaient à des multiples cours-bénéfice de 45 fois et plus (Polaroid à 90,7 fois, McDonald's à 85,7, Walt Disney à 81,6, Baxter Travenol à 78,5, Intl. Flavours & Fragrances à 75,8, Avon Products à 65,4, Johnson & Johnson à 61,9, Digital Equipment à 60,0, Kmart à 54,3, Black & Decker à 50,5, et tutti quanti). Le marché a atteint son sommet en 1968, puis a fait du surplace pendant les 12 à 14 années suivantes, dégageant un rendement annualisé inférieur à 1 % jusqu'en 1982.

- ◇ 1974-2000 : Depuis le creux de la récession de 1974, provoquée principalement par la multiplication par cinq du prix du pétrole, l'indice S&P 500 progresse à un rythme annualisé de 13,5 %. Il a atteint son sommet lors de la bulle des point-coms. Ici encore, les actions se négociaient à des multiples absurdes, même lorsque les entreprises dégageaient des bénéfices (Yahoo! à environ 1 000 fois, America Online entre environ 200 et 315, Qualcomm à 150, Cisco Systems entre environ 130 et 150, Oracle à environ 110, Sun Microsystems à environ 100, EMC Corporation à environ 100x, Microsoft à environ 75, Dell à environ 65). Quant aux entreprises qui ne dégageaient aucun bénéfice, elles se négociaient en fonction d'un multiple de leur chiffre d'affaires ou, mieux encore, selon des indicateurs d'évaluation ésotériques comme le nombre de visiteurs et le nombre de clics. Du sommet de la bulle, le marché a affiché un rendement annualisé de 0 % pendant les 12 à 13 années qui ont suivi.
- ◇ 2009 à ce jour : Depuis le creux de la grande crise financière de 2009, alimentée en grande partie par les politiques d'assouplissement quantitatif (c'est-à-dire l'impression de monnaie), l'indice S&P 500 a progressé à un taux annualisé de 15 %. Nous assistons aujourd'hui à un cycle sans précédent de dépenses d'investissement liées au développement de l'IA depuis le boom des chemins de fer du XIXe siècle, estimées entre environ 2,4 % et 3,6 % du PIB. À titre de comparaison, les dépenses d'investissement liées au boom des chemins de fer avaient atteint un pic d'environ 6 % du PIB, tandis que celles liées au boom des télécommunications et de la fibre optique représentaient entre environ 1 % et 1,2 % du PIB.

Les lois de l'économie veulent que les grands cycles d'investissements créent inévitablement des surcapacités, ce qui entraîne inévitablement un ralentissement, le marché ayant besoin de temps pour assimiler ces capacités excédentaires. Personne ne sait comment ou quand un tel cycle prendra fin. Chose certaine, cela finira par se traduire, au cours des années à venir, par une sous-performance de certaines actions par rapport à leur moyenne historique (à titre de référence, cette moyenne historique annualisée joue autour de 8,5 %). C'est ainsi que fonctionne le « retour à la moyenne ».

- **La normalisation des taux d'intérêt :** Après 40 ans de baisse des taux d'intérêt (qui sont passés d'un sommet de 15,8 % en 1981 à un creux de 0,50 % en 2020, durant la pandémie de COVID-19, prenant comme référence le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans), les taux renouent aujourd'hui avec la normale pour s'établir à un niveau légèrement supérieur à 5 % soit, en gros, 2 % à 3 % au-dessus du taux d'inflation à long terme. En avril 2025, nous notions : « ... *en prenant pour référence l'indice S&P 500, le rendement total annualisé à très long terme des actions (rendement) a été d'environ 10 %, composé depuis 1927. Toutefois, depuis 1981 (début de la longue baisse des taux d'intérêt), le rendement annualisé a été de 11,3 %, soit bien plus que la moyenne à long terme, alors qu'il a été de 7,8 % entre 1927 et 1981, soit bien en dessous de la moyenne. La logique veut donc que les taux d'intérêt soient l'un des vecteurs les plus importants du rendement des actions, sinon LE plus important. Ainsi, il faut s'attendre à ce que le rendement des 20 prochaines années soit très différent de celui des 20 dernières années puisque nous reconnaissons tous que la tendance des taux sera très différente de celle des 20 dernières années.* »

À mesure que cet énorme cycle de dépenses d'investissement liées à l'évolution de l'IA se poursuivra, il exercera une pression à la hausse sur les taux d'intérêt, les entreprises empruntant pour construire des centres de données et les gouvernements empruntant pour financer leurs déficits.

La hausse des taux d'intérêt constituera ainsi un frein important aux rendements boursiers.

- **L'offre et la demande en actions :** Les investissements dans les entreprises liées à l'IA se sont révélés formidablement rentables, en particulier pour les premiers investisseurs, ceux qui ont acheté des actions alors que ces entreprises n'étaient pas encore cotées en bourse. À mesure que ces entreprises mûrissent, elles doivent entrer en bourse de façon à ce que les premiers investisseurs puissent réaliser leurs gains. SpaceX est entrée en bourse en juin 2026 en émettant 638 millions de nouvelles actions, soit environ 4 % des actions en circulation, pour environ 86 G\$, ce qui valorisait l'entreprise à environ 1 750 G\$. Une période d'interdiction d'opérations a été mise en place pour les actionnaires existants, afin d'éviter des ventes massives et incontrôlées. Cependant, d'ici fin 2027, la quasi-totalité des actions sera débloquée, ce qui représentera un volume colossal de 13,5 milliards d'actions pouvant être négociées. Combinée à d'autres introductions en bourse liées à l'IA, notamment celles d'Anthropic et d'OpenAI, ainsi qu'à d'autres émissions secondaires menées par des fournisseurs de services infonuagiques à très grande échelle (ou *hyperscalers* en anglais), cette offre phénoménale d'actions aura sans aucun doute un effet sur les cours. Historiquement, les données nous indiquent que chaque augmentation de 1 % de l'offre entraîne une baisse de la valeur de marché d'environ 4 % au cours de l'année suivante.
- **Le coût de l'IA par rapport aux gains de productivité :** L'IA est bien réelle, tout comme l'ont été les chemins de fer, les ordinateurs personnels et l'Internet et les télécommunications. Or, selon les plus récentes recherches économiques et analyses de marché de 2026, l'économie articulée autour de l'intelligence artificielle se distingue par un écart considérable entre ses avantages macroéconomiques quantifiés et les coûts unitaires vertigineux nécessaires à la construction de son infrastructure. L'incertitude réside dans l'ampleur des gains de productivité générés par l'IA ainsi que dans la demande globale pour les services liés à l'IA, par rapport aux dépenses d'investissement colossales requises. Ainsi, la principale tension économique entourant l'IA aujourd'hui est l'énorme disparité entre le coût de construction de l'infrastructure d'IA et les revenus générés par les logiciels d'IA destinés aux utilisateurs finaux. Selon Gartner Research :
  - ◊ Les dépenses totales liées à l'IA sont estimées à 2,7 billions de dollars américains en 2026 à l'échelle mondiale. Toutefois, l'infrastructure (serveurs, puces, réseaux, alimentation électrique) représente 56 % de ces dépenses (soit 1,48 billion de dollars), tandis que les logiciels ne représentent que 461 milliards de dollars.



- ◇ Comme les propriétaires d'infrastructures assument la majeure partie des coûts, mais touchent moins de la moitié des revenus générés par les services d'intelligence artificielle, l'économie unitaire du secteur est actuellement mise à rude épreuve.
- ◇ En raison de ces coûts d'amortissement élevés et de l'ampleur même du déploiement requis, Gartner avertit qu'il est peu probable que le rendement du capital investi du secteur de l'IA dans son ensemble atteigne 12 %, considéré comme un niveau standard, avant la fin de l'année 2032.

Dans le secteur des technologies, une prévision à cinq ans n'est, au mieux, que pure spéculation.



Ce n'est pas que nous pensons qu'un krach boursier est à nos portes que nous exprimons ces appels à la prudence. Il s'agit simplement pour nous de naviguer sur les marchés financiers en nous appuyant sur l'ensemble des éléments et faits à notre disposition.

Si nous ne disposons ni d'une boule de cristal ni de la capacité à voir venir les fluctuations du marché, nous restons toutefois fermement convaincus qu'investir dans des entreprises de grande qualité, rentables, non cycliques, générant des flux de trésorerie disponibles positifs et faiblement capitalistiques constitue une stratégie de gestion de portefeuille prudente. Nous continuerons sans aucun doute à mettre en œuvre cette stratégie pour nos clients.

Pour un meilleur aperçu des stratégies de rééquilibrage de portefeuille, nous vous invitons à consulter nos dernières lettres trimestrielles : celle du deuxième trimestre 2026, dans laquelle nous parlions de « l'effet des intérêts composés », celle du premier trimestre 2026 consacrée au « changement radical au chapitre des taux d'intérêt » et enfin, celle du premier trimestre 2025, sur le choix entre « les titres de participation ou les titres à revenu fixe ».

Nous serions ravis de discuter avec vous de ces thèmes – ou de tout autre sujet qui vous préoccupe. Nous souhaitons à tous un superbe automne.

Et joyeuse Halloween!

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