

Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel...



Dans le conte anglais *Jack et le Haricot magique*, le jeune héros échange la seule vache de sa famille contre quelques graines prétendument magiques. La nuit suivante, un gigantesque haricot pousse jusqu'au ciel. Jack l'escalade, découvre le royaume des géants, s'empare de leurs trésors et sauve ainsi sa famille de la famine.

Les marchés financiers aiment eux aussi croire au haricot magique.

Depuis le 1er janvier 2023, le Nasdaq, principal indice des valeurs technologiques américaines, a progressé d'environ 145 %, soit près de 29 % par an. Une performance exceptionnelle, rarement observée dans l'histoire des marchés.

Cette envolée traduit l'immense enthousiasme suscité par l'intelligence artificielle. Cet enthousiasme est largement justifié. L'intelligence artificielle constitue probablement la plus grande rupture technologique depuis Internet. Elle modifiera

profondément nos modes de production, notre manière de travailler et l'organisation de nombreuses entreprises.

Mais reconnaître qu'une révolution est en marche ne signifie pas que toutes les entreprises qui y participent créeront durablement de la valeur pour leurs actionnaires.

Une révolution... mais des acteurs très différents

Lorsque l'on parle d'intelligence artificielle, on mélange souvent des entreprises dont les métiers sont pourtant très différents.

Les premiers bénéficiaires sont les fabricants d'infrastructures, tels que Nvidia, AMD, Broadcom, Samsung, Hynix, TSMC ou ASML. Ils fournissent les processeurs, les équipements et les composants indispensables au fonctionnement de l'IA.

Viennent ensuite les « hyperscalers » (Amazon, Alphabet, Microsoft, Meta et Oracle) qui construisent les gigantesques centres de données permettant d'entraîner et d'exploiter les modèles d'intelligence artificielle.

La troisième catégorie regroupe les éditeurs de modèles, comme OpenAI, Anthropic, Mistral AI ou xAI, qui développent les grands modèles de langage.

Enfin, les véritables utilisateurs de cette technologie sont les intégrateurs : Microsoft, Adobe, Salesforce, Meta, Apple ou encore Google, qui incorporent progressivement l'intelligence artificielle dans leurs logiciels et leurs services.

Toutes ces entreprises profitent aujourd'hui de la révolution de l'IA. Mais leurs modèles économiques, leurs besoins en capitaux et leurs perspectives de rentabilité sont très différents.

Les marchés ont-ils déjà choisi les gagnants ?

L'histoire économique nous invite à la prudence.

À la fin des années 1990, personne ne doutait qu'Internet allait transformer l'économie mondiale. Les investisseurs avaient raison.

Ils se sont simplement trompés sur les gagnants.

Les entreprises qui fabriquaient les équipements nécessaires au déploiement d'Internet figuraient parmi les sociétés les plus valorisées au monde. Cisco, France Télécom, Alcatel ou Nortel semblaient promises à une croissance infinie.

La révolution Internet a bien eu lieu.

Mais les principaux bénéficiaires furent finalement ceux qui ont su exploiter cette nouvelle infrastructure : Amazon, Google, Meta ou encore Netflix.

Autrement dit, les investisseurs avaient correctement identifié la révolution technologique... mais pas les entreprises qui en tireraient les profits les plus durables.

L'intelligence artificielle pourrait suivre un chemin comparable.

Une course mondiale aux investissements

Les cinq principaux « hyperscalers » américains devraient investir près de 6.000 milliards de dollars au cours des cinq prochaines années dans leurs infrastructures d'intelligence artificielle.

Jamais une industrie n'aura mobilisé autant de capitaux en si peu de temps.

Cette course aux investissements ne traduit pas nécessairement une visibilité exceptionnelle sur la rentabilité future.

Elle reflète aussi un phénomène bien connu des économistes : le dilemme du prisonnier.

Chaque acteur sait que les investissements sont gigantesques et que leur rentabilité demeure incertaine. Pourtant, aucun ne peut se permettre de ralentir, de peur de laisser un concurrent prendre une avance technologique irrattrapable.

À cette pression concurrentielle s'ajoute une autre contrainte : les capacités électriques nécessaires aux futurs centres de données sont limitées. Les entreprises cherchent donc à réserver dès aujourd'hui les terrains, les raccordements électriques et les capacités industrielles disponibles, parfois plusieurs années avant leur mise en service.

La question n'est donc plus de savoir si ces investissements seront réalisés mais s'ils généreront un retour sur investissement suffisant.

Des valorisations parfois stratosphériques

Les marchés semblent aujourd'hui considérer que l'ensemble de cet écosystème créera une valeur considérable.

Certaines valorisations atteignent désormais des niveaux qui dépassent ceux observés au plus fort de la bulle Internet.

L'introduction en Bourse de SpaceX illustre parfaitement cet enthousiasme.

L'entreprise possède incontestablement des avantages concurrentiels majeurs dans les lanceurs spatiaux et les télécommunications par satellite. Son potentiel est considérable.

Mais la qualité d'une entreprise ne suffit pas toujours à justifier n'importe quel prix.

Comme souvent en Bourse, un excellent actif peut devenir un mauvais investissement lorsque son prix incorpore déjà des scénarios extrêmement optimistes.

À cette euphorie s'ajoutent de nouveaux mécanismes de marché qui n'existaient pratiquement pas en 2000.

La montée en puissance de la gestion passive conduit désormais les grands indices à acheter automatiquement certaines valeurs dès leur intégration. Les ETF à effet de levier amplifient également les mouvements de hausse comme de baisse en générant des achats et des ventes mécaniques.

Ces phénomènes peuvent accentuer les écarts entre les valorisations boursières et les fondamentaux économiques.

Une révolution... mais aussi beaucoup d'incertitudes

L'intelligence artificielle créera probablement d'immenses gains de productivité.

Mais son déploiement prendra du temps.

Les entreprises devront adapter leurs organisations, sécuriser leurs données, faire évoluer leurs processus, renforcer leur cybersécurité et former leurs collaborateurs.

Par ailleurs, plusieurs fragilités demeurent.

L'ensemble de la chaîne mondiale dépend largement de TSMC pour la fabrication des semi-conducteurs les plus avancés. La concurrence entre fabricants de puces devrait progressivement réduire les marges exceptionnelles observées aujourd'hui. Enfin, tous les modèles économiques ne se révéleront probablement pas viables à long terme.

Comme lors de toutes les grandes révolutions industrielles, certains acteurs deviendront les champions de demain.

D'autres disparaîtront.

Les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel

Nous sommes convaincus que l'intelligence artificielle transformera durablement l'économie mondiale.

Nous sommes beaucoup plus réservés sur la capacité des marchés financiers à identifier dès aujourd'hui les véritables gagnants de cette révolution.

L'histoire montre que les grandes innovations créent énormément de valeur... mais qu'elles détruisent également beaucoup de capital chez les investisseurs qui achètent trop cher les entreprises du moment.

Dans les contes, les haricots magiques montent jusqu'au ciel.

En Bourse, les arbres finissent toujours par retrouver une hauteur compatible avec la réalité.

Les conseillers de Maubourg Patrimoine ne cherchent pas les haricots magiques mais des entreprises capables de créer durablement de la valeur, à un prix qui laisse encore une place raisonnable à l'investisseur.

Vous souhaitez faire le point sur votre portefeuille ?

Nos conseillers peuvent analyser votre exposition aux valeurs technologiques et vous proposer une allocation adaptée à vos objectifs.

 [Échanger avec un conseiller](#)