



La transition vers l'IA

Un cadre pour s'adapter à l'évolution des avantages concurrentiels et des modèles d'affaires à l'ère de l'IA



Andy Gardner

Gestionnaire de portefeuille principal,
équipe Fiera Atlas de sociétés mondiales

Points clés à retenir

- > **L'IA représente une transformation des plateformes à usage général** : son adoption suit une séquence (l'infrastructure d'abord, puis le déploiement des flux de travail, et enfin une refonte organisationnelle plus large) avec la valeur se concentrant désormais dans les goulots d'étranglement physiques et opérationnels permettant un déploiement à grande échelle et rentable.
- > **Les avantages concurrentiels sont redéfinis** : les segments de la pile qui reposent sur la physique et la complexité des processus pourraient se positionner plus solidement malgré une plus grande cyclicité. Les logiciels ne disparaîtront pas, mais ils seront repensés à mesure que les organisations réorganiseront le travail autour de l'IA, les agents accélérant cette transition.
- > **La rigueur est d'autant plus importante que l'issue finale est incertaine** : nous avons réalloué les capitaux du capital vers des secteurs permettant de renforcer l'avantage concurrentiel, tout en réduisant les expositions plus difficiles à souscrire. Le programme « Refresh » a permis de constituer un portefeuille de qualité nettement supérieure, plus diversifié et appuyé par des processus de contrôle plus rigoureux.

Introduction

Au cours des quinze dernières années, depuis la crise financière mondiale, les titres technologiques ont été un moteur de croissance sur les marchés boursiers mondiaux. De 2015 à 2025, l'indice MSCI Monde tous pays des technologies de l'information (MSCI ACWI IT) a affiché un rendement annualisé d'environ 25 %, surpassant de loin le rendement annualisé d'environ 13 % de l'indice MSCI Monde tous pays (MSCI ACWI).

Cette surperformance cache toutefois une réalité tout aussi importante : les périodes d'innovation exceptionnelle entraînent souvent de fortes baisses et des changements rapides du sentiment des investisseurs. Le secteur des technologies s'est effondré de 80 % au début des années 2000, après l'essor de la bulle technologique, contre un recul de 55 % pour les actions mondiales, et a connu deux fois plus de baisses de 10 % que l'ensemble du marché au cours des deux dernières décennies.

Cela s'explique par le fait que le progrès technologique est à la fois un moteur de croissance à long terme et une force profondément perturbatrice, créant à chaque génération technologique des gagnants et des perdants. Des ordinateurs centraux aux ordinateurs personnels, des ordinateurs personnels à Internet, du Web aux téléphones intelligents et des logiciels sur site à l'infonuagique, chaque transition de plateforme renforce certains acteurs, au détriment de ceux qui n'ont pas su s'adapter.

Profil risque-rendement des actions technologiques mondiales

~25 %

Rendement annualisé sur 10 ans de l'indice MSCI ACWI IT, contre environ 13 % pour l'indice MSCI ACWI

16

Nombre de baisses supérieures à 10 % de l'indice MSCI ACWI IT au cours des 20 dernières années, contre sept baisses de l'indice MSCI ACWI

-80 %

Baisse du sommet au creux entre 2000 et 2002 (30 mois), contre -55 % pour l'indice MSCI ACWI

Source : Bloomberg, au 30 juin 2026

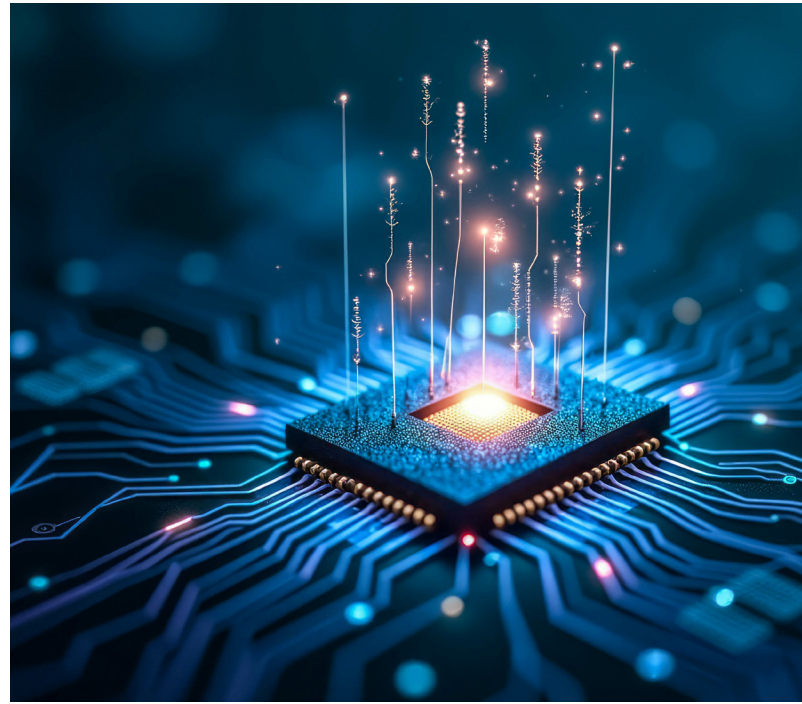
Changements structurels dans les plateformes technologiques



Source : Adaptation des présentations de <https://www.ben-evans.com/presentations>

L'IA marque la prochaine étape majeure de l'évolution technologique. Elle se distingue à deux égards. Premièrement, il s'agit d'une véritable technologie polyvalente, qui aura un impact généralisé sur l'ensemble des secteurs et s'apparentera davantage à l'électricité qu'à un cycle de vie de produit classique. Deuxièmement, son état final est incertain, ce qui crée un éventail de résultats possibles et renforce la nécessité d'une sélection rigoureuse des titres. Selon nous, la meilleure réponse consiste à faire comme la technologie : évoluer.

En tant qu'investisseurs axés sur la qualité, nous restons fidèles à nos principes de détention de sociétés d'exception. Cependant, chaque transition technologique redéfinit les avantages concurrentiels qui se renforcent, ceux qui s'affaiblissent et les modèles d'affaires qui s'avèrent les plus résilients. L'univers d'investissement s'adapte. Notre analyse du paysage technologique en constante évolution a été approfondie. Au cours des derniers mois, nous avons intégré ces dynamiques en mouvement à un cadre d'investissement conçu pour tirer parti de la croissance technologique, tout en maintenant une discipline de sélection rigoureuse à mesure que les modèles d'affaires et les positions concurrentielles évoluent. Le présent document est un résumé condensé de ce travail.



L'IA est un processus en plusieurs étapes : L'infrastructure d'abord, puis la réorganisation des flux de travail

La dernière ère technologique (de 2010 à 2022 environ) a été marquée par l'infonuagique et les logiciels en tant que service (SaaS).

La faible inflation et la baisse des taux d'intérêt ont augmenté la valeur actualisée des sources de revenus à long terme, favorisant les modèles d'affaires par abonnement à faible intensité de capital. Les entreprises de logiciels et d'Internet ont généré des revenus récurrents avec des marges incrémentielles élevées; elles ont bénéficié de valorisations élevées et d'une amélioration de leur rendement du capital. En revanche, les sociétés de matériel informatique et de semi-conducteurs, en raison de leur forte intensité en capital et de la cyclicité de leur demande, ont souvent été sous-évaluées par les investisseurs, malgré leur importance fondamentale.

L'essor de l'IA remet ces hypothèses en question et se déroule en plusieurs phases distinctes. Du point de vue de l'investissement, le déploiement des infrastructures est déjà bien amorcé et demeure la

phase la plus visible de la transition vers l'IA. La question la plus complexe consiste à déterminer à quelle vitesse les organisations pourront repenser leurs flux de travail, leurs processus décisionnels et leurs modèles opérationnels afin de tirer pleinement parti de ces nouvelles capacités. Alors que l'adoption des infrastructures peut être mesurée à l'aide d'indicateurs tangibles, tels que l'expansion des capacités et les dépenses en immobilisations, la transformation des méthodes de travail repose davantage sur des facteurs organisationnels, notamment la gouvernance, les mécanismes d'incitation, la gestion du changement et l'adhésion des employés. Par conséquent, les gains de productivité liés à l'IA devraient se concrétiser de manière plus graduelle et plus inégale que le cycle d'investissement sous-jacent dans les infrastructures.

Des données récentes indiquent que les entreprises dépassent désormais le stade de l'expérimentation et des projets pilotes pour passer à un déploiement concret dans des domaines tels que le développement logiciel, le service à la clientèle, la gestion des connaissances, la cybersécurité et les opérations internes. Toutefois, le principal frein à l'adoption est de plus en plus organisationnel plutôt que technique. L'accès aux données, la gouvernance, le choix des modèles, la gestion du changement et la refonte des processus de travail deviennent les principaux facteurs limitatifs. Cette distinction est importante, car les capacités technologiques peuvent progresser beaucoup plus rapidement que la capacité des organisations à transformer leurs façons de travailler.

Vue en couches de la pile technologique

Couche 1

Semi-conducteurs, équipement et fabrication

L'IA et les limites de la physique – L'IA transforme le matériel informatique de pointe en une ressource stratégique. Les gains de performance dépendent de plus en plus de la conception des puces, mais aussi de la technologie de transformation, de l'équipement spécialisé, du conditionnement avancé, de la hiérarchie des mémoires et de la gestion thermique. Le maintien des rendements aux nœuds de pointe, l'augmentation de la capacité à un rythme suffisant pour répondre à la demande, ainsi que la gestion de la densité de puissance et du refroidissement dans les grands centres de données. Les avantages concurrentiels sont les plus importants lorsque les sociétés combinent une recherche et développement intensifs, un savoir-faire technique limité par la physique, de longs cycles de qualification et d'importantes bases installées créant un effet de verrouillage de l'écosystème. Ces facteurs consolident la position d'un petit nombre de chefs de file clés dans la chaîne d'approvisionnement des semi-conducteurs.

Couche 2

Mise en réseau et interconnexion

Les réseaux comme multiplicateurs de puissance – Dans les grappes de l'IA à grande échelle, la mise en réseau est devenue aussi importante que les puces elles-mêmes. À mesure que les déploiements prennent de l'ampleur, la bande passante, la latence et la fiabilité déterminent de plus en plus les performances et le coût des systèmes. Les principaux défis consistent à offrir un débit très élevé avec une faible latence, à gérer la consommation d'énergie et à maintenir la fiabilité alors que les systèmes gagnent en taille et en complexité. Les positions les plus solides reviennent aux fournisseurs qui combinent du silicium haute performance, une optique de pointe et des logiciels d'exploitation dans des solutions intégrées. Leurs avantages concurrentiels sont renforcés par des relations étroites avec la clientèle, une vaste expertise technique et une capacité éprouvée à mener des activités à très grande échelle.

Couche 3

L'infonuagique 2.0

(infrastructure infonuagique optimisée par l'IA)

De l'infonuagique à usage général aux systèmes optimisés par l'IA – L'ère de l'infonuagique 2.0 se caractérise par une infrastructure

intelligente et adaptée à l'IA plutôt que par des services informatiques génériques. Les principaux fournisseurs d'infonuagique développent des infrastructures intégrées combinant des puces d'IA personnalisées, des réseaux à haut débit et des services spécialisés de stockage et de données afin d'optimiser le rendement des investissements consacrés aux charges de travail liées à l'IA. La différenciation dans l'infonuagique s'oriente vers l'optimisation au niveau des systèmes, les logiciels d'orchestration avancés et la capacité à aider les entreprises clientes à intégrer et à gouverner l'IA à grande échelle, plutôt que de se contenter de louer de la puissance de calcul brute. Les principales contraintes à ce niveau comprennent la nécessité de bâtir une capacité massive d'alimentation et de refroidissement des centres de données, de maintenir un approvisionnement sécurisé en matériel spécialisé (en particulier des processeurs et des accélérateurs avancés) et d'orchestrer de manière fiable des modèles d'IA complexes et des flux de données pour les grands clients. Les fournisseurs de services infonuagiques à très grande échelle dotés d'infrastructures mondiales, d'écosystèmes de développeurs solides et de liens étroits avec les entreprises sont bien placés pour exceller dans cet environnement : ils peuvent offrir des rendements d'IA rentables, de larges portefeuilles de solutions et le soutien dont les entreprises ont besoin pour mettre en œuvre des transformations axées sur l'IA.

Couche 4

Données, sécurité et plateformes de confiance

Gouvernance et protection dans une entreprise axée sur l'IA – À mesure que l'IA est mise en production, la gouvernance et la sécurité des données prennent de l'importance. Les entreprises doivent relever plusieurs défis liés à l'adoption de l'IA : assurer la qualité et la traçabilité des données, respecter les exigences en matière de confidentialité et de conformité, gérer les identités et les accès, ainsi que détecter les nouvelles menaces en matière de cybersécurité. Les plateformes qui assurent la gestion des identités, la télémétrie, l'application des politiques et la réponse aux incidents peuvent se forger un solide avantage concurrentiel, car elles occupent des points de contrôle stratégiques au sein des technologies de l'information de l'entreprise. En transformant les données et les politiques en mécanismes concrets de sécurité et de fiabilité, ces solutions deviennent de plus en plus indispensables à mesure que l'IA étend la portée et le risque des systèmes numériques.

Couche 5

Logiciels d'application et automatisation des flux de travail

L'IA dans les flux de travail – À mesure que les agents d'IA s'intègrent aux flux de travail des entreprises, la consommation de logiciels évolue. Plutôt que de laisser les utilisateurs naviguer dans les applications à l'aide d'une interface graphique, l'IA peut exécuter un nombre croissant de tâches grâce aux API et à une orchestration en arrière-plan. Cette évolution déplace la valeur vers la maîtrise des flux de travail, les données autorisées, l'intégration approfondie et la tarification basée sur les résultats plutôt que sur le nombre d'utilisateurs. Les entreprises de logiciels les mieux positionnées resteront au cœur des processus essentiels et utiliseront l'IA pour améliorer la productivité et la prise de décisions. Avec le temps, elles pourraient évoluer de systèmes d'enregistrement vers de véritables systèmes de contexte et d'action, en fournissant l'environnement sécurisé, les données et la couche d'orchestration nécessaires au fonctionnement de l'IA. En revanche, les logiciels dont l'intégration est superficielle ou dont les fonctionnalités sont peu différenciées davantage de difficulté à préserver leur proposition de valeur.

Couche 6

Intégration en périphérie et intégration industrielle

L'IA dans le monde physique – La prochaine frontière de l'IA se situe en périphérie et dans les milieux industriels, où l'intelligence numérique est appliquée aux opérations physiques telles que les usines, les chaînes d'approvisionnement, les véhicules et les appareils connectés.

Ces cas d'usage exigent une faible latence, une grande fiabilité et des contrôles de sécurité rigoureux. Les principaux défis consistent à fournir une puissance de calcul significative sur du matériel aux ressources limitées, à respecter les normes réglementaires et l'intégration fiable de matériel et de logiciels complexes sur le terrain. Les sociétés qui combinent du matériel propriétaire, des logiciels spécialisés et des capacités de déploiement sur le terrain disposent d'un avantage. En contrôlant à la fois les appareils et la couche opérationnelle et en recueillant des données uniques issues du monde réel, elles peuvent se forger des avantages concurrentiels qui se renforcent d'eux-mêmes dans leurs domaines.

Toutes les sociétés qui tirent profit de l'IA ne seront pas nécessairement de bons investissements. La croissance à elle seule ne garantit pas la création de valeur. De nombreuses entreprises traditionnelles attireront des capitaux, mais pourraient avoir du mal à générer des rendements élevés si la concurrence s'intensifie ou si l'offre dépasse la demande. Nous continuons de privilégier les entreprises dotées d'avantages concurrentiels durables, capables de maintenir une rentabilité supérieure à travers les cycles et les évolutions technologiques. Concrètement, cela signifie qu'il faut éviter les secteurs où la structure de l'industrie favorise la prise de prix et l'offre excédentaire, comme la mémoire standard, la location de puissance de calcul non différenciée ou les offres dépourvues de fidélisation de la clientèle ou d'effets de réseau. Les opportunités liées à l'IA devraient continuer de s'élargir, mais nous estimons que seule une partie des entreprises sera en mesure de développer des avantages concurrentiels durables et de générer des rendements attrayants à long terme.



Les logiciels et la réorganisation du travail

Le débat sur les logiciels est souvent étroitement centré sur la question de savoir si l'IA perturbera les logiciels. À notre avis, il s'agit d'une conséquence plutôt que d'un point de départ. La question la plus importante est de savoir comment les sociétés réorganisent le travail autour de l'IA : comment les tâches sont décomposées, où se situent les autorisations et les contrôles, comment les résultats sont vérifiés et quelles plateformes restent au cœur de l'exécution.

Cette distinction est importante, car les logiciels évoluent progressivement de produits conçus principalement pour les utilisateurs humains vers des plateformes capables de soutenir des agents autonomes et semi-autonomes. À mesure que les capacités de l'intelligence artificielle progressent, l'interface pourrait perdre de son importance relative au profit des processus de travail, des mécanismes d'autorisation, des structures de gouvernance et des actifs de données sur lesquels elle repose. Les solutions SaaS traditionnelles regroupaient les données, la logique d'affaires, l'analyse, le flux de travail, les autorisations et une interface graphique au sein d'une application préconçue que les utilisateurs utilisaient directement. Dans un monde axé sur l'IA, ce modèle commence à changer.

Voici une façon simple d'y réfléchir : un agent n'a pas besoin d'un tableau de bord. Un utilisateur humain peut ouvrir une session dans cinq applications différentes et naviguer sur des douzaines d'écrans. Un agent peut potentiellement accomplir ces tâches au moyen d'API, d'outils et de couches d'accès contrôlées sans interface utilisateur. Dans ce contexte, la consommation évolue : elle passe du temps passé sur les interfaces et les postes de travail vers les appels d'API, les tâches exécutées, les résultats livrés et la délégation contrôlée.

Mais le point le plus important est qu'il ne s'agit pas d'une simple refonte logicielle, mais d'une transformation de l'entreprise. À mesure que les organisations repensent la répartition du travail entre les personnes et les agents, la manière dont les décisions sont prises et le rôle de la gouvernance, d'autorisations et de la responsabilisation. La pérennité des logiciels dépendra de plus en plus de la capacité d'un produit à rester au cœur de ce nouveau modèle opérationnel.

C'est pourquoi même les grandes marques de logiciels pourraient devoir reconstruire des parties de leur modèle opérationnel. Le problème n'est pas que tous les logiciels deviennent obsolètes, mais que l'architecture des produits, leur mode de distribution, leur tarification et leurs bases de coûts pourraient toutes devoir s'adapter. Cela ne devrait pas surprendre. Les logiciels ont déjà connu de multiples réinventions : de l'ordinateur central à l'ordinateur personnel, de l'ordinateur personnel à l'Internet et du logiciel sur site

à l'infonuagique. L'IA pourrait bien être la prochaine transition de ce type.

Il y a également des implications budgétaires. Les dépenses liées à l'IA ne surgissent pas de nulle part. Dans de nombreux cas, elles concurrencent directement les budgets logiciels existants (et importants), tandis que la consolidation des fournisseurs devient une priorité plus pressante pour les chefs des placements. Cela rend le renouvellement des contrats, le pouvoir de fixation des prix et la pertinence des produits plus importants qu'ils ne l'ont été depuis des années.

Notre conclusion n'est pas que les logiciels disparaîtront, mais qu'ils seront remodelés par la façon dont les entreprises réorganisent le travail autour de l'IA, tout comme ils ont été transformés lors des précédentes évolutions de plateformes.

Nous estimons toutefois qu'une question encore plus importante se pose : à qui appartient la boucle d'apprentissage ? Au fournisseur du modèle ou à l'organisation ? À mesure que les humains et les systèmes d'intelligence artificielle collaborent davantage, les organisations génèrent des actifs propriétaires de grande valeur sous forme d'invites (prompts), d'évaluations, de corrections, de traces d'exécution des flux de travail et de connaissances institutionnelles. Avec le temps, l'avantage concurrentiel pourrait dépendre moins de l'accès à un modèle particulier que de la maîtrise de ces boucles d'apprentissage, qui permettent aux organisations d'améliorer continuellement l'application de l'IA dans leur propre environnement.

C'est pourquoi un nombre croissant d'entreprises adoptent des architectures multimodèles plutôt que de miser sur un fournisseur unique d'IA. Les modèles les plus avancés peuvent être mobilisés pour les tâches de raisonnement complexes, des modèles plus légers pour les processus courants, des modèles spécialisés pour le développement logiciel et des modèles privés pour les cas d'usage internes les plus sensibles. Dans un tel environnement, la couche d'orchestration qui encadre la sélection des modèles, la gestion des autorisations, l'exécution des flux de travail et le contrôle des coûts pourrait devenir plus stratégique que n'importe quel fournisseur de modèles ou de logiciels pris individuellement.

Les cycles technologiques

Lorsqu'on investit dans les technologies, il est essentiel de tenir compte de l'interaction de quatre cycles qui se chevauchent. Ces cycles permettent d'expliquer pourquoi les résultats peuvent varier considérablement sur les marchés technologiques et soulignent la nécessité d'une gestion prudente des portefeuilles pour soutenir l'analyse fondamentale des titres :

1

Cycle structurel (changements de plateforme sur plusieurs décennies)

Il s'agit de l'adoption à long terme et d'une source de changements majeurs : une nouvelle plateforme devient viable, l'infrastructures est mise en place et l'utilisation s'intensifie selon une courbe en S. Il est important de noter que la valeur migre souvent vers différentes couches de la pile au fil du temps. Au début d'un changement, les rares données d'entrée et les couches habilitantes peuvent capter une valeur disproportionnée. Par la suite, lorsque la capacité devient abondante et peu coûteuse, la valeur s'accumule dans les couches qui contrôlent la distribution, le contexte et les flux de travail des utilisateurs. Lors du boom des télécommunications de la fin des années 1990, les réseaux ont déployé une capacité de fibre optique énorme en prévision de la demande, dont de grandes portions sont restées inutilisées pendant des années. TeleGeography a estimé à la fin de 2002 qu'environ 10 % seulement des fibres longue distance en Europe et en Amérique du Nord transportaient des signaux, ce qui témoigne de l'ampleur du surinvestissement. Cette surcapacité est finalement devenue l'épine dorsale de l'Internet moderne, ce qui nous rappelle que l'utilité à long terme peut être réelle, même lorsque la rentabilité à court terme est faible.

2

Cycle sectoriel (dynamique de l'offre et de la demande, environ 2 à 5 ans)

De nombreux sous-secteurs technologiques connaissent des fluctuations cycliques traditionnelles de l'offre, de la demande et des prix. La hausse des investissements et de la production entraîne souvent une offre excédentaire, une accumulation de stocks ou une baisse soudaine des prix et des commandes, même lorsque la demande sous-jacente demeure sur une trajectoire de croissance à long terme. Les semi-conducteurs, la mémoire, le matériel de mise en réseau et d'autres infrastructures suivent souvent ces cycles d'investissement. Une tendance à long terme puissante comme l'IA ne met pas à l'abri les sociétés de ces cycles à court terme si les capacités sont augmentées plus rapidement que la demande ou si les budgets des clients marquent une pause. Le principal risque n'est pas que la demande disparaisse, mais que des périodes de concurrence accrue ou d'offre excédentaire compriment les rendements avant que l'équilibre du marché soit rétabli. C'est pourquoi une exposition thématique sans avantage concurrentiel défendable peut détruire de la valeur, même dans des marchés en forte croissance.

3

Cycle de valorisation (attentes du marché et taux d'intérêt, environ 1 à 3 ans)

Dans le secteur des technologies, les valorisations devancent souvent les fondamentaux. Les ratios augmentent lorsque les investisseurs extrapolent le scénario structurel, lorsque la dynamique à court terme est forte ou lorsque les taux d'actualisation baissent. Ils se contractent lorsque les anticipations sont réévaluées, lorsque les taux d'intérêt remontent ou lorsque des signes indiquent que la croissance est plus cyclique, plus concurrentielle ou plus intensive en capital que prévu. Les corrections les plus marquées surviennent généralement lorsqu'une action est justifiée et que le cycle sectoriel s'inverse, c'est-à-dire lorsque les investisseurs paient un ratio maximal sur des bénéfices records. Ce « double réajustement » a été une caractéristique récurrente des actions de croissance à long terme, notamment dans les périodes suivant le sommet de 2021.

4

Cycle de marché (positionnement et flux à court terme, de quelques semaines à quelques mois)

Les dynamiques de marché transitoires (la négociation fondée sur le momentum, les stratégies algorithmiques, le positionnement excessif et les changements rapides de l'appétit pour le risque) peuvent faire fluctuer les titres technologiques à court terme. Des résultats trimestriels surprenants ou des changements de discours (comme la plus récente tendance de l'IA) peuvent déclencher des flux de capitaux soudains, poussant parfois les cours des actions bien au-delà ou en deçà de ce que suggèrent les fondamentaux à long terme. Cette volatilité est une arme à double tranchant : elle peut rendre temporairement des entreprises solides surévaluées et vulnérables à une correction, mais elle peut aussi créer des opportunités d'investissement lorsque le sentiment devient trop pessimiste par rapport aux fondamentaux sous-jacents.

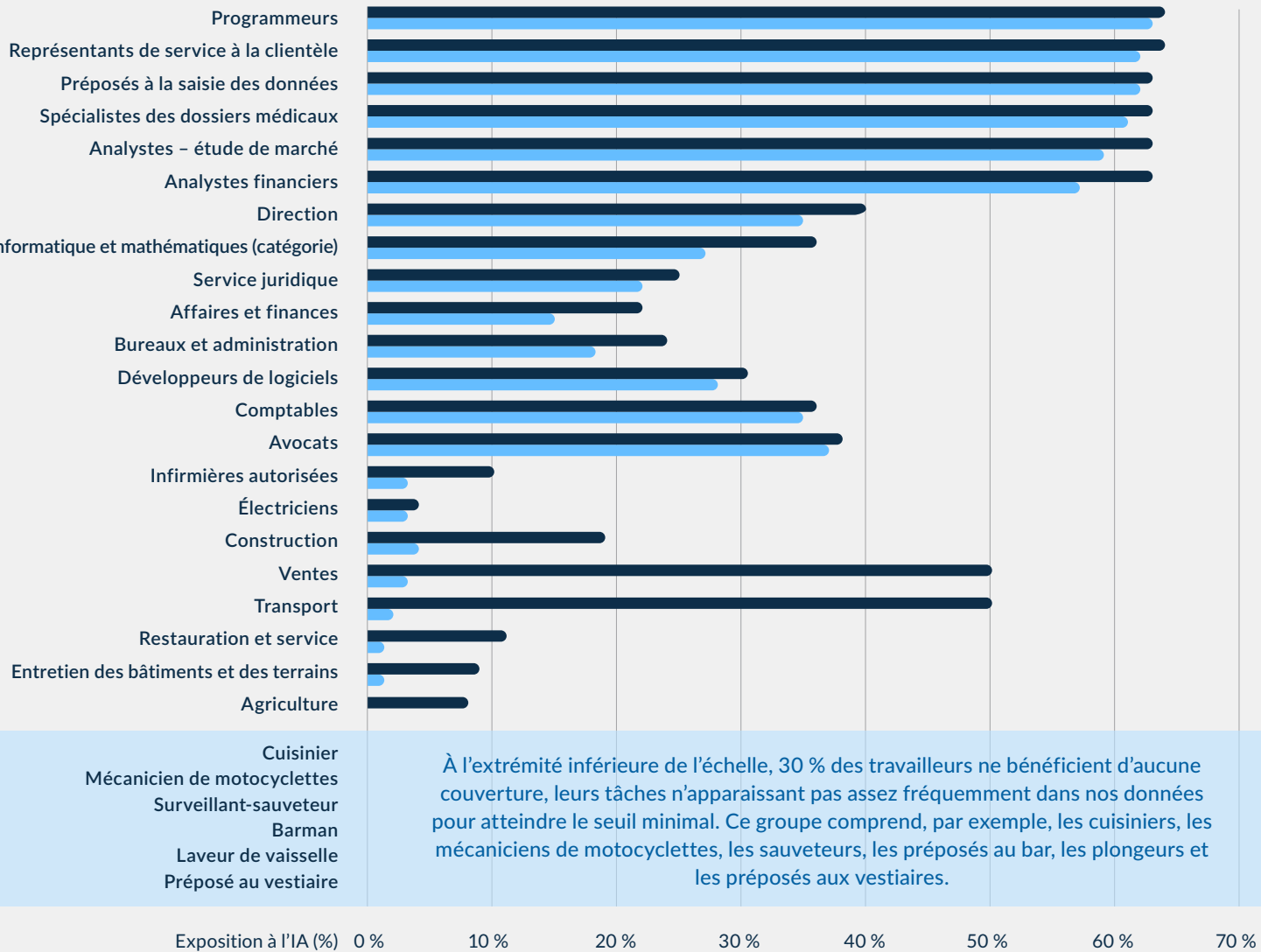
Où se situe l'IA dans ces cycles?

Dans l'ensemble, l'IA demeure à un stade précoce de son cycle d'adoption structurelle, même si elle s'est considérablement accélérée au cours de la dernière année. Le débat ne porte plus sur la question de savoir si les entreprises adopteront l'IA que sur la manière de la déployer de façon sécuritaire, rentable et à grande échelle. Son adoption est visible dans de nombreux domaines, notamment le développement logiciel, le soutien à la clientèle, l'automatisation des documents, la cybersécurité, la gestion des connaissances et la recherche. Toutefois, la transformation organisationnelle demeure à un stade précoce. Les principaux freins ne sont plus uniquement liés aux

capacités des modèles. La gouvernance, l'intégration aux processus de travail, l'accès aux données, la sécurité, les mécanismes d'incitation et la gestion du changement déterminent le rythme d'adoption. Cette distinction est importante pour les investisseurs. L'écart entre les capacités théoriques de l'IA et la valeur économique qu'elle génère réellement demeure considérable. Bien que les systèmes d'IA progressent à un rythme remarquable, les organisations adoptent généralement les nouvelles technologies beaucoup plus lentement. Le potentiel à long terme reste donc important, mais sa concrétisation devrait varier sensiblement d'un secteur à l'autre et d'une entreprise à l'autre.

Écart d'adoption de l'IA sur le marché du travail

Couverture théorique de l'IA Couverture observée de l'IA



Source : Anthropic <https://www.anthropic.com/research/labor-market-impacts>; au 5 mars 2026

Tout au long du cycle industriel, certaines composantes de la pile « habilitante » de l'IA sont déjà engagées dans une phase d'expansion – les fournisseurs de services infonuagiques à très grande échelle, les sociétés de semi-conducteurs et les fabricants d'équipement investissent massivement pour réduire les goulots d'étranglement à court terme dans les capacités de calcul, de mise en réseau et de fabrication. Toutefois, même à ce stade fondamental – où l'on craint fortement que la période de la « fibre noire » de la bulle Internet se répète – le déploiement ne semble pas encore excessif. Les processeurs graphiques (GPU) ne sont pas aussi « inactifs » que la fibre l'était en 2002. La puissance de calcul est utilisée à près de 100 % et la demande dépasse l'offre, ce qui explique la hausse des prix. La question la plus importante n'est pas de savoir si l'intensité du capital demeure élevée, mais si les principales plateformes peuvent générer des rendements intéressants sur cette base de capital plus importante.

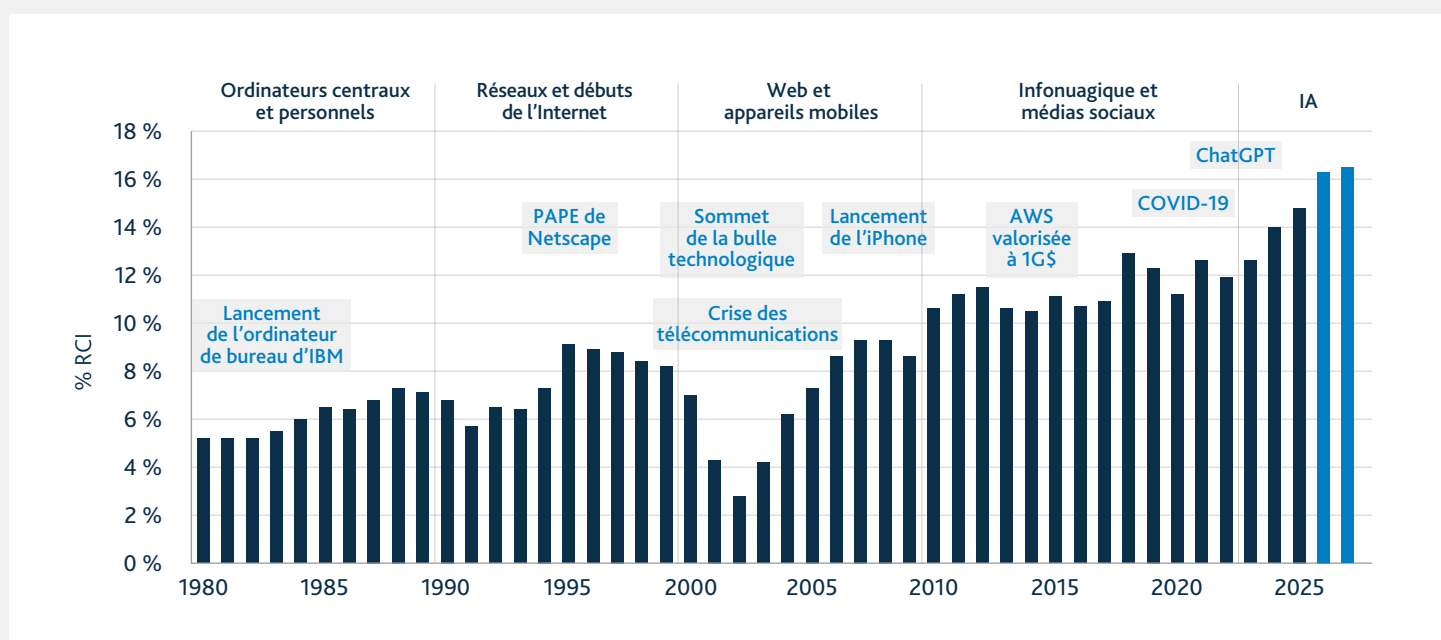
Un volet essentiel de notre travail sur l'IA consiste en une analyse approfondie des scénarios de rendement du capital investi (RCI). Les fournisseurs de services infonuagiques à très grande échelle ne se contentent pas d'acheter des accélérateurs et de revendre de la puissance de calcul. Ils utilisent des puces propriétaires, des plans de contrôle de logiciels, des réseaux de distribution et l'intégration des flux

de travail d'entreprise pour réduire le coût par unité d'intelligence et, d'autre part, monétiser cette pile à un niveau de valeur ajoutée bien plus élevé. Bien que nous devons surveiller de près la discipline de gestion du capital, la manière dont ces entreprises gèrent jusqu'à présent cet « écart de valeur » pourrait indiquer que la tendance, observée depuis plusieurs décennies, selon laquelle les entreprises technologiques bénéficient de rendements d'échelle croissants, est toujours intacte.

Sur le plan des valorisations, de nombreux titres technologiques de premier plan ont vu leurs valorisations se modérer par rapport aux sommets de 2021, ce qui a réduit la prime à laquelle les « géants de la technologie » se négocient par rapport à l'ensemble du marché. Du point de vue du sentiment de marchés, les rotations fréquentes et la volatilité liées aux nouvelles sur l'IA et aux annonces de résultats suggèrent que la spéculation à court terme demeure élevée.

Face à ces cycles qui se chevauchent, notre stratégie vise à éviter l'accumulation de risques – par exemple, un titre présentant un avantage concurrentiel fragile, une exposition en fin de cycle et une valorisation élevée. Nous voulons investir uniquement là où les avantages concurrentiels sont durables et où la combinaison du cycle, de la position et de la valorisation est raisonnable.

RCI du secteur technologique mondial au fil du temps (1980 à 2025)



Source : Estimation à partir du graphique d'UBS HOLT (1980-1999); Bloomberg BDH pour le RCI (2000-2025); au 31 décembre 2025

Implications pour le processus et le portefeuille

Notre analyse de l'évolution du paysage technologique a également coïncidé avec une série d'améliorations significatives apportées à notre processus d'investissement. Le problème ne réside pas simplement dans le fait que l'IA crée de nouvelles opportunités; il souligne également l'importance de définir clairement les risques que nous sommes prêts à assumer.

Les risques cycliques et liés aux valorisations sont généralement observables et, dans une certaine mesure, mesurables. Ils peuvent souvent être gérés par l'ajustement de la taille des positions, la diversification et la patience à l'égard du retour à la moyenne. Le risque de perturbation est différent. Il s'agit moins d'une question de volatilité à court terme que de thèse d'investissement et de valeur terminale : il s'agit de déterminer si l'avantage concurrentiel, le potentiel de croissance ou la pertinence d'une entreprise au sein de la chaîne de valeur risquent de s'éroder avec le temps. Cela rend la gestion plus difficile par le seul biais des outils traditionnels de construction de portefeuille et nécessite un examen plus strict de sa viabilité pour l'investissement.

Nous avons introduit un « score de surveillance » formel pour chaque titre afin de repérer les premiers signes d'amélioration ou de détérioration des paramètres fondamentaux et de la position concurrentielle, ce qui nous permet de repérer les changements et d'ajuster la taille des positions de façon plus proactive. Nous avons également créé une fonction spécialisée dans la surveillance sectorielle afin de maintenir une vision à jour des principales tendances technologiques et de suivre l'alignement de nos expositions de portefeuille par rapport aux dynamiques plus larges du marché. Notre cadre d'analyse est considéré comme un ensemble d'hypothèses évolutives que nous testons et affinons continuellement. Pour soutenir ce travail, et conformément à la façon dont l'IA fait évoluer la nature du travail, nous avons recours à des agents spécialisés pour remettre en question nos hypothèses, mettre en évidence les preuves contradictoires et repérer les changements émergents, tout en appliquant toujours notre propre jugement.

Nous avons considérablement rééquilibré notre exposition aux technologies au début de 2026. Nous avons réduit plusieurs positions qui, bien qu'il s'agisse toujours d'entreprises de grande qualité en termes absolus, devaient répondre à une exigence de preuve plus élevée en raison d'un risque de disruption accru. Nous avons redéployé ce capital dans des placements plus étroitement alignés sur les couches résilientes de la structure identifiées précédemment.

À la suite de ces changements, le secteur des technologies représente environ un tiers de notre portefeuille en valeur liquidative. Fait tout

aussi important, nous avons appliqué le même examen aux deux tiers restants du portefeuille, hors secteur technologique. Les principales augmentations de capital en dehors de ce secteur ont concerné certaines entreprises industrielles et de services spécialisés, pour lesquelles nous constatons des avantages concurrentiels durables, une forte demande structurelle et des perspectives de rendement attrayantes. Ces expositions viennent compléter nos participations existantes dans les secteurs de la consommation, des services financiers et des soins de santé, ce qui se traduit par un portefeuille diversifié d'entreprises de grande qualité couvrant divers secteurs, marchés finaux et régions géographiques. Bon nombre de ces entreprises sont soit relativement à l'abri des perturbations directes liées à l'IA, soit bien placées pour tirer profit de l'adoption de l'IA elles-mêmes.

Conclusion

L'IA représente une transition technologique transformatrice qui redessinera progressivement le monde des affaires et la société, mais son impact global se manifestera par étapes plutôt que sous la forme d'un événement. L'évolution vers un monde centré sur l'IA modifie la dynamique économique de la technologie, en mettant l'accent sur l'intégration du matériel, des données et de l'intelligence, tout en obligeant les entreprises à repenser leurs processus opérationnels et leur stratégie concurrentielle.

Notre approche d'investissement vise à tirer parti des avantages de cette transition tout en nous protégeant contre ses incertitudes. Nous concentrons nos investissements dans des secteurs où les avantages concurrentiels se renforcent et où nous voyons des voies claires vers une création de valeur durable, tout en faisant preuve de prudence dans les secteurs où le risque de bouleversement est élevé. Les changements de processus que nous avons mis en œuvre sont tous conçus pour nous aider à naviguer dans la volatilité à venir avec discipline et agilité.



fiera.com

Renseignements importants

Fiera Capital Corporation (« Fiera Capital ») est une société mondiale indépendante de gestion d'actifs cotée à la Bourse de Toronto (symbole FSZ) qui offre des solutions multiactifs personnalisées sur les marchés publics et privés. Aux États-Unis, les services de conseils en placement ne sont offerts que par l'intermédiaire des sociétés affiliées de Fiera Capital qui sont inscrites auprès de la U.S. Securities and Exchange Commission (« SEC ») ou qui exercent leurs activités en vertu d'une dispense applicable. L'inscription auprès de la SEC n'implique pas de niveau de compétence ou de formation précis.

Le présent document est confidentiel et destiné uniquement au destinataire. Il ne peut être transmis, reproduit ou distribué sans permission. Aucun renseignement contenu dans ce document ne doit être considéré comme une recommandation, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou de placements, et ne constitue en aucun cas un conseil juridique, fiscal, comptable ou de placement. Les services sont offerts uniquement aux investisseurs qualifiés et conformément aux lois et aux règlements applicables dans chaque territoire pertinent. Les renseignements sont considérés comme exacts à la date de publication, mais peuvent changer sans préavis; aucune garantie n'est fournie et Fiera Capital et ses sociétés affiliées déclinent toute responsabilité quant à leur utilisation.

Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Tout placement comporte un risque inhérent de perte. Les rendements ciblés sont ambitieux, prospectifs et ne représentent pas un rendement réel. Il n'y a aucune garantie que de tels rendements seront atteints, et les résultats réels peuvent varier considérablement. Les mesures (p. ex., les expositions, les ratios et les caractéristiques) sont à titre de référence seulement et peuvent ne pas tenir compte de tous les facteurs pertinents. Des mesures différentes peuvent mener à des conclusions très différentes; les placements précis mentionnés sont fournis à titre indicatif seulement et peuvent ne pas représenter l'ensemble du portefeuille, les placements passés ou futurs. Les indices ne sont pas gérés, on ne peut pas y investir, et ne tiennent pas compte des frais ou des charges. Les comparaisons avec les indices sont fournies à titre indicatif, et les positions du portefeuille peuvent différer considérablement de celles de tout indice.

Toutes les stratégies de placements comportent des risques, notamment des risques liés au marché, à l'économie, aux finances, à l'exploitation, à la liquidité, à l'évaluation et à la réglementation. Certaines stratégies peuvent avoir recours à l'effet de levier, à des produits dérivés ou à des placements concentrés, ce qui peut accroître la volatilité et le risque de perte. Aucune stratégie, approche de diversification ou technique de gestion du risque ne peut éliminer le risque ou garantir les rendements dans toutes les conjonctures de marché. Les investisseurs devraient examiner les documents constitutifs pertinents et consulter leurs propres conseillers avant de prendre des décisions de placement.

Les objectifs, engagements ou initiatives liées aux facteurs ESG (environnement, social, de gouvernance) ou à l'impact mentionnés dans le présent document sont volontaires, peuvent ne pas s'appliquer uniformément à toutes les stratégies et peuvent être modifiés ou abandonnés à la discrétion de Fiera Capital. Les processus liés aux facteurs ESG ne garantissent pas de résultats de placement précis.

CE DOCUMENT EST PUBLIÉ PAR : **Marchés mondiaux d'Abu Dhabi:** Fiera Capital (UK) Limited qui est réglementée par la Financial Services Regulatory Authority; **Îles Caïmans:** Fiera Capital (Asie), L.P. qui est réglementée par la Cayman Islands Monetary Authority; **Espace économique européen (EEE):** Fiera Capital (Germany) GmbH, qui est autorisée et réglementée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht; **Hong Kong:** Fiera Capital (Asia) Hong Kong Limited, qui est réglementée par la Securities & Futures Commission of Hong Kong; **Singapour:** Fiera Capital (Asia) Singapore Pte. Ltd. qui est réglementée par l'autorité monétaire de Singapour; **Royaume-Uni:** Fiera Capital (UK) Limited et Fiera Real Estate UK, qui sont autorisées et réglementées par la Financial Conduct Authority; **États-Unis:** Fiera Capital Inc., Fiera Capital (UK) Limited et Fiera Comox Partners Inc. sont inscrites à titre de conseillers en placement auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC).

Vous trouverez d'autres renseignements sur l'inscription et les permis à l'adresse <https://www.fieracapital.com/fr/inscriptions-et-autorites/>.