



« Bulle » de l'IA : où en sommes-nous ?

03 février 2025

Chers clients, chers partenaires,

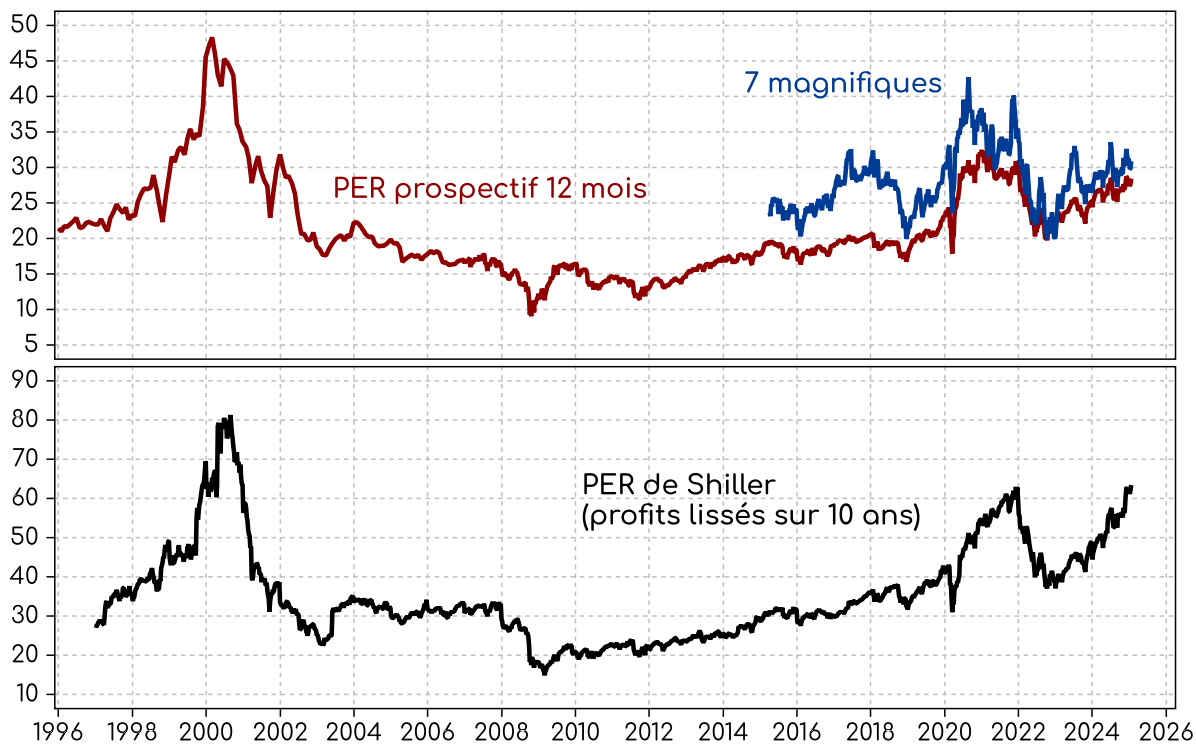
Comme l'internet et la téléphonie mobile en 1999/2000, le boom de l'intelligence artificielle est candidat à produire une bulle de valorisation potentiellement déstabilisante. Où en sommes-nous sur ce terrain, alors que le monde de l'IA subit son premier choc avec l'arrivée du low-cost ?

Selon l'économiste Charles Kindleberger, célèbre pour son « Histoire mondiale de la spéculation financière » (1978), une bulle se définit comme « une forte hausse du prix d'un actif dont l'augmentation initiale suscite de nouvelles hausses et attire de nouveaux acheteurs intéressés par les bénéfices de la négociation de l'actif plutôt que par sa capacité de rendement ». Kindleberger décrit dans son livre une trajectoire exponentielle en plusieurs étapes. La première étape est celle d'un changement, par exemple technologique, à propos duquel les investisseurs deviennent de plus en plus optimistes, puis euphoriques, avant qu'un élément déclencheur ébranle la confiance, ce qui mène à une crise puis à la panique.

De ce point de vue, la montée en puissance de l'intelligence artificielle (IA) semble un candidat sérieux à la formation d'une bulle spéculative de grande ampleur. Avec la désinflation, qui améliore les conditions financières, l'IA constitue en effet un des piliers de la hausse des bourses mondiales en place depuis l'automne 2022. Ce thème participe à la montée de ce que Keynes appelait « l'animal spirit » des investisseurs. Il véhicule des attentes positives non seulement sur les sociétés les plus impliquées, mais aussi des espoirs de gains de productivité pour l'ensemble de l'économie. Comme c'était le cas en 1999/2000 avec internet et la téléphonie mobile, l'enthousiasme au sujet de l'IA se diffuse à l'ensemble des marchés des actions, et en particulier aux valeurs de croissance. En termes de PER, la valorisation de cet univers reste inférieure à son pic de 2000, mais elle se situe au plus haut depuis 2001 si l'on omet la parenthèse de l'année du Covid en 2020 (graphique 1).

La valorisation des valeurs de croissance

PER du MSCI Monde "Growth"



Dorval Asset Management – 29/01/2025 – Source : Macrobond

Les 7 magnifiques américaines représentent aujourd'hui 43% de la capitalisation boursière du MSCI Monde « growth », et 60% du MSCI Etats-Unis « Growth ». En termes de valorisation, cependant, le reste des valeurs de croissance a plutôt eu tendance à rejoindre les 7 magnifiques, ce qui témoigne d'une diffusion de l'optimisme, particulièrement aux Etats-Unis, où les valeurs de croissance sont en moyenne valorisées au même niveau que les 7 magnifiques (graphique 2). Cette diffusion rappelle, à un moindre degré, ce qui s'était passé à la fin des années 1990, quand toutes les valeurs de croissance, même les plus classiques, se payaient 40 à 60 fois le bénéfices.



La cherté se diffuse au delà des 7 magnifiques

PER prospectifs

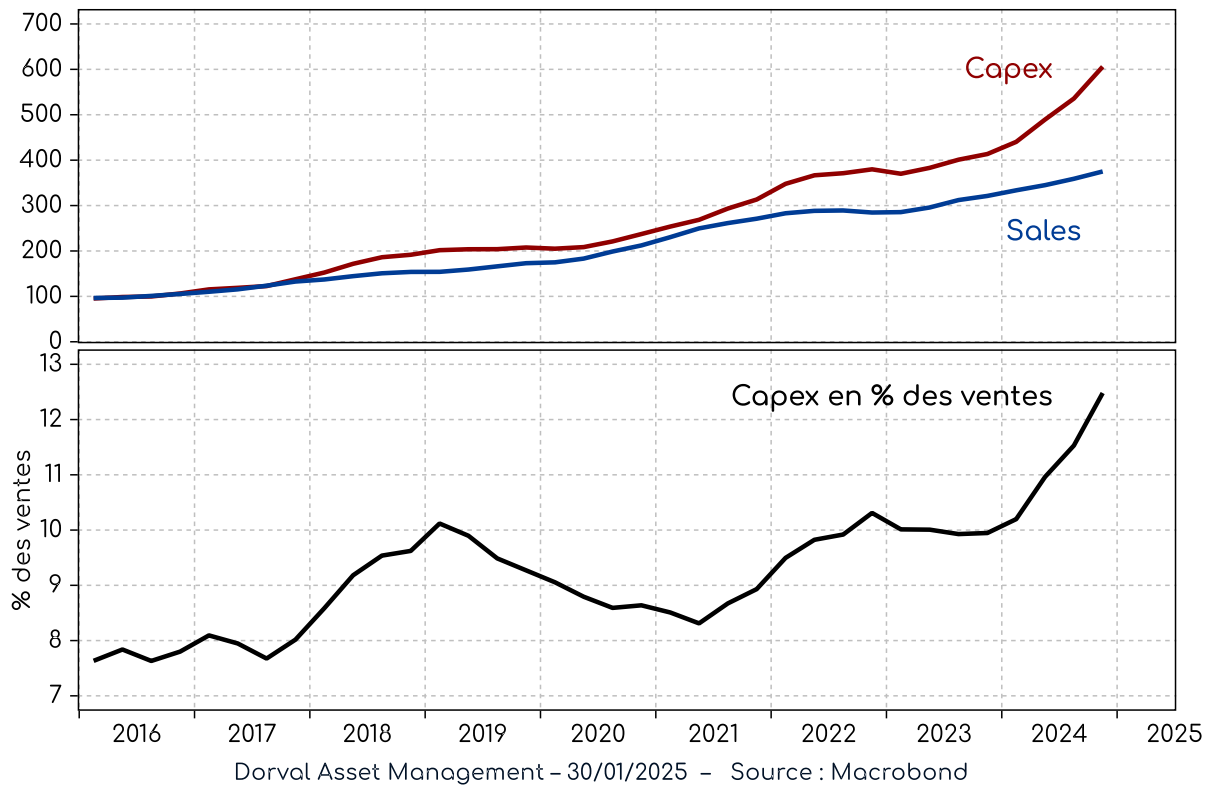


Autre marqueur potentiel de bulle, les investissements des entreprises en dépenses d'intelligence artificielle sont dans une phase notable d'accélération. Cette accélération est particulièrement visible dans certaines très grandes sociétés, dont bien entendu les sept magnifiques (graphique 3). A plus de 12% des ventes en 2024, leur ratio d'investissement a fortement monté depuis un an, essentiellement en raison de la montée en puissance de l'IA. Cette poussée est cependant assez récente, et la rentabilité associée à ces investissements semble pour le moment satisfaisante. L'arrivée de programmes « low cost », comme le chinois Deepseek et d'autres, remet sans doute en cause certains aspects de cette rentabilité, mais ouvrent aussi de nouvelles perspectives d'accélération de l'adoption de l'IA (boom déflationniste).



Boom des ratios d'investissement chez les 7 magnifiques

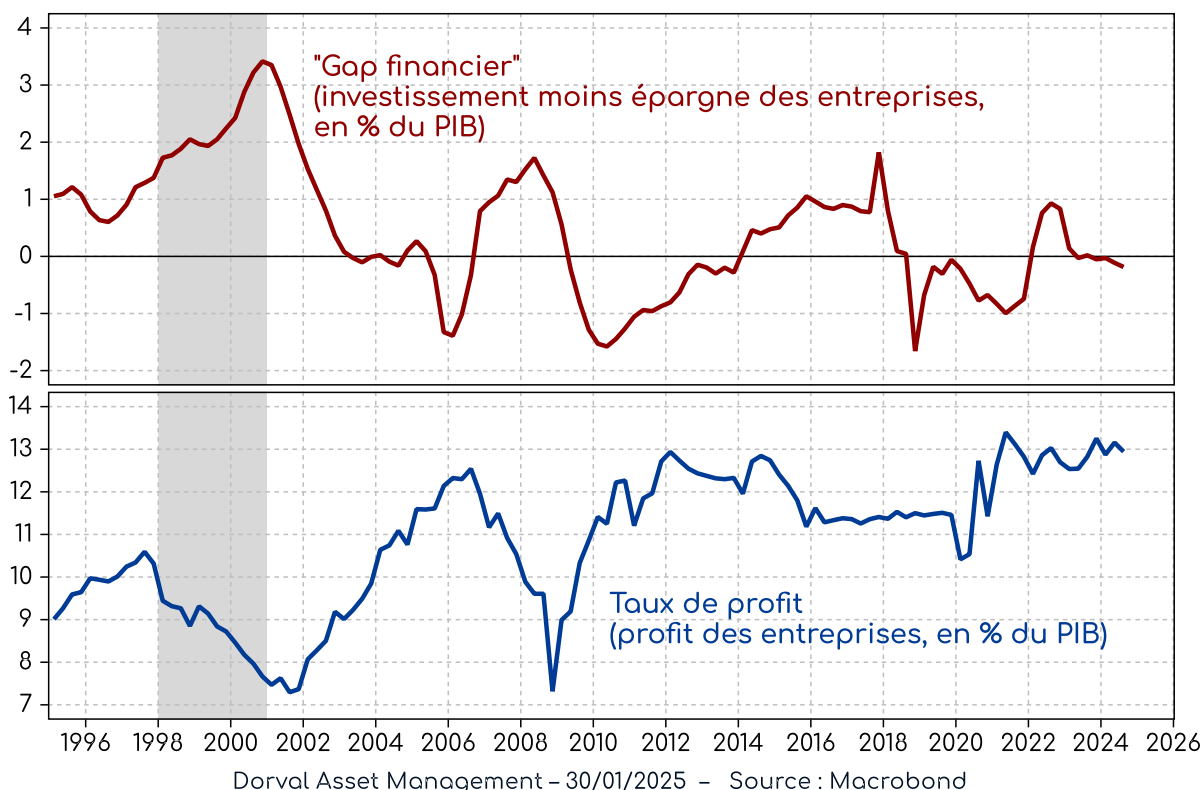
Investissements (Capex) et ventes agrégées des 7 magnifiques (base 100 en 2016)



Au niveau des entreprises américaines dans leurs ensemble, la situation est par ailleurs très différente de celle des années 1999/2000, qui se caractérisait par un boom du financement externe des investissements (gap financier) et par une baisse de la rentabilité. Aujourd'hui le niveau agrégé du gap financier reste bas, et les profits sont au plus haut en pourcentage du PIB (graphique 4).



Les entreprises américaines moins dépensières et plus profitables qu'en 1998-2000



Au total, le thème de l'IA coche un certain nombre de cases caractéristiques d'une bulle, mais pas toutes. Le narratif autour de l'IA est à la fois très optimiste et très diffusé, il participe au gonflement de la valorisation des valeurs de croissance, et induit le début d'un boom des dépenses d'investissement des entreprises. Il se produit dans un environnement de baisse des taux d'intérêt et d'optimisme économique américain propice à des prises de risques qui pourraient s'avérer excessive. La rentabilité des principaux acteurs reste cependant très bonne, et les effets de levier modestes à ce stade.

Malgré les doutes légitimes induits par l'émergence d'un IA « low cost », la situation ne nous semble pas exiger de grandes modifications de nos positionnement. L'équilibre entre croissance économique mondiale, inflation et taux d'intérêt demeure favorable. De plus, nos stratégies équilibrées internationales nous permettent de nous prémunir des risques liés à la concentration et la valorisation élevée de certains pans du marché. En équilibré, le marché mondial des actions porte aujourd'hui un PER proche de 15, ce qui est en ligne avec la moyenne historique (graphique 5).



L'arme anti-bulle : équipondération et diversification géographique

PER prospectifs



Dorval Asset Management – 29/01/2025 – Source : Macrobond

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Global Conservative** : 27% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 24%, Panier financières Europe/Japon 3%. Couvertures en options (S&P500, Euro Stoxx 50, Topix). Solde en titres du marché monétaire et obligations souveraines 3-5 ans.
- **Dorval Global Allocation** : 54% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 43%, Reprise industrielle globale 3%, New Capex 3%, Panier financières Europe/Japon 5%. Couvertures en options (S&P500, Euro Stoxx 50, Topix). Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Vision** : Sélection Responsable Internationale 84%, Reprise industrielle globale 5%, New Capex 5%, Financières Europe/Japon 6%.
- **Dorval Convictions** : 65% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 60%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 4%. Couvertures en futures et en options Euro Stoxx 50.
- **Dorval Convictions PEA** : 80% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 70%, panier financières 6.5%, Panier petites capitalisations 6%. Couvertures en futures et en options Euro Stoxx 50.



Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 493.876 euros
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08
111, boulevard Pereire, 75017 Paris – T : +33 1 44 69 90 44 – F : +33 1 42 94 18 37
www.dorval-am.com

Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Dorval Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Dorval Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Asset Management. Dorval Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le document d'informations clés (DIC) de ce dernier. Le DIC et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DIC, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : www.dorval-am.com.