

SEMAINE TERMINÉE LE 26 JUIN 2026

Carol Schleif, CFA, SASB-FSA
Stratège en chef du marché

Réflexions sur l'état du secteur de l'IA

« *La peur est une force plus déterminante dans le comportement humain que l'euphorie. Je ne me serais jamais attendu à cela et je n'y avais jamais réfléchi auparavant, mais cela ressort des données de multiples façons.* »

- Alan Greenspan, président de la Réserve fédérale américaine de 1987 à 2006

Le fil conducteur : L'attention s'est rapidement tournée vers l'IA, maintenant que le pétrole traverse de nouveau le détroit d'Ormuz et qu'une voie vers la stabilisation du conflit au Moyen-Orient est en vue. Plus précisément, les investisseurs, déconcertés et inquiets face à la solide performance du marché depuis le début de l'année, semblent déterminés à trouver des moyens de remettre en question la viabilité de cette tendance. Nous mettons en lumière quelques-uns de ces débats, afin de mettre en perspective les commentaires les plus virulents et les plus alarmistes.

Ces cerveaux de lézard frustrants et immuables

On peut pardonner au regretté Alan Greenspan, décédé cette semaine à l'âge de 100 ans, de ne pas avoir pleinement compris le concept fondamental d'aversion pour les pertes en matière de placement : **les investisseurs, qui ne sont pas parfaitement rationnels, redoutent les pertes bien plus qu'ils ne se réjouissent des gains.** (La majeure partie du mandat de M Greenspan à titre de président de la Fed a précédé l'exploration plus scientifique de la finance comportementale, un domaine d'études économiques qui a vu le jour après l'attribution du prix Nobel d'économie de 2002 au psychologue Daniel Kahneman). Ce principe fondamental de la finance comportementale pourrait expliquer pourquoi les acteurs sur le marché passent autant de temps à remettre en question les marchés haussiers et à redouter de manière obsessionnelle le prochain repli (*Perspectives – stratégie hebdomadaire : Profil d'une bulle [faut-il s'inquiéter?]*).

C'est la faute à notre câblage ancestral, ce qu'on appelle notre « cerveau de lézard ». Les instincts de survie sont profondément ancrés dans les parties primitives de notre matière grise, ce qui nous pousse à rechercher la protection, le réconfort, la sécurité et la stabilité. **Le changement est extrêmement déstabilisant, et l'on s'efforce de l'éviter autant que possible.** Ces prédispositions peuvent faire en sorte qu'il soit incroyablement exigeant d'analyser les répercussions de la révolution technologique généralisée à long terme, qui en est maintenant aux premières étapes. Cela vaut tant du point de vue des placements que sur le plan personnel, ce qui complique nos efforts pour faire face aux répercussions, qui évoluent rapidement, sur notre vie quotidienne et nos moyens de subsistance. Pourtant, **le changement peut aussi être exaltant lorsqu'on l'aborde avec calme et réflexion, en faisant appel aux parties les plus avancées et les plus réfléchies de notre cerveau.**

Quoi, moi, m'inquiéter?

C'était inévitable. Après des mois de hausses soutenues qui ont entraîné une progression à deux chiffres des marchés (et même à trois chiffres pour certaines actions ou certains secteurs), les opérations sur les titres

liés à l'IA et aux secteurs connexes (par exemple, les semi-conducteurs, les logiciels et les services) ont été particulièrement volatiles cette semaine. Les fluctuations quotidiennes vertigineuses, à deux chiffres, de certaines actions ont fait subir des fluctuations brutales aux indices mondiaux, où le secteur technologique occupe une place prépondérante. L'action a été exacerbée par divers instruments dérivés connexes créés pour amplifier les fluctuations des cours de titres déjà volatils. **Les fortes fluctuations des cours effraient les investisseurs à court terme, même si elles ne reflètent pas une véritable évolution des données fondamentales sous-jacentes.** Dans des moments comme celui-ci, le meilleur conseil est souvent de « **faire une pause, respirer et examiner calmement le problème sous plusieurs angles** ». Nous commencerons notre analyse en examinant certaines des questions que les investisseurs posent le plus souvent :

La recherche de RCI (rendement du capital investi)

- Le débat sur l'investissement dans l'IA a évolué : on ne se demande plus « qui peut dépenser le plus dans les centres de données? », mais « qui obtient un RCI mesurable? » Par nature, les marchés sont tournés vers l'avenir, ce qui signifie qu'ils recherchent des preuves concrètes que les investissements contribuent à améliorer les résultats financiers des propriétaires (actionnaires). Cependant, les entreprises ont besoin de temps pour déployer et tester ces modèles, puis pour adapter leurs processus et régler les questions liées à la qualité, au droit et à la réglementation. Pour la plupart, c'est un processus chaotique (et effrayant) d'essais et d'erreurs. **Paradoxalement, les petites et moyennes entreprises disposent probablement d'une approche plus naturellement souple pour passer rapidement à l'expérimentation et à la mise en œuvre. Les plus grandes sociétés, c'est-à-dire celles qui constituent l'essentiel de la plupart des indices boursiers, verront probablement ces changements se répercuter plus lentement.**
- Comme la course au déploiement de l'IA s'est accélérée, des goulots d'étranglement liés aux coûts apparaissent rapidement. L'utilisation de l'IA se mesure en jetons (il s'agit essentiellement du prix par bit d'information traitée demandée ou reçue). L'utilisation s'est

généralisée et le recours aux jetons a explosé, ce qui a épuisé les budgets annuels des entreprises consacrés à l'IA bien avant la fin de l'année. Les anecdotes de dépenses excessives ne manquent pas, qu'il s'agisse d'Uber (qui, selon certaines rumeurs, aurait déjà épuisé son budget annuel dès le mois d'avril) ou du client d'un consultant qui aurait accumulé des coûts s'élevant à un demi-milliard de dollars au cours d'une seule période comptable. Microsoft procède au retrait des licences Claude (formules d'abonnement Anthropic) et encourage une utilisation plus stratégique de modèles moins sophistiqués^{i, ii}.

Constat : il faut s'attendre à du désordre dans un secteur qui évolue si rapidement. Rester sur la touche ou marcher lentement n'est pas une option. La productivité et/ou les marges pourraient en effet en pâtir au début, le temps que les sociétés trouvent leurs marques et que les fournisseurs mettent en place des modèles d'affaires rentables. Nous pourrions assister à une volatilité temporaire des cours boursiers pendant la phase de redéfinition des dépenses et des marges, tant pour les fournisseurs que pour les utilisateurs finaux. Heureusement, les marges dans leur ensemble, et en particulier celles du secteur technologique lui-même, partent d'un niveau incroyablement élevé. Le fait que tous les participants accordent une importance primordiale à la rentabilité (contrairement aux dépenses inconsidérées qui ont caractérisé une grande partie de l'essor d'Internet dans les années 1990) constitue un avantage certain.

La dynamique des centres de données

- Mis à part les progrès réalisés dans le développement des modèles d'IA proprement dits, les dépenses liées à l'infrastructure nécessaire à l'entraînement et à l'exploitation de l'IA préoccupent les investisseurs depuis de nombreux trimestres; chaque période de publication des résultats s'est terminée par un bond en avant important des intentions de dépenses globales. À la fin du premier trimestre de 2026, les sept magnifiques avaient annoncé des dépenses en immobilisations futures de plus de 700 milliards de dollars. Cependant, à peine 50 % de ces projets annoncés ont vu le jour. Un certain nombre de facteurs sont en jeu : l'obtention de permis, les retards dans les approbations liées au réseau électrique, la résistance du public et l'organisation du financement. Selon un récent article de Bloomberg, plus de 130 milliards de dollars ont été bloqués ou retardés au premier trimestre seulement^{iii, iv}. Alors que les élections de mi-mandat approchent à grands pas, la question de savoir s'il faut autoriser ou interdire les centres de données prend une tournure politique dans certaines régions.
- La discussion finira par porter sur le lieu où s'effectue le traitement. Le besoin de construire de nouveaux centres de données est-il surestimé, compte tenu de la réticence à dépenser des jetons évoquée plus haut? À ce stade-ci, ce n'est pas un problème, car chaque gigawatt de capacité qui devient disponible comporte une longue liste d'utilisateurs potentiels. La plupart d'entre eux ont signé des contrats à long terme et la capacité fonctionnelle n'est qu'une fraction du nombre annoncé. Néanmoins, à mesure que les volumes atteindront leur niveau définitif et que les utilisateurs finaux adopteront des habitudes à long terme plus prévisibles, il conviendra de surveiller cette dynamique de près, car certains contrats comportent effectivement des clauses de résiliation. Il convient également de noter qu'au moins certaines composantes des centres de données (p. ex., puces) ont une durée de vie plus courte qu'une installation de fabrication de la même taille ou du même coût. Cela implique une trajectoire permanente plus élevée des dépenses en immobilisations nécessaires de la part des sociétés à très grande échelle.

Constat : le sous-investissement dans les infrastructures, qui dure depuis des décennies aux États-Unis et ailleurs, a fini par se retourner contre eux. Heureusement, une poignée de grandes sociétés technologiques rentables orchestrent la majeure partie des dépenses initiales. Le processus visant à mettre cette capacité en service pourrait s'avérer controversé et coûteux, mais il en vaudra largement la peine au final. L'histoire montre que les investissements dans le capital-actions génèrent une augmentation de la capacité de production qui se répercute sur le long terme.

Financer les dépenses au moyen de titres de créance

- Bon nombre des plus grandes sociétés technologiques traditionnelles ont affiché un très faible levier financier et ont généré des dizaines, voire des centaines de milliards de dollars en flux de trésorerie annuels. Une grande partie de ces flux de trésorerie a finalement été transférée aux investisseurs sous forme de rachats d'actions. Les centres de données et les autres investissements dans les infrastructures peuvent consommer une grande partie, voire la totalité, de ces liquidités (du moins à court et à moyen terme), en recyclant les fonds excédentaires par l'intermédiaire de différents canaux économiques. L'objectif ultime : les actionnaires devraient profiter du niveau plus élevé de ventes et de bénéfices qui sont favorisés par les investissements en capital.
- Mis à part le financement des flux de trésorerie, les sociétés technologiques commencent à tirer davantage parti des marchés mondiaux des titres de créance au moyen d'offres publiques et privées libellées en diverses devises. Alphabet, par exemple, a émis 8,5 milliards de dollars canadiens (6,24 milliards de dollars américains) de titres de créance de catégorie investissement le mois dernier. Wall Street s'attend à ce que des centaines de milliards de dollars de titres de créance de catégorie investissement de sociétés d'IA soient souscrits d'ici la fin de l'année^v. Les manchettes des médias font état des montants importants émis sans les mettre dans le contexte des ventes et de la situation financière des émetteurs. De nombreuses sociétés n'avaient pratiquement aucune dette jusqu'à il y a quelques années; elles peuvent emprunter à de faibles taux (dans le cas de Microsoft, même en deçà de ceux des obligations du Trésor américain) et offrent des occasions de diversification aux investisseurs/catégories d'actif à l'échelle mondiale, qui n'étaient auparavant pas en mesure de participer au développement de l'IA.
- Les investisseurs font preuve d'un grand discernement. Les entités qui ont des ratios d'endettement plus élevés sont forcées d'offrir des rendements plus élevés et/ou de vendre des titres assortis d'échéances plus courtes. Un autre exemple est la nouvelle émission de cette semaine de SpaceX, qui a récemment été cotée en bourse. D'une part, elle a reçu une cote de catégorie investissement de plusieurs agences de notation, malgré des dépenses importantes dans les centres de données et l'absence de bénéfices. La demande était forte – près de quatre fois les 20 milliards de dollars initialement suggérés qui seraient en circulation. Toutefois, les investisseurs détenant des titres de créance à plus long terme ont exigé des taux d'intérêt plus élevés, ce qui donne à penser qu'ils sont sceptiques à l'égard du point de vue des agences de notation et/ou qu'ils veulent recevoir un paiement supplémentaire pour faire face à une situation potentiellement plus volatile pendant une plus longue période.

Financer les dépenses au moyen de capitaux propres

- Les participants ont des réserves quant à la capacité du marché à absorber les émissions d'actions récentes et prévues. Google a amassé près de 85 milliards de dollars plus tôt ce printemps, tandis que SpaceX a récolté 85 milliards de dollars au début de juin. Anthropic et OpenAI ont toutes deux déposé des offres de manière confidentielle, lesquelles sont attendues plus tard cette année ou au début de 2027. SK Hynix, une société sud-coréenne de semi-conducteurs, prépare une offre estimée à 29 milliards de dollars américains pour ses actions sud-coréennes, qui pourrait arriver sur le marché dans quelques semaines. Ce que l'on oublie, toutefois, c'est que les rachats d'entreprises sont en voie d'atteindre plus de 1 000 milliards de dollars depuis le début de l'année, ce qui compense partiellement les émissions. Les activités de rachat pourraient diminuer au cours des prochaines années (en raison de l'augmentation des dépenses en immobilisations susmentionnée). Mais cette année, tout va bien jusqu'à présent, ce qui aide à compenser une partie du discours sur la nouvelle offre. De plus, une partie de chacun des PAPE créera des liquidités pour d'autres initiés – et des liquidités potentielles à réinvestir directement dans des investissements.
- Un autre facteur qui a une incidence directe sur les marchés découle des changements apportés aux règles au cours des dernières années, qui facilitent la création de catégories supplémentaires de fonds négociés en bourse (FNB). Des véhicules peuvent être créés pour reproduire le rendement d'une action individuelle (comme NVDA ou SK Hynix). Il peut également s'agir d'un indice ciblé, comme l'indice des semi-conducteurs de Philadelphie (SOX), qui est très surveillé. D'autres instruments peuvent être conçus pour tirer parti de l'action (p. ex., un FNB 2X ou 3X). Les FNB à effet de levier de l'indice sud-coréen KOSPI dominé par les semi-conducteurs, par exemple, ont été partiellement blâmés pour la baisse d'un jour de 10 % de l'indice plus tôt cette semaine^{vi}. **Bien que de tels instruments permettent aux négociateurs de poursuivre leurs propres objectifs, ils ne reflètent que peu ou pas du tout les données fondamentales à long terme, mais peuvent grandement contribuer à la volatilité à court terme.**

Constat : les chefs des finances du secteur des technologies utilisent habilement plusieurs modes de financement et surveillent attentivement les activités qui ont une incidence sur les marges au sein de leur entreprise. Les marchés font leur part en exigeant des taux obligataires plus élevés pour les titres à plus long terme. La conversion de bilans comportant traditionnellement peu d'actifs en bilans à forte intensité en capital pourrait, à long terme, avoir une incidence sur les marges et, au bout du compte, sur les bénéfices, mais nous n'en sommes pas encore là.

Répercussions pour les investisseurs

Pour ce qui est de l'IA, les investisseurs ont beaucoup de données à analyser, alors qu'ils tentent de comprendre ce secteur en croissance rapide et de prendre des décisions à son sujet. Le secteur est passé rapidement de l'objet d'intérêt à un point où une analyse et une délibération minutieuses sont requises. En faisant fi du bruit (et des instruments de négociation à effet de levier) qui peut perturber les opérations quotidiennes, les investisseurs font un excellent travail dans l'ensemble pour se concentrer sur les données fondamentales, s'adapter aux nouvelles manchettes et tenir les équipes de direction responsables. Le potentiel à long terme est énorme; malgré tout, des gagnants et des perdants individuels émergeront certainement pendant le processus. Qu'on le veuille ou non, la révolution du savoir touchera tous les aspects de notre existence. Aussi bien boucler notre ceinture et profiter de l'expérience.

La semaine prochaine en Amérique du Nord

Beaucoup de données pour une semaine comportant un jour férié. Renseignements clés sur l'emploi, la confiance des consommateurs et l'activité manufacturière.

Lundi 29 juin :	Secteur manufacturier selon la Fed de Dallas aux États-Unis Indice de confiance Bloomberg Nanos au Canada
Mardi 30 juin :	Confiance des consommateurs et sondages JOLTS aux États-Unis PIB au Canada
Mercredi 1^{er} juillet :	Rapports sur l'emploi de Challenger, rapports sur l'emploi d'ADP et indices S&P Global des directeurs d'achats du secteur manufacturier aux États-Unis Fête du Canada
Jedi 2 juillet :	Demandes initiales de prestations d'assurance-emploi, rapports sur les emplois non agricoles, taux de chômage et biens durables aux États-Unis Indice S&P Global des directeurs d'achats du secteur manufacturier au Canada
Vendredi 3 juillet :	Rien de prévu aux États-Unis – Fermeture des marchés américains à l'occasion du Jour de l'indépendance Rien de prévu au Canada
Samedi 4 juillet :	Joyeux 250 ^e anniversaire aux États-Unis !



Les renseignements contenus dans le présent document sont fondés sur des sources comme les rapports des émetteurs, les services statistiques et les communications d'entreprise. Nous les estimons fiables sans toutefois en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le présent document sont purement ponctuelles et peuvent changer en tout temps. BMO Gestion privée n'est pas responsable des pertes pouvant découler de l'utilisation du présent commentaire. Les informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments contenus dans ce document ne doivent pas être considérés comme une offre de vente, une sollicitation ou une offre d'achat de produits ou de services qui y sont mentionnés (y compris, sans s'y limiter, des produits de base, des titres ou d'autres instruments financiers), et ces informations, opinions, prévisions, projections et autres éléments ne doivent pas être considérés comme un conseil en matière de placement ou de fiscalité ou comme une recommandation quant à la conclusion d'une quelconque opération, ni comme une assurance ou une garantie en ce qui concerne les résultats d'une quelconque opération. Vous ne devriez pas agir sur la foi de ces renseignements ni vous y fier sans avoir obtenu les conseils d'un professionnel compétent.

BMO Gestion privée est un nom de marque du groupe d'exploitation qui comprend la Banque de Montréal et certaines de ses sociétés affiliées qui offrent des produits et des services de gestion privée. Les produits et les services ne sont pas tous offerts par toutes les entités juridiques au sein de BMO Gestion privée. Les services bancaires sont offerts par l'entremise de la Banque de Montréal. Les services de gestion de placements, de planification de patrimoine, de planification fiscale et de planification philanthropique sont offerts par BMO Nesbitt Burns Inc. et BMO Gestion privée de placements Inc. Les services de garde de valeurs ainsi que les services successoraux et fiduciaires sont offerts par la Société de fiducie BMO. Les services et les produits d'assurance sont offerts par l'intermédiaire de BMO Services conseils en assurances et planification successorale Inc., une filiale en propriété exclusive de BMO Nesbitt Burns Inc. Les entités juridiques de BMO Gestion privée n'offrent pas de conseils fiscaux. Si vous êtes déjà un client de BMO Nesbitt Burns Inc., veuillez communiquer avec votre conseiller en placement pour obtenir plus de précisions. BMO Nesbitt Burns Inc. est membre du Fonds canadien de protection des épargnants et de l'Organisme canadien de réglementation des investissements. La Société de fiducie BMO et BMO Banque de Montréal sont membres de la Société d'assurance-dépôts du Canada.

« BMO (le médaillon contenant le M souligné) » est une marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence.

L'investissement dans les métaux précieux comporte une plus grande fluctuation et un plus grand potentiel de pertes.

ⁱ [Corporate America Is Starting to Ration AI as Cost Skyrockets - WSJ](#) (en anglais seulement)

ⁱⁱ [Companies evaluate aggressive AI spending as costs pile up](#) (en anglais seulement)

ⁱⁱⁱ [\\$130 billion in data center projects blocked by protests so far this year - Ars Technica](#) (en anglais seulement)

^{iv} [US Construction Spending on Data Centers Eclipses \\$50 Billion - Bloomberg](#) (en anglais seulement)

^v [Big Tech's AI Debt Binge Tests High-Grade Market, Barclays Says - Bloomberg](#) (en anglais seulement)

^{vi} [South Korea's KOSPI plunges nearly 10% after regulator cautions on leveraged ETFs | Reuters](#) (en anglais seulement)