APICIL INVESTMENT SOLUTIONS

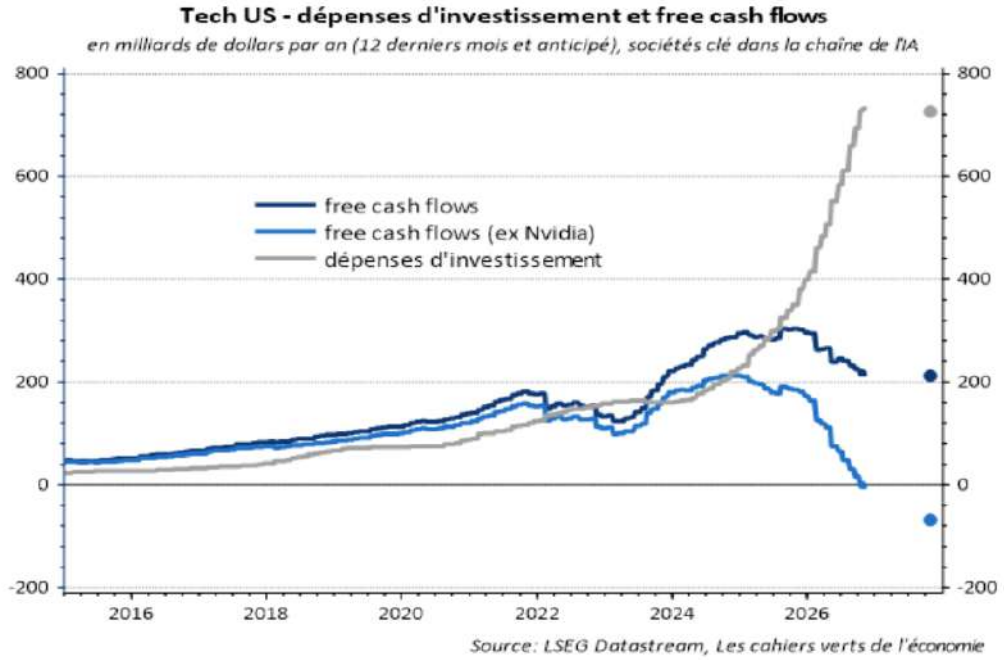
LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

# Jusqu'où iront les doutes sur la bulle tech américaine ?

**Comme nous l'avons dit maintes fois, une bulle boursière ne comprend pas exclusivement des composantes purement financières, mais également des composantes réelles.**

Parmi les signaux financiers, nous avons déjà signalé ces derniers temps dans nos différentes revues[1] un certain nombre d'éléments préoccupants :

- **La ruée sur les nouvelles émissions**, qui marque souvent le dernier stade d'un boom dangereux, avec un rythme d'émissions d'actions via IPO depuis quelques mois (effet SpaceX et Alphabet, Anthropic) inédit depuis 40 ans.
- **Les pressions sur les free cash flows** qui sont pénalisés par les flux d'investissement sans monétisation immédiate (cf. graphique ci-dessous).



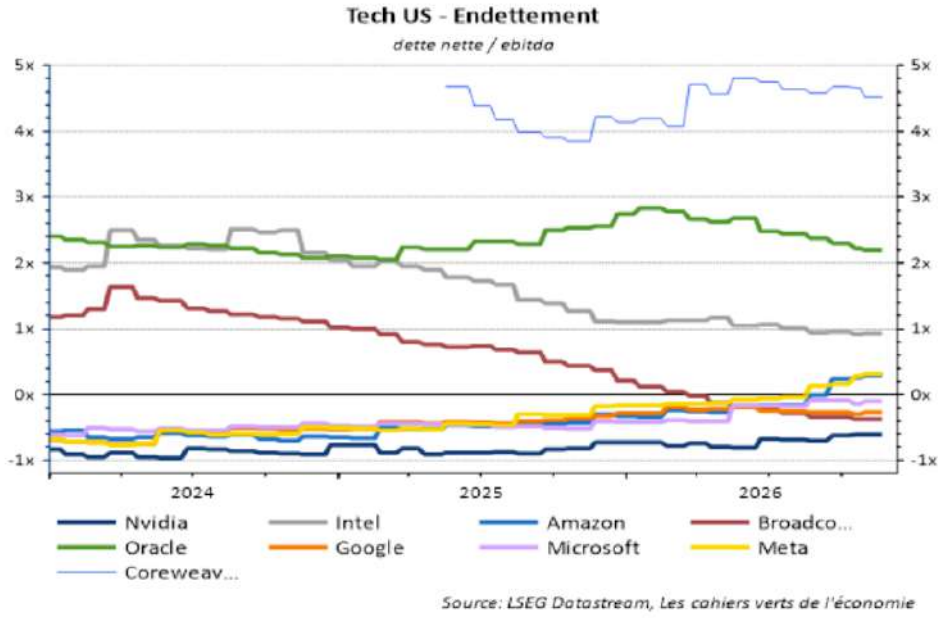

- **La dette croissante de certains acteurs de l'IA** (cf. graphiques ci-dessous).

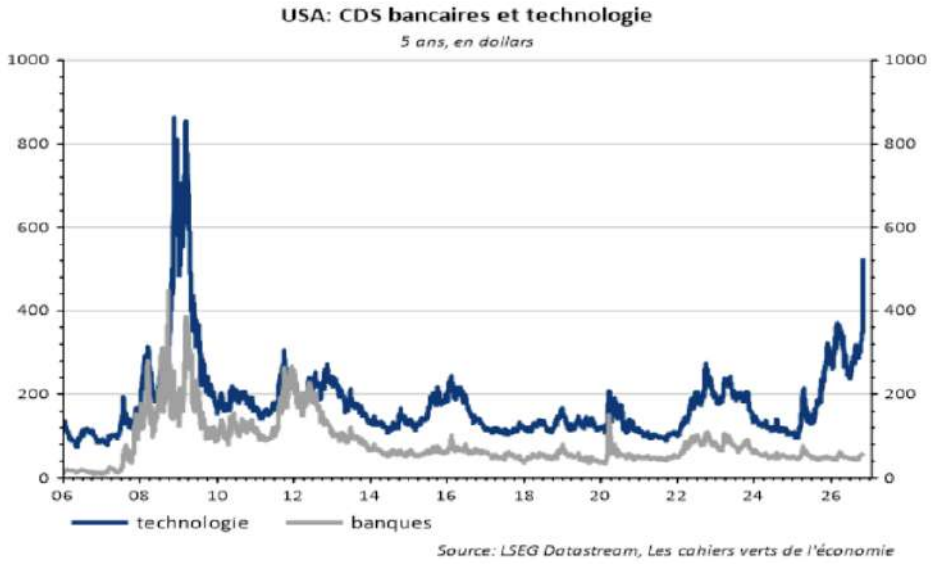
[1] Voir notamment nos dernières publications Bubble Watch et Asset Allocation et notre Chronique hebdomadaire du 19 juillet 2026 : 100 ans ou 30 ans après : investisseur, interroge-toi sur la pérennité de la bulle tech américaine



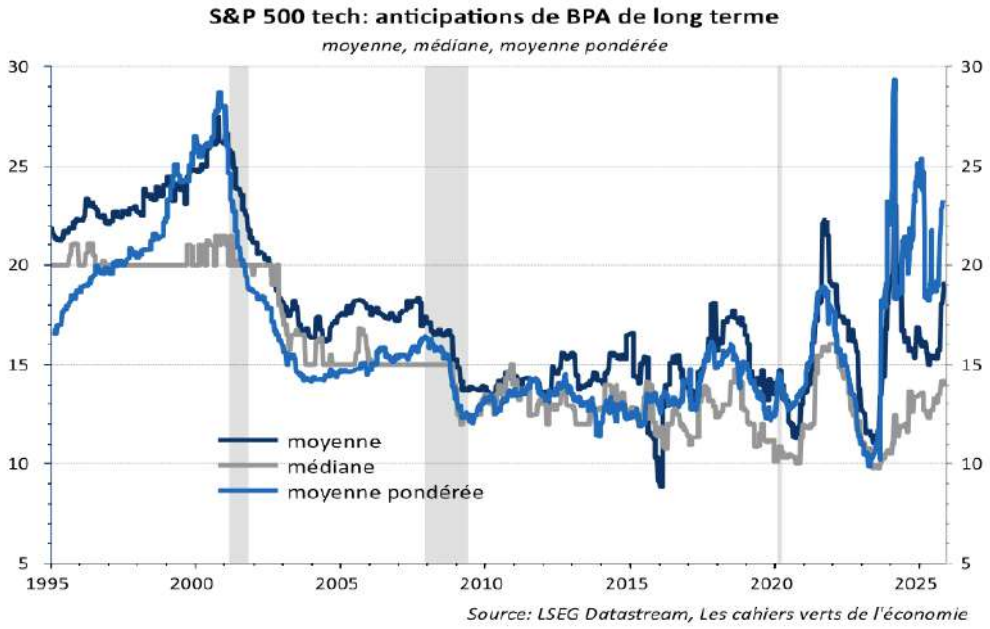
APICIL INVESTMENT SOLUTIONS

LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE




- **Les prévisions très optimistes des analystes sur les BPA des valeurs tech à moyen terme** (cf. graphique ci-dessous).




- **La circularité des financements**. Ce n'est pas un phénomène nouveau de cette bulle. Lucent et Nortel dans les années 90 prêtaient déjà à leurs clients l'argent nécessaire pour acheter leurs équipements, et on a posé assez de fibre pour faire plusieurs fois le tour du monde.

  En phase d'expansion, ces participations rendent les promesses crédibles. En cas de retournement, les différents engagements se dénouent ensemble, réduisent la capacité d'emprunt des financeurs au moment même où ils en ont besoin et propagent les pertes dans le réseau.

- **La concentration des acheteurs accentue aussi le risque de retournement**. Steve Eisman[2] relève ainsi que 5 clients seulement représentent 70 % des créances clients de Nvidia. Dans certains cas, le fournisseur a également pris une participation chez son client ou garanti son financement. Il finance donc en partie ses propres ventes. Quand une poignée de clients estime avoir suffisamment acheté, la demande est trop peu diversifiée pour absorber le choc. L'IA amplifiera le cycle des puces qui lui sont destinées.

[2] Steve Eisman, Weekly Wrap for the week ending 16 October 2026, The Real Eisman Playbook

**Mais il faut être conscient que ce qui fragilise le processus de développement d'une bulle boursière** (et peut donc favoriser son retournement et l'amplifier) **réside aussi dans des facteurs réels endogènes et dans des contraintes extérieures qui heurtent la dynamique du secteur.**

Regardons d'abord les facteurs endogènes réels. Les bulles boursières sont d'autant plus fragiles qu'elles s'accompagnent d'une « bulle d'investissement » dans les secteurs innovants. C'est un peu comme les bulles immobilières, qui s'accompagnent parfois d'une bulle de construction (comme en Chine dans les dernières années ou en Espagne dans les années 2000) et qui sont alors, dans ce cas, plus destructrices.

Les projections de dépenses pour les prochaines années dans l'IA semblent en effet très élevées.

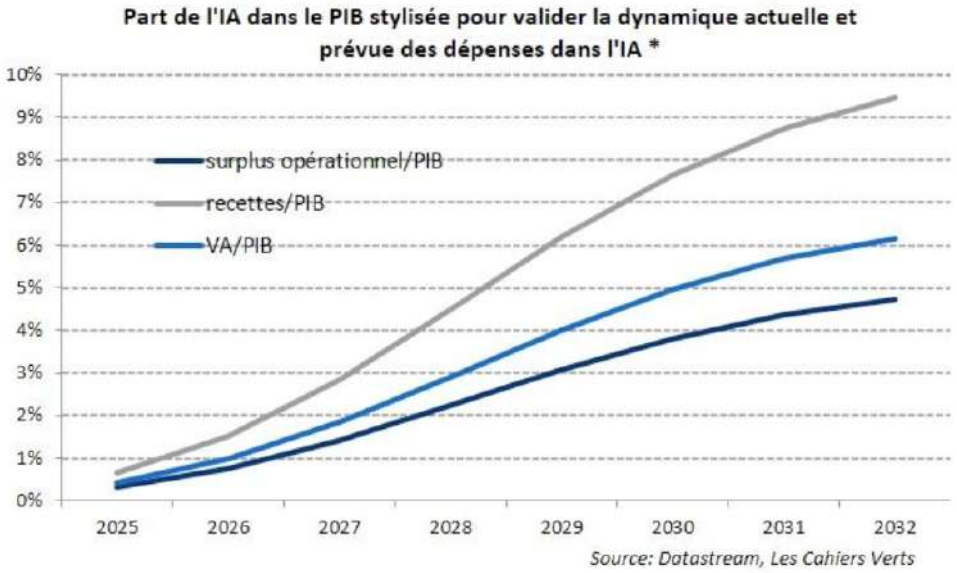
Van Nieuwerburgh[3], de l'université Columbia, estime ainsi que les infrastructures déployées aux États-Unis d'ici à 2032 devront générer autour de 3 700 milliards de dollars de chiffre d'affaires annuel à cet horizon, soit 9,2 % du PIB de 2032, pour dégager un rendement de 10 %. Nos calculs aboutissent à des ordres de grandeur équivalents. Le poids direct de l'IA dans le PIB au sens de la valeur ajoutée devrait ainsi atteindre environ 6 % du PIB dans 5 ans. Au total, le déploiement de l'IA d'ici 2032 représenterait le 2ème plus gros effort d'investissement des grandes phases d'innovation, après la révolution des chemins de fer à la fin du XIXème siècle (cf. tableau et graphique ci-dessous).

**Etats-Unis : grandes vagues d'investissement**

| Épisode | Période | Durée (en années) | dépenses d'investissement moyennes sur la période (% du PIB) | dépenses d'investissement au pic sur la période (% du PIB) | Investissement cumulé (% PIB) |
|---|---|---|---|---|---|
| Canaux | 1836–1841 | 6 | 0.7% | **0.9%** | 4.0% |
| Chemins de fer | 1870–1890 | 21 | 2.2% | **4.0%** | 47.0% |
| Électrification | 1905–1925 | 21 | 0.5% | **1.0%** | 10.5% |
| Autoroutes | 1956–1973 | 18 | 1.1% | **1.3%** | 20.3% |
| Télécoms et fibre | 1996–2003 | 8 | 1.1% | **1.4%** | 8.8% |
| Déploiement de l'IA | 2024–? | ? | 1.5% | **2.7%** | 4.6% |
| **Projections** | | | | | |
| Déploiement de l'IA | 2024–2032 | 9 | 3.1% | **3.6%** | **30.7%** |

*Source: Van-Nieuwerburgh*

[3] Stijn Van Nieuwerburgh, "Financing the AI Buildout," Brookings Papers on Economic Activity conference draft (September 2026)




*Sur la base de 10 trillions de dollars environ d'investissement sur la période ; mix d'investissement 2/3 IT/1/3 non IT, taux de dépréciation de 6 ans pour l'IT et 20 ans pour le reste, taux d'actualisation de 10% ; ratio surplus opérationnel/salaires = 10/3 ; surplus opérationnel/ventes = 50%*

Dans l'histoire, les économies occidentales ont connu 8 ou 9 grandes vagues d'investissement[4] autour de technologies à usage général (General Purpose Technology) dont notamment les canaux, les chemins de fer, l'électricité, les autoroutes, les télécommunications et Internet. Toutes se sont soldées par des capacités excédentaires, une chute des prix des actifs et une succession de crises. Rappelons ainsi qu'environ la moitié des voies ferrées jamais posées aux États-Unis se sont révélées inutiles.

**Pourquoi le surinvestissement est-il presque inévitable dans les grandes phases d'innovation ?** Chaque acteur est convaincu que les gagnants rafleront l'essentiel du marché de l'IA, qu'il n'y aura de place que pour un, 2 ou peut-être 3 modèles de pointe, et que rester à l'écart serait fatal. Qui plus est, la concurrence des acteurs chinois pour une dominance mondiale dans l'IA rend illusoire une modération des dépenses qui viendrait d'une entente des acteurs.

[4] Le boom boursier qui a précédé le krach de 1929 était plus multisectoriel et s'est nourri de plusieurs vagues d'innovation de produit simultanées (radio, auto, téléphonie, cinéma, ...), avec l'électrification comme principal moteur sectoriel.

**L'IA a manifestement une utilité économique**, comme toutes les autres innovations citées supra. Reste à savoir si les milliers de milliards de dollars aujourd'hui investis rapporteront davantage que leur coût du capital pour les entreprises qui investissent. L'histoire, la théorie des jeux et l'évolution des prix d'actifs convergent souvent vers le même résultat : la technologie gagne (comme toujours), le capital perd (comme parfois/souvent). Il pourrait être plus judicieux de détenir les entreprises qui utiliseront une intelligence artificielle bon marché que celles qui s'endettent pour la construire.

**La course actuelle à l'investissement exerce pour le moment plutôt une pression à la baisse sur les prix en sortie du côté des LLM** (les progrès techniques réduisent le coût d'une tâche donnée et la concurrence devrait accélérer le processus). Les déceptions pourraient venir de la concurrence entre modèles et de la diffusion des solutions ouvertes, de la possibilité d'utiliser des petits modèles spécialisés, moins coûteux, de l'obsolescence rapide des puces. Tout cela constitue des facteurs d'incertitude pour les marges en aval de la chaîne de l'IA du côté des LLM. Cela induit naturellement un facteur de risque pour la profitabilité de la chaîne et donc l'aspect pérenne, du moins compte tenu de la hauteur des investissements envisagés.

Peut-être également des « sur commandes » effectuées pendant les pénuries pourraient se révéler très négatives pour l'activité en cas de retournement du cycle tech.

**Plus généralement, la recomposition du processus de production par les entreprises n'est probablement pas aussi rapide que les capacités offertes par l'IA : les effets sur l'activité et la productivité des entreprises pourraient mettre du temps à se matérialiser.**

Quant aux contraintes extérieures, elles ne sont pas négligeables :

- Contraintes techniques (délais de construction et de raccordement des centres de données)
- Contraintes macro. Les débouchés de l'IA se heurteront à la faiblesse de la consommation, si celle-ci se maintient (contrairement à la fin des années 20 et 90). Dans le même ordre d'idées, la bulle IA est, à notre connaissance, la 1ère bulle qui suscite plus d'inquiétudes que d'espoirs (perte d'emplois et de compétences, désinformation, protection de la vie privée, civilisation …)
- Contraintes environnementales
- Contraintes issues de la concurrence chinoise
- Pressions sur les prix de l'électricité et l'AInflation
- Pressions politiques aux USA de la part des démocrates (notamment en faveur d'un moratoire sur les datacenters)

Est-ce pour autant un sommet de bulle au sens où nous l'avons défini dans notre revue Bubble Watch (en référence aux sommets de 1929 et 2000), susceptible de déboucher ensuite sur un bear market séculaire (-77 % sur le Nasdaq composite et -49 % sur le S&P 500 sur mars 2000-octobre 2002) ?

Pas tout à fait dans la mesure où ces sommets se caractérisaient à l'époque par une croissance plus forte, une politique monétaire plus accommodante, un optimisme plus fort des ménages américains et une volatilité plus forte.

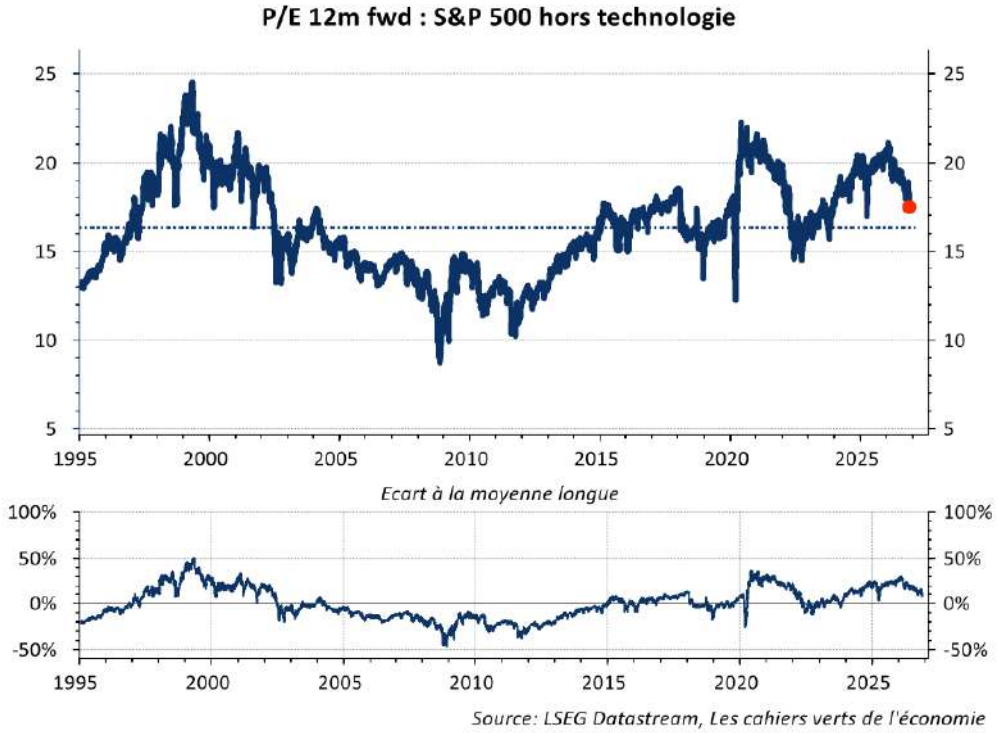
Reste aussi la question de la valorisation (absolue et relative) de la tech américaine.

Si l'on s'appuie sur le P/E fwd un an, il apparaît plus faible pour le S&P 500 tech que pour le marché hors tech.

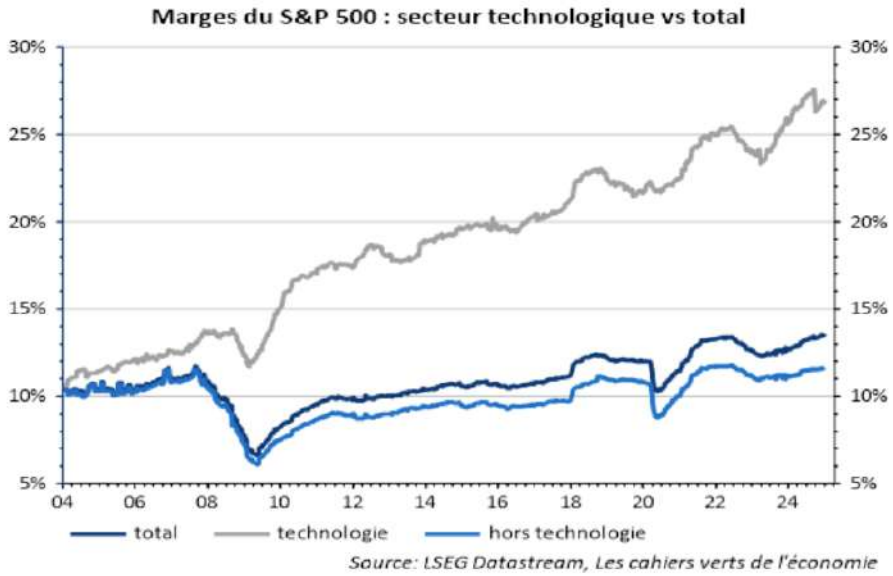
Après le sell-off du 20 novembre, le S&P 500 Tech se traitait à 15,1× les bénéfices attendus sur 12 mois, contre environ 17,5× pour le S&P 500 hors tech. La tech affichait donc une décote d'environ 30 % vs son historique long. Une situation qui n'a évidemment rien à voir avec la bulle internet de 2000.



Quant au S&P 500 hors tech lui-même, il se traitait avec une prime d'environ 7 % par rapport à son historique de 20 ans, ce qui n'est pas énorme (cf. graphique ci-dessous).




**En réalité, les investisseurs font déjà preuve d'un scepticisme sur la trajectoire des BPA** (voir supra) **de la tech** et ce scepticisme va durer. Le véritable risque est surtout pour nous sur les marges (cf. graphique ci-dessous) plus que sur la valorisation. Un retour des marges tech vers les marges hors tech aurait un impact statique baissier sur les marchés américains de l'ordre de 20 %.

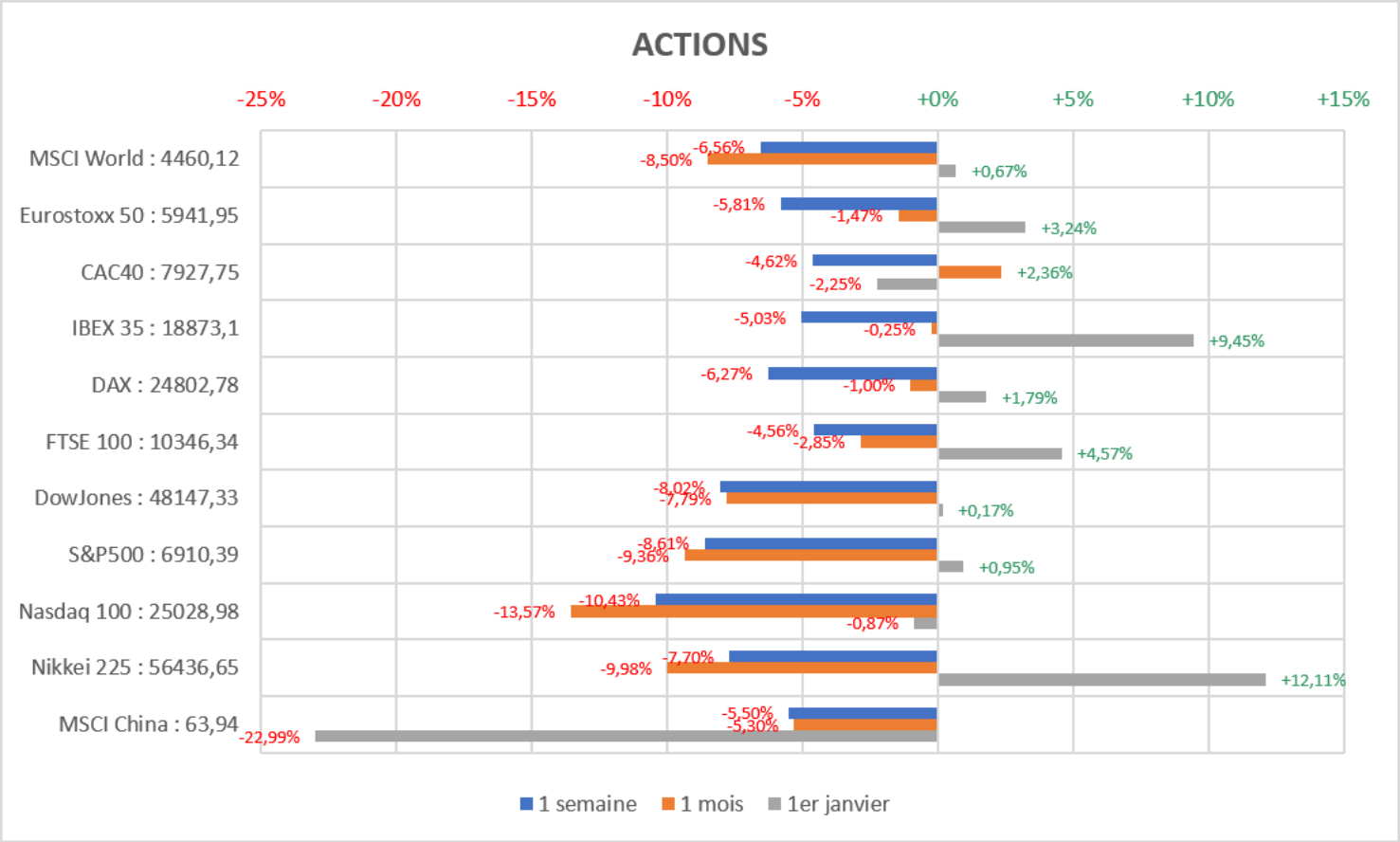


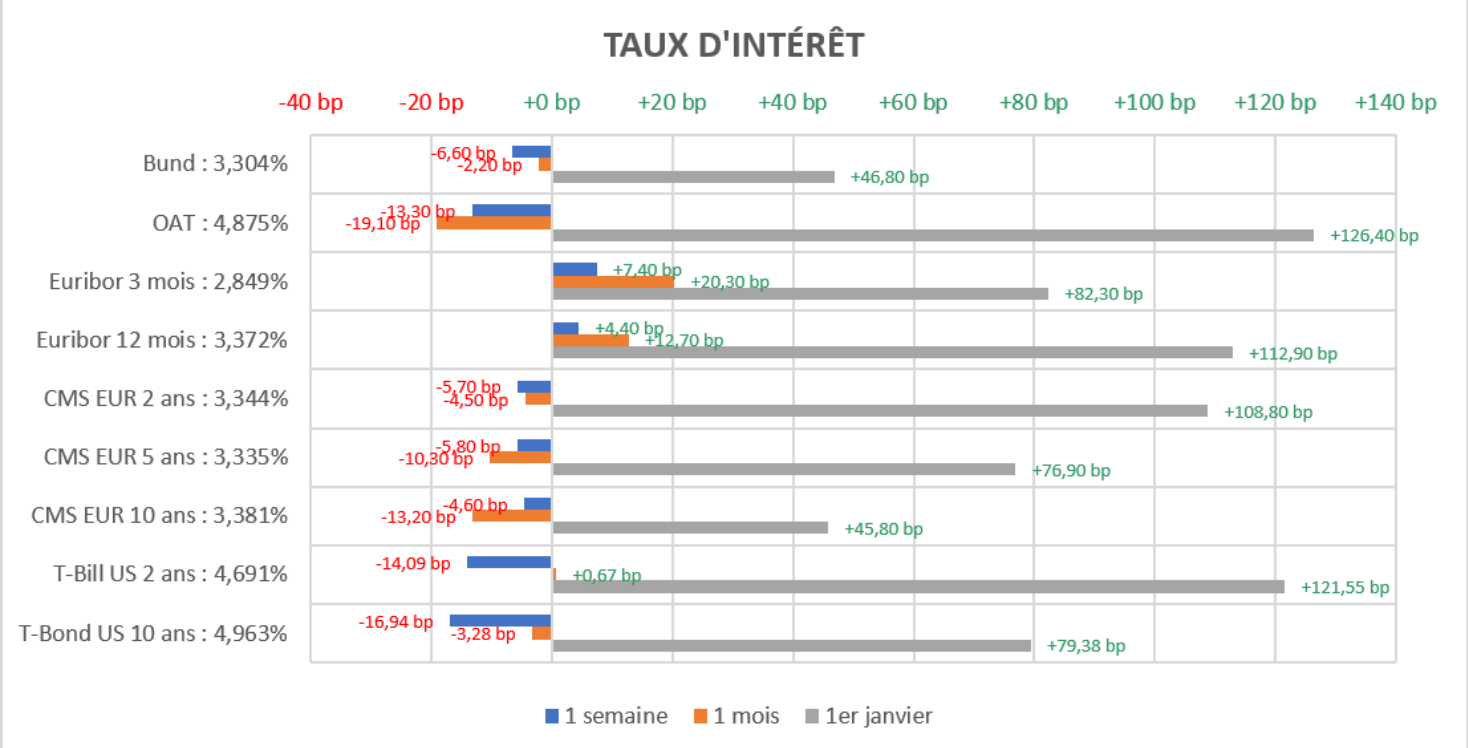
**À cela s'ajoute d'autres phénomènes défavorables : l'absence de réelle accélération du cycle et un niveau d'inflation qui va inciter la Fed à poursuivre son resserrement, sans oublier un bas niveau de prime de risque.** Fort heureusement, l'appétit pour le risque a chuté.

Que déduire de tout cela ? Nous avons déjà mentionné plusieurs éléments dans notre dernière revue Asset Allocation.

- Nous ne sommes pas en 2000 et nous n'allons pas connaître un secular bear market de la tech
- Mais le bear market tech actuel peut s'approfondir, notamment sous la pression du marché (hedge funds, investisseurs leveragés), même s'il ne sera probablement pas linéaire.
- Maintenir les positions de stratégies equally-weighted pour les indices américains (et plus généralement mondiaux)
- Conserver une position stratégique de sous pondération des actions et de surpondération des Govies
- Acheter périodiquement des protections à la vente sur les marchés actions en particulier sur la tech
- Garder une position de neutralité USA/Eurostoxx au sein des actions mondiales sachant que hors Tech, les USA sont probablement plus intéressants que l'Europe.

## Tableau de bord des marchés






APICIL INVESTMENT SOLUTIONS
LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

## Avertissement

Ce document est rédigé conjointement par SOCOFI et APICIL INVESTMENT SOLUTIONS.

**À propos de SOCOFI**

La Société Socofi (LCV Research, ou Les Cahiers Verts de l'économie) élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques et financières internationales.

Socofi est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est aussi garantie par le fait que Socofi n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir.

Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi.

Cette recherche, comme son contenu, sont la propriété exclusive de Socofi et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement. socofi@socofi.com

**À propos de APICIL INVESTMENT SOLUTIONS**

APICIL INVESTMENT SOLUTIONS est une marque d'EQUITIM, entreprise
d'investissement régulée par l'ACPR sous le numéro 11283 et par l'AMF.
Adresse : 127 rue d'Aguesseau, 92100 Boulogne Billancourt
www.apicil-is.com – hello@apicil-is.com

**Avertissements :**

Sauf mention contraire, la source des données est Socofi (Les Cahiers Verts de l'économie).

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une offre commerciale, ni une incitation à investir, ni une recommandation, ni un acte de démarchage. Le contenu est non-contractuel.

Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi et APICIL IS et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi ni d'APICIL IS.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'investissement dans des instruments financiers présente un risque de perte en capital.