

Les Sept Magnifiques : les attentes à l'égard de l'IA créent-elles une bulle?

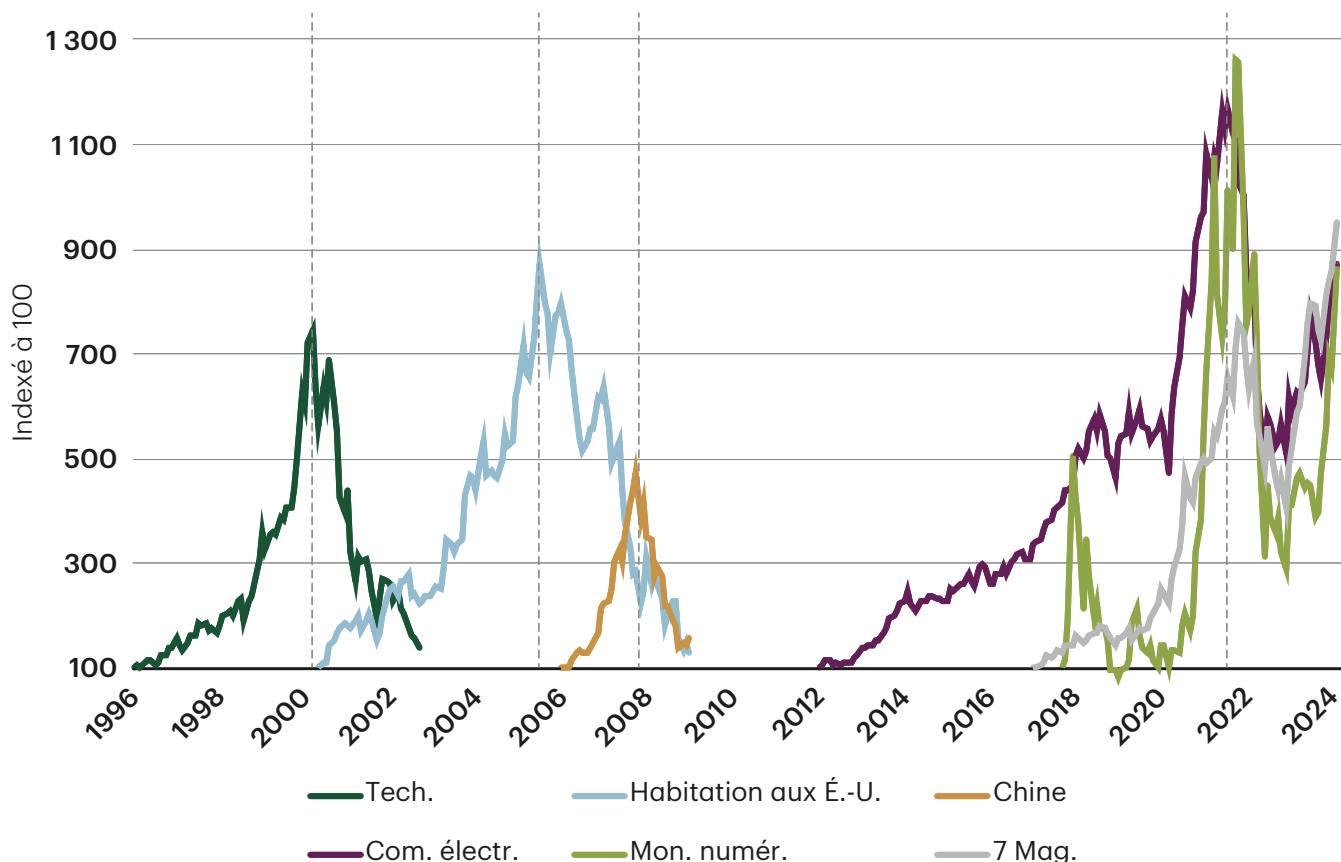


Dans le secteur des finances, des bulles se produisent lorsque l'euphorie, le momentum des marchés et l'évolution des cours devancent nettement les paramètres fondamentaux, en particulier la production de flux de trésorerie disponibles (« FTD »). Ces bulles restent fragiles et peuvent traverser une zone de turbulence lorsque la réalité des bénéfices vient finalement rattraper les attentes débordantes. Au cours des dernières années, nous avons vu, à Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD », « nous », « nos »), un certain nombre de cas assimilables à des bulles prendre de l'expansion et exploser (**graphique 1**), et, même si nous ne croyons pas que l'intelligence artificielle (« IA ») constitue simplement un autre engouement surestimé, nous pouvons également constater que la plupart des commentaires

euphoriques sur l'IA rappellent ceux observés lors des précédents épisodes de frénésie spéculative.

De plus, dans le cas de plusieurs grandes sociétés technologiques, en particulier les **Sept Magnifiques** (c'est-à-dire Alphabet Inc., Apple Inc., Amazon.com, Inc., Meta Platforms, Inc., Microsoft Corporation, NVIDIA Corporation et Tesla Inc.), une grande partie de la croissance des bénéfices a déjà été prise en compte et il n'est pas du tout certain que l'optimisme généralisé omniprésent se révélera justifié. Par exemple, l'un des titres parmi les Sept Magnifiques aurait besoin d'accroître ses bénéfices de 20 % par année au cours des 18 prochaines années pour justifier son ratio surélevé. C'est du jamais vu pour une entreprise de cette taille. Un certain scepticisme est donc de mise dans ce cas particulier.

Graphique 1 : Bulles et cycles d'engouement qui ont marqué l'histoire récente (1996-2024)



Source : Bloomberg Finance L.P., au 31 janvier 2024.

Remarque : Chaque catégorie d'actif est indexée à 100. Chine : indice de la Bourse de Shanghai; Com. électr. : commerce électronique; Mon. numér. : monnaie numérique; 7 Mag. : Sept Magnifiques

Le phénomène des Sept Magnifiques n'est-il qu'une autre bulle sur le point d'éclater?

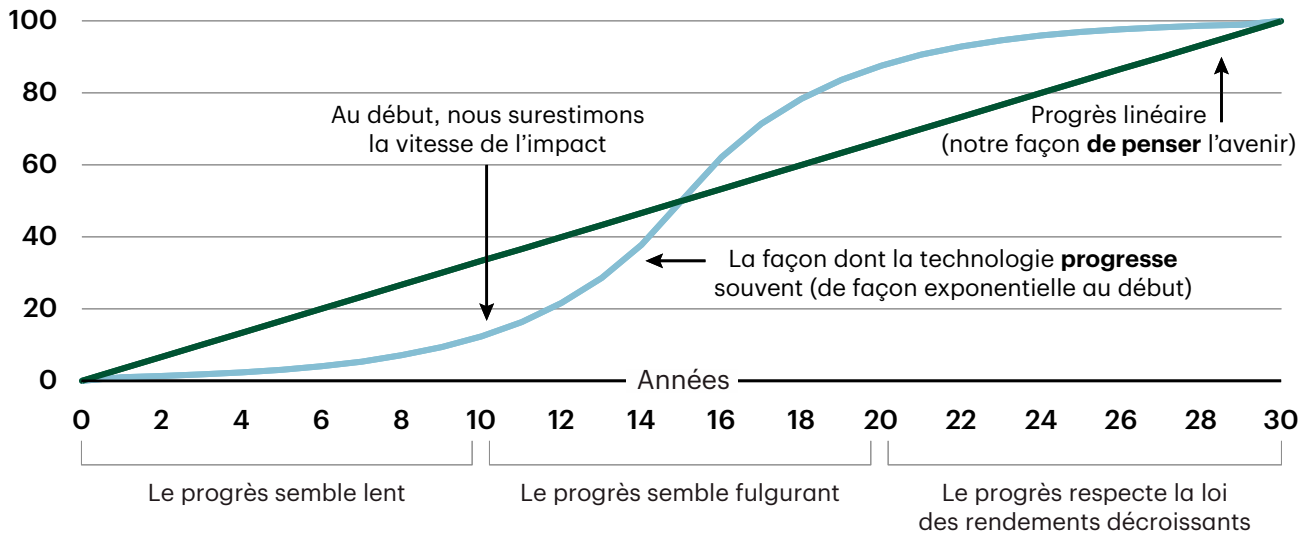
Dans la plupart des cas de bulle figurant dans le **graphique 1**, les catégories d'actif sous-jacentes étaient essentiellement solides (il est encore difficile de se prononcer sur les actions chinoises et les monnaies numériques), mais le momentum du marché et l'évolution des cours avaient trop devancé les données fondamentales. Cela est particulièrement courant avec les nouvelles technologies. C'est au milieu des années 1990, avec le boom d'Internet, que nombre d'entre nous avons observé ce phénomène, même s'il est possible de remonter aussi loin que dans les années 1840, avec le boom des chemins de fer, pour en trouver des traces. En tant que société, nous pouvons nous attendre à un progrès linéaire, mais en matière de technologie numérique, il est plus probable que la trajectoire soit exponentielle (**graphique 2**) ce qui peut amener les investisseurs à passer rapidement de l'euphorie au désenchantement lorsque les progrès semblent survenir trop lentement.

Je mise pleinement sur l'idée de base que l'IA entraînera une importante création de valeur, mais la transition se fera sur plus de dix ans [...] et les investisseurs devront s'armer de patience.

Sarah Guo, fondatrice de Conviction, 2023

Graphique 2 : La voie du progrès

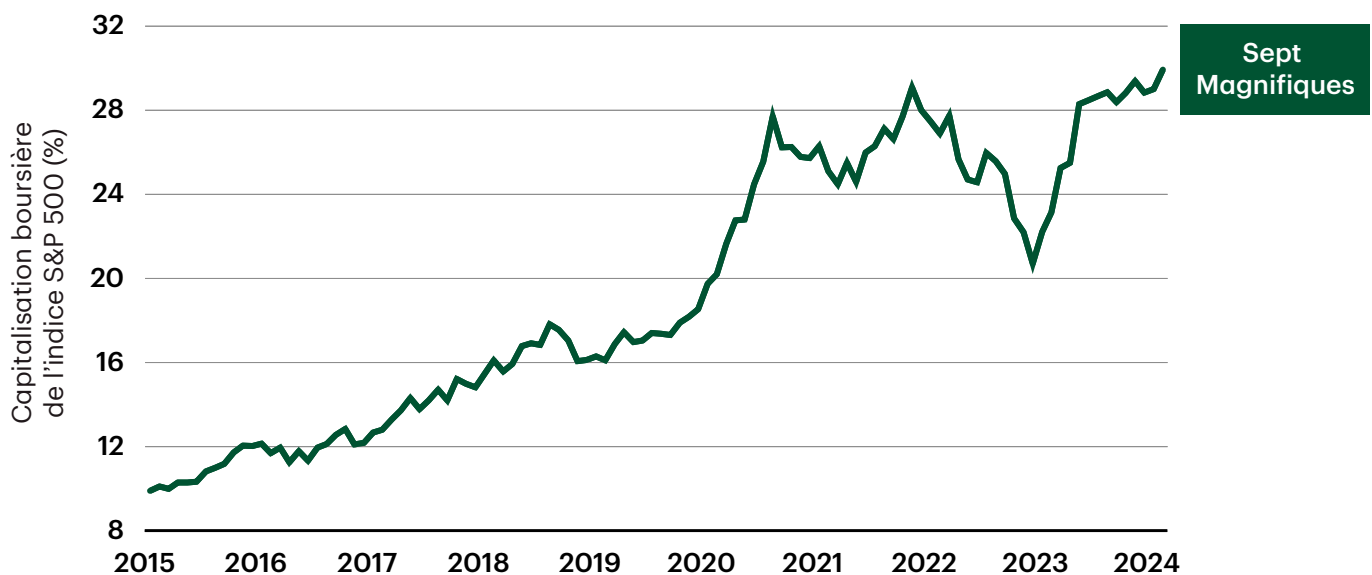
les investisseurs peuvent surestimer la rapidité des nouvelles technologies, en particulier dans l'économie numérique



Les trois graphiques suivants visent à examiner les façons dont la situation économique actuelle rappelle d'autres périodes de fort engouement dans le passé et à montrer pourquoi une poignée de commentateurs soutiennent encore que nous entrons dans une phase de bulle. Pour commencer, la forte appréciation des Sept Magnifiques a représenté 44 % du gain de l'indice S&P 500 en matière de capitalisation boursière depuis janvier 2015, et 62 % depuis janvier 2023 (**graphique 3**). Le marché boursier américain n'avait que deux fois auparavant affiché une concentration semblable, soit à la fin des années 1920 et à la fin des années 1990, et ce ne sont pas des périodes dont les investisseurs se souviennent avec plaisir.

Graphique 3 : Forte concentration (2015-2024)

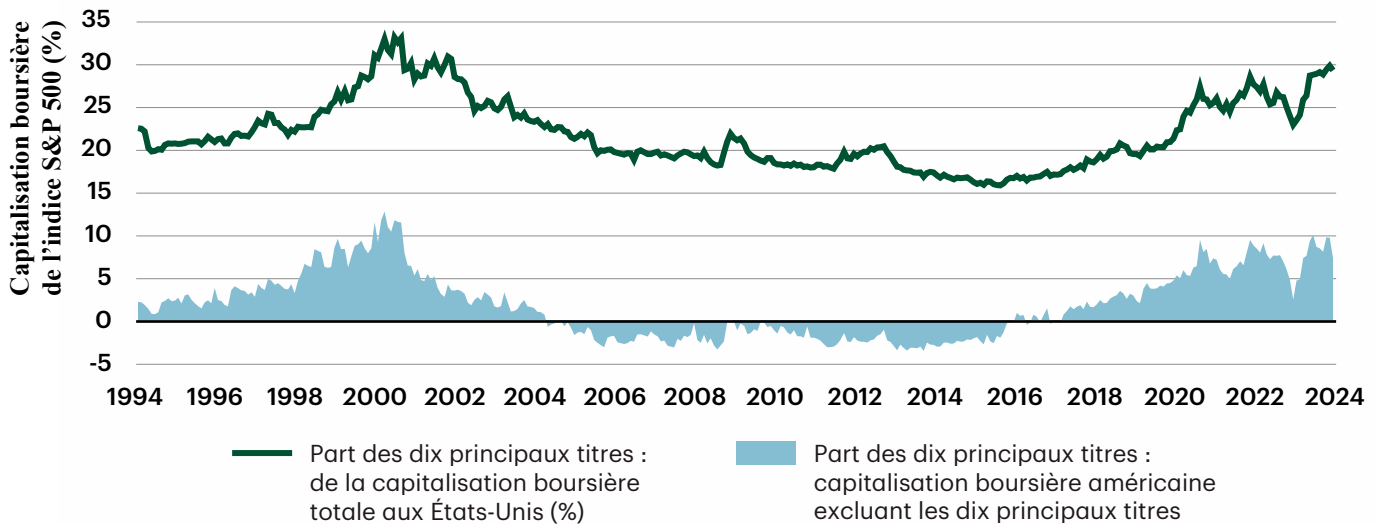
les Sept Magnifiques représentent maintenant plus de 30 % de la capitalisation boursière de l'indice S&P 500



Source : Bloomberg Finance L.P., au 31 décembre 2023.

Graphique 4 : Capitalisation boursière historique (1994-2024)

les dix principaux titres de l'indice MSCI USA représentent 29 % de la capitalisation boursière totale. C'est le plus haut niveau atteint depuis l'effondrement de la bulle technologique en 2000-2001 et un niveau nettement supérieur à la moyenne historique de 21 %



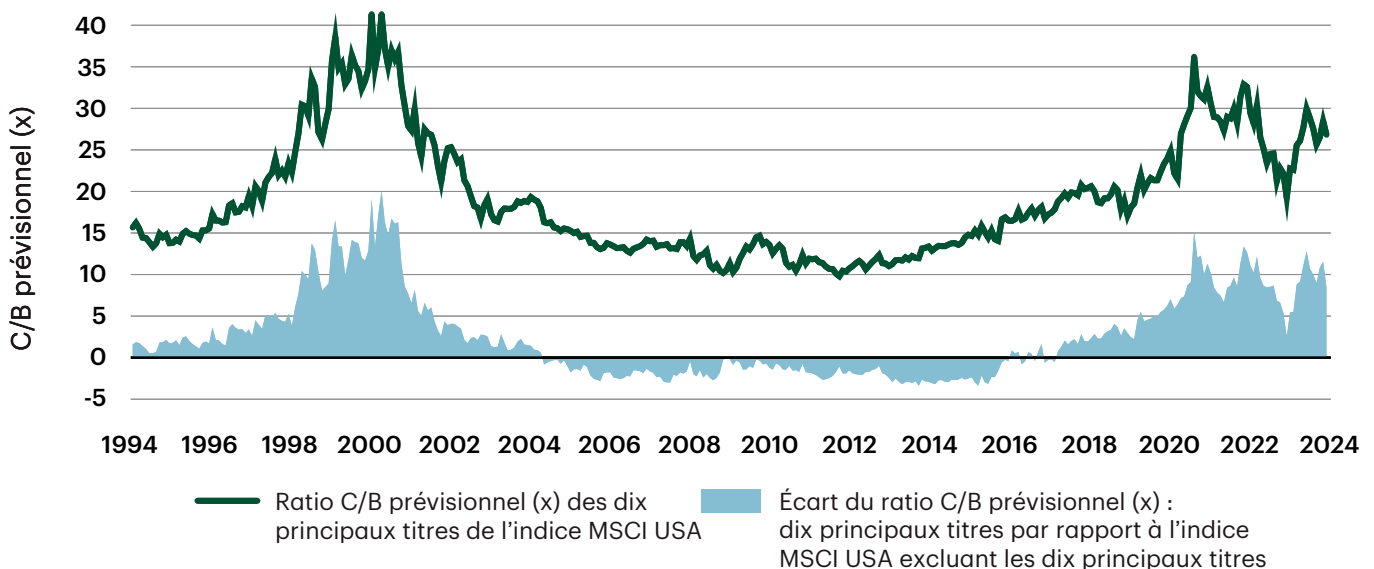
Source: JP Morgan, as at January 31, 2024.

Il est possible de voir un deuxième signe de comportements assimilables à des bulles si l'on examine la pondération des dix principaux titres de l'indice MSCI USA au cours des 30 dernières années (**graphique 4**). Ils représentent actuellement environ 29 % de la capitalisation boursière totale, soit le plus haut niveau atteint depuis 2001. De plus, les dix principaux titres ne représentent que

22 % du bénéfice par action ("BPA"), ce qui est très légèrement supérieur à la moyenne sur 30 ans de 20 %. De plus, l'écart entre les parts de la capitalisation boursière et du BPA, comme le montre la zone grise, est le plus important écart enregistré depuis la bulle technologique des années 2000 et est quatre fois supérieur à la norme historique.

Graphique 5 :

Ratio cours/bénéfice (C/B) prévisionnel atteignant un autre sommet (1994-2024)
 les dix principaux titres de l'indice MSCI USA affichent un ratio C/B prévisionnel de 27x, ce qui est nettement supérieur à la médiane historique de 17x



Source : JP Morgan, au 31 janvier 2024.

En ce qui concerne les évaluations, les dix principaux titres de l'indice MSCI USA affichent un ratio C/B prévisionnel vertigineux de 27x, tandis que les 599 autres titres affichent un ratio de 18x (très légèrement supérieur à la moyenne sur 30 ans de 16x) (**graphique 5**). De plus, l'écart entre les ratios C/B des dix principaux titres et des 599 autres titres (zone grise) est quatre fois supérieur à la norme historique (ou le 92e centile).

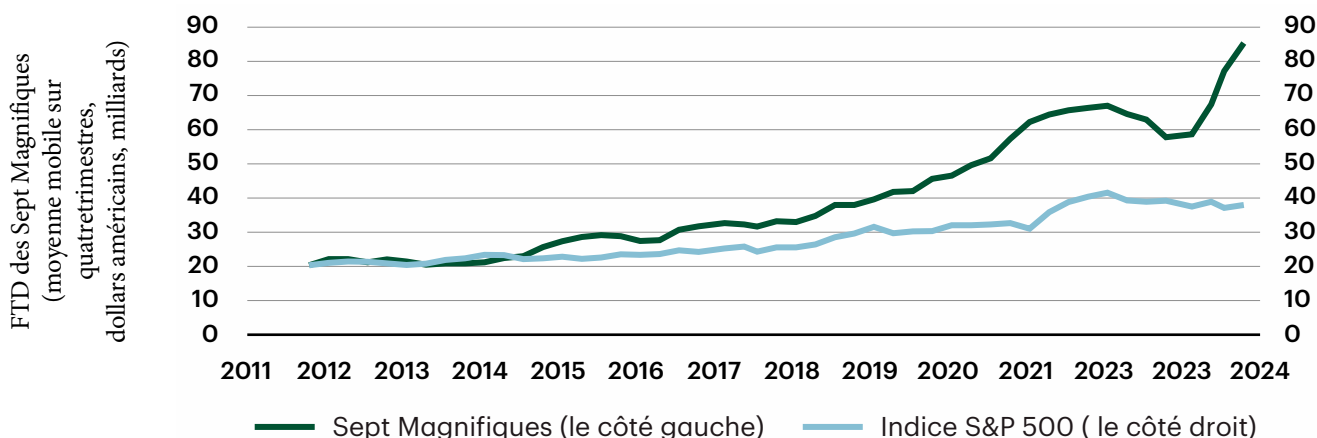
C'est le gagnant qui domine : les sociétés de premier plan génèrent des flux de trésorerie disponibles (« FTD ») de 15 %, une croissance des marges d'exploitation de 26 % et un rendement du capital investi (« RCI ») de 22 %

Les graphiques ci-dessus pourraient servir à démontrer que nous sommes à un stade avancé d'une bulle dans le secteur de l'IA. Toutefois, cette évaluation suppose implicitement que l'IA ne représente pas un changement structurel dans la distribution des FTD, des marges et des rendements. C'est là que nos opinions divergent. Comme on l'a beaucoup écrit au cours des huit dernières années, la technologie numérique et le passage des bits aux atomes se fondent sur de puissants modèles d'affaires exigeant peu de capitaux qui exploitent de formidables économies d'échelle et des effets de réseau. L'un des éléments clés est que la poursuite de la domination du marché conduit les sociétés technologiques à investir massivement dans des biens incorporels plutôt que dans des biens corporels, ce qui exige d'énormes coûts fixes, mais réduit considérablement les coûts marginaux. C'est ce qui dicte la dynamique du « gagnant qui domine » et qui produit un petit nombre de sociétés phares.

Les trois graphiques suivants illustrent ce puissant élan qui, selon nous, en est encore à ses débuts.

Pour commencer, les Sept Magnifiques ont enregistré une croissance annuelle moyenne des FTD de 15 % au cours de la dernière décennie et de 17,5 % au cours des cinq dernières années (**graphique 6**). En revanche, l'indice S&P 500 n'a enregistré qu'une croissance de 5 %, à peu près conforme au PIB (produit intérieur brut) nominal. De plus, l'indice S&P 493 (c'est-à-dire les composantes de l'indice S&P 500, exclusion faite des Sept Magnifiques) n'a généré qu'une croissance des FTD de 3 % au cours de la dernière décennie, ce qui est nettement inférieur à celle de l'ensemble de l'économie. Cette dichotomie s'observe également dans les prévisions consensuelles à l'égard de la croissance du BPA pour 2024, qui est de 12 % pour l'indice S&P 500 dans son ensemble. Toutefois, cela cache une bifurcation extrême : les Sept Magnifiques affichent un taux stupéfiant de 55 %, et l'indice S&P 493, un taux dérisoire de 5 %.

Graphique 6 : FTD (2011-2024)
les Sept Magnifiques dominent l'indice S&P 500 dans son ensemble



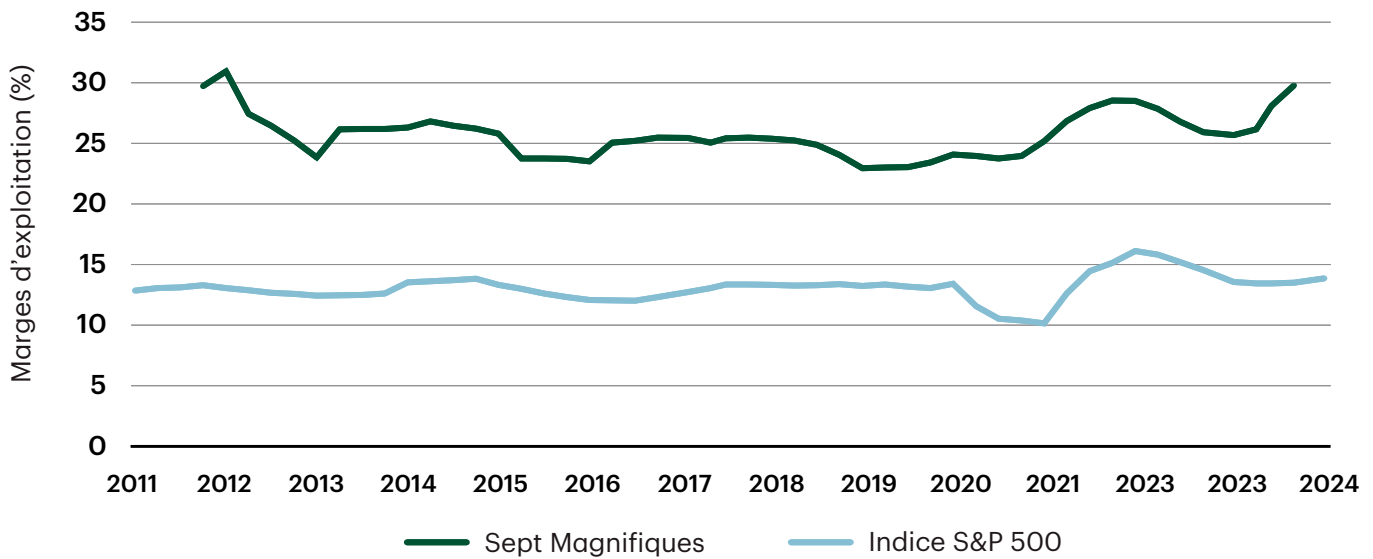
Source : Bloomberg L.P. et TD Epoch., au 31 décembre 2023.

Remarque : FTD des Sept Magnifiques (moyenne mobile sur quatre trimestres, dollars américains, milliards), indice S&P 500 (indexé sur 20 milliards).

Passons maintenant aux marges d'exploitation (**graphique 7**), en soulignant avant tout que l'impressionnante marge des Sept Magnifiques ne montre aucun signe d'une normalisation par rapport à celle de l'indice S&P 493, qui n'a été en moyenne que de 9,9 % au cours de la dernière décennie.

Graphique 7 : Marges d'exploitation

la marge bénéficiaire d'exploitation des Sept Magnifiques a atteint en moyenne 26 % au cours de la dernière décennie, soit le double de celle de l'indice S&P 500 dans son ensemble



Source : Bloomberg L.P. et TD Epoch., au 31 décembre 2023.

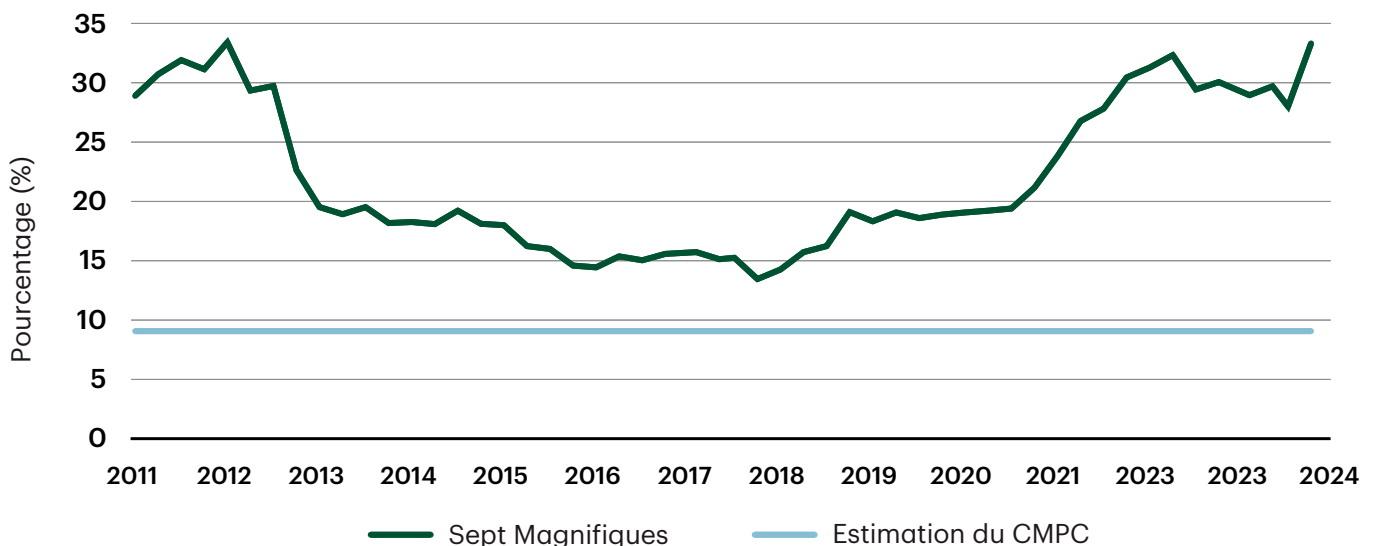
Remarque : Marge bénéficiaire d'exploitation des Sept Magnifiques (moyenne mobile sur quatre trimestres).

Troisièmement, le RCI des Sept Magnifiques n'est pas seulement nettement supérieur au coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») estimé, mais il a en fait augmenté au cours des cinq dernières années (**graphique 8**). En revanche, l'indice S&P 500 dans son ensemble a généré en moyenne un RCI de 7 % à 9 %. De plus, l'indice S&P 493 a généré un piètre RCI de 5 % à 7 %, ce qui signifie que la grande majorité des sociétés ont besoin d'un faible CMPC, semblable à celui de la dernière décennie, pour créer de la

valeur. Nous croyons qu'un impressionnant RCI est un indicateur clé sur lequel il faut se concentrer pour déterminer si nous observons des conditions ressemblant à des bulles. Cela est important pour plusieurs raisons, notamment le fait qu'un RCI plus élevé se traduit par un ratio C/B plus élevé et que, pour de nombreuses sociétés technologiques, leur ratio C/B apparemment élevé peut être entièrement attribuable à leur RCI élevé.

Graphique 8 : RCI

les Sept Magnifiques ont produit un RCI moyen de 22 %, nettement supérieur à l'estimation du CMPC



Source : Bloomberg L.P. et TD Epoch., au 31 décembre 2023.



Retrouvons-nous vraiment des échos du boom technologique de la fin des années 1990?

L'analyse ci-dessus, réalisée dans le cadre du présent document, comporte trois points importants à retenir, dont le dernier pourrait être le plus important :

1. Nous constatons que dans le cas du secteur des technologies une grande partie de la croissance des bénéfices est actuellement prise en compte.
2. Les investisseurs peuvent passer rapidement de l'euphorie au désenchantement lorsque le progrès, en particulier dans la croissance des FTD, semble survenir trop lentement par rapport à ce qui est pris en compte.
3. Nous croyons que l'IA ne constitue pas simplement un autre engouement surestimé, comme en témoignent les résultats impressionnants en matière de production de FTD, de marge bénéficiaire d'exploitation et de RCI.

Les deux premiers points à retenir auraient pu tout aussi bien s'appliquer au boom d'Internet de la fin des années 1990 (ou même au boom des chemins de fer des années 1840). Toutefois, le troisième point à retenir diffère : les investisseurs du boom d'Internet n'ont pas fait preuve de suffisamment de scepticisme à l'égard des titres en vogue qui promettaient des bénéfices futurs à long terme, mais qui affichaient encore des FTD négatifs à ce moment-là.

Cette fois-ci en revanche, les Sept Magnifiques génèrent des FTD impressionnants, et les attentes

consensuelles sont que le groupe devrait être en mesure de faire croître ses bénéfices de 55 % en 2024, ce qui est tout à fait impressionnant.

Dans une large mesure, les revenus tirés de la construction d'infrastructures, y compris les plateformes d'IA à grande échelle, correspondent aux retombées immédiates. De plus, certaines sociétés récoltent les premiers fruits de l'utilisation de l'IA pour réduire les coûts de la main-d'œuvre et créer des innovations en matière de processus, c'est-à-dire rendre les processus d'affaires existants plus efficaces en réduisant les coûts d'exploitation.

Toutefois, la grande majorité de la valeur ajoutée par les technologies d'application générale (« TAG ») comme l'IA (ainsi que l'Internet, l'électricité et les machines à vapeur) provient historiquement de l'innovation en matière de produits. Autrement dit, des biens et des services entièrement nouveaux qui n'étaient pas prévus au début de la commercialisation des TAG.

La bonne nouvelle est que cela influence réellement les bénéfices, créant un potentiel de valeur énorme. La mauvaise nouvelle est que personne ne sait quand ou comment les choses évolueront et, contrairement aux innovations en matière de processus, il faut parfois des années, voire des décennies, pour que les choses se concrétisent.

Pour ces raisons, nous croyons que l'enthousiasme à l'égard de l'IA sera récompensé au cours des deux prochaines années, malgré les évaluations élevées, car la croissance des bénéfices est robuste et répond aux attentes depuis un certain temps. Il s'agit toutefois d'une tendance à long terme et les investisseurs devront faire preuve de patience et de calme à mesure que l'efficacité opérationnelle initiale diminue. Le boom des années 1990 a pris fin après la publication de grands titres annonçant que de nombreuses sociétés technologiques prisées dilapidaient leurs liquidités et qu'il ne leur restait que quelques mois avant que leurs réserves ne soient à

sec. Il y a lieu de craindre une inversion semblable au niveau des manchettes : une fois que les sociétés technologiques auront dépensé des dizaines de milliards de dollars pour bâtir des infrastructures d'IA, les grands titres pourraient peut-être commencer à mettre en garde les investisseurs sur le fait qu'il faudra des années avant que l'innovation en matière de produits hautement attendue n'arrive. Il est possible d'éviter de se retrouver dans une telle situation si l'IA démontre sa valeur, en matière de production de FTD dans des secteurs hors technologie, plus rapidement que ce qui a été le cas pour les technologies précédentes.

L'essentiel

Au-delà du délai d'un an ou deux, il existe une grande incertitude quant à l'évolution de l'IA. Par conséquent, nous croyons que les investisseurs doivent faire preuve de prudence à l'égard des actions de croissance spéculative, qui s'accompagnent d'un scénario intéressant et de promesses de bénéfices futurs qui pourraient ou non se concrétiser. À GPTD, nous continuerons plutôt de surveiller les tendances du marché, tout en privilégiant les sociétés qui présentent des antécédents solides en matière de production de FTD, ainsi que des marges bénéficiaires d'exploitation et un RCI élevés et durables. Nous croyons que de telles sociétés sont les plus susceptibles de créer de la valeur et de récompenser les investisseurs en cette période d'innovation et de bouleversement extraordinaires. ■

Suivez Gestion de Placements TD



Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et qui peuvent comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Le Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD (le « Comité ») est formé de divers professionnels des placements de la TD. Le Comité a le mandat de publier des perspectives trimestrielles qui présentent un point de vue concis sur la situation à prévoir sur les marchés pour les 6 à 18 mois à venir. Ces conseils ne garantissent pas les résultats futurs, et les événements sur les marchés peuvent se révéler sensiblement différents de ceux implicitement ou explicitement formulés dans les perspectives trimestrielles du Comité. Les perspectives trimestrielles ne remplacent pas les conseils de placement. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.