

Juin 2026

Éditorial

Ces dernières années, l'intelligence artificielle (IA) a fortement progressé, mais son impact économique réel commence seulement maintenant à se concrétiser. Cette publication aborde quelques-unes des principales questions soulevées par ces évolutions rapides.

Pour situer l'évolution de l'IA, il est essentiel d'en comprendre le fonctionnement et les perspectives. Nous ouvrons avec un article de Benjamin Jonen (page 2), qui présente les grands modèles de langage (LLM) et les avancées du domaine. Polyvalents, les LLM reposent toutefois sur des régularités statistiques plutôt que sur une véritable compréhension : ils alternent performances remarquables et erreurs élémentaires. À ce stade, l'enjeu réside moins dans la taille des modèles que dans leur intégration dans des processus concrets, même si des solutions plus performantes devraient émerger avec le temps.

L'impact de l'IA sur la productivité oscille entre promesses ambitieuses et scepticisme. Dans sa contribution (page 4), Damian Künzi relève que, comme lors des cycles technologiques passés, les gains de productivité se matérialisent souvent plus lentement et de façon inégale. Les premières observations indiquent des gains d'efficacité notables pour certaines tâches, mais le bilan macroéconomique reste contrasté : les récents progrès de productivité aux États-Unis ne sont qu'en partie liés à l'IA. L'ampleur des effets dépendra largement de la rapidité avec laquelle les entreprises adapteront leurs processus et du fonctionnement du marché du travail face à l'automatisation.

À ce jour, les investisseurs se sont surtout concentrés sur l'impact de l'IA sur les marchés actions. Valeriy Petrov (page 6) montre toutefois qu'elle transforme aussi les marchés du crédit, de manière profonde et parfois contradictoire : les investisseurs redoutent à la fois

l'érosion de certains modèles économiques et une hausse de l'endettement liée aux besoins massifs en capitaux. Cette dynamique a accru la volatilité, mis fin à plusieurs années de performance homogène et révélé des fragilités chez des émetteurs autrefois perçus comme sûrs. Parallèlement, la hausse des investissements liés à l'IA crée des opportunités lorsque les marchés sur-réagissent aux risques de disruption. Dans ce contexte, une sélection rigoureuse du crédit et une approche patiente s'imposent.

Dans la dernière contribution, Andreas Homberger (page 8) analyse la forte progression des actions liées à l'IA depuis 2022. Les valorisations élevées, les investissements ambitieux et la concurrence chinoise relancent le débat sur une bulle. Les géants technologiques américains restent dominants, mais leurs besoins en capitaux et les attentes de croissance sont élevés, tandis que de nombreuses entreprises non cotées restent fragiles. Le potentiel de l'IA demeure important, mais appelle à plus de sélectivité et de diversification.

Compte tenu de l'évolution rapide de l'IA, nous continuerons à en suivre les développements. D'ici là, nous vous souhaitons une excellente lecture.

P.S. : L'IA étant technique, un bref glossaire figure en fin de publication.



José Antonio Blanco

Senior Financial Market Advisor

joseantonio.blanco@swisslife-am.com

Focus #1 : IA – la technologie sous-jacente

Les grands modèles de langage ont fortement progressé depuis fin 2022. Toutefois, les limites actuelles montrent que l'augmentation de leur taille ne suffira pas, et leur raisonnement reste loin du niveau humain. À court terme, le principal potentiel réside dans l'intégration de l'IA dans les workflows, via des agents et assistants. L'adoption sera progressive et exigera une refonte des processus ainsi que des garde-fous pour limiter les erreurs.

Auteur : Benjamin Jonen, Head Financial Engineering

Qu'est-ce que l'IA ?

Il est essentiel de comprendre l'IA avant d'en évaluer les impacts économiques et financiers. Elle regroupe des technologies permettant aux machines de reconnaître des schémas, faire des prévisions et prendre des décisions. L'attention se concentre aujourd'hui sur l'IA générative et les grands modèles de langage (LLM), capables de produire du texte, des images ou du code à partir de données. Bien que ces progrès reposent sur des décennies de recherche, le lancement de ChatGPT fin 2022 a marqué un tournant en les rendant largement accessibles.

En bref, les LLM fonctionnent en prédisant le mot suivant dans une phrase. À grande échelle, cette capacité permet des tâches complexes comme la synthèse de documents, la traduction ou la génération de code.

grandes quantités de données Internet, par opposition à l'étape relativement légère post-entraînement qui l'affine pour des tâches spécifiques (voir le graphique).

Diminution de la mise à l'échelle

Les lois d'échelle reposent sur l'augmentation conjointe des paramètres, des données et de la puissance de calcul. Cependant, la rareté croissante des données de qualité et les rendements décroissants des modèles plus vastes déplacent l'attention vers de nouvelles approches d'amélioration.

Une deuxième vague repose sur les modèles de raisonnement, capables de résoudre des problèmes en plusieurs étapes en vérifiant leurs résultats intermédiaires. Une troisième vague consiste à intégrer des outils externes (recherche, logiciels spécialisés, planification) pour accomplir certaines tâches de manière plus fiable que par la seule génération de texte.

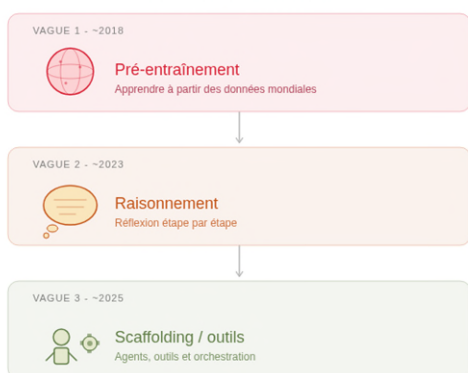
Les LLM sont-ils intelligents ?

Mais les LLM sont-ils réellement intelligents, ou le deviendront-ils ? Ils impressionnent par leurs capacités : rédaction de code, synthèse de documents complexes, résolution de problèmes difficiles. Pourtant, ils échouent encore sur des jugements simples du quotidien, comme décider s'il vaut la peine de parcourir 50 mètres à pied ou en voiture.

Ce contraste révèle une limite clé : les LLM excellent dans la détection de schémas et réussissent surtout sur des tâches bien représentées dans leurs données d'entraînement. En revanche, ils peinent dès qu'une compréhension du monde réel et du bon sens est requise. Ils reposent ainsi sur des corrélations statistiques plutôt que sur une véritable compréhension, produisant des réponses fluides mais parfois dénuées de logique pratique.

L'un des principaux benchmarks pour mesurer ces limites est ARC-AGI. Les versions 1 et 2 proposent des casse-têtes visuels simples pour l'humain mais difficiles pour l'IA, testant la généralisation à partir de peu d'exemples. Lancée en mars 2026, la version 3 va plus loin en plaçant des agents dans des environnements

Trois vagues de progrès des LLM

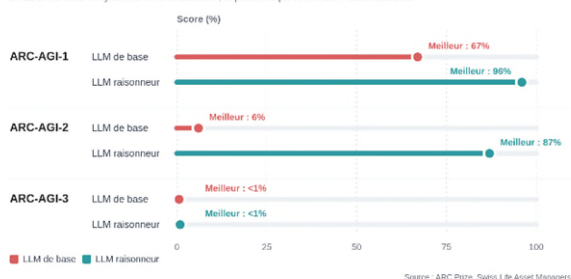


La recherche suggère qu'à mesure que ces modèles prennent de l'ampleur, leurs capacités augmentent de façon cohérente et prévisible, ce qu'on appelle la loi d'échelle. Cette idée a suscité un effort mondial pour construire des modèles de plus en plus grands, avec l'ambition d'atteindre l'intelligence générale au niveau humain ou au-delà. Cette première vague de développement du LLM, appelée pré-entraînement, est de loin la phase la plus exigeante en ressources. Le modèle apprend les schémas linguistiques généraux à partir de

interactifs sans instructions explicites, où ils doivent explorer, comprendre et s'adapter progressivement – une capacité encore naturelle chez l'humain mais difficile pour l'IA.

ARC-AGI : LLM de base vs modèles de raisonnement

Modèles de base vs systèmes de raisonnement : le point marque le meilleur résultat observé.



Le graphique ci-dessus montre que les LLM de base ne peuvent obtenir aucun score significatif sur l'ARC-AGI-2. Les modèles de raisonnement s'améliorent, mais nécessitent un effort computationnel important, et sur ARC-AGI-3, les modèles frontiers obtiennent un score inférieur à 1%. L'écart entre la performance humaine et celle de l'IA sur ces points de repère illustre clairement les limites des systèmes actuels en termes de raisonnement, de planification et d'apprentissage de l'expérience.

La prochaine frontière : les « world models »

Les développements récents des modèles dits « world models » visent précisément à combler ces limites. Les « world models » sont des modèles internes de prédiction qui décrivent le fonctionnement d'un environnement : ils permettent à un système d'anticiper ce qui est susceptible de se produire s'il réalise une action donnée.

La différence essentielle avec un LLM est que les « world models » prédisent des transitions d'état dans un espace abstrait (et non le mot suivant dans une phrase). Par exemple, les phrases « l'ampoule s'est allumée » ou « l'ampoule était allumée » transmettent la même signification et correspondent à une même transition d'état dans cet espace abstrait.

Bien qu'encore à un stade précoce, les « world models » donnent des premiers résultats prometteurs et sont combinés avec les LLM traditionnels. Ils jouent également un rôle clé en robotique, où les systèmes doivent interagir avec le monde physique et s'y adapter en temps réel.

Où sont les opportunités ?

À court terme, les principales opportunités résident dans l'intégration de l'IA dans les flux de travail réels. Bien que de nombreuses entreprises n'observent pas

encore d'impact significatif sur leurs résultats (The State of AI in 2025 : Agents, innovation, and transformation, McKinsey, 5 novembre 2025), on distingue au moins trois domaines liés dans lesquels les LLM actuels ont permis des avancées déterminantes. Ils relèvent tous de la troisième vague de développement des LLM : des systèmes « agentiques », capables d'accéder à des outils externes et d'agir de manière autonome pour le compte de l'utilisateur.

Le premier domaine est la programmation. Les agents de codage progressent rapidement et déchargent les ingénieurs des tâches répétitives (code standard, gestion de bibliothèques). Malgré les défis (erreurs, dette technique), les gains de productivité sont importants. Ces outils s'étendent au-delà des développeurs et s'intègrent déjà dans des logiciels courants comme Microsoft PowerPoint et Excel.

Le deuxième domaine concerne les assistants IA. Ces agents peuvent prendre en charge des tâches et interagir avec les utilisateurs, par exemple via des applications de messagerie. L'un des concepts clés est leur capacité à répondre aux demandes en créant des applications de manière autonome.

Le troisième domaine est la génération de contenus créatifs. En marketing, par exemple, les outils d'IA peuvent désormais produire des textes, des images et même des vidéos, réduisant fortement le temps et les coûts de production.

L'adoption de ces technologies par les entreprises prendra du temps, car elle implique de repenser les processus et de mettre en place des garde-fous solides pour prévenir les erreurs.

Conclusion

Les agents d'IA constituent un outil puissant qui a déjà permis des gains de productivité importants et continuera à en générer. Il est toutefois essentiel d'en reconnaître les limites. Si les systèmes d'IA peuvent produire des textes proches de ceux des humains, leurs mécanismes sous-jacents diffèrent fondamentalement du raisonnement humain. De nombreuses tâches, surtout celles qui requièrent planification et bon sens, restent simples pour l'humain, mais très difficiles pour les systèmes actuels.

Malgré ces limites, ces nouveaux outils nous obligent à repenser nos modes de travail et nos processus – et ceux qui s'adaptent tôt en tireront le plus grand bénéfice.

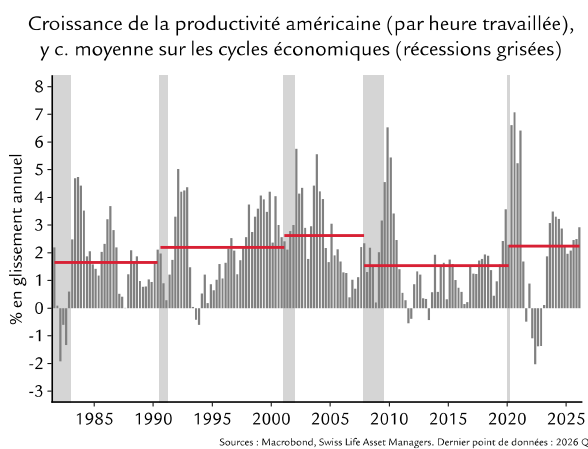
Focus #2 : L'IA va-t-elle entraîner un boom de la productivité ?

Les optimistes de l'IA affirment que nous sommes confrontés à d'énormes gains de productivité et à une décennie dorée, tandis que les pessimistes mettent en garde contre un chômage de masse. L'histoire économique appelle à la modestie : nous ne manquerons pas de travail et les nouvelles technologies prendront toujours du temps à se traduire en statistiques de productivité.

Auteur : Damian Künzi, Head Macroeconomic Research

Un peu d'histoire : Le paradoxe de Solow

« La productivité n'est pas tout, mais à long terme, c'est presque tout ». Comme le souligne à juste titre Paul Krugman, la productivité est le déterminant macroéconomique le plus important de la prospérité d'un pays. Pourtant, c'est un concept notoirement difficile à appréhender en économie. Même a posteriori, il est difficile d'attribuer clairement les gains de productivité à une technologie précise. Comme l'a relevé Robert Solow en 1987, l'ère informatique était visible partout sauf dans les statistiques. Les bénéfices ne se sont matérialisés qu'aux années 90 et début des années 2000.



Ce paradoxe dit de Solow peut s'expliquer ainsi : (1) la « courbe en J » : les investissements dans les infrastructures, les compétences et l'adaptation des processus pèsent d'abord sur la productivité avant de la stimuler. (2) Erreur de mesure : les bénéfices des technologies open source sont élevés, mais non monétisés et donc absents du PIB. En outre, les gains qualitatifs des technologies de l'information sont parfois mal mesurés, ce qui peut conduire à surestimer l'inflation corrigée de la qualité et à sous-estimer la valeur réelle ajoutée. (3) Distraction : le Web 2.0 était prometteur, mais a coïncidé avec de faibles gains de productivité aux Etats-Unis dans les années 2010, notamment parce que les réseaux sociaux ont pu en éroder une partie.

Raisons d'être prudent

Si la productivité est déjà difficile à mesurer ex post, il est spéculatif d'estimer l'effet de productivité d'une nouvelle technologie comme l'IA ex ante. Ainsi, les prévisions varient énormément. Représentant des pessimistes, le prix Nobel Daron Acemoglu ne prévoit qu'une croissance supplémentaire maximale de 0,1% par an de la productivité américaine au cours des dix prochaines années¹. Outre le paradoxe de Solow, son argument principal est que l'IA remplace avant tout des activités dans la phase initiale (« remplacement du travail »). Cela rend une entreprise plus productive, mais les salariés perdant leur emploi sont poussés vers des activités moins productives. Les gains de productivité sont donc dilués pour l'économie dans son ensemble. Acemoglu soutient que ce n'est que si l'IA devient de plus en plus un outil productif entre les mains des employés (« augmentant la main-d'œuvre ») et stimule l'innovation que de plus grands gains de productivité macroéconomique se matérialiseront.

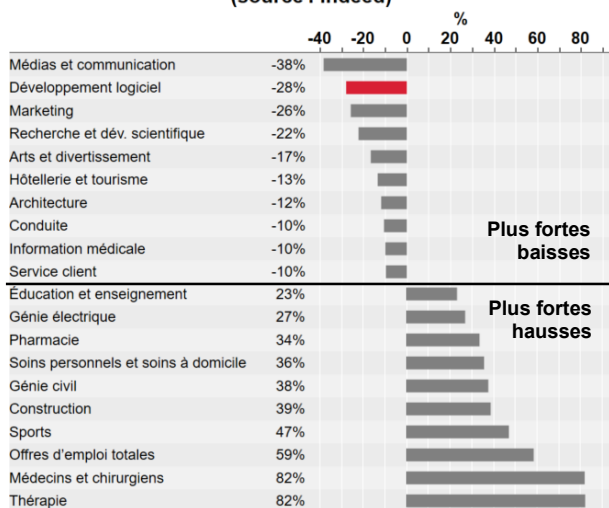
Raisons d'être optimiste

Représentant les optimistes, Erik Brynjolfsson, économiste de Stanford, pense que l'IA pourrait entraîner un doublement de la croissance de la productivité aux Etats-Unis en dix ans, ce qui impliquerait une augmentation de la productivité de 1,5% par an grâce à l'IA². Il suppose que l'IA va surmonter le paradoxe de Solow parce que (1) il s'agit d'une technologie largement applicable, (2) l'infrastructure informatique nécessaire est déjà en place parmi les utilisateurs et (3) la technologie est facile à appliquer. Il s'attend également à ce que la technologie progresse rapidement et voit ses hypothèses confirmées par des études empiriques qui, par exemple, ont constaté une augmentation de 14% de la productivité des agents de support client dans un laps de temps très court après l'introduction des outils d'IA³. Il voit déjà la forte croissance de la productivité aux Etats-Unis ces dernières années comme preuve de son hypothèse.⁴

Le boom de la productivité de l'IA est-il déjà en cours ?

Nous sommes plus sceptiques sur ce dernier point. Le boom de la productivité américaine, avec ses hauts et ses bas induits par la pandémie, a déjà commencé avant novembre 2022, lorsque le lancement de ChatGPT a rendu les applications d'IA populaires. Depuis, le secteur technologique a largement soutenu la productivité, en partie grâce à un développement logiciel plus efficace via l'IA, mais aussi via des effets cycliques liés aux ajustements d'effectifs post-Covid. Il faut toutefois distinguer investissements et usages : les dépenses massives en infrastructures ont stimulé PIB et productivité en 2025, sans garantie quant à leur rentabilité ni aux gains liés à l'utilisation effective de l'IA.

Offres d'emploi aux États-Unis, variation depuis février 2020
(source : Indeed)



Sources : Indeed, Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research.
Dernier point de données : 1 mai 2026

Les dernières statistiques expérimentales de la Réserve Fédérale de Chicago brossent un tableau contrasté : outre les secteurs liés à l'informatique, la croissance de la productivité s'est accélérée depuis 2022, notamment dans l'édition et l'immobilier. L'IA pourrait y contribuer.

Pourtant, la productivité des secteurs exposés, comme le conseil ou le juridique, a légèrement reculé. Si les études confirment des gains au niveau micro, leur extrapolation au niveau macro reste limitée : on ignore comment est utilisé le temps libéré et vers quels emplois se déplacent les travailleurs.

C'est la principale lacune de Brynjolfsson. Il montre bien un recul marqué de l'emploi dans les fonctions exposées aux États-Unis, surtout chez les nouveaux entrants⁵. Une étude du KOF est parvenue à des résultats similaires pour la Suisse⁶. Mais où vont les emplois ? Outre un taux de chômage légèrement plus élevé, les données d'Indeed montrent qu'aux États-Unis, les offres d'emploi ont augmenté en particulier dans le secteur de la santé, à forte intensité humaine et moins

exposé à l'IA, un secteur peu réputé pour être un moteur de productivité.

Conclusion

Malgré les incertitudes, nous jugeons plausibles les points suivants : (1) Comme Erik Brynjolfsson, nous pensons que les gains de productivité liés à l'IA apparaîtront plus rapidement que ceux de la révolution informatique, en années plutôt qu'en décennies. (2) En revanche, nous doutons que les récents chiffres de productivité américains reflètent déjà un effet significatif d'utilisation de l'IA. Des études de cabinets de conseil indiquent que, même aux États-Unis, son adoption reste encore limitée et non systématique dans la plupart des entreprises⁷. La nécessité d'adapter les processus, d'assurer la sécurité des données et l'incertitude sur les applications d'IA à privilégier suggèrent que la courbe en J reste pertinente pour l'IA⁸.

(3) Les gains de productivité au niveau micro sont atténués au niveau macro. Cela reflète l'idée que les craintes d'un chômage de masse lié à l'IA sont exagérées. Si les marchés du travail restent suffisamment flexibles, d'autres profils d'emploi, potentiellement moins productifs, gagneront en importance.

Selon nos estimations, l'adoption de l'IA ne générera que des gains de productivité modérés aux États-Unis dans les trois prochaines années. Au-delà, son impact devrait nettement se renforcer. Cela dit, les projections les plus optimistes nous semblent exagérées.

¹ Acemoglu (2024) : The Simple Macroeconomics of AI

² Interview par Fortune le 26/09/2023, Link : Top AI economist says it will create a 'productivity boom'

³ Brynjolfsson, Li & Raymond (2023) : Generative AI at Work

⁴ Article du Financial Times par Brynjolfsson du 15 février 2026 : The AI productivity take-off is finally visible

⁵ Brynjolfsson et al. (2025) : Canaries in the Coal Mine? Six Facts about the Recent Employment Effects of Artificial Intelligence

⁶ Klauui & Siegenthaler (2025) : KI und der Schweizer Arbeitsmarkt: Erste Evidenz zu Auswirkungen auf Arbeitslosigkeit und Stellen-ausschreibung

⁷ The State of AI in 2025 : Agents, innovation, and transformation, McKinsey, 5 novembre 2025

⁸ Questions possibles : IA sur site ou dans le cloud ? Des modèles open source simples sont-ils suffisants ou avons-nous besoin de modèles coûteux à la pointe de la technologie ? En attente de l'intégration de l'IA au sein d'un logiciel standard ?

Focus #3 : L'impact de l'IA sur les marchés du crédit

Les marchés du crédit ressentent pleinement l'impact de la révolution de l'IA avec une forte demande de crédit pour financer les dépenses d'investissement et la crainte que l'IA ne brise les modèles commerciaux. Ces deux facteurs ont accru la volatilité du crédit et causé la dispersion des écarts clôturant trois années de performance positive élevée et indifférenciée.

Auteur : Valeriy Petrov, Co-Head Portfolio Strategy

Deux façons dont l'IA affecte le marché du crédit

Les premiers signes de l'impact de l'IA sur le marché du crédit sont apparus début mars 2024, lorsque l'annonce d'assistants IA pour le service client a fortement affecté la dette des opérateurs de centres d'appels. Pourtant, ni les bénéfices ni la liquidité ne se sont détériorés. Le marché a rapidement intégré des changements structurels attendus seulement à moyen terme. Depuis, la liste des secteurs concernés s'allonge progressivement.

L'IA a aussi influencé les marchés du crédit en devenant une source clé de financement pour les entreprises en pointe. Initialement financées par fonds propres ou par le cash-flow, elles ont basculé vers le crédit dès septembre 2025 en raison du coût élevé des modèles les plus récents. En quelques mois, les spreads des sociétés technologiques, précédemment considéré comme un refuge, se sont élargis, pesant sur la performance. Depuis début d'année, les hyperscalers ont émis environ 110 milliards USD de dette, y compris via des émissions longues, jusqu'à 100 ans en GBP et 40 ans en CHF.

La contradiction

En février 2026, le marché du crédit a envoyé des signaux contradictoires. D'un côté, il redoutait qu'un déploiement rapide de l'IA rende certains modèles d'affaires obsolètes et fragilise les entreprises les plus endettées. De l'autre, les spreads de crédit des sociétés liées à l'IA se sont élargis, les investissements dans les infrastructures étant de plus en plus remis en question. Sur le mois, le secteur technologique high yield (HY) (indice ICE BofA US High Yield Technology) a enregistré une performance négative de -1,3% et le secteur Leveraged Loan Technology de -3,5%. Depuis, nous avons assisté à un repli des extrêmes, mais le cadre d'analyse tient toujours.

Les menacés

Nous avons assisté à des épisodes récurrents d'incertitude autour de la substitution d'activité alimentée par l'IA. Chacun suit un schéma similaire : la démonstration d'un outil d'IA ou une entreprise signalant une

utilisation accrue de l'IA en interne déclenche immédiatement une réaction négative envers ses fournisseurs. Le marché prévoit un remplacement rapide par l'IA et des coûts marginaux proches de zéro. Aucune de ces hypothèses ne devrait se confirmer, même à moyen terme, mais cela n'a pas empêché les investisseurs de vendre d'abord et d'analyser ensuite.

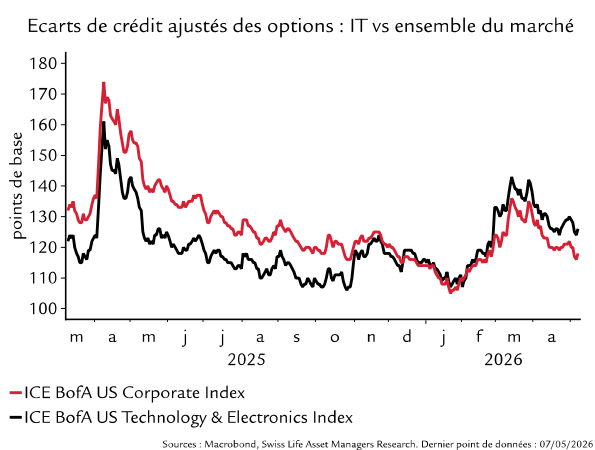
Bien qu'il soit toujours difficile de nager à contre-courant en période de fortes fluctuations du marché, il convient de considérer les opportunités créées par les ventes massives. Les fournisseurs établis disposent de relations clients établies, souvent sécurisées par des contrats de long terme, et génèrent aujourd'hui des flux de trésorerie élevés. Leur avantage repose sur un savoir-faire accumulé et sur des données exclusives, difficiles à reproduire, qui leur permettent de pratiquer des prix élevés tout en créant de la valeur pour leurs clients. Pour évaluer la menace que représente l'IA pour les activités de ces fournisseurs, nous proposons donc un cadre simple :

1. Dans quelle mesure les entreprises d'IA peuvent-elles accéder aux données pour développer des modèles concurrentiels ?
2. Le fournisseur développe-t-il son propre outil d'IA ?
3. La direction du fournisseur a-t-elle pris conscience de l'urgence d'adopter l'IA pour contrer la concurrence naissante ?
4. Le fournisseur dispose-t-il de moyens suffisants pour investir dans l'IA ?
5. Comment l'excédent de trésorerie est-il utilisé : désendettement ou autre ? La direction a-t-elle reconnu l'augmentation des coûts de financement sur le marché ?

Le développement d'outils d'IA est coûteux et la course actuelle entre les principaux compétiteurs est prête à créer un monopole, qui à son tour devrait un jour générer des rendements anormaux pour le vainqueur. Les entreprises qui s'attendent à des bénéfices de l'utilisation d'outils d'IA pourraient ne pas se rendre compte que le prix d'une solution IA, qui est aujourd'hui proche de zéro, changerait quand cela se produirait.

De la trésorerie à l'endettement

La révolution de l'IA devrait nécessiter environ 4000 milliards USD d'investissement, bien que les estimations varient. Jusqu'à l'été 2025, la dette était largement absente du mix de financement. Cela a changé à l'automne, avec l'émission d'obligations par Oracle, suivie par la première émission obligataire de Meta. Comme le montre le graphique, le scénario est passé des dépenses d'investissement soutenues par de solides flux de trésorerie opérationnels aux inquiétudes d'une hausse de l'offre de dette, ce qui s'est traduit par un creusement des écarts de la tech par rapport aux titres d'entreprise américains, passant d'une valeur refuge à une source relative de risque de crédit.



Le marché obligataire Investment Grade (IG) est le segment le plus visible du crédit, mais il y a beaucoup d'activité ailleurs. Par exemple, en août 2025, Meta a conclu un financement hors bilan pour un centre de données de 29 milliards de dollars avec Blue Owl et PIMCO. Selon Reuters, la structure a donné à Meta une participation de 20% et à Blue Owl 80%, tandis que 100% du chiffre d'affaires dépendait de Meta. Le projet aurait été financé avec 26 milliards de dollars de dette de PIMCO et 3 milliards de dollars de capitaux propres de Blue Owl.

Le rôle croissant des marchés privés et moins transparents est apparu clairement au T4 2025, exerçant une pression sur les sociétés de développement des entreprises (« BDC ») en tant qu'indicateurs cotés du crédit privé. La transparence reste limitée dans les portefeuilles de crédit privés, tant du côté des actifs que des investisseurs.

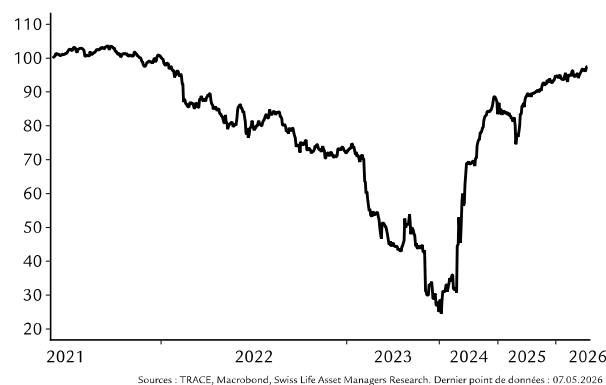
Toutefois, les risques de contagion restent limités vu la taille relative du segment (~1'300 Mds USD), bien inférieure à celle de l'IG (15'000 Mds) et des marchés high yield et des prêts à effet de levier (~1'800 Mds chacun).

Vendre des pelles aux chercheurs d'or

Le boom de l'IA s'appuie sur un autre groupe d'industries qui fournissent l'infrastructure (réseaux et électricité) nécessaire pour exploiter les modèles et fournir les résultats. Sur les marchés du crédit, télécoms et services aux collectivités se distinguent comme de gros emprunteurs, portés par des besoins de dépenses d'investissement soutenus.

Pour certains, l'IA a eu un fort impact. Lumen Technologies, propriétaire d'un vaste réseau de fibre optique, a achevé une restructuration extrajudiciaire en mars 2024. En août, elle avait conclu des accords avec Meta, Google, Amazon et Microsoft d'une valeur de 5 milliards de dollars de revenus supplémentaires, avec une option pour 7 milliards supplémentaires, un chiffre d'affaires très important par rapport à ses 12 milliards de dollars de chiffre d'affaires annuel.

Prix de l'obligation Lumen Technologies Inc. venant à échéance en juin 2029



Une tendance similaire apparaît sur les marchés de l'électricité : la demande des data centers a déjà fait monter les prix aux États-Unis et pousse les hyperscalers à financer de nouvelles capacités. Les énergéticiens investissent déjà plus de 35 % de leur chiffre d'affaires (données Refinitiv), avec un cash-flow disponible quasi nul ; un nouveau cycle financé par la dette est probable.

Conclusion : plus de volatilité, plus d'opportunités

L'offre importante et toujours croissante d'obligations, de prêts, de crédits privés et de crédits structurés pour financer les besoins en capitaux de l'IA est parfois difficile à absorber et accroît la volatilité des écarts de crédit. La dispersion des écarts augmente en raison des doutes du marché sur les modèles d'affaires. Les secteurs des télécommunications et de la technologie ne sont plus perçus comme des paradis du crédit et ne se redresseront pas de sitôt. Ce marché récompensera la sélection du crédit et la patience d'une manière inédite depuis dix ans, à l'exception de courtes périodes en 2016, 2020 et 2022.

Focus #4 : IA et marchés actions – bulle ou est-ce différent cette fois-ci ?

L'IA est la technologie la plus rapidement adoptée de l'histoire. Depuis le lancement de ChatGPT en 2022, les titres de l'IA affichent d'excellentes performances. Toutefois, des doutes sur les investissements, les valorisations et les effets secondaires négatifs sont apparus ces derniers mois. Nous examinons la situation actuelle et les perspectives des titres de l'IA et analysons quatre thèmes : performance et valorisation, signes de bulle, alternatives viables aux titres de l'IA (américains) et aspects clés pour l'avenir.

Auteur : Andreas Homberger, Head Quantitative Equities

Performance et valorisation

La performance des titres de l'IA depuis fin 2022 est remarquable. Les titres américains de l'IA ont gagné environ 660%, soit près de dix fois plus que le marché actions américain. Les titres asiatiques de l'IA ont gagné environ 210%, soit trois fois plus que les actions des marchés émergents. Nvidia, l'emblématique fournisseur de matériel d'IA, a bondi d'environ 1100% sur la même période.

Mais la situation a changé depuis début 2025. Après le lancement de DeepSeek le 20 janvier 2025 (le modèle chinois le plus connu), les titres asiatiques de l'IA ont commencé à surperformer leurs homologues américains. A partir de fin octobre 2025, date du pic de performance des titres de l'IA, les titres américains de l'IA ont subi une correction jusqu'à fin mars 2026, alors que les titres asiatiques de l'IA ont continué de bien performer. Le mois d'avril 2026 a été marqué par un fort rebond.

| | % year-to-date | % depuis pic d'oct. 2025 | % depuis lancement DeepSeek | % depuis lancement ChatGPT | ratio C/B | ratio C/B prévisionnel |
|---------------------|----------------|--------------------------|-----------------------------|----------------------------|-----------|------------------------|
| US AI | 22.9 | 13.7 | 72 | 660 | 51 | 29 |
| Asia AI | 30.3 | 28.4 | 99 | 213 | 45 | 34 |
| Magnificent 7 | 1.1 | 0.6 | 24 | 282 | 37 | 27 |
| Nvidia | 7.0 | -1.4 | 42 | 1'079 | 35 | 22 |
| USA Tech | 7.0 | 4.4 | 32 | 158 | 37 | 27 |
| Asia Tech | 30.9 | 31.0 | 101 | 188 | 36 | 30 |
| US Market | 5.1 | 4.9 | 19 | 77 | 29 | 23 |
| Emerging Markets | 13.9 | 14.2 | 48 | 65 | 19 | 13 |
| USA AI Infrastruct. | 47.3 | 45.4 | 91 | 277 | 51 | 26 |
| USA AI Productivity | -7.1 | -6.5 | -11 | n.a. | 16 | 14 |
| USA AI Revenues | -16.7 | -24.4 | -16 | 62 | 61 | 28 |

Remarques : Données au 30.04.2026 en USD. ChatGPT a été lancé le 30.11.2022, DeepSeek le 20.01.2025. Etats-Unis et Asie La performance de l'IA repose sur différents paniers fournis par les courtiers. USA Tech est un mélange de services informatiques et de communication. Le P/E prévisionnel correspond au P/E dont le bénéfice par action est estimé pour fin 2026. Source des données : Bloomberg.

Un examen plus attentif des différents segments de l'écosystème de l'IA révèle un schéma typique du début de cycle. Les entreprises bien positionnées pour profiter des gains de productivité ou des nouveaux revenus tirés de l'IA ont sous-performé l'ensemble du marché américain. A l'inverse, les fournisseurs d'infrastructures de l'IA, sont les grands gagnants.

Cela reflète une réalité : si les futurs flux de revenus de l'IA restent incertains, les besoins d'investissement dans les infrastructures sont importants, immédiats et bien compris. En avril, les titres d'infrastructure américains de l'IA ont gagné 26%, les titres informatiques coréens et taïwanais 47% et 30% respectivement.

Malgré une forte croissance des bénéfices, les valorisations sont plutôt élevées. Les titres d'IA américains et asiatiques évoluent à des multiples de bénéfice supérieurs à 45 selon les derniers résultats publiés. Même en tenant compte de la forte croissance des bénéfices attendue en 2026, ces valorisations restent élevées autour de 30, quoique inférieures à celles observées pendant la bulle Internet.

Sommes-nous dans une bulle ?

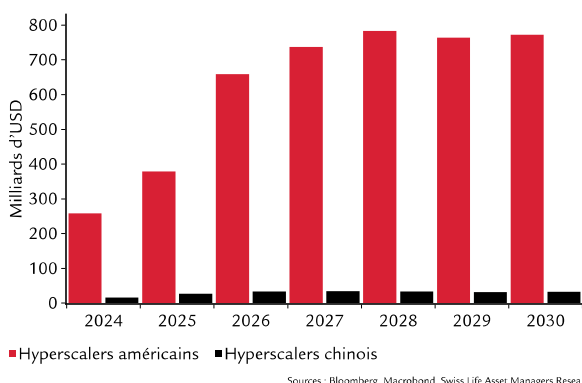
Pour savoir si le marché entre dans une bulle, il est utile de comparer les tendances et les attentes actuelles en matière d'investissement avec les booms technologiques passés.

Plusieurs indicateurs suggèrent l'émergence de caractéristiques de type bulle :

- 1. Intensité d'investissement :** Les dépenses sont alimentées par une course à la maximisation de la capacité de calcul à tout prix, rappelant la surconstruction de la fibre optique vers 2000. Les hyperscalers américains (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Oracle) devraient investir près de 700 milliards de dollars rien qu'en 2026, soit à peu près la même chose que leurs flux de trésorerie disponibles combinés, avec des niveaux encore plus élevés prévus pour 2027-2028. Cela nécessitera probablement un endettement supplémentaire. On estime que les entreprises américaines investissent plus de 20 fois plus par an que leurs homologues chinoises, notamment en raison de la consommation d'énergie et des coûts d'exploitation plus élevés des modèles américains. Les acteurs privés sont encore plus agressifs : OpenAI vise environ 1500 milliards de dollars et Anthropic 400 milliards de dollars.

2. **Valorisations élevées :** Pour les grands hyperscalers et Nvidia, le marché prévoit une croissance soutenue supérieure à 10% par an pendant 10 ans. C'est exigeant, car seules 11% des entreprises américaines affichant une croissance supérieure à 10% en un an le font depuis plus de 10 ans.
3. **Forte concentration du marché :** La performance des hyperscalers a stimulé une forte concentration, les principales entreprises liées à l'IA représentant environ 50% des BPA du S&P 500. Toute déception aurait probablement un impact important sur le marché.
4. **Des fondamentaux faibles :** Les grandes entreprises privées d'IA restent non rentables et manquent de modèles commerciaux éprouvés. OpenAI et Anthropic génèrent chacune moins de 20 milliards de dollars de revenus et enregistrent des pertes substantielles. La visibilité financière est encore réduite par le financement circulaire, où les fournisseurs de matériel investissent dans des entreprises d'IA qui s'engagent à acheter du matériel informatique.

Plans de dépenses d'investissement : estimations du consensus par année au 9 mars 2026



OpenAI illustre cette dynamique : sa valorisation est passée d'environ 250 milliards d'USD à environ 830 milliards d'USD en un an. Le chiffre d'affaires devrait passer d'environ 20 milliards d'USD à plus de 200 milliards d'USD d'ici 2030, mais le point mort n'est prévu que d'ici là, avec des pertes cumulées supérieures à 200 milliards d'USD. Le financement de son infrastructure informatique, qui nécessite environ 30 gigawatts d'énergie, reste incertain.

Malgré ces risques, l'environnement actuel diffère de la période « dot com » : les valorisations ne sont pas si élevées, les grandes entreprises sont rentables, les taux d'intérêt ne devraient pas augmenter de manière significative et les entreprises américaines sont confrontées à une véritable pression concurrentielle de l'Asie. Les principales préoccupations demeurent l'ampleur des placements en infrastructures, les valorisations de l'IA privée et les hypothèses optimistes sur les revenus, les bénéfices et les marges à long terme.

Globalement, il est prématuré d'appeler cela une bulle, mais les actifs liés à l'IA semblent nettement surévalués. Une correction des prévisions affecterait non seulement ces entreprises, mais aussi, vu la concentration du marché, le marché des actions dans son ensemble, ainsi que les marchés du crédit et les secteurs en amont comme les services aux collectivités et la construction.

Alternatives aux titres de l'IA

Face aux valorisations élevées des actions américaines liées à l'IA, des alternatives émergent. Les entreprises IA asiatiques offrent des valorisations plus attractives, jouent un rôle clé dans les infrastructures d'IA et les entreprises chinoises bénéficient d'avantages en matière d'efficacité énergétique, de talents scientifiques et d'approvisionnement en électricité. Les investisseurs peuvent aussi se tourner vers des titres à haut dividende ou les marchés émergents, qui sont toutefois exposés à l'IA.

Aspects clés pour l'avenir

Jusqu'à présent, les LLM ont principalement permis d'améliorer la productivité. Les gens travaillent plus vite, traitent l'information plus efficacement et résolvent les tâches plus rapidement. Cependant, il est peu probable que ces faibles gains de productivité suffisent à justifier les valorisations actuelles. Des modèles économiques durables qui génèrent des bénéfices seront essentiels.

Pour les entreprises américaines d'IA, deux enjeux dominent : la rentabilité des investissements en puissance de calcul et l'accès à une électricité abondante et abordable. Sans cela, une surcapacité coûteuse et des résultats décevants pourraient peser sur les marchés.

Conclusion

L'IA est surestimée à court terme et sous-estimée à long terme. Les valorisations actuelles, en particulier celles des actions américaines, nous paraissent élevées au regard des risques. La poursuite de leurs performances dépend de modèles rentables, d'un avantage technologique durable et d'un accès à une énergie bon marché, trois facteurs encore incertains.

Pour les investisseurs, la diversification hors de l'IA américaine, notamment vers les stratégies à dividendes élevés et les marchés émergents, permet de mieux équilibrer potentiel à long terme et risques à court terme.

Glossaire

CAPEX

Le CAPEX (dépenses d'investissement) correspond aux sommes qu'une entreprise consacre à l'acquisition, à la construction ou à l'amélioration des équipements, des bâtiments ou des infrastructures.

Dot-com period

La période des dot-com correspond au boom technologique de la fin des années 1990, marqué par des investissements massifs dans les entreprises Internet, suivi d'un krach entre 2000 et 2002.

Hyperscalers

Un hyperscaler (dans l'IA) désigne une grande entreprise technologique exploitant des infrastructures cloud à très grande échelle pour entraîner et déployer des modèles d'IA.

Magnificent 7

Les Magnificent 7 désignent sept grandes valeurs technologiques américaines ayant porté une large part de la performance boursière récente.

Dettes privées

La dette privée correspond à des financements accordés aux entreprises par des acteurs non bancaires, hors marchés obligataires.

Private equity

Le private equity correspond à des prises de participation dans des entreprises non cotées, avec l'objectif de créer de la valeur puis de céder l'investissement avec un gain.

Auteurs



Benjamin Jonen
Head Financial Engineering
benjamin.jonen@swisslife-am.com
in benjamin_jonen



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
in damian_künzi



Valeriy Petrov
Co-Head Portfolio Strategy
valeriy.petrov@swisslife-am.com
in valeriy_petrov



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
in andreas_homberger

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par le Département Macroeconomic Research, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, F-75001 Paris à ses clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln ; Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norvège** : la présente publication est distribuée en Norvège par Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo. **Italie** : la présente publication est distribuée en Italie par Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milano. **Danemark** : la présente publication est distribuée au Danemark par Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.