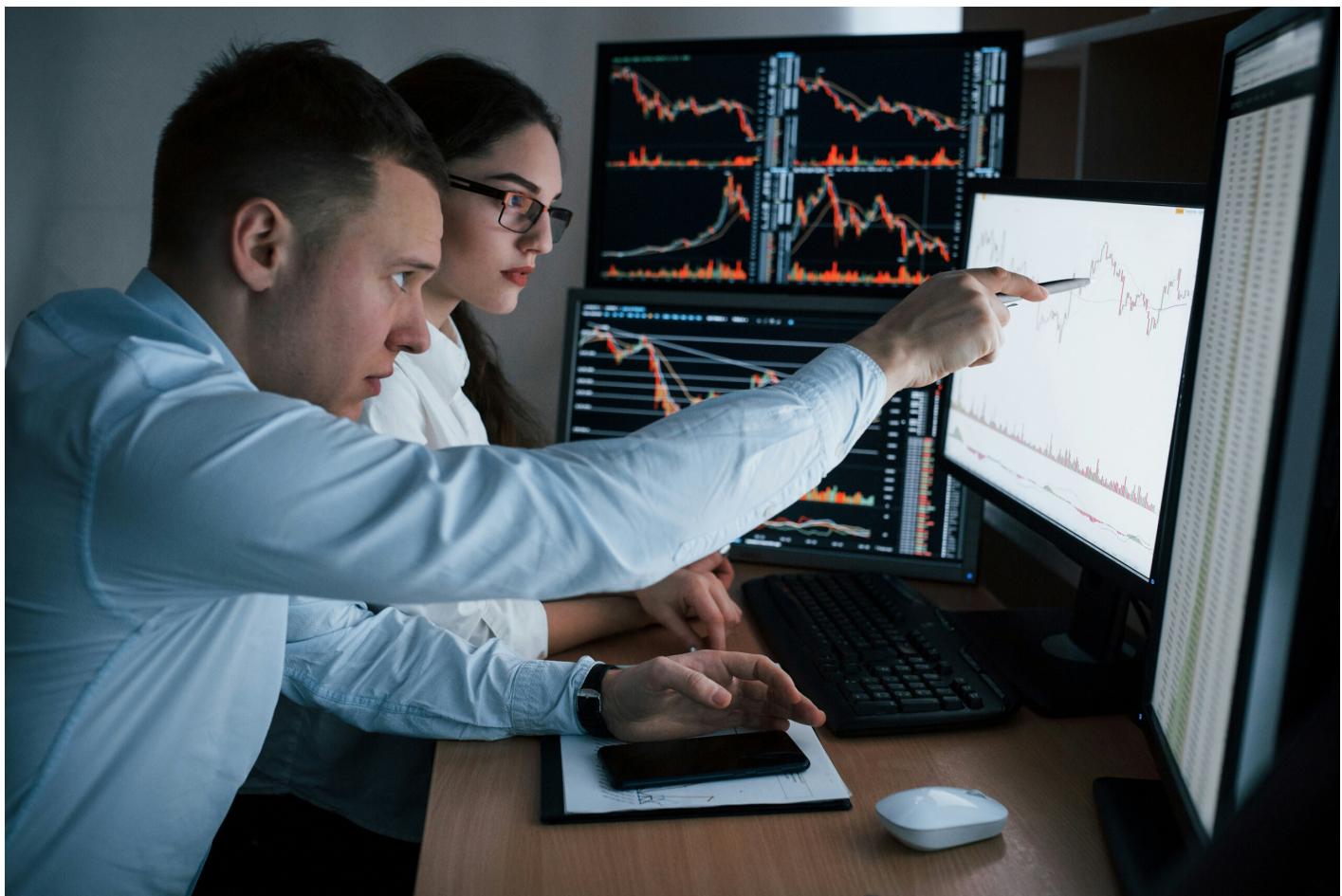


Marchés financiers : les signaux d'alerte s'accumulent



Depuis plusieurs mois, un sentiment grandissant traverse les marchés financiers : d'un côté, des investisseurs voient se former une bulle portée par l'intelligence artificielle, de l'autre, certains estiment que cette dynamique reflète le potentiel réel de cette technologie. Alors qu'en est-il vraiment ?

Ce qui inquiète de nombreux analystes, c'est la **concentration du marché américain** sur quelques entreprises : les **Magnificent Seven** (Apple, Microsoft, Alphabet^[1], Meta, Tesla, Amazon et Nvidia) représentent désormais près de 35% de la capitalisation du S&P 500^[2], rendant la performance de l'indice largement dépendante de ces seules valeurs technologiques. Les valorisations de ces entreprises reflètent cette frénésie. Les ratios cours/bénéfices, mesurant le prix de l'action pour 1 euro de bénéfice, atteignent des niveaux élevés : environ 45 pour Nvidia, 29 pour Meta et 34 pour Microsoft. Plus largement, le S&P 500 se négocie autour d'un ratio cours/bénéfices d'environ 29, très au-dessus de sa moyenne historique proche de 16. Un niveau

de valorisation élevé, comparable à ceux observés à la fin des années 1990, à la veille de l'éclatement de la bulle internet.

Concrètement, les investisseurs acceptent de payer cher les actions des entreprises de la tech, car ils anticipent des rendements exceptionnels. Le risque apparaît lorsque ces anticipations deviennent irréalistes. Car malgré une adoption rapide, les usages de l'IA générative peinent encore à démontrer leur potentiel de rentabilité, y compris chez les acteurs centraux de l'écosystème, un schéma qui rappelle une fois de plus celui observé à la fin des années 1990.

Beaucoup d'analystes soulignent toutefois une **différence majeure avec la bulle internet** : en 2000, une part significative des entreprises technologiques cotées était valorisée sur la base de perspectives de croissance encore très hypothétiques, avec des modèles économiques non éprouvés, une rentabilité inexiste et, dans de nombreux cas, des niveaux de chiffre d'affaires faibles voire marginaux. Aujourd'hui, les géants de la tech disposent de fondamentaux solides. Apple a généré environ 390 milliards de dollars de chiffre d'affaires et 97 milliards de bénéfices en 2024, tandis que Nvidia affiche environ 60 milliards de revenus et des marges nettes supérieures à 50%. La question n'est donc plus celle de leur viabilité, mais de savoir si la croissance attendue des revenus justifie les prix payés aujourd'hui.

Une performance inégale

Un élément intéressant concerne la situation des entreprises hors *Magnificent Seven*. En 2025, ces sept entreprises ont significativement influencé la performance de l'indice : par exemple, Alphabet et Nvidia seules ont compté pour environ 34 % des gains globaux du S&P 500 sur l'année. Entre 2021 et 2025, le S&P 500 a progressé d'environ 86% (hors dividendes), mais sur la même période, le Russell 2000 (qui regroupe les 2.000 plus petites entreprises américaines cotées) n'a gagné que 34,3%. Une divergence importante, qui suggère que la hausse des marchés ne reflète pas une expansion économique large et homogène. Or, l'histoire montre que lorsque la croissance des marchés financiers s'éloigne de celle du PIB et de l'économie réelle, le risque de bulle augmente. Cette théorie est appelée *Warren Buffett Indicator*, du nom de l'investisseur américain l'ayant popularisée : la valorisation des marchés doit refléter la capacité des entreprises à créer de la **richesse réelle**. Aux États-Unis, la capitalisation boursière totale atteint aujourd'hui environ 225% du PIB, largement supérieur à sa moyenne de long terme (autour de 150-160 %), et comparable voire supérieur aux niveaux observés lors des sommets du marché de 2000 (dot-com) et de 2021.

La valorisation des marchés doit refléter la capacité des entreprises à créer de la richesse réelle.

À l'inverse, certains analystes estiment que la concentration actuelle du marché reflète moins une bulle qu'une **domination économique durable**. Selon eux, les entreprises leaders captent une part croissante de la valeur ajoutée mondiale grâce à des effets de réseau, des barrières à l'entrée élevées et une capacité d'innovation difficilement répliable. Dans ce cadre, des valorisations élevées pourraient se maintenir à moyen terme, sans pour autant déboucher sur une correction majeure.

Ce que disent les « gourous » des marchés

Face à ces signaux, de **grandes figures de l'investissement** assument des positions affirmées.

Warren Buffett, à la tête de Berkshire Hathaway pendant plus de cinquante ans, , adopte depuis plusieurs trimestres une posture inhabituelle : il investit très peu et accumule massivement des liquidités. Berkshire Hathaway détient environ 382 milliards de dollars de liquidités, contre 257 milliards investis en titres, soit près de 57% des actifs en cash. En trois ans, Buffett a liquidé près de 184 milliards de dollars d'investissements, évoquant des valorisations américaines excessives.

Ray Dalio, fondateur de Bridgewater Associates et gérant mondialement reconnu, alerte sur une bulle alimentée par la politique monétaire américaine. Selon lui, le déficit fédéral contraint l'État à émettre toujours plus d'obligations, tandis que la demande des investisseurs devient insuffisante sans intervention de la Réserve fédérale. En achetant des obligations à court terme, la Fed soutient artificiellement la demande, maintient les taux bas et pousse les investisseurs vers des actifs plus risqués. Cette situation, dans laquelle les taux d'intérêt restent contenus malgré des déséquilibres budgétaires croissants, ne peut toutefois pas se prolonger indéfiniment. Elle place la Réserve fédérale face à un arbitrage de plus en plus difficile. Selon Dalio, d'ici fin 2026, la Fed devra faire un choix : prolonger cette politique, au risque d'entretenir l'inflation et d'affaiblir encore le dollar, en baisse de 10% en 2025, sa pire performance depuis 2017, ou accepter une remontée des taux pour reprendre le contrôle monétaire, au prix d'un resserrement des conditions financières susceptible d'assécher les capitaux sur les marchés.

Enfin, **Michael Burry**, célèbre pour avoir anticipé la crise des *subprimes* en 2008, est probablement le plus loquace sur le sujet. Il avance trois arguments. Premièrement, il mentionne des investissements circulaires. Alors que le marché affiche des milliards de dollars investis et une forte croissance des revenus, une part significative de cette dynamique repose sur un capital qui circule en boucle, sans réelle demande finale. Nvidia investit dans des acteurs de l'IA tels qu'OpenAI, ou xAI, lesquels utilisent ensuite ces fonds pour acheter des puces... Nvidia. Une partie de la croissance affichée correspond ainsi au même capital recyclé au sein d'un écosystème fermé. Il évoque également un ralentissement des revenus du cloud. Or, si l'IA générait un véritable boom économique, celui-ci devrait se refléter en priorité dans le cloud, infrastructure clé

de ces technologies. Mais les chiffres montrent l'inverse. Chez Alphabet, la croissance moyenne des revenus du cloud est passée d'environ 45% entre 2018 et 2022 à 29% sur la période 2023–2025 ; chez Amazon, de 36% à 17%. Et ce, alors même que les investissements en IA ont fortement augmenté, Microsoft ayant par exemple investi 35 milliards de dollars sur le dernier trimestre 2025. Enfin, Burry dénonce des artifices comptables. Plusieurs grandes entreprises technologiques ont allongé la durée d'amortissement de leurs infrastructures informatiques afin d'améliorer leurs résultats, dont Google, Microsoft et Meta. Officiellement justifiée par des gains d'efficacité, cette pratique réduit surtout les charges d'amortissement et gonfle artificiellement le résultat net, dans un contexte où l'accélération technologique rend pourtant les équipements plus rapidement obsolètes.

Alors, bulle ou non ?

Les grandes **évolutions technologiques** produisent rarement des **gains de productivité** immédiats à l'échelle de l'économie. L'histoire montre que l'électricité, l'informatique ou encore internet ont mis plus d'une décennie à transformer durablement les modes de production et d'organisation du travail, après une phase initiale d'investissements massifs dans les infrastructures. Dans ce contexte, le débat autour de l'intelligence artificielle porte moins sur la réalité de son potentiel que sur le décalage entre l'ampleur des capitaux investis aujourd'hui et le rythme, plus lent, de l'apparition de gains économiques mesurables. Ce décalage peut créer des excès de valorisation, dans la mesure où les marchés anticipent des gains économiques qui ne se matérialiseront que progressivement.

La question centrale est donc de savoir si les marchés financiers sauront maintenir leurs niveaux actuels jusqu'à l'émergence de gains financiers et de productivité tangibles, ou si les investisseurs se montreront plus impatients. L'histoire suggère que ces périodes s'accompagnent rarement d'une **trajectoire boursière** linéaire : les anticipations excessives laissent souvent place à des phases de correction et de volatilité avant que les bénéfices réels ne se matérialisent.

Les grandes évolutions technologiques produisent rarement des gains de productivité immédiats à l'échelle de l'économie.

À cela s'ajoute l'enjeu de la **rentabilité future des entreprises engagées dans la course à l'IA**. Si certaines disposent de marges élevées et de bilans solides, d'autres se sont endettées pour financer des investissements coûteux dont les retours restent pour l'instant incertains. Ce modèle reste soutenable tant que les conditions financières restent favorables. En revanche, une remontée durable des taux d'intérêt rendrait ces investissements plus difficiles à rentabiliser et exercerait une pression sur les valorisations. Dans ce contexte, les décisions de la Réserve fédérale joueront un

rôle central dans l'évolution des marchés.

Nul ne peut affirmer avec certitude qu'une bulle est aujourd'hui en formation ni qu'un éclatement soit imminent. Mais lorsque les valorisations intègrent des attentes très élevées avant que les gains économiques ne soient pleinement visibles, le risque d'un ajustement augmente. L'enjeu n'est donc pas de savoir si l'intelligence artificielle transformera durablement l'économie, ce point fait peu de doute, mais si les marchés sauront attendre que cette transformation se traduise par des gains de productivité tangibles. À défaut, une phase de correction pourrait rappeler que, même à l'ère des grandes ruptures technologiques, les prix des actifs finissent toujours par se confronter à la réalité économique.

[1] Nom de l'entreprise mère de Google.

[2] Indice boursier suivant les 500 entreprises américaines ayant la plus grosse capitalisation.