

Commentaires hebdomadaires des marchés

IA : retour à la case départ

6 NOVEMBRE 2026 6 min

Tout va plus vite avec l'IA, et pas seulement dans le développement de nouveaux modèles frontières ! Alors que l'été dernier, le secteur technologique était au beau fixe, la situation s'est nettement dégradée en cette fin d'année. Les interrogations sur la capacité du secteur à financer son expansion, mais aussi à construire les infrastructures nécessaires ont fait tanguer l'ensemble de l'écosystème boursier. Avec un tel changement de sentiment, il semble nécessaire de passer en revue les principaux sujets d'inquiétude.

Chang Xin Memory Technologies, aka CXMT, est le nouvel épouvantail du secteur des mémoires. La société, fondée en 2016, est le principal acteur chinois de la DRAM* et elle affiche sans complexe son ambition face au trio qui domine actuellement le marché (Samsung, SK Hynix et Micron). Le nouveau poids lourd de la cote chinoise, qui produit des composants pour les PC et autres smartphones, lorgne logiquement vers le marché des centres de données. Cette menace industrielle va s'inscrire dans une perspective de long terme et sans rentrer dans un argumentaire technologique abscons, la capacité de la société à surmonter la barrière technique des produits les plus sophistiqués reste à prouver (HBM**). Mais les investisseurs semblent ne pas s'embarrasser de ces réflexions et préfèrent jouer la prudence en réduisant leur exposition sur un secteur qui a été historiquement ultra cyclique.

Les inquiétudes des investisseurs ne viennent pas uniquement de l'Empire du milieu. CoreWeave, société américaine, dont le modèle économique est qualifié de *neocloud,* fait aussi parler d'elle. En effet, l'entreprise, dont l'objet est de louer des capacités de calcul aux entreprises de l'IA fait actuellement les frais de son endettement jugé excessif au moment où les calendriers de livraison s'allongent. Avec 35 Mds$ de dette auxquels s'ajoutent 16,5 Mds$ d'engagements locatifs, un levier financier d'environ 6 fois (dette nette/EBITDA) et une notation spéculative, les investisseurs commencent à s'interroger quant à la capacité de l'entreprise à honorer ses remboursements. Résultat, comme souvent dans ce type de configuration, le CDS*** s'envole et le cours de l'action prend la direction inverse, perdant la moitié de sa valeur sur un mois.

Mais CoreWeave ne doit pas être l'arbre qui cache la forêt, car la hausse des coûts de financement touche la totalité du secteur. Certes à des degrés différents, en fonction des situations bilantielles, mais c'est tout l'écosystème qui est impacté. À titre d'exemple, le *spread* moyen des *hyperscalers* est passé de 60 bp au T4 2025 à 130 bp actuellement. C'est peut-être pour cette raison que Meta a récemment annoncé jusqu'à 95 milliards de dollars de levée de fonds, par le biais d'augmentations de capital successives.

Les investisseurs découvrent, parfois à leurs dépens, que les fameux GPU****, dont Nvidia est le principal concepteur, ne sont pas le seul goulet d'étranglement de la chaîne de valeur. L'opposition locale, l'accès au foncier, à l'eau et à l'électricité sont autant d'obstacles que les opérateurs, dont les *neocloud*, doivent franchir pour pouvoir tenir les délais de construction présentés aux clients et aux investisseurs. Plutôt qu'une interrogation sur la vigueur de la demande, c'est donc du côté de l'offre que se cristallisent les inquiétudes du marché. À tel point que les analystes de Bernstein considèrent que seulement 35 % des projets annoncés arriveront effectivement à leur terme en Amérique du Nord (170 GW).

Tous ces aléas ne semblent pas décourager les développeurs de modèles qui se livrent une compétition féroce à la frontière de la technologie. Les deux laboratoires de pointe que sont OpenAI et Anthropic vont devoir résister aux dernières innovations de Meta (Muse Wonder) et Google (Gemini 4 Argon). Si le leadership varie en fonction des différents KPI, on peut s'interroger quant à l'implication économique de cette intensité compétitive renouvelée : une potentielle baisse des prix. Si elle se concrétise, cette pression tarifaire ne sera pas nécessairement une mauvaise nouvelle car elle permettra d'élargir un peu plus le marché adressable de l'IA. Dans ce scénario, le besoin agrégé de capacité de calcul sera encore une fois revu à la hausse, comme une nouvelle illustration du paradoxe de Jevons.

C’est donc dans cet environnement pour le moins incertain qu'Anthropic a lancé les grandes manœuvres : le créateur de Claude a publié lundi 26 octobre le fameux formulaire S-1, prérequis à toute introduction en Bourse. Ce document permet de cerner un peu mieux l'entreprise de Dario et Daniela Amodei. Celle-ci se présentera sous la forme d'une société à mission d'intérêt public et émettra pas moins de cinq classes différentes d'actions, dont la F qui sera détenue par les sept fondateurs à hauteur de 50,1 % des droits de vote.

Sur le volet financier, pas vraiment de surprise par rapport aux fuites récentes : la société profite d'une croissance exponentielle de son chiffre d'affaires (16.3 milliards de dollars au S1 2026, x14 versus S1 2025) et réduit peu à peu ses pertes opérationnelles (693 millions de dollars au S1). Mais c'est probablement du côté du hors bilan que les investisseurs passeront le plus de temps, afin de décortiquer les engagements qui s'élèvent à 800 milliards de dollars sur les dix prochaines années ! Les dernières indications montrent une fourchette de valorisation comprise entre 1500 et 1750 milliards de dollars pour une arrivée sur le marché lors de la deuxième partie du mois de novembre.

En attendant cet événement, le *fast money* n'a pas perdu de temps pour déboucler ses positions. A tel point que le panier « AI winners vs. AI at risk » de Goldman Sachs perd plus de 20 % cette année après un gain de quasiment 100 % à mi-juin. Les investisseurs, prenant acte du résultat des élections de mi-mandat, semblent définitivement sortis de leur optimisme béat pour adopter une vision résolument plus réaliste du développement de l'IA et de ses contraintes. Le secteur va donc probablement entrer dans une phase de distinction plus forte et la saison de publication trimestrielle en cours devrait aider les investisseurs à se positionner au mieux d’ici la fin d'année…

* Dynamic Random Access Memory;

** High Bandwidth Memory;

*** Credit Default Swap;

**** Graphics Processing Unit.

Texte achevé de rédiger le 6 novembre 2026 par Pierre Pincemaille, Secrétaire général de la Gestion.

Cet article ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Ce document promotionnel est un outil de présentation simplifié et ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Ce document ne peut être reproduit, diffusé, communiqué, en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion.

DNCA Investments est une marque commerciale de DNCA Finance



par Pierre Pincemaille,
Secrétaire général
de la Gestion