

Le test des flux de trésorerie de l'IA : la leçon tirée de la crise financière mondiale

Auteur



Robert M. Almeida
Gestionnaire de portefeuille et
stratégie en placements mondiaux

En résumé

- Comme au cours de la période qui a précédé la crise financière mondiale, l'expansion de l'IA repose sur un accès continu aux capitaux et sur la capacité des emprunteurs à honorer leurs remboursements futurs.
- Les fournisseurs d'infrastructures empruntent sur des engagements des clients qui pourraient ne pas tenir en cas de resserrement du financement ou d'évolution de la demande.
- Les gestionnaires actifs peuvent définir les conditions nécessaires pour potentiellement distinguer les gagnants des perdants.

Une comparaison limitée avec 2008

De nombreuses comparaisons ont été établies entre le cycle actuel de l'intelligence artificielle (IA) et l'essor des technologies, des médias et des télécommunications entre le milieu et la fin des années 1990. S'il existe des similitudes évidentes, notamment une technologie nouvelle et puissante générant des dépenses colossales et de grandes interrogations quant à savoir qui obtiendra des rendements acceptables, il y a aussi des différences.

Une comparaison moins courante, mais tout à fait pertinente est celle de l'essor du marché américain de l'habitation qui a précédé la crise financière mondiale de 2008. Cela ne signifie pas pour autant que l'IA ressemble au marché de l'habitation ou que nous voyons un problème dans le secteur bancaire. L'analogie est plus limitée et, comme toujours pour nous, elle concerne les flux de trésorerie.

En 2006, le marché américain de l'habitation semblait en bonne santé. Les prix continuaient d'augmenter et le crédit était facilement accessible aux emprunteurs. Toutefois, l'appréciation des prix des logements a ralenti. Pour de nombreux emprunteurs marginaux, le prêt n'était viable que si la hausse de la valeur de leur logement leur permettait de le refinancer avant la réinitialisation des versements. À mesure que l'appréciation du prix des logements ralentissait, puis s'inversait, cette possibilité a disparu. Les versements ont augmenté, les défauts de paiement ont augmenté et les ventes forcées ont suivi, ce qui a finalement conduit à la crise bancaire.

L'emprunteur et le payeur

Il existe de grandes différences entre l'IA et la crise de 2008, mais il y a une similitude : la dépendance aux versements futurs et à un accès continu au capital. Elle aide à comprendre le fonctionnement d'une partie du financement de l'IA.

Une société spécialisée dans les modèles frontières ou un important client de l'IA s'engage à verser des milliards de dollars à un fournisseur de services infonuagiques à très grande échelle ou à un nouveau fournisseur de services infonuagiques spécialisé dans l'IA pour obtenir de la puissance de calcul. Les investisseurs considèrent ces engagements comme des revenus et des bénéfices futurs. Les fournisseurs de services infonuagiques utilisent ensuite ces engagements pour acheter des puces, de la mémoire, de l'électricité, de la climatisation, des terrains, de la main-d'œuvre, etc. De plus en plus, en raison de l'intensité croissante du capital et de l'inflation des prix découlant des goulets d'étranglement, les fournisseurs de services infonuagiques empruntent sur les actifs et les paiements contractuels des clients.



C'est là que cette distinction prend toute son importance. Dans le secteur du logement, le propriétaire était à la fois l'emprunteur et la source du remboursement. Dans le domaine de l'IA, ces rôles sont séparés. Le fournisseur d'infrastructures est l'emprunteur. Le laboratoire d'IA, la société de modèles ou le client de la puissance de calcul générale est l'acheteur ferme (un acheteur qui s'engage à acheter les biens ou les services d'un producteur avant qu'ils soient produits) dont les paiements contribuent à soutenir l'investissement.

Cette entente fonctionne, à la condition que les capitaux demeurent abondants et abordables, que la demande des clients continue de croître et que les paiements contractuels soient honorés. Mais les arriérés ne sont pas des liquidités. Leur valeur dépend de la solvabilité du client, des modalités du contrat et de la possibilité de redéployer la capacité si le client ne peut pas payer.

Si les conditions de financement se resserrent, si les capitaux du marché privé se raréfient, si la monétisation déçoit ou si les clients optent pour des modèles moins chers, les flux de trésorerie promis pourraient s'avérer moins intéressants que ce que les investisseurs supposent. Le fournisseur peut encore devoir de l'argent aux prêteurs, aux propriétaires, aux fournisseurs d'équipement et aux fournisseurs d'électricité, même si les revenus permettant de couvrir ces obligations diminuent.

Les plus grands fournisseurs de services infonuagiques à très grande échelle sont riches en liquidités; il est donc peu probable qu'il s'agisse d'un problème de solvabilité, ce qui constitue une distinction importante par rapport à 2008. Leur risque est différent. Le problème est de savoir si le prochain dollar investi génère un rendement adéquat – l'indicateur de rendement clé crucial pour ce cycle.

Conclusion

Cela ne signifie pas pour autant que l'IA n'est pas réelle. Son adoption est réelle et ses gains de productivité sont probables. Mais comme nous l'avons souvent écrit, les investisseurs ne possèdent pas la productivité, ils possèdent des flux de trésorerie.

Les indices de référence possèdent l'ensemble de l'écosystème de l'IA : les constructeurs de modèles, les fournisseurs de services infonuagiques, les propriétaires de centres de données, les fournisseurs de terres rares pour les puces et la mémoire, les bénéficiaires des biens d'équipement, mais aussi les victimes potentielles. Comme en 2008, ils ne font pas de distinction entre les arriérés de grande qualité et les mauvais arriérés, entre les capacités réutilisables et les capacités délaissées, ou entre les entreprises qui génèrent des rendements supérieurs au coût de leur capital et celles qui dépendent des financements de demain.

Les gestionnaires actifs le peuvent. Ils peuvent évaluer le risque de concentration de la clientèle, la qualité des contrats, l'effet de levier, les calendriers d'échéances de la dette, le pouvoir de fixation des prix, la rigueur du capital, etc. À mesure que le financement devient plus sélectif et que la source des bénéfices de l'IA se dilue, ces facteurs commenceront à peser davantage sur les résultats financiers et, par conséquent, sur les prix des actifs.

L'IA peut devenir la technologie la plus déterminante de notre époque. Mais cela ne signifie pas pour autant que toutes les sociétés qui la financent obtiendront un rendement du capital investi acceptable. Si le marché et l'indice de référence peuvent intégrer la promesse dans les cours, les gestionnaires actifs garantiront le payeur. ▲



Les renseignements ci-dessus de même que les sociétés ou les titres mentionnés ne doivent pas être considérés comme des conseils en placement, des recommandations d'achat ou de vente d'un titre ou une indication des opérations prévues à l'égard de tout produit de placement de MFS.

Tous les placements comportent certains risques, notamment la possibilité de perdre le capital investi.

Les points de vue exprimés sont ceux du ou des auteurs et peuvent changer sans préavis. Ils sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme une recommandation d'achat d'un titre, une sollicitation ou un conseil en placement. Les prévisions ne sont pas garanties. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

RENSEIGNEMENTS MONDIAUX

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MD} et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Investment Management; **Amérique latine** – MFS International Ltd.

Veuillez noter qu'en Europe et dans la région Asie-Pacifique, le présent document est réservé aux professionnels en placement et est destiné à un usage institutionnel seulement. Au Canada, le présent document est réservé aux clients institutionnels. Au Qatar, le présent document est réservé aux investisseurs avertis et aux particuliers à valeur nette élevée.

Note à l'intention des lecteurs du Canada : Publié au Canada par MFS Gestion de Placements Canada Limitée. **Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse :**

Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS^{MD}, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse) :** Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) s. à r. l. (MFS Lux), une entreprise autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg, qui offre des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social de cette société à responsabilité limitée se situe au 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M);

Australie/Nouvelle-Zélande – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la *Securities and Futures Ordinance* (« SFO »); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Management Association du Japon. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la Financial Instruments and Exchange Act; **Pour les lecteurs en Arabie Saoudite, au Koweït, à Oman et aux Émirats arabes unis (à l'exclusion du centre financier international de Dubaï et du centre financier international d'Abou Dhabi).** Au Qatar, réservé aux investisseurs avertis et aux particuliers fortunés. **À Bahreïn, pour les investisseurs institutionnels seulement :** Les renseignements contenus dans le présent document sont strictement destinés aux investisseurs professionnels.

Les renseignements contenus dans le présent document ne constituent pas et ne doivent pas être interprétés comme une offre, une invitation ou une proposition de faire une offre ou une recommandation de demander un produit, un service ou une stratégie de nature financière, ou un avis ou des conseils à cet égard. Même si nous avons pris grand soin de nous assurer que les renseignements contenus dans le présent document sont exacts, aucune responsabilité ne peut être assumée à l'égard de toute erreur ou omission ou de toute mesure prise sur la foi de ces renseignements. Vous ne pouvez reproduire, diffuser et utiliser le présent document (ou une partie de celui-ci) qu'avec le consentement de MFS international U.K. Ltd (« MIL UK »). Les renseignements contenus dans le présent document ne servent qu'à des fins d'information. Ils ne sont pas destinés au public et ne doivent pas être diffusés au public ni utilisés par celui-ci. Les renseignements contenus dans le présent document peuvent contenir des énoncés qui ne sont pas de nature purement historique, mais qui sont des énoncés prospectifs. Ceux-ci comprennent, entre autres, des projections, des prévisions ou des estimations de revenu. Ces énoncés prospectifs sont fondés sur des hypothèses, dont certaines sont décrites dans d'autres documents pertinents. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé. Veuillez noter que tous les documents envoyés par l'émetteur (MIL UK) ont été envoyés par voie électronique à partir de l'étranger. **Afrique du Sud** – Le présent document et les renseignements qu'il contient ne constituent pas une offre publique de titres en Afrique du Sud et, par conséquent, ne doivent pas être interprétés comme tels. Ce document ne doit pas être largement diffusé au public en Afrique du Sud. Le présent document n'a pas été approuvé par la Financial Sector Conduct Authority et ni MFS International (U.K.) Limited ni ses fonds ne sont enregistrés à des fins de vente au public en Afrique du Sud.