La tribune du stratège
Novembre 2026

Le dernier client est le plus rentable

Mais le prochain pourrait redéfinir la courbe des coûts.

Auteur



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

Résumé

- Internet 2.0 permettait de servir le dernier client à un coût presque nul.
- Avec l'intelligence artificielle (IA), il peut coûter plus cher de conquérir, de servir et de fidéliser le prochain client.
- La sélectivité revêt donc une importance accrue aujourd'hui.

Au cours de mes 27 années chez MFS, un axiome s'est imposé au sein du Service des placements : « Le dernier client est le plus rentable. » Une fois qu'une plateforme, une usine ou un réseau est créé, les coûts fixes connexes sont absorbés. Les premiers clients contribuent à financer la construction de ces infrastructures, dont les derniers peuvent ensuite profiter.

Internet 2.0 a amplifié cette logique. Une plateforme établie pouvait servir un nouvel utilisateur à peu de frais, tandis que l'augmentation du nombre d'utilisateurs enrichissait les données, renforçait la distribution et alourdissait les coûts de changement. Le coût pour servir le prochain client diminuait à mesure que les barrières dressées devant les concurrents se renforçaient, ce qui permettait aux marges sur les ventes supplémentaires de s'accroître.

Les investisseurs considéraient ce modèle économique comme la norme, une conviction renforcée par le placement passif. En réalité, ce modèle s'inscrivait dans un cycle du capital unique, marqué par une intensité capitalistique décroissante et une concurrence limitée.

Le prochain client

Aujourd'hui, l'IA abat l'équivalent économique d'une carte Inversion au UNO.

Les sociétés investissent davantage dans les centres de données, les systèmes électriques et les semi-conducteurs, ainsi que dans les usines et les chaînes d'approvisionnement. Parallèlement, l'IA réduit le coût de l'expérimentation, ce qui attire davantage de nouveaux concurrents vers les sources de bénéfices.

Le dernier client servi par une plateforme existante peut demeurer extraordinairement rentable, car l'investissement a déjà été réalisé. Mais la prochaine plateforme pourrait exiger une base de capital plus importante. Une fois la capacité pleinement utilisée, une demande accrue pourrait nécessiter un autre centre de données, un nouvel engagement d'approvisionnement en électricité ou une nouvelle chaîne de production. Pour fidéliser ce client, il pourrait aussi falloir un meilleur produit, plus de publicité, un meilleur service ou un prix plus bas.

Comme l'illustre la figure 1, le prochain dollar de revenu pourrait s'accompagner d'une facture beaucoup plus élevée.

Figure 1 : Le dernier client et le prochain



Conquérir, servir et fidéliser

Le prochain client peut entraîner trois coûts supplémentaires.

D'abord, le coût d'acquisition : la distribution numérique et l'IA multiplient les concurrents, mais n'ajoutent pas d'heures à la journée. Attirer l'attention peut nécessiter davantage de contenu et de marketing.

Ensuite, le coût du service. Le nuage informatique semble ne rien peser, mais il repose sur de l'électricité, de la mémoire et de la puissance de calcul qui coûtent cher. Les sociétés d'Internet 2.0 accueillaient souvent de nouveaux utilisateurs à un coût supplémentaire presque nul. À l'inverse, de nombreux services d'IA nécessitent davantage d'infrastructures à mesure que leur utilisation augmente.

Enfin, le coût de fidélisation. Les canaux numériques et les chaînes d'approvisionnement souples permettent aux spécialistes d'atteindre la clientèle sans reproduire l'organisation d'une entreprise établie. L'entreprise dominante pourrait dépenser davantage tout en disposant d'un pouvoir de fixation des prix moindre.

Une entreprise établie n'a pas à disparaître pour voir sa rentabilité se dégrader : il suffit qu'elle tire un rendement plus faible du prochain dollar investi. C'est là que la gestion active devient cruciale. Elle permet de distinguer les entreprises capables de faire fructifier le prochain dollar investi de celles qui dépensent davantage simplement pour défendre le dernier.

La croissance n'est pas synonyme de rendement

Supposons qu'une société gagne 10 $ sur 100 $ de capital : un rendement de 10 %. Si elle devait investir 200 $ pour gagner ces mêmes 10 $, son rendement tomberait à 5 %. Le bénéfice comptable resterait inchangé, mais pas la rentabilité du capital. Cette distinction compte pour les cours des actions.

C'est là que se distinguent les entreprises capables de générer des bénéfices composés et les entreprises cycliques. Ces appellations ne désignent pas des secteurs, mais décrivent le comportement des rendements selon la réaction du capital et de la concurrence.

Une entreprise véritablement capable de générer des bénéfices composés réinvestit à des rendements intéressants tout au long d'un cycle complet. Une entreprise cyclique peut, quant à elle, lui ressembler en période de rareté, lorsque les revenus, les marges et les rendements augmentent de concert. Toutefois, les rendements élevés attirent le capital et la concurrence. Si le prochain client nécessite davantage de capacité au moment même où le pouvoir de fixation des prix s'affaiblit, l'entreprise risque de prolonger un cycle plutôt que de faire croître la valeur par réinvestissement.

Les investisseurs emploient le mot « qualité » de façon trop approximative. La qualité ne se résume pas à des marges élevées aujourd'hui. Elle tient à la capacité de réinvestir de façon rentable tout au long d'un cycle complet et d'éviter les conséquences arithmétiques de l'effondrement. Le marché peut récompenser l'entreprise à la croissance la plus rapide pendant la phase d'expansion, mais les investisseurs à long terme obtiennent le rendement de l'ensemble du cycle.

La question à se poser pour investir

La question n'est plus simplement de savoir à quelle vitesse une entreprise peut accroître sa clientèle. Il s'agit de déterminer si le bénéfice tiré du prochain client dépasse le capital nécessaire pour le conquérir, le servir et le fidéliser.

Il faut donc répondre à trois questions : l'entreprise obtient-elle aujourd'hui un rendement supérieur à son coût du capital? Peut-elle réinvestir le prochain dollar à un rendement intéressant? Et surtout, après la réaction des clients et des concurrents, pourra-t-elle conserver ses gains?

Le cycle précédent a récompensé les placements dans les sources de bénéfices établies. Le cycle émergent devrait récompenser la sélectivité. Un indice de référence représente les entreprises selon leurs pondérations actuelles. Les investisseurs axés sur les fondamentaux peuvent déterminer si le prochain dollar de croissance crée de la valeur avant que l'indice ne s'ajuste.

Le dernier client est peut-être encore le plus rentable, mais les investisseurs ne pourront plus le tenir pour acquis au cours du prochain cycle du capital. Les investisseurs qui abandonnent la gestion active aujourd'hui risquent de sauter par la fenêtre du sous-sol : ils renoncent à la sélectivité au moment même où elle commence à compter davantage.

La tribune du stratège

Novembre 2026

Les titres sont présentés à titre d'exemple seulement et ne doivent pas être considérés comme des conseils en placement ni une indication d'intention de négociation à l'égard de tout produit 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, strictement réservé aux investisseurs avertis et aux particuliers fortunés. À Bahreïn, pour les institutions averties 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.