



CONVICTIONS

Par Francis JAISSON, Président de Covéa Finance

Août 2026

DES BÂTISSEURS AUX ARCHITECTES

CO
vea Finance

Les marchés financiers ne se contentent pas de valoriser des entreprises : ils révèlent, souvent avant les données financières, l'endroit où les investisseurs pensent que se déplacera la prochaine source de profits. Depuis le début de l'été, le contraste entre les valeurs de semi-conducteurs et celles des logiciels offre, à cet égard, un signal particulièrement instructif. Dès les premiers jours de juillet, les investisseurs ont commencé à alléger leurs positions sur les fabricants de puces, grands gagnants du premier semestre, pour revenir vers des éditeurs de logiciels longtemps délaissés. Après avoir consacré sans réserve les uns et sanctionné les autres, le marché paraît rééquilibrer son jugement. **Ce mouvement ne signe ni la fin de l'intelligence artificielle (IA) ni celle du cycle d'investissement. Il suggère plutôt que l'IA entre dans une deuxième séquence : après la course à la capacité de calcul, vient l'épreuve de la monétisation.**

Francis Jaisson

Président de Covéa Finance



Après la course à la capacité de calcul, vient l'épreuve de la monétisation.



DES BÂTISSEURS AUX ARCHITECTES

*Semi-conducteurs contre Logiciels :
qui captera la valeur de l'intelligence artificielle ?*

Pendant la majeure partie du premier semestre 2026, la stratégie boursière dominante pouvait se résumer en une formule : acheter les puces, se méfier des logiciels.

Les fabricants de processeurs, de mémoire et d'équipements de production bénéficiaient d'une visibilité exceptionnelle, tandis que nombre d'éditeurs étaient perçus comme les victimes potentielles des agents d'IA, capables de réduire le besoin de licences, de lignes de code ou d'interfaces traditionnelles. **Cette divergence a fini par produire un positionnement presque consensuel** : l'infrastructure était tangible, les commandes étaient visibles, les carnets se remplissaient ; les revenus futurs du logiciel, eux, paraissaient plus difficiles à défendre.

Cette hiérarchie était parfaitement rationnelle dans la phase initiale de la révolution. La ressource rare était la puissance de calcul.

Les concepteurs de puces, les fondeurs de pointe, les fabricants de mémoire à haute bande passante, les spécialistes de la lithographie et les fournisseurs d'énergie ou de refroidissement

se trouvaient au cœur d'un effort d'investissement sans précédent.



**La stratégie boursière
dominante**

**pouvait se résumer
en une formule :**

**acheter les puces, se
méfier des logiciels.**



Les cinq premiers acteurs des centres de données : Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta et Oracle prévoient d'engager, à eux seuls, entre 600 et 700 milliards de dollars de dépenses d'investissement en 2026, en forte progression sur un montant 2025 qui constituait déjà un record absolu ; les estimations en périmètre élargi, incluant l'ensemble des opérateurs de centres de données, approchent 750 milliards.

Le montant importe autant que sa vitesse d'accélération : jamais une infrastructure numérique n'avait été construite à une telle échelle et dans un délai aussi court.

Ce cycle a déjà changé la nature financière des entreprises qui le portent. Historiquement autofinancés, les géants du numérique voient désormais leurs dépenses d'investissement, une fois déduits dividendes et rachats d'actions, excéder leurs flux de trésorerie disponibles. Ils se sont mis à emprunter massivement : plus de 100 milliards de dollars de dette ont été levés en 2025, et certaines projections évoquent des besoins cumulés de l'ordre de 1 500 milliards dans les prochaines années. L'intensité capitaliste de ces groupes atteint des niveaux jusqu'ici réservés aux industries lourdes. **C'est un basculement silencieux mais considérable : des modèles économiques fondés sur « l'actif léger » deviennent des modèles d'infrastructure, avec la discipline financière et la vulnérabilité cyclique que cela suppose.**

La logique des marchés reprenait ainsi la vieille leçon des « pelles et des pioches » : lors d'une ruée vers l'or, les vendeurs d'équipements sont souvent plus faciles à identifier que les futurs producteurs d'or. Levi Strauss, arrivé à San Francisco en 1853 pour vendre des articles aux populations attirées par la ruée, demeure l'illustration la plus populaire de cette stratégie. Dans l'IA, les processeurs graphiques, les équipements de fabrication et les centres de données ont joué le rôle des pelles ; ils ont capté les premiers flux de revenus, avant même que l'usage final ne soit pleinement défini.

Trois faits donnent la mesure du cycle. L'investissement ne concerne plus seulement les puces : il mobilise aussi l'électricité, les réseaux, le foncier, le refroidissement et,

de plus en plus, les marchés de dette qui financent la construction. L'entraînement des modèles a créé la première vague de demande ; l'inférence, c'est-à-dire leur utilisation quotidienne à grande échelle, notamment par les agents autonomes, en crée une seconde, plus diffuse mais potentiellement plus durable. Enfin, la chaîne de valeur reste extrêmement concentrée sur quelques nœuds critiques, lithographie avancée, fonderies de pointe, mémoire HBM, interconnexions à très haut débit auxquels s'ajoute aujourd'hui l'accès à l'électricité, devenu la contrainte la plus immédiate. Cette concentration prend une portée nouvelle dans un monde où le multilatéralisme commercial s'efface derrière des politiques de sécurité économique. Les semi-conducteurs ne circulent plus dans un espace mondial supposé neutre : contrôles à l'exportation, subventions nationales, restrictions technologiques et stratégies de relocalisation redessinent la chaîne de valeur. **La performance industrielle dépend dorénavant autant de l'accès aux technologies alliées et aux capacités souveraines que du seul avantage comparatif.**

Le changement observé depuis quelques semaines ne vient pas d'un effondrement de la demande de calcul. Il vient d'une modification de la question posée par les investisseurs. Hier, ils demandaient : combien de processeurs seront commandés ? Aujourd'hui, ils demandent : quels revenus, quelles économies et quelles marges ces centaines de milliards de dollars permettront-ils de produire ? Le déplacement paraît subtil ; il est en réalité décisif. Une révolution technologique ne peut durablement se financer par la seule croissance de ses dépenses. Elle doit démontrer qu'elle améliore les flux de trésorerie de ceux qui l'adoptent.

Le marché a déjà donné un avertissement sans ambiguïté. Au printemps, lorsque Meta a relevé sa prévision de dépenses d'investissement pour 2026, invoquant la hausse du prix des composants et de nouveaux centres de données, le titre a cédé près de 9 % en une séance. Pour la première fois depuis le début du cycle, l'annonce d'un effort d'investissement supplémentaire a été sanctionnée plutôt que célébrée. Le message des investisseurs est clair : la dépense n'est plus une preuve d'ambition, elle devient une créance sur des résultats futurs et cette créance commence à être comptée.

Le risque principal n'est donc pas nécessairement l'arrêt brutal de l'investissement, mais sa décélération. Lorsqu'une chaîne de valeur est valorisée sur l'hypothèse d'une croissance presque illimitée, un simple ralentissement suffit à provoquer une forte révision des multiples.



La dépense n'est plus une preuve d'ambition, elle devient une créance sur des résultats futurs et cette créance commence à être comptée. »

À l'inverse, les entreprises logicielles qui avaient été délaissées n'ont pas besoin de prouver immédiatement une révolution de leurs revenus : il leur suffit parfois de montrer qu'elles ne seront pas désintermédiées, qu'elles peuvent intégrer l'IA dans leurs produits et qu'elles disposent encore d'un pouvoir de fixation des prix.

La rotation boursière traduit ainsi le passage progressif du « capex » à « l'opex », de la construction à l'exploitation, de la puissance installée à la productivité réellement obtenue. Ce n'est pas encore le triomphe des usages ; c'est le début de leur examen. Le marché cesse de rémunérer uniformément l'exposition à l'IA et commence à distinguer les modèles économiques capables de convertir la technologie en revenus récurrents

Cette séquence rejoint le cadre des grandes révolutions technologiques qui connaissent d'abord une phase d'installation, dominée par la finance, les infrastructures et l'expérimentation.

Vient ensuite une phase de déploiement, au cours de laquelle la technologie se diffuse dans l'ensemble de l'économie, transforme les organisations et produit des gains de productivité plus visibles. Entre les deux se situe souvent une période de doute : les infrastructures existent, mais leur rentabilité collective reste à démontrer.

L'histoire d'Internet offre une analogie éclairante, à condition de ne pas la transformer en équivalence mécanique. À la fin des années 1990, la valeur paraissait concentrée dans les réseaux et leurs équipements. Cisco devint brièvement, en mars 2000, la première capitalisation boursière mondiale.

Son parcours rappelle la violence des anticipations : après l'éclatement de la bulle, le titre mit un peu plus de vingt-cinq ans à retrouver son ancien sommet nominal, qu'il n'a finalement dépassé qu'en décembre 2025. L'épilogue mérite

d'être médité : une fois ce seuil franchi, le titre s'est envolé en quelques mois, porté par les commandes d'équipements de réseau destinés aux centres de données d'IA. L'infrastructure d'hier a retrouvé une seconde jeunesse le jour où un nouveau cycle a eu besoin d'elle mais il aura fallu un quart de siècle de purgatoire pour y parvenir, pendant lequel la plus grande partie de la valeur nouvelle s'était déplacée vers les plateformes, le commerce en ligne, la publicité numérique, le cloud et les logiciels par abonnement.

L'infrastructure n'avait pas cessé d'être utile ; elle était devenue moins rare et moins différenciante. **C'est le mécanisme de « migration de la valeur » : lorsque la technologie se diffuse et que certains composants se banalisent, les marges se déplacent vers les acteurs qui contrôlent la relation client, les usages, la distribution ou l'architecture de l'écosystème.** L'IA pourrait suivre une trajectoire comparable, sans que l'on sache encore quels acteurs joueront le rôle des grandes plateformes de l'ère Internet.

Il serait cependant trop simple de remplacer une conviction unanime par son contraire. Tous les logiciels ne bénéficieront pas de l'IA. Certains produits peuvent être fragilisés par la baisse du coût du développement, par l'automatisation des interfaces ou par l'apparition d'agents capables de contourner les applications traditionnelles. Les logiciels facturés au nombre d'utilisateurs pourraient notamment voir leur modèle économique contesté si les entreprises emploient moins

de personnes pour accomplir une même tâche ; la migration progressive vers des tarifications à l'usage ou au résultat, déjà engagée chez plusieurs éditeurs, est à la fois une réponse à cette menace et un test de la valeur réelle que leurs produits délivrent.

La véritable distinction ne passe donc pas entre le matériel et le logiciel, mais entre les entreprises qui disposent d'un actif rare et celles qui ne possèdent qu'une fonctionnalité reproductible.

Les éditeurs les mieux placés sont ceux qui combinent plusieurs avantages : données propriétaires, intégration profonde dans les processus métiers, coûts de changement élevés, confiance réglementaire, distribution installée et capacité à mesurer le retour sur investissement pour le client. À l'inverse, un logiciel peu différencié peut être plus exposé à l'IA qu'un fabricant de puces disposant d'un monopole technologique. Cette lecture rejoint directement la quête contemporaine des actifs stratégiques. Une fonderie de pointe, une base de données propriétaire, un réseau électrique disponible, une architecture cloud ou un logiciel profondément inscrit dans les processus d'une entreprise ne sont plus de simples facteurs de production : ils deviennent des positions de pouvoir. Leur valeur tient moins à leur rendement immédiat qu'à leur caractère difficilement substituable, à leur capacité de verrouillage et à la dépendance qu'ils imposent au reste de l'écosystème.

De cette distinction découle une nouvelle grille de lecture. Dans les semi-conducteurs, il convient de privilégier les goulets d'étranglement durables plutôt que la seule croissance cyclique des volumes. Dans les logiciels, il faut distinguer les systèmes de référence, profondément intégrés aux organisations, des outils facilement remplaçables.

Chez les « hyperscalers », l'essentiel est de suivre moins le niveau absolu des investissements que leur traduction en revenus, en productivité et en flux de trésorerie disponibles et de surveiller la montée de l'endettement qui finance désormais une partie du cycle. Dans l'ensemble de la chaîne, enfin, la question décisive est d'identifier qui contrôle la donnée, la distribution, la confiance et le lien avec le client final.

La conviction centrale est donc la suivante : dans une grande transformation industrielle, la valeur migre vers le facteur devenu le plus rare. Au début du cycle, ce facteur était la capacité de calcul.



Une fonderie de pointe, une base de données propriétaires ou un réseau électrique disponible ne sont plus de simples facteurs de production : ils deviennent des positions de pouvoir. »

Les processeurs les plus performants, les capacités de production avancées et la mémoire spécialisée ont été rémunérés comme des ressources presque introuvables. **À mesure que l'offre se développe, la rareté peut se déplacer vers d'autres actifs : la donnée de qualité, l'énergie disponible, la confiance, la capacité de distribution, la connaissance métier ou l'intégration dans les processus réels de l'entreprise.**

Le premier de ces déplacements est déjà visible : chez certains « hyperscalers », des processeurs achetés attendent en stock faute d'électricité pour les alimenter. La contrainte n'est plus de produire les machines, mais de les brancher.

Cette migration ne signifie pas que le matériel devient une « commodité » du jour au lendemain. Les positions stratégiques de certains acteurs demeurent exceptionnelles, et la géopolitique renforce même leur valeur. Elle signifie en revanche que leur monopole narratif sur l'IA s'affaiblit. Le marché ne veut plus seulement financer la construction de l'usine invisible ; il veut savoir ce que cette usine produira, à quel coût et pour quel client. La bascule de l'entraînement vers l'inférence renforce cette exigence : l'inférence est une dépense d'exploitation, facturée à l'usage, immédiatement comparable à la valeur qu'elle crée. Elle rapproche mécaniquement la technologie de son juge naturel : le compte de résultat du client. **C'est ici que le retour du Politique rencontre la logique boursière.**

Les États ne regardent plus ces entreprises comme de simples acteurs privés soumis au jeu du marché : ils les considèrent comme des maillons de souveraineté, susceptibles d'être protégés, subventionnés, contrôlés ou, au contraire, privés de certains débouchés.

La prime attachée à un actif stratégique incorpore donc une dimension politique : soutien public possible, mais aussi exposition aux sanctions, aux licences d'exportation, aux exigences de localisation et à la fragmentation des standards.

Pour les investisseurs, le passage est exigeant. La première phase récompensait une lecture relativement simple de la chaîne : identifier les bénéficiaires directs de l'investissement. La deuxième impose une analyse plus fine des modèles d'affaires, de la concurrence, des données, des prix et des usages. Le bêta de l'IA laisse progressivement place à l'alpha de la sélection.

La confrontation boursière entre les semi-conducteurs et les logiciels ne dit pas que l'IA ralentit. Elle dit que le marché commence à demander des comptes. Après plusieurs années dominées par la construction de capacités, financée de plus en plus par la dette, la prochaine étape sera celle de leur utilisation rentable. Les fabricants de puces resteront indispensables, mais ils ne seront plus les seuls dépositaires de la promesse. Les logiciels ne gagneront pas tous, mais ceux qui contrôlent les données, les processus, la distribution et la confiance disposent d'un avantage que la seule puissance de calcul ne peut acheter.

L'enjeu n'est donc plus seulement d'identifier la technologie gagnante. Il est d'identifier le point de fixation de la valeur. Dans la première étape de l'IA, la rareté se trouvait dans les machines. Dans la suivante, elle pourrait se trouver dans la capacité à transformer ces machines en décisions, en productivité et en revenus récurrents. Après les bâtisseurs d'infrastructures viennent les architectes des usages. La bataille boursière de l'été 2026 est peut-être le premier signal de ce passage. Ce déplacement s'inscrit enfin dans une transformation plus large de l'économie mondiale. La fin d'un certain multilatéralisme réduit la fluidité des chaînes de valeur ; le retour du Politique réintroduit la puissance publique dans l'allocation du capital ; la quête des actifs stratégiques renchérit tout ce qui permet de maîtriser une dépendance critique. **La bataille entre semi-conducteurs et logiciels n'est donc pas seulement sectorielle : elle révèle la nouvelle hiérarchie d'un monde où la valeur se mesure aussi à la souveraineté qu'un actif procure, à la vulnérabilité qu'il réduit et au pouvoir qu'il confère.**



**Après les
bâtisseurs
d'infrastructures
viennent
les architectes
des usages.**





SOCIÉTÉ DE GESTION
DE PORTEFEUILLE
DU GROUPE COVÉA

8-12, rue Boissy d'Anglas
75008 PARIS

Agréée par l'Autorité des marchés financiers

www.covea-finance.fr
www.covea-finance.com

Covéa Finance

Mentions légales

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers. Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties. Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification. Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document. Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance. Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers. Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits. Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite des dites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.