

ACTUALITÉ ET ANALYSES DES MARCHÉS FINANCIERS

Jeudi 23 avril 2026

La qualité va plus loin – Principes fondamentaux, horizons élargis

Sébastien Gandon, Sr Client Portfolio Manager

À PROPOS DE CETTE SÉRIE

Pendant la majeure partie des dernières décennies, le paysage de l'investissement a été façonné par deux forces puissantes et complémentaires :

des taux d'intérêt en baisse quasi-ininterrompue et une vague d'innovations technologiques qui a profité aux entreprises fondées sur le code, les réseaux et leur capacité à croître sans contrainte physique. Les flux de capitaux ont suivi cette tendance, les valorisations ont emboîté le pas tandis qu'une génération d'investisseurs a appris, non sans raison, que l'avenir appartenait aux entreprises à faible intensité capitalistique, au numérique et aux acteurs disruptifs. Cependant, l'environnement a évolué.

Cette série de quatre articles explore cette transition en défendant une idée centrale : rester fidèle aux principes fondamentaux de l'investissement qualité exige aujourd'hui d'élargir le champ d'investigation — au-delà des secteurs traditionnellement associés à la qualité — pour aller chercher les sources de bénéfices durables là où le marché ne les attend pas encore.

Partie I — La qualité va plus loin : principes fondamentaux, horizons élargis

Partie II — Consommation courante : ce que le marché a cessé de voir

Partie III — La santé à la croisée des chemins : l'IA comme un scalpel

Partie IV — L'IA sous le prisme de la qualité : durabilité dans la disruption

Les plaques tectoniques de l'investissement sont en mouvement. Géopolitique, normalisation des taux, avènement de l'IA : ces forces redessinent durablement le paysage concurrentiel. Rester fidèle aux principes fondamentaux de la qualité exige aujourd'hui d'élargir le champ d'investigation — au-delà des frontières qu'un cycle long et gratifiant a contribué à ancrer.

Pendant la majeure partie des dernières décennies, le monde de l'investissement s'est rallié à une définition de la qualité séduisante et cohérente : forte rentabilité et croissance des revenus, faible intensité capitalistique, rendement élevé du capital investi ('ROIC'), bilans sains et solide génération de cash-flow. L'équation était élégante : faible intensité capitalistique rime avec forte conversion en trésorerie disponible ('Free Cash Flow'), les revenus récurrents garantissent la prévisibilité, les effets de réseau, les technologies propriétaires et les économies d'échelle bâtissent des barrières à l'entrée durables. Dans le même temps, la baisse des taux, décennie après décennie, a mécaniquement augmenté la valeur actualisée des bénéfices futurs.

Pas de doute, nous avons pleinement tiré profit de cet environnement. Nos portefeuilles comprennent un certain nombre de ces valeurs de croissance de qualité — sociétés de logiciels, plateformes, services d'information — et elles nous ont bien récompensés.

Mais, quelque chose a changé... La géopolitique omniprésente et l'avènement de l'intelligence artificielle, qui est à la fois la force la plus passionnante et la plus disruptive de notre génération, sont venus redessiner le paysage de l'investissement et l'honnêteté intellectuelle nous oblige à poser une question difficile : en tant qu'investisseurs axés sur la qualité, risquons-nous de considérer une approche pertinente dans un régime macroéconomique spécifique comme une vérité immuable ? Rester fidèles aux principes fondamentaux de la qualité — rechercher des bénéfices durables, des positions concurrentielles solides — n'exige-t-il pas en réalité que nous élargissions notre champ d'action, au-delà des frontières qu'un cycle long et gratifiant a contribué à ancrer ?

L'HONNÊTÉTÉ INTELLECTUELLE
NOUS OBLIGE À NOUS POSER UNE
QUESTION PLUS DIFFICILE :
EN TANT QU'INVESTISSEURS AXÉS
SUR LA QUALITÉ, RISQUONS-NOUS
DE CONSIDÉRER UNE APPROCHE
PERTINENTE DANS UN RÉGIME
MACROÉCONOMIQUE SPÉCIFIQUE
COMME UNE VÉRITÉ IMMUALE ?

Nous observons en effet un double mouvement : d'un côté, un rééquilibrage du positionnement concurrentiel en faveur des actifs tangibles ; de l'autre, un écart de valorisation historiquement élevé entre ces mêmes actifs et leurs équivalents immatériels. Ces deux facteurs convergent pour justifier un élargissement de notre horizon, sans pour autant déroger à nos principes fondamentaux.

Un monde en transition

Le monde qui rendait les entreprises à faible intensité capitalistique si attrayantes est en train de changer sur plusieurs fronts simultanément, et le rythme s'accélère.

La géopolitique est de retour dans les scénarios d'investissement avec une force inédite depuis des décennies.

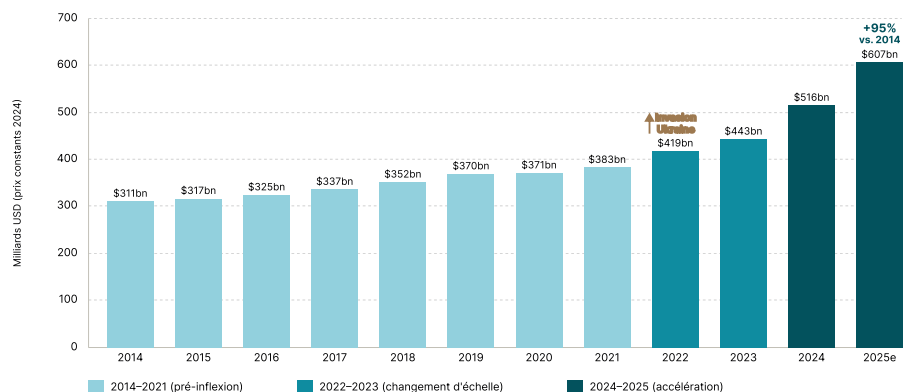
L'ère de la mondialisation sans friction, construite méthodiquement par Thatcher, Reagan et Deng Xiaoping, cède la place à un ordre radicalement différent. D'un monde unipolaire américain nous transitons vers un monde multipolaire et contesté, avec en son centre la relation sino-américaine. Pendant trois décennies, cette relation a fonctionné comme un pacte implicite : la Chine produisait à bas coût et recyclait ses excédents en bons du Trésor américain, maintenant l'inflation et les taux occidentaux à un bas niveau. Ce pacte a commencé à se fissurer avec l'arrivée au pouvoir en 2013 de Xi Jinping, réorientant la Chine vers l'autosuffisance technologique et le réinvestissement des excédents en or plutôt qu'en bons du Trésor. La spirale tarifaire qui a suivi était, avec le recul, inévitable.



**L'ennemi des idées reçues
n'est pas la pensée, mais le cours
des événements.**

J.K. Galbraith,
The Affluent Society (1958)

L'histoire nous enseigne que les transitions de puissance de cette ampleur s'accompagnent presque invariablement d'une bataille pour les ressources. Les grands basculements des siècles passés se sont autant joués sur l'énergie, les matières premières et les voies d'approvisionnement que sur les idéologies. Le moment actuel ne fait pas exception. Sécurité énergétique, minéraux critiques, logistique : ces enjeux sont passés de la périphérie au cœur du débat géopolitique. La volonté affichée de l'administration américaine de reconstruire les capacités industrielles nationales en relocalisant la production, en sécurisant les chaînes d'approvisionnement en matières premières et en réinvestissant dans les infrastructures n'est pas qu'un simple choix politique. C'est reconnaître que l'ère de l'asset light a laissé l'Occident structurellement vulnérable. Sortir de cette vulnérabilité exigera et récompensera le type d'investissements tangibles et intensifs en capital que le marché avait systématiquement dévalorisés au cours des deux dernières décennies.



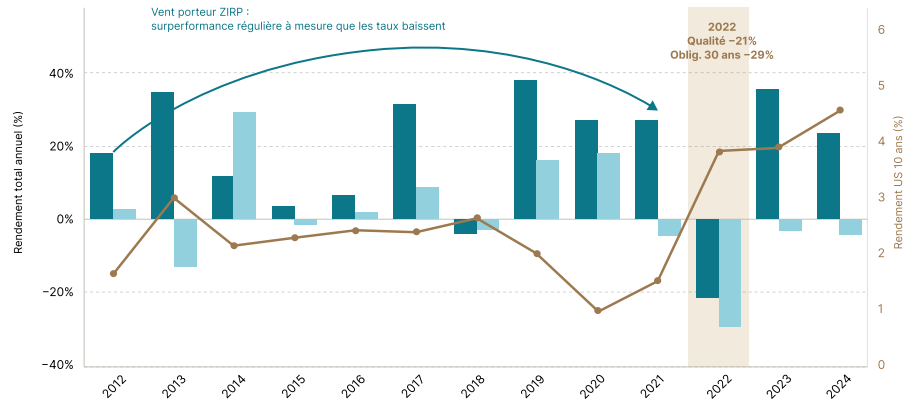
Graphique 1: Le retour de l'investissement en capital physique. Dépenses totales de défense des membres européens de l'OTAN et du Canada (en milliards de dollars, prix constants de 2024). Le changement radical observé depuis 2022 est l'expression la plus visible d'une réorientation plus large vers l'investissement tangible et physique.

Source : Rapport 2025 de l'OTAN sur les dépenses de défense.

Les taux d'intérêt se sont normalisés de façon structurelle et ne devraient pas revenir aux niveaux historiquement bas auxquels nous avons été habitués.

Une analogie s'impose : les actions de qualité se comportent, à bien des égards, comme des obligations de maturité longue. Tout comme un emprunt d'état à trente ans est extrêmement sensible au taux d'actualisation, l'essentiel de sa valeur résidant dans des flux lointains, une part considérable de la valeur d'une action de qualité repose sur des cash flows qui ne se matérialiseront que dans plusieurs années. La baisse des taux a donc constitué un puissant accélérateur, en ramenant cette valeur future dans le cours d'aujourd'hui. L'inversion de cette dynamique agit avec une force égale, mais en sens inverse.

Plusieurs facteurs structurels plaident pour le maintien de taux plus élevés. La mondialisation est remise en question et, s'est déjà à certains égards, inversée. La discipline budgétaire qui ancrerait les anticipations d'inflation a été abandonnée au lendemain de la pandémie. L'abondance de matières premières née de la chute du mur de Berlin, et l'excédent de main-d'œuvre lié à l'entrée de la Chine à l'OMC en 2001, appartiennent au passé. Les matières premières se sont raréfiées depuis l'invasion de l'Ukraine et sous la pression de la transition énergétique ; la main-d'œuvre s'est elle aussi resserrée, sous l'effet du vieillissement démographique dans les pays développés. Dans ce contexte, nous estimons que les pressions inflationnistes seront récurrentes et structurelles, et que, au cours de la prochaine décennie, un taux d'inflation de 2 % représentera plus



Graphique 2 : Les actions de qualité en tant qu'actifs à durée longue — MSCI World Quality vs. bons du Trésor à 30 ans. En 2022, alors que le rendement des obligations américaines à 10 ans a bondi de 1,5% à 3,9%, l'indice MSCI World Quality a chuté de 21% — dans le même sens et d'une ampleur similaire à la perte de 29% enregistrée par les bons du Trésor à 30 ans. Les actions de haute qualité, à l'instar des obligations de maturité longue, tirent une part importante de leur valeur de flux de trésorerie lointains, ce qui les rend extrêmement sensibles aux variations du taux d'actualisation. Les années de baisse des taux n'ont pas simplement constitué un contexte favorable, elles ont directement et considérablement contribué aux rendements.

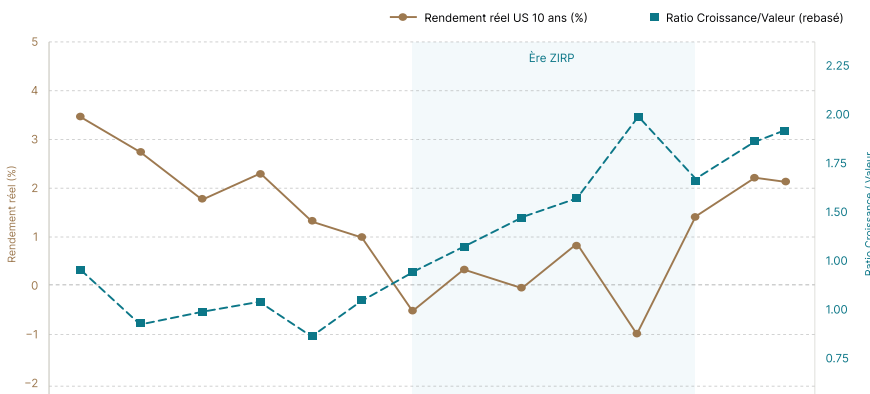
Source : MSCI (rendement total brut de l'indice MSCI World Quality, en USD), Bloomberg (rendement total des bons du Trésor américains à 30 ans), FRED de la Réserve fédérale américaine

vraisemblablement un plancher qu'un plafond.

L'intelligence artificielle remet en question la visibilité des bénéficiaires. Il s'agit là probablement du changement le plus décisif et le plus mal compris. L'IA n'est pas simplement une nouvelle source de croissance pour le secteur technologique ; c'est une force qui s'attaque activement à des moats longtemps jugés inattaquables. Les coûts élevés de transfert s'érodent quand les agents IA contournent les logiciels sous-jacents ; le pouvoir de fixation des prix s'affaiblit quand l'IA fait s'effondrer le coût des alternatives ; les effets de

réseau perdent de leur force quand les algorithmes sont reproductibles à un coût marginal.

FONDAMENTALEMENT, CE NOUVEL ENVIRONNEMENT POURRAIT NÉCESSITER D'INVESTIR AU-DELÀ DES SECTEURS DE QUALITÉ TRADITIONNELS VERS LESQUELS NOS PRINCIPES NOUS ONT PENDANT LONGTEMPS GUIDÉS. EN D'AUTRES TERMES, LE RESPECT DE NOS PRINCIPES FONDAMENTAUX EXIGERAIT L'ÉLARGISSEMENT DE NOTRE CHAMP D'ACTION.



Graphique 3 : Taux d'intérêt réels et croissance vs. performance relative des actions « croissance » et « value ». La baisse des taux réels a constitué un facteur puissant et durable favorable aux actions à faible intensité capitalistique et à longue durée. L'ère de la politique de taux zéro (en gris) a coïncidé avec le pic de surperformance de la croissance.

Source : Réserve fédérale (FRED), Bloomberg. Ratio illustratif basé sur les indices Russell 1000 Growth vs. Value.

Dans ce contexte, le marché commence à poser la seule question qui compte : quels flux de revenus sont véritablement pérennes, lesquels ne l'étaient qu'en apparence, favorisés par un monde de taux bas et de disruption lente ?

Le moat : un actif tangible irremplaçable

LES VÉRITABLES DÉTENTEURS DU POUVOIR ÉTAIENT CEUX QUI CONTRÔLAIENT LES NŒUDS STRATÉGIQUES, CES LIEUX QUE LA GÉOGRAPHIE RENDAIT INCONTOURNABLES D'APRÈS FERNAND BRAUDEL, LES JEUX DE L'ÉCHANGE (1979).

Chris Hohn, fondateur de TCI Fund Management, a depuis longtemps formalisé un cadre de pensée autour de ce qu'il appelle « l'actif tangible irremplaçable » : l'idée que, dans tout système concurrentiel complexe, la source d'avantage la plus durable n'est pas dans ce qui peut être optimisé ou reproduit, mais dans ce qui ne peut tout simplement pas être substitué. Le parallèle avec l'investissement est direct, et reste sous-estimé.

Dans un monde où les logiciels peuvent être réécrits, les algorithmes réappris et les plateformes bousculées par de nouveaux entrants, l'actif tangible irremplaçable n'est pas le code : c'est une empreinte géographique ou physique, une infrastructure intégrée ou une position réglementaire qu'aucun concurrent même bien financé ne peut créer du jour au lendemain. Prenons l'exemple

d'un réseau ferroviaire couvrant un vaste territoire, opérant sur des corridors sans itinéraires alternatifs. La construction d'une ligne concurrente exigerait des décennies d'investissement, des autorisations réglementaires illusoire : la barrière à l'entrée inviolable est le résultat de la réalité physique et économique, et non le produit du prochain cycle d'innovation.

LA SOURCE D'AVANTAGE LA PLUS DURABLE NE RÉSIDE PAS DANS CE QUI PEUT ÊTRE OPTIMISÉ OU RÉPLIQUÉ, MAIS TOUT SIMPLEMENT DANS CE QUI NE PEUT PAS ÊTRE REMPLACÉ.

Cette vision va à contre-courant de la doctrine dominante de la dernière décennie durant laquelle l'avantage compétitif à la mode était intangible : capital de la marque, données propriétaires, effets de réseau, coûts de transfert intégrés aux flux de travail de l'entreprise. Ce sont là de réels avantages concurrentiels que nous n'écarterons pas. Mais, dans un monde où l'innovation pilotée par l'IA s'accélère, ils montrent désormais une certaine vulnérabilité que les avantages compétitifs physiques et tangibles ne présentent pas.

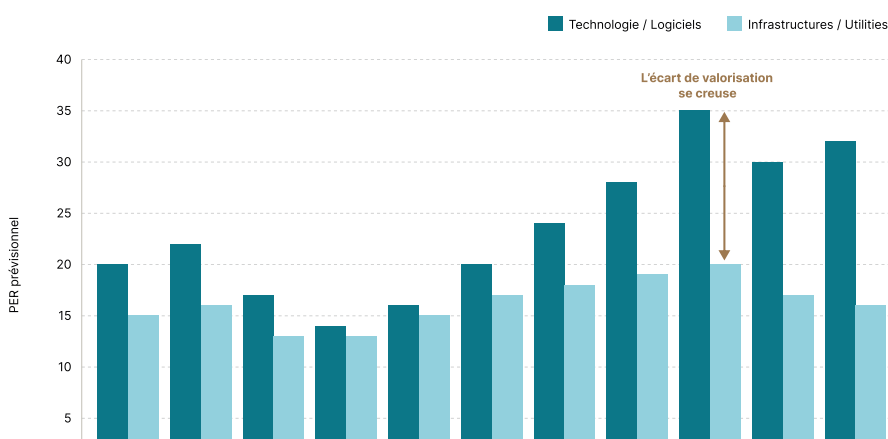
Ici, émerge un paradoxe que le marché commence seulement à percevoir : une entreprise logicielle cotée à trente ou quarante

fois ses bénéfices, valorisation autrefois justifiée par la visibilité exceptionnelle de ses revenus récurrents, offre probablement aujourd'hui moins de certitude bénéficiaire qu'une entreprise dite cyclique cotée à dix fois. Le cycle des PMI 1, longtemps invoqué pour écarter les valeurs gourmandes en capital et considérées trop volatiles, renverse désormais l'argument : les bénéfices des sociétés technologiques prétendent « stables » sont peut-être en réalité plus exposés aux risques de disruption que ceux d'un opérateur d'infrastructures bien géré. La visibilité relative a changé de camp. Et là où va la visibilité, la valorisation finira tôt ou tard par suivre.

Il existe une dimension supplémentaire encore sous-estimée à ce basculement. Les hyperscalers eux-mêmes, longtemps chantres du modèle à faible intensité capitalistique, sont en train de devenir massivement capitalistiques. Amazon, Google et Meta engagent des dépenses d'investissement à une échelle qui transforme fondamentalement leur profil financier. Alors qu'auparavant leurs besoins de réinvestissement étaient relativement modestes, ils sont passés à un déploiement de la grande majorité de leur flux de trésorerie opérationnel dans les infrastructures. Le développement de l'IA nécessite des infrastructures physiques, de la production d'énergie, des métaux rares et des capacités d'ingénierie ; autant d'intrants qui requièrent des années de mise en œuvre et qui mettent déjà à rude épreuve les chaînes d'approvisionnement mondiales. Les entreprises légères en capital deviennent, à plus d'un titre, des entreprises d'infrastructure : capitalistique, soumises à l'inflation des coûts de production et dépendantes d'industries en amont qu'elles ne savent pas gérer, faute d'expertise historique. Le marché n'a pas encore pleinement réévalué cette transformation. Pour les entreprises qui ont longtemps été valorisées comme si leurs besoins en capitaux étaient proches de zéro, l'ajustement — tant en termes de qualité des bénéfices que de multiples — pourrait être plus important qu'on ne le suppose actuellement.

Élargir la notion de qualité : le tangible aux côtés de l'intangible

Nous tenons à être clairs : nous n'abandonnons pas les entreprises que nous admirons depuis longtemps et que nous continuons de détenir avec conviction ; celles dotées de véritables avantages concurrentiels intangibles, où les



Graphique 4 : Écart de valorisation — Technologie et logiciels vs. Infrastructures et services publics. Multiples de PER prévisionnels par groupe sectoriel, 2005–2025. La prime dont bénéficient les secteurs à faible intensité capitalistique s'est considérablement accrue pendant l'ère de la politique de taux zéro (ZIRP) et reste proche de ses plus hauts historiques.

Sources : FactSet, Damodaran NYU, Bloomberg. À titre indicatif, sur la base des données consensuelles par secteur.

effets de réseau s'auto-renforcent et où les coûts de transfert sont structurels. Nous leur restons aussi attachés qu'auparavant, et nous pensons que, dans de nombreux cas, elles continueront à générer de solides rendements. Ce que nous faisons, c'est ajouter une corde à notre arc.

En appliquant les principes fondamentaux intemporels de l'investissement de qualité, à savoir mettre l'accent sur la pérennité des bénéfices et la solidité des positions concurrentielles, nous nous devons d'examiner l'ensemble des opportunités disponibles. Le contexte actuel justifie, selon nous, pleinement cette démarche.

LA QUALITÉ N'A JAMAIS CONSISTÉ À DÉTENIR LES ENTREPRISES LES PLUS PASSIONNANTES. IL S'AGIT PLUTÔT DE DÉTENIR LES FLUX DE BÉNÉFICES LES PLUS DURABLES, AU JUSTE PRIX.

La valorisation n'est pas une considération secondaire : elle est au cœur de notre thèse. Des entreprises longtemps négligées en raison de leur forte intensité capitalistique peuvent offrir une croissance des bénéfices avec une certitude bien plus grande, à des valorisations qui n'exigent pas la perfection. L'équation relative, tant en termes de visibilité des bénéfices que de prix, leur devient en effet favorable.

La croissance des bénéfices offerte par les entreprises dotées d'un avantage concurrentiel tangible n'est pas toujours spectaculaire mais elle est prévisible. Et cette prévisibilité, en cette période de véritable incertitude quant à la trajectoire des technologies, justifie une prime que le marché commence seulement à attribuer. Pour les investisseurs axés sur la qualité, prêts à appliquer la logique de leurs principes fondamentaux à un univers plus large, cela représente une opportunité significative.

Construction de portefeuille : l'illusion de la diversification

Une véritable construction de portefeuille, celle qui offre une réelle résilience dans différents environnements macroéconomiques, nécessite des actifs dont les bénéfices sont portés par des forces fondamentalement

distinctes. Des entreprises dotées de positions concurrentielles tangibles et irremplaçables : des concessions d'infrastructures aux revenus contractuellement protégés pour des décennies, ou des secteurs où le rythme du changement est mesuré permettant de répondre avec une certaine confiance à la question « à quoi cela ressemblera-t-il dans dix ans ? ». La valeur de ces participations ne réside pas seulement dans leur mérite propre, mais également dans ce qu'elles apportent au portefeuille dans son ensemble : une véritable diversification des moteurs de bénéfices, et non la simple apparence d'une telle diversification.

La dimension de la valorisation renforce ce point. Les entreprises dont la visibilité des bénéfices est en baisse, mais dont les cours reflètent encore les multiples élevés attribués à une époque où cette visibilité allait de soi, présentent un risque redoublé : une déception fondamentale et une compression des multiples simultanées. Les entreprises dont la visibilité des bénéfices s'améliore par rapport à leurs pairs, et qui ne sont pas encore valorisées en conséquence, offrent l'image en miroir. La construction d'un portefeuille exige aujourd'hui que ces deux dimensions — la qualité du moat et le prix auquel il est acquis — soient évaluées avec la même rigueur.

PAYER LE PRIX FORT POUR UNE EXCELLENTE ENTREPRISE DONT LA PÉRENNITÉ DES BÉNÉFICES S'ÉRODE DISCRÈTEMENT N'EST PAS UN INVESTISSEMENT DE QUALITÉ — C'EST DE LA COMPLAISANCE DÉGUISÉE EN CONVICTION.

Nous ne préconisons pas de délaissier massivement les entreprises que nous avons longtemps privilégiées. Nous continuons bien entendu d'y investir. Mais en tant qu'investisseurs de qualité, il nous semble critique de poser une question honnête : sommes-nous suffisamment diversifiés en termes de sources de bénéfices pérennes ou avons-nous laissé une thèse très fructueuse en éclipser d'autres ? Intégrer des entreprises à avantage concurrentiel tangible n'est pas un reniement de nos convictions, mais en est le prolongement naturel.

Conclusion : la bonne question

L'histoire nous offre une leçon pertinente qui donne à réfléchir : les thèmes d'investissement dominants d'une décennie sont rarement ceux de la suivante. Les « Nifty Fifty » des années 1960 ont cédé la place au supercycle des matières premières des années 1970. Les géants industriels japonais, autrefois considérés comme inattaquables, ont passé les années 1990 à corriger leurs excès. Les chouchous de l'Internet des années 2000 ont mis une décennie à se remettre. A chaque fois la question qui a précédé la déception n'était pas « s'agit-il d'une bonne entreprise ? » — ce qui était souvent le cas — mais « le prix que je paie laisse-t-il une marge de manœuvre en cas de problème ? »

La question cruciale pour les investisseurs aujourd'hui n'est pas : qui seront les prochains gagnants ? mais plutôt : où peut-on identifier les sources de revenus les plus durables et les plus sûres, à un prix raisonnable ?

Dans une période de changements technologiques rapides et de fragmentation du consensus post-guerre froide, cette question nous conduit toujours vers les entreprises dotées de puissants avantages concurrentiels immatériels, qui s'accumulent sans bruit — mais aussi, de plus en plus, vers un ensemble plus large d'entreprises dont la pérennité des bénéfices n'est pas ancrée dans le code ou les effets de réseau, mais dans les actifs physiques : emplacement géographique, infrastructures qui ne peuvent tout simplement pas être reproduites. Ces entreprises ont été valorisées pendant des années comme si leur intensité capitalistique était leur faiblesse. Nous pensons que, couplée à la rentabilité, cette dernière peut constituer un élément important de leur avantage concurrentiel.

Il existe une autre dimension à cet argument. Les énormes besoins de l'IA en intrants physiques propulsent les entreprises qui détiennent des actifs physiques au cœur du cycle d'allocation du capital le plus décisif de notre époque. Quiconque contrôle les points de passage obligés du déploiement de l'IA, les corridors énergétiques, les réseaux de transport, les nœuds incontournables de la chaîne d'approvisionnement technologique, ne se contente pas de survivre à la transition : il en est le rouage indispensable. Pour les investisseurs de qualité, cela redéfinit le périmètre : les entreprises à forts actifs tangibles ne sont pas simplement un refuge contre la disruption ; dans les bons cas, elles en sont l'incontournable moyen. Bien entendu, chacune de ces deux voies comporte ses propres risques – disruption et obsolescence pour les moats intangibles, réglementation, intensité capitalistique et risque politique pour les actifs tangibles. C'est précisément pour cela que les détenir ensemble, chacune pour ce qu'elle apporte, est au cœur d'une construction de portefeuille véritablement robuste.

¹ PMI (Purchasing Managers' Index) : indices mensuels qui mesurent le niveau d'activité économique dans les secteurs manufacturiers et des services.

Pour suivre nos analyses des marchés financiers et l'évolution macro-économique : consultez le blog www.blinvestmentsblog.com et abonnez-vous à la newsletter.

Ce document a été rédigé par BLI - Banque de Luxembourg Investments ("BLI"), avec la plus grande attention et le plus grand soin. Les visions et opinions formulées dans cette publication sont celles de leurs auteurs et ne doivent en aucun cas lier BLI. Les informations économiques et financières incluses dans cette publication sont communiquées à des fins d'information uniquement sur la base des informations connues à la date de publication. Ces informations ne constituent pas un conseil d'investissement ou incitation à investir, ni ne doivent être interprétées comme des conseils légaux ou fiscaux. Chaque information doit être utilisée avec la plus grande précaution. BLI ne donne aucune garantie quant à l'exactitude, la fiabilité, la récence ou l'exhaustivité de ces informations. La responsabilité de BLI ne pourra pas être invoquée du fait de la fourniture de ces informations ou en tant que résultante d'une décision prise par une personne, que celle-ci soit cliente de BLI ou non, basée sur ces informations, cette personne restant seule responsable de ses propres décisions. Les personnes intéressées doivent s'assurer qu'elles comprennent les risques inhérents à leurs décisions d'investissement et doivent s'abstenir d'investir tant qu'elles n'ont pas soigneusement évalué, en collaboration avec leurs propres conseillers professionnels, l'adéquation de leurs investissements à leur situation financière spécifique, en particulier concernant les aspects légaux, fiscaux et comptables. Il est également rappelé que les performances passées d'un instrument financier ne préjugent en rien des performances futures.