

Rapport de gestion

Pour la période du 1er janvier au 31 décembre 2025, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 31,79% (incluant les dividendes), le S&P 500, 12,36% (en dollar canadien et incluant les dividendes) alors que le MSCI World a généré 15,46%. Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 16,19% avant frais et de 12,42% après frais.

Commentaire sur les marchés

Inquiétude ou opportunité?

La Bourse ne manque pas d'événements perturbateurs ces temps-ci: les tarifs douaniers américains qui ne cessent de changer, les guerres ou les menaces de guerre et l'intelligence artificielle qui risque de déstabiliser un grand nombre d'entreprises. Voilà de quoi créer bien des inquiétudes! Mais qui dit « inquiétudes » dit également « opportunités ». Il s'avèrerait presque impossible pour nous d'investir à des prix que nous jugeons intéressants si tout allait bien.

Nous reconnaissons certes les bouleversements qui sont sur le point de se produire avec l'intelligence artificielle. Nous les voyons se dérouler sous nos yeux, jour après jour: la progression est fulgurante et nous devons rester à l'affût de tous les scénarios possibles! Comme il s'agit du sujet de l'heure, nous avons fait de l'IA, le thème principal de cette lettre.

L'intelligence artificielle en 2026 : de la spéculation à l'industrialisation

Si l'année 2023 était celle de la découverte et 2024 celle de l'euphorie, 2026 marque l'année de la maturité brutale. L'intelligence artificielle n'est plus un simple « secteur » technologique; elle est devenue le système d'exploitation de l'économie mondiale. Nous ne sommes plus dans une phase de promesses, mais dans une phase de déploiement intensif de capital.

En 2026, les dépenses mondiales en IA devraient franchir le cap symbolique des 2 500 milliards de dollars, avec une croissance annuelle de plus de 40 %. Ce que nous observons est une véritable « course aux armements » industrielle. Les entreprises ne se demandent plus si l'IA est pertinente, mais plutôt comment l'exploiter pour ne pas perdre leur avantage compétitif.

L'IA est désormais perçue comme la principale force capable de contrer les vents contraires démographiques et inflationnistes. Certains analystes prévoient qu'elle pourrait ajouter jusqu'à 1 % de croissance supplémentaire au PIB américain d'ici la fin de la décennie. Pour un gestionnaire de portefeuille, ignorer l'IA aujourd'hui reviendrait à ignorer l'arrivée de l'électricité ou de l'Internet: c'est une force de « destruction créatrice » qui redéfinit les gagnants et les perdants de chaque industrie, de la santé aux services financiers.

Aujourd'hui, la valeur se concentre sur deux fronts clairs :

- Les « Pelles et Pioches » : Les fournisseurs d'infrastructure (puces, centres de données, énergie) qui captent la valeur immédiate du déploiement physique.
- Les « Adopteurs Efficaces » : Les entreprises capables de traduire l'IA en gains de productivité mesurables et en expansion des marges opérationnelles.

Ces bouleversements ont semé l'émoi dans certains secteurs, et plus particulièrement celui des logiciels. On craint pour la survie de ces compagnies: vont-elles bénéficier de l'IA, ou verront-elles leur survie remise en question?

Les analystes ont adopté un nouveau mot pour décrire ce qui se passe: la « SaaSpocalypse¹ ». La chute de plusieurs titres de ce secteur a été accélérée en début de février par l'annonce de l'entreprise Anthropic (IA Claude) concernant des agents capables d'automatiser des flux de travail complets, remettant en question le modèle de facturation « par utilisateur ». Voici quelques-uns de ces titres au moment d'écrire ces lignes:

Compagnie	Symbole	Sommet (ATH)	Prix actuel	Perte vs Sommet
Unity Software	U	210,10 \$	18,23 \$	-91,3 %
ServiceNow	NOW	239,62 \$	108,01 \$	-54,9 %
Atlassian	TEAM	483,13 \$	75,13 \$	-84,5 %
Zoom Video	ZM	588,84 \$	73,94 \$	-87,4 %
Twilio	TWLO	457,30 \$	120,96 \$	-73,6 %
Adobe	ADBE	699,54 \$	262,41 \$	-62,5 %
Snowflake	SNOW	405,00 \$	168,41 \$	-58,4 %
Intuit	INTU	807,15 \$	409,03 \$	-49,3 %
Constellation Software	CSU.TO	5 300,00 \$ CAD	2520,66 \$ CAD	-52,4 %
Salesforce	CRM	369,00 \$	194,79 \$	-47,2 %
Microsoft	MSFT	553,72 \$	392,74 \$	-29,1 %

Il est difficile pour nous de bien départager les gagnants des perdants ultimes. En effet, l'IA devrait agir comme un « turbo » pour bien des entreprises, mais une arme de destruction pour d'autres. Elle permet de produire plus, plus vite, et de façon plus personnalisée. Le risque n'est plus « l'impact de l'IA », mais le coût de ne pas l'adopter, qui se traduit par une perte nette de compétitivité face aux compétiteurs ou aux entreprises qui en bénéficient. Heureusement, les dirigeants de nos sociétés en portefeuille prennent ce risque très au sérieux. Elles ont significativement augmenté les dépenses en capital prévues lors de l'annonce de leurs derniers résultats:

Entreprise	Estimations Capex 2026	Variation vs 2025
Amazon (AWS)	200 G\$	+ 52%
Alphabet (Google)	175 - 185 G\$	+ 97%
Microsoft	100 G\$ +	+ 20%
Meta (Facebook)	115 - 135 G\$	+ 80%

Nos entreprises jouissent d'un avantage indéniable par rapport à tout le marché dans l'ensemble: une infrastructure de calcul massive, des réserves de capitaux quasi illimitées et un accès exclusif aux données mondiales.

¹ SaaS signifie « Software as a Service », et se traduit par Logiciel en tant que service. Il s'agit d'un modèle de distribution de logiciels où une application est hébergée par un fournisseur de services et mise à la disposition des clients via Internet, généralement moyennant un abonnement.

Cependant, les investisseurs n'ont pas nécessairement réagi positivement aux récentes annonces. Les titres d'Amazon et de Microsoft ont chuté malgré la publication de leurs résultats trimestriels, que nous jugeons pourtant à la hauteur de nos attentes.

Une vision à long terme

Le fondateur d'Amazon, Jeff Bezos, avait déclaré jadis lors d'une réunion interne en 2018: « Amazon n'est pas trop grande pour faire faillite. En fait, je prédis qu'un jour Amazon échouera. Amazon fera faillite. Si vous regardez les grandes entreprises, leur durée de vie tend à être de 30 ans et plus, et non de cent ans et plus. »

Dans sa lettre annuelle de 2020, il s'était exprimé en ces termes:

« Éviter la mort est une chose à laquelle vous devez travailler. Laissé à lui-même — et c'est ce qui arrive quand il meurt — le corps tend à revenir à un état d'équilibre avec son environnement... Plus généralement, si les êtres vivants ne travaillaient pas activement pour l'empêcher, ils finiraient par se fondre dans leur environnement et cesseraient d'exister en tant qu'êtres autonomes. C'est ce qui arrive quand ils meurent. »

Bezos a fait référence à l'attraction de la norme: « Le monde veut que vous soyez typique – de mille façons, il vous tire vers lui. Ne le laissez pas faire. »

Il parlait également du prix de la distinction. Il insistait sur le fait que rester original demande une énergie constante. Le monde essaiera toujours de ramener Amazon à un « état d'équilibre » avec son environnement (c'est-à-dire devenir une entreprise lente et bureaucratique). Bezos était inspiré par la métaphore biologique tirée du livre *Le Gène égoïste* de Richard Dawkins. Il explique que dans la nature, tout organisme qui cesse de dépenser de l'énergie pour se différencier de son environnement finit par mourir et devenir « typique ».

Ici, la dépense énergétique désigne les efforts pour demeurer parmi les meneurs, pour rester en tête du peloton. Dans le cas de l'intelligence artificielle, cela se traduit par des dépenses importantes qui exigent le sacrifice de profits à court terme aux bénéfices de profits plus élevés à long terme. Nous aimons cette approche, et sommes conscients que ce n'est pas le cas de tous les investisseurs. Invariablement, cela crée des opportunités pour nous, lorsque le scepticisme généralisé fait baisser les prix.

Plusieurs de nos dirigeants se sont récemment fait l'écho de l'importance de l'intelligence artificielle. Lors de l'appel aux investisseurs de la fin janvier 2026, Mark Zuckerberg (Meta Platforms) a martelé que 2026 serait l'année où l'IA deviendrait un compagnon omniprésent:

- Vision: Il ne parle plus seulement de chatbots, mais d'agents IA capables de comprendre votre contexte personnel (vos messages, vos photos, vos habitudes) pour agir en votre nom.
- Citation clé: « Bientôt, vous ouvrirez nos applications et vous aurez une IA qui vous comprend, qui peut générer du contenu personnalisé pour vous, et qui agit comme une superintelligence à votre service. »

Zuckerberg a également déclaré que les lunettes intelligentes (type Ray-Ban Meta) sont désormais le produit électronique grand public qui croît le plus vite dans l'histoire de l'entreprise. Selon lui, d'ici quelques années, il sera difficile d'imaginer des gens portant des lunettes qui ne sont pas « augmentées » par une IA capable de voir et d'entendre ce que vous vivez en temps réel.

Du côté d'Alphabet, face à l'inquiétude des marchés concernant les 185 milliards de dollars de dépenses prévus pour 2026, Sundar Pichai a utilisé une métaphore historique puissante:

- Il a comparé l'IA aux grands réseaux de chemins de fer ou au système autoroutier américain.

- Selon lui, ces infrastructures paraissent coûteuses et « irrationnelles » sur le moment, mais elles sont les fondations indispensables qui débloquent des décennies de croissance économique.
- Son argument: Le risque de sous-investir est bien plus grand que celui de surinvestir.

Chez Spotify, lors de leur présentation des résultats annuels il y a quelques semaines, le fondateur Daniel Ek a affirmé que l'IA n'est plus une option, mais le moteur principal de la croissance de l'entreprise.

Quant à Microsoft, ils ont adopté une nouvelle mesure de leur productivité intimement liée à l'IA: les jetons (de l'anglais « tokens »). Pour rassurer les investisseurs inquiets des dépenses colossales de Microsoft (plus de 100 milliards \$US prévus pour 2026), le dirigeant Satya Nadella a redéfini l'infrastructure de Microsoft:

- Il ne voit plus Microsoft comme une simple entreprise de logiciels, mais comme une « Usine à jetons (tokens) à l'échelle planétaire ».
- L'indicateur clé: il demande désormais au marché de surveiller le ratio « tokens par watt par dollar ». C'est, selon lui, la seule métrique qui compte pour prouver que Microsoft construit l'infrastructure la plus efficace au monde.

Qu'est-ce qu'un jeton? Il réfère habituellement à un mot, à une ponctuation ou à un segment de mot. Dans la langue anglaise, on estime que 1 000 jetons correspondent à environ 750 mots (soit à peu près la longueur d'une page de texte). Pour Nadella, le succès financier dépend de l'efficacité: combien de « tokens » Microsoft peut-elle produire pour chaque dollar investi dans l'électricité et les puces NVIDIA ? Plus le coût par jeton baisse, plus la marge bénéficiaire de la société augmente.

Comme on peut le constater, investir massivement dans les infrastructures de l'IA est vu non seulement comme étant la grande opportunité de l'ère présente, mais également comme étant la façon de contrer le risque de l'IA. Si on ne cherche pas à en bénéficier, on risque d'en être la victime!

Les fiducies de placement immobilier (FPI ou «Reits» en anglais)

Notre thèse sur l'immobilier commercial de bureaux s'est quelque peu affaiblie avec les récents résultats de nos FPI. Bien que nous ayons assisté à un certain retour au bureau des employés et que les taux d'intérêt aient baissé, les récents résultats n'ont pas rencontré nos attentes. Les taux d'endettement demeurent élevés, et les loyers progressent peu.

À noter qu'ici, le risque lié à l'IA ne constitue pas l'enjeu principal. Les FPI font simplement face aux risques usuels bien connus, soit l'endettement et la possibilité de récession ainsi que la lente reprise du retour au travail. Toutefois, nous observons de plus en plus une augmentation de la productivité chez les cols blancs, grâce à l'IA. Plusieurs entreprises ont annoncé des mises à pied, et cela pourrait avoir éventuellement un impact sur les taux d'occupation.

À l'inverse, nous assistons à très peu de nouvelles constructions sur le marché. À la moindre augmentation de la demande, le prix des loyers pourrait grimper dans les grands centres urbains, conduisant à des hausses de revenus pour les FPI.

Comme nous avons clairement de meilleures opportunités ailleurs, nous avons choisi de réduire significativement certains de nos titres dans ce secteur.

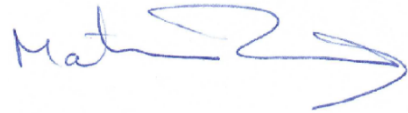
Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière

Barrage Capital

4398 boulevard Saint-Laurent, suite 304
Montréal (Québec), H2W 1Z5

Téléphone : 514 903-7243

Fax : 514 439-7806

info@barragecapital.com

www.barragecapital.com