

## Lettre n°82

### Bilan du 1<sup>er</sup> semestre, de l'attendu à l'inattendu.

« *Dire ce qui est tel qu'il est* », un principe d'Hérodote.

Appliquons ce principe d'Hérodote et demandons-nous que penser de l'évolution des marchés au cours du 1<sup>er</sup> semestre ?

En première approche, les performances de nombreuses classes d'actifs sont un peu le miroir inversé de celles de l'année 2022 mais distinguons les marchés :

#### - *Sous l'angle boursier*

A la baisse des marchés boursiers en 2022, -19.5%, et plus spécifiquement celle des valeurs de croissance, -30% dans le monde, a fait suite une reprise marquée de ces dernières, +21% et une reprise de plus de 15% du S&P500, de plus de 16% de l'EuroStoxx, de 29% du Nikkei et de 31% du Nasdaq. Nonobstant ces chiffres flatteurs, la performance est en réalité en trompe l'œil car 80% de l'appréciation du marché américain relève de sept titres, les autres affichant des performances souvent proches de zéro ou négatives.

#### - *Sous l'angle sectoriel*

A la performance boursière des valeurs de l'énergie en 2022, +30.7%, en rapport avec une appréciation des prix du pétrole, +10.4%, des prix du gaz et du charbon, on peut opposer les substantielles corrections depuis le début de l'année, une division par 11 des prix du gaz européen par rapport au plus haut de 2022, une division par 7 du prix de l'électricité en Europe, une division par plus de 2,5 du prix du charbon, un recul de 12% du prix du Brent. Globalement, en intégrant les métaux, l'appréciation de 13.7% des matières premières en 2022 laisse cours à une correction de plus de 9% au 1<sup>er</sup> semestre.

#### - *Sous l'angle des devises*

A l'appréciation du \$ contre toutes devises en 2022, 12% contre le Yen, 10.7% contre la £, 7.8% contre le Yuan, 4.6% contre l'€, a succédé une période d'érosion du \$ principalement contre le Real brésilien, -9%, la £, -4.8%, mais encore le CHF, -2.8%. En fait, seuls le Yen et le Yuan ont poursuivi une dépréciation marquée, encore -10.4% pour le Yen à cause du maintien de la politique monétaire d'injections de liquidités au Japon et -5% pour le Yuan car la Banque centrale chinoise baisse ses taux quand la FED remonte les siens.

#### - *Sous l'angle obligataire*

A la plus mauvaise performance des marchés obligataires depuis le début des années 70, -16% à -17% pour les obligations à haut rendement ou les obligations « investment grade », n'a correspondu au 1<sup>er</sup> semestre qu'une reprise heurtée et finalement modeste de 1.7% à 2% des mêmes obligations. Paradoxalement, la meilleure performance, 10% aux Etats-Unis, est revenue à la catégorie des obligations les plus risquées, les obligations CCC des sociétés les plus endettées, qu'on ne saurait recommander car très spéculatives.

En synthèse, sauf à avoir misé sur les quelques titres aux performances stellaires, les performances des portefeuilles et des fonds sont souvent plus modestes. Mais, pour comprendre ces évolutions, distinguons l'attendu (1<sup>ère</sup> partie) de l'inattendu (2<sup>ème</sup> partie).

## **L'attendu :**

### ***Une désinflation certaine mais lente :***

- Une désinflation favorisée par divers facteurs :

Les taux d'inflation ont atteint un pic en 2022, à 10.6% dans la zone Euro et 9.1% aux Etats-Unis mais depuis lors rebaissent.

La résorption des goulots d'étranglement a constitué le premier facteur de désinflation, la baisse des prix de l'énergie, le second, celle des prix alimentaires, plus récemment, le 3<sup>ème</sup>. Le prix du baril de Brent était à \$120 il y a un an, il est aujourd'hui à \$75,5. Le prix du gaz en Europe a culminé à €340/MWh en août 2022, il est tombé au dixième à €34/MWh. Le prix du blé, d'un plus haut de 340/tonnes en 2022 est retombé à €228.

- La rigidité à la baisse de l'inflation « core » :

Selon les derniers chiffres, le taux d'inflation est encore de 5.5% dans la zone Euro, 8.7% en Grande-Bretagne. Le taux d'inflation « core » hors énergie excède 5% dans ces différents pays et atteint même 7.1% en Grande-Bretagne, loin de l'objectif de 2% affiché par les banques centrales ou même du 3% souhaité par certains économistes comme Olivier Blanchard, ancien économiste en chef du FMI.

La rigidité à la baisse de l'inflation « core » a pour cause les pénuries de main-d'œuvre dans de nombreux secteurs, 10 millions aux Etats-Unis, 0.5 million en Grande-Bretagne..., des taux de chômage, 3.7% aux Etats-Unis, 6.5% en Europe, au plus bas des deux dernières décennies. Ajoutons, dans beaucoup de secteurs peu concurrentiels, le comportement des entreprises, soucieuses de préserver leurs marges.

- De nouvelles hausses de taux d'ici la fin de cette année :

Depuis 2022, on a déjà enregistré 13 hausses de taux en Grande-Bretagne et 10 aux Etats-Unis. On attend +0.50% aux Etats-Unis répartis en deux hausses en partant du taux actuel de 5-5.25%, +0.75 point dans la zone Euro additionné au taux actuel de 3.5%, +1 point en Grande-Bretagne ajouté au taux actuel de 5.7%, telles sont les attentes.

- Conséquence possible de ces hausses de taux :

Une récession, un frein à l'investissement, une hausse du taux de chômage. Aux Etats-Unis, certaines études jugent nécessaire un taux de chômage à 6.5%, soit 5 millions de chômeurs supplémentaires, pour abaisser le taux d'inflation à 2%. Faut-il prendre ce risque ? N'est-il pas possible de tolérer une inflation temporairement plus élevée ?

Autre conséquence possible, une fragilisation du secteur immobilier, particulièrement en Grande-Bretagne, car la durée des prêts est courte et donc les renégociations fréquentes. Incidence de la diminution des prix immobiliers, des baisses de pouvoir d'achat pour les ménages britanniques.

Néanmoins, l'immobilier, à l'exception notable de l'immobilier commercial américain sensible aux difficultés des banques régionales, ne présente pas la même faiblesse qu'en 2008 car les stocks sont bas.

Pour les portefeuilles obligataires, la reprise amorcée en début d'année des marchés obligataires n'a pas résisté au durcissement des politiques monétaires.

### ***Un évitement de la récession dans les économies développées :***

- Que penser de l'inversion de la courbe des taux ?

La forte inversion de la courbe des taux, aux Etats-Unis, 1.1 point, comme sur le continent européen (0.8 point en Allemagne) est traditionnellement annonciatrice de récession mais tel n'est pas le cas à ce jour.

- L'évolution de la conjoncture :

L'indubitable tassement, voire contraction de l'activité manufacturière ces derniers mois, un peu partout dans le monde, attestée par des indices PMI manufacturiers inférieurs à 50, est compensée par une demande toujours positive dans les services. Tel est l'essentiel car dans les économies développées, le poids de l'industrie, entre 10% et 20% du PIB est inférieur à celui des services, autour de 80% du PIB. Aux Etats-Unis, par exemple, seulement 14% des emplois sont dans l'industrie dont 9% pour la production manufacturière.

### **L'inattendu :**

#### ***La faiblesse de la reprise chinoise :***

- Les difficultés structurelles :

Lucides sur les difficultés structurelles de l'économie chinoise, l'impossibilité de retrouver les taux de croissance à deux chiffres enregistrés une trentaine d'années durant, conscients de la profondeur de la crise immobilière, alertés sur le surendettement des collectivités locales et des entreprises publiques, inquiets de la décroissance démographique, tous les grands gérants avaient néanmoins fait un call tactique sur le marché chinois pour miser sur un rebond temporaire mais, pour l'heure, sans succès.

Sur le temps long, chacun avait en mémoire la vigoureuse stimulation budgétaire chinoise, 13% du PIB, lors de la crise de 2008 et, chacun pouvait croire à des mesures, budgétaire ou monétaire, pour assurer la sortie de la longue crise de la Covid en Chine.

Sur le temps court, chacun gardait à l'esprit la faiblesse des mesures de soutien durant la Covid, une politique alors aux antipodes de celle des Etats-Unis car les administrations Trump puis Biden, avaient injecté l'équivalent de 18% du PIB pour prévenir le risque de récession quand la Chine n'avait pratiquement rien fait.

- La faiblesse de la reprise conjoncturelle :

De la sortie de la crise Covid, on aurait pu attendre un vigoureux rebond de la consommation privée, un encouragement à l'investissement, des mesures de soutien pour sortir de l'ornière de la crise immobilière.

Mais six mois après, on n'a rien vu d'autre que des demi-mesures, des baisses de taux minimes, deux fois dix centimes, un allègement des exigences de fonds propres pour l'acquisition des biens immobiliers.

Rien de nature à instiller la confiance, à dynamiser la consommation, à stimuler l'investissement.

Comme au Japon dans les années 90, l'éclatement de la bulle immobilière impacte la situation financière des ménages, pénalise leur consommation, déjà faible à 38% du PIB contre 55% en moyenne dans les grands pays.

Mais ce n'est pas tout car le chômage des jeunes urbains, plus de 20% d'entre eux, est également un frein à la consommation.

- Les performances boursières :

Bilan, les pires indices boursiers au 30 juin sont ceux de la Chine. Un résultat d'autant plus décevant que le recul du CSI 300 depuis le plus haut enregistré le 10 février 2021 atteint 30% quand le S&P500 s'est apprécié de 14%.

#### ***La baisse des prix du pétrole et de nombreuses matières premières :***

L'année dernière avait été exceptionnelle pour ce secteur comme elle avait pu être affreuse pour les valeurs de croissance. Cette année, pour chacune de ces thématiques, les performances sont inversées. L'énergie en Bourse, seul grand secteur en hausse en 2022 est le plus mauvais cette année. La Tech, plus mauvais secteur en 2022, -35% dans le monde, est le plus brillant secteur, +39%.

En cause, la faible reprise de la demande chinoise, le moindre consensus au sein de l'OPEP+ entre l'Arabie Saoudite et ses grands partenaires : l'Arabie Saoudite, 2<sup>ème</sup> producteur mondial après les Etats-Unis, baisse sa production de 1Mb/j à un peu plus de 9Mb/j, pour maximiser ses recettes mais la Russie, troisième producteur

mondial, même à prix cassés, a essayé de vendre le plus possible. Dans le même temps, les Emirats ont obtenu une hausse de leurs quotas.

En cause, également pour expliquer cette baisse des prix, la croissance de plus de 2Mb/j de la production hors OPEP cette année, spécialement en Norvège, aux Etats-Unis, au Brésil et au Canada, à même de répondre aisément à la croissance de la demande mondiale à 102,3Mb/j selon l'AIE.

A suivre, l'annonce récente de la Russie d'une diminution de ses exportations de 0.5Mb/j à partir d'août. Une telle mesure, si elle est respectée, pourrait pousser les prix à la hausse. Pour l'heure, les marchés restent sceptiques.

### ***La polarisation de l'appréciation boursière sur l'I.A et le luxe :***

De l'évolution des marchés actions au 1<sup>er</sup> semestre, on peut discerner 4 tendances :

#### - La surperformance de l'I.A :

A la fin 2022, il est vrai après un recul de 33% du Nasdaq, après une forte correction des valeurs de croissance, on pouvait entrevoir un rebond. Rien n'incitait à miser sur une hausse de 30% du Nasdaq en six mois et encore moins à se polariser sur les sept plus grandes valeurs responsables de 80% de cette appréciation.

Hormis la thématique I.A, hormis Apple en hausse de 49% pour être la première valeur de l'histoire à dépasser \$3000 milliards de capitalisation, hormis Amazon en hausse de 55%, Meta +138%, Nvidia +189% soit un triplement, Microsoft +42%, Alphabet +35%, Tesla +112%, la performance des valeurs du Nasdaq n'a pas spécialement brillé et, globalement, le Nasdaq est toujours en retrait de plus de 15% par rapport à son point haut du 4<sup>ème</sup> trimestre 2021.

#### - La surperformance du luxe :

Comme la Tech a porté le marché américain, le luxe a porté certains marchés européens comme la France grâce aux performances de LVMH +26%, désormais 1<sup>ère</sup> capitalisation européenne, l'Oréal +27%, Hermès +36%.

N'étant positionné ni sur le premier secteur, ni sur le second, le Footsie au Royaume-Uni limite son gain à 1% sur les six premiers mois. Il en est de même pour l'évolution du marché Suisse, limitée à +5.4%.

Peut-on parler de bulles à propos de ces deux thématiques ? Le parallèle est tentant avec la bulle technologique de la fin des années 90 mais les différences sont notables, qu'il s'agisse de la solidité financière de ces groupes ou de la croissance rapide de leurs chiffres d'affaires à structure comparable.

#### - La sous-performance des petites et moyennes valeurs :

Depuis le début de l'année, la performance mondiale de ces valeurs est nulle car certains investisseurs en période de retournement de cycle se tiennent à l'écart. Pourtant, ces marchés comptent nombre de sociétés avec une croissance régulière et forte associée à une bonne génération de cash-flow. Aussi, ces prochains mois pourraient redevenir propices à l'achat de ces valeurs.

#### - La sous-performance des valeurs « value » et des financières :

En 2022, pour la première fois depuis des années, les valeurs « value » s'étaient distinguées. Autant les valeurs de croissance avaient reculé de près de 30%, autant les valeurs « value », - 8.7%, avaient permis d'amortir le recul des bourses mondiales à 19.4%. Depuis le début de l'année, crainte, justifiée ou injustifiée, de récession, ces valeurs stagnent mais restent souvent attractives.

Les valeurs bancaires, favorisées par l'évolution des taux, avaient très bien commencé l'année mais depuis les problèmes du Crédit Suisse et les quelques faillites de banques régionales aux Etats-Unis ont corrigé pour finalement, en dépit de leur solidité (surtout pour les bancaires européennes), sous-performer à la fin du 1<sup>er</sup> semestre.

**Conclusion** : le potentiel et les perspectives.

« *Nous vivons dans une réalité mobile à laquelle nous essayons de nous adapter comme des algues qui ondulent sous le mouvement des vagues* » *Lampedusa* dans *Le Guépard*.

Dans cet environnement mobile, merveilleusement capté par Lampedusa dans le Guépard, quelles perspectives macroéconomiques ? On distinguera trois scénarii divergents : certains redoutent les conséquences de hausses de taux d'intérêt trop nombreuses, c'est-à-dire un « credit crunch », une récession ; d'autres appréhendent une poursuite de l'inflation avant un scénario de stagflation ; d'autres encore, et telle est notre perception anticipent un lent retour à la normale de l'inflation dans les deux prochaines années et, dans l'intervalle, une croissance économique lente.

- ***Sous l'angle économique :***

L'I.A, souvent crainte, devrait faciliter une reprise des gains de productivité, faibles ces dix dernières années à 1%/an environ dans les pays développés. Parmi les bénéficiaires, les fonctions marketing, services à la clientèle, recherche, software. De Ford à Moderna en passant par JP Morgan, on ne compte plus les firmes usant de l'I.A pour stimuler leur productivité. De même, les dépenses publiques et privées en faveur de la transition énergétique profitent à de nombreuses entreprises industrielles fournisseurs de composants.

- ***Sous l'angle monétaire :***

Nous croyons toujours à une baisse significative de l'inflation globale, partout dans le monde et une diminution lente de l'inflation « core ».

- ***Sous l'angle des marchés actions :***

La hausse des marchés au 1<sup>er</sup> semestre a d'autant moins effacé les pertes 2022 que la remontée est très concentrée sur une poignée de valeurs.

Si, aux Etats-Unis, les ratios de valorisation (Price earning) des valeurs de croissance sont supérieurs à leur moyenne de la dernière décennie, tel n'est pas le cas des autres marchés. La Chine est sensiblement décotée mais certains investisseurs se méfient à cause des tensions politiques.

La surperformance des valeurs européennes, éclatante en 2022 (-11.8% contre -20.7% pour le marché américain, -23.5% pour le marché chinois, -18.5% pour le marché Suisse, -19% pour l'Asie hors Chine), a été maintenue au 1<sup>er</sup> semestre, principalement contre la Chine (+16.4% contre 0.5%), le Royaume-Uni en hausse médiocre de 1%, la Suisse en hausse de seulement 5,4%...

- ***Sous l'angle obligataire :***

La perspective de la fin des hausses de taux au 4<sup>ème</sup> trimestre, puis de l'amorce de la baisse des taux au 1<sup>er</sup> semestre 2024, devrait laisser place à un rattrapage des performances obligataires, notamment dans quelques grands pays émergents comme le Brésil.

- ***Sous l'angle du pétrole :***

Une meilleure discipline au sein de l'OPEP+ devrait favoriser une remontée des prix du pétrole car les capacités de production non utilisées sont modérées.

- ***Sous l'angle des métaux :***

Les pertes pourraient être gommées pour le cuivre, le minerai de fer, l'acier, si la Chine adopte des mesures de relance et les pertes pourraient être amorties pour le lithium, le cobalt et le palladium, tous bénéficiaires de la transition énergétique.

La performance de l'or reste sans éclats, résistante en 2022, modeste en 2023, mais au moins, sur 18 mois, elle est positive et ceci est rare dans l'univers des placements.

- *Sous l'angle des devises :*

La dépréciation du \$ devrait se poursuivre contre € car les perspectives de hausses de taux sont moindres et le Franc Suisse devrait rester fort.

Genève, le 6 juillet 2023

*Bruno Desgardins*

**Bruno Desgardins**  
CIO  
Switzerland



**SingAlliance Pte Ltd**

20 McCallum Street  
#18-01 Tokio Marine Centre  
Singapore 069046  
T: +65 6303 5050  
E: [info@singalliance.com](mailto:info@singalliance.com)

**SingAlliance (Switzerland) SA**

16bis rue de Lausanne  
1201 Geneve  
Switzerland  
T: +41 22 518 85 85  
E: [info.switzerland@singalliance.com](mailto:info.switzerland@singalliance.com)

**SingAlliance (Hong Kong) Ltd**

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre  
248 Queen's Road East  
Wanchai, Hong Kong  
T: +852 2639 3659  
E: [info.hongkong@singalliance.com](mailto:info.hongkong@singalliance.com)

**SingAlliance Pte Ltd**

**(DIFC Representative Office)**  
The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC  
PO Box 121208 Dubai, UAE  
T: +971 (0) 4 401 9158  
E: [info.dubai@singalliance.com](mailto:info.dubai@singalliance.com)



Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.