

Lettre n°91

Quelle évolution des marchés boursiers depuis la période pré-COVID ?

« Il ne faut jamais faire de projets, surtout en ce qui concerne l'avenir ». Alphonse Allais.

- Le conseil de prudence d'Alphonse Allais eût été bien utile à de nombreux investisseurs début 2020, avant une série d'événements inédite depuis la 2^{ème} guerre mondiale.
- Pour amortir ces chocs, puis financer la transition énergétique et l'augmentation des budgets de la défense, les gouvernements ont massivement recouru à l'arme budgétaire, distribuant aides et subventions aux entreprises comme aux ménages.
- Dans un deuxième temps, les banques centrales, confrontées à une reprise de l'inflation, ont dû majorer brutalement leurs taux d'intérêt, au risque de provoquer une récession.
- Quelle a été la performance des différents marchés boursiers dans cet intervalle ? Quels sont les valeurs, les thématiques, les secteurs gagnants de cette période ? Quels sont dans le même temps les perdants ? Tels sont les différents points évoqués dans cette Lettre 91.
- Plusieurs constats ressortent ainsi :

1^{er} constat, la surperformance du marché américain :

- Comme souvent, dans des périodes difficiles, on observe une surperformance des marchés américains, seulement dépassée par celle du Japon. Sur la base d'un indice 100 avant le surgissement de la COVID, l'EuroStoxx est à 119, le S&P 500 à 140, le Nikkei à 156. Moteur de l'appréciation du marché américain, le Nasdaq, en hausse de 75%.
- La hausse est néanmoins concentrée autour des « 7 Magnificent ». Les autres indices américains, Le Dow Jones ou le Russell 2000, enregistrent de faibles appréciations. On a souvent mentionné ce point mais il est essentiel pour analyser l'évolution des portefeuilles.

2^{ème} constat, des marchés européens toujours moins valorisés et l'Angleterre en retrait :

- L'EuroStoxx s'apprécie de 19% en près de quatre années. Il n'y a rien là d'exceptionnel. C'est un chiffre inférieur à la moyenne à long terme.
- Les marchés italiens et français (25% et 24%) ont une performance un peu supérieure à celle de l'indice Eurostoxx, l'indice anglais FTSE 100, seulement +1.8%, a une performance décevante.
- En Allemagne, certaines grandes valeurs ont souffert de leur dépendance à l'énergie russe ou au débouché chinois : le cours de Volkswagen s'est contracté de 36%, celui de Continental -29%, Bayer -42%, BASF -26%.
- Au Royaume-Uni, parmi les multiples causes de la contreperformance du marché, les suites du Brexit, la mauvaise gestion par Boris Johnson de la crise de la COVID avec une inflation très supérieure aux grands pays européens, des hausses de taux plus importantes et un indice boursier privé de valeurs technologiques et de valeurs de luxe.

3^{ème} constat, la sous-performance des grandes valeurs suisses :

- Le marché suisse, réputé défensif, affiche une performance décevante depuis février 2020, moins de 10%, donc à peu près 2.5% chaque année.
- Les investisseurs suisses, traditionnellement investis dans quelques grandes valeurs, affichent de mauvais résultats car, sur la période, Novartis baisse de 0.5%, Lonza, de 11% et surtout, Roche, de 27%. Givaudan, autre belle valeur suisse, s'est appréciée de moins de 8%.
- Cette sous-performance est aggravée par l'appréciation du CHF contre toutes devises, 10.2% contre le dollar, plus de 11% contre l'Euro et, ainsi, les performances traduites en CHF, sont pénalisées.

4^{ème} constat, la mauvaise performance de la Chine :

- La rivalité sino-américaine tourne ici pleinement à l'avantage des Etats-Unis. Nonobstant la taille du marché chinois, sa protection des concurrents étrangers, les grands groupes chinois ont médiocrement performé.
- En cause, la mauvaise gestion de la Covid, le raidissement idéologique de Xi, la crise de la dette immobilière et le déclin structurel de la croissance.
- Le recul de 14% de l'indice chinois CSI et de 36% de l'indice de Hong Kong offrent un contraste saisissant avec l'appréciation de 40% du S&P500.
- L'indépendance technologique est une priorité de Xi Jinping. Une liste de secteurs privilégiés existe et chacun connaît le plan « China 2025 ». Mais le primat donné aux entreprises publiques, le contrôle exercé sur les entreprises privées, les pressions sur les grands entrepreneurs inquiètent, risquent de décourager l'innovation et d'handicaper à terme la croissance chinoise.
- Témoignage justifié de ces inquiétudes, le recul des valeurs technologiques alors même qu'elles sont aujourd'hui le secteur recherché dans le monde. Sur la période examinée, l'indice des valeurs de la technologie est en retrait de 24% quand le Nasdaq s'apprécie de 75%.
- Allons plus loin et focalisons les projecteurs sur deux segments de la tech, les ventes en ligne et les jeux vidéo. Dans le premier, les groupes chinois, par rapport à leurs concurrents américains, ont l'avantage de la dimension du marché chinois et de sa protection. Alibaba et JD.COM disposent de 75% du marché et Alibaba contrôle 20% des ventes de détail en Chine quand Amazon n'en réalise que 5% aux Etats-Unis. Et, pourtant, la sous-performance des valeurs chinoises est manifeste.
- Le secteur de la vidéo est intéressant à observer car il est victime de la décision de Xi de restreindre l'accès des enfants aux jeux vidéo. Dans le partage de vidéos, les 3 grands acteurs chinois, ByteDance (non cotée) avec sa filiale Douyin en Chine et sa filiale Tik Tok à l'international, Bilibili (capitalisation \$5.5 milliards) et Kuaishou (capitalisation \$31 milliards) ont souffert de cette politique.
- En guise de résumé, considérons les BATX, l'équivalent chinois des GAFAM : Baidu, le Google chinois a reculé de 8% quand le groupe Alphabet s'est apprécié de 86%, Alibaba a baissé de 64% quand Amazon s'est apprécié de 46%, Tencent, le Facebook chinois, également numéro 2 du paiement mobile avec WeChat derrière Alipay, entravé dans le lancement de jeux vidéo, a baissé de 9% quand Meta s'est apprécié de 67% et Xiaomi, l'équivalent en quelque sorte d'Apple, ne s'est apprécié que de 17%, une performance lointaine des 147% d'Apple .

5^{ème} constat, le réveil du marché japonais :

- Très mauvais depuis le début des années 90, le marché japonais a connu quelques rebonds, souvent décevants mais, depuis février 2020, la hausse est substantielle +56% et la performance est même supérieure à celle du marché américain.

- Il y a deux causes principales à cette hausse, l'une conjoncturelle, l'autre structurelle. La première, c'est la dépréciation substantielle du Yen. Elle est aisément explicable par la divergence entre la politique monétaire japonaise et les politiques suivies par les autres banques centrales. Dans le contexte de reprise de l'inflation, toutes les banques centrales ont massivement relevé les taux d'intérêt quand la Banque du Japon a choisi de maintenir le plafonnement des taux à 10 ans entre 1 et 1.5%. Le Yen s'est déprécié, les valeurs exportatrices en ont bénéficié.
- Autre facteur, plus structurel, la volonté des autorités japonaises d'inciter les entreprises à réduire leurs liquidités, traditionnellement très abondantes, à racheter leurs actions, à extérioriser leur valeur. Encore aujourd'hui, malgré la hausse du marché, 40% des entreprises du Topix 500 se négocient en dessous de la valeur de leurs fonds propres quand, à titre de comparaison, seules 5% des sociétés américaines sont dans ce cas.
- Dans une perspective de baisse des taux dans le monde, le Yen devrait se redresser quelque peu, le marché japonais pourrait à court terme corriger mais fondamentalement, le marché demeure attractif.

6^{ème} constat, les quatre thématiques porteuses depuis février 2020 :

- Quatre thématiques ont porté les marchés. Il s'agit, depuis le début de la guerre en Ukraine de l'énergie, +54% aux Etats-Unis, +24% en Europe, de la défense, du luxe porté tout à la fois par l'utilisation de l'épargne accumulée lors de la COVID et la montée des classes moyennes dans les pays émergents et de l'intelligence artificielle, facteur essentiel de l'appréciation de la tech.
- Le poids de certaines de ces valeurs dans les indices explique souvent l'essentiel de l'appréciation des indices.
- Les valeurs de **la tech**, après une année 2022 difficile, ont réduit leurs coûts, licencié et ont pu briller tout au long de l'année 2023. Depuis février 2020, les valeurs de technologie sont en hausse de +75% aux Etats-Unis et +28% en Europe. La valeur phare est ainsi Nvidia, +700% depuis février 2020. En Europe, dans la technologie, la société hollandaise ASML, réputée pour son savoir-faire dans l'ingénierie des semi-conducteurs, en hausse de 132%, STmicroélectronique, +50%. Les valeurs américaines ont des performances encore plus éblouissantes, Apple +140%, Microsoft +135%.
- Dans le secteur de **la défense**, Rheinmétal 1^{ère} société de défense allemande, est en hausse de 278% car le chiffre d'affaires devrait doubler d'ici 2026 à €14 milliards et la marge d'exploitation, 12% cette année, devrait croître à 15% en 2026. Saab, BAE, Leonardo sont également en hausse d'environ 170% et, à un moindre degré Thalès et Dassault aviation le sont également. Le contraste est manifeste avec les valeurs plus dépendantes de l'aéronautique civile, comme Airbus, Rolls-Royce ou Safran. Le contraste est également frappant avec la période précédant la guerre en Ukraine car le secteur était délaissé et beaucoup de fonds s'interdisaient d'investir dans ce secteur.
- Dans **le luxe**, les valeurs phares durant cette période ont été, Hermès, en hausse de 176%, Ferrari en hausse de 104%, LVMH, 80%, devant L'Oréal 64%. La hausse n'a néanmoins pas été générale. En témoignent, les baisses de Kering -26%, victime de la sous-performance de Gucci, de Moncler, de Swatch et la faible appréciation de Burberry. La sélectivité dans le choix s'impose donc.
- Autres secteurs affichant une surperformance dans la période, les **valeurs automobiles**, +133% aux Etats-Unis grâce à Tesla et ses +350% mais GM baisse de 16%. En Europe, le secteur s'apprécie de 27% grâce à +27% de Mercedes Benz et Stellantis 61%.

On pourrait ajouter, dans l'industrie des valeurs leader profitant soit de la transition, soit de la tech comme Schneider +77%, Saint-Gobain +59% et ABB (leader mondial des techniques d'électrification et d'automatisation).

Ajoutons les valeurs profitant conjoncturellement de la hausse des taux comme *les banques*. Parmi elles, Unicredit 96%, Commerzbank +101%, BBVA 70% et UBS qui profite de l'opération Crédit Suisse. Mais, les autres banques, BNP, Santander, HSBC, et pire encore, Société Générale sont décevantes.

- Au regard de la hausse des prix de l'énergie, la performance des *valeurs pétrolières* européennes, TotalEnergies, Shell, BP et Repsol est décevante car ces valeurs souffrent de leur mauvaise image. Plus intéressantes sont les valeurs pétrolières américaines, peu embarrassées par la transition, toujours à la recherche d'une croissance de leur production. On pense à Marathon +186%, Conoco Philips +94% mais aussi, Exxon +71%, et les sociétés de services pétroliers comme Schlumberger ou Baker Hughes +56%.

7^{ème} constat, certaines thématiques se sont brutalement retournées :

- En Bourse, on le sait, il faut savoir être mobile car les thématiques peuvent se retourner rapidement.
- Exemple le *transport maritime* : les tarifs des frets s'étaient envolés au moment de la COVID, les résultats des sociétés en 2022 ont atteint des records historiques. Mais les tarifs ont rebaisé, parfois de 95% et le secteur est confronté à l'afflux de nouveaux bateaux, une hausse attendue d'un quart des capacités de containers dans les deux prochaines années et donc à l'ajout de surcapacités. On a plusieurs fois, dans nos brochures mensuelles, mis en garde contre un retournement, mais il est plus violent que redouté : A.P Moller Maersk, riche d'une flotte de 700 bateaux, a vu ses résultats trimestriels tomber à \$520 millions, loin des \$8.9 milliards engrangés au 3^{ème} trimestre 2022, et le groupe anticipe ainsi deux à trois ans de faiblesse. Hapag Lloyd, le 5^{ème} acteur du secteur, est sur la même ligne. L'année prochaine, le secteur devrait perdre \$15 milliards et des restructurations, des regroupements peuvent donc être anticipés.

Retenons que les gagnants de cette faiblesse des cours de fret sont des sociétés comme Amazon ou Target, les perdants d'il y a un ou deux ans.

- Autres victimes bien connues d'un retournement, les valeurs accompagnant le télétravail et les sociétés du *secteur de la santé* récemment bénéficiaires des campagnes de vaccination.
- Ajoutons certaines valeurs liées à la *transition énergétique* qui, après de très beaux parcours, ont corrigé. Siemens Energy, en baisse de 54%, est un exemple topique mais on y reviendra dans la prochaine Lettre.

8^{ème} constat, la déception représentée par les secteurs réputés défensifs :

- Plusieurs secteurs ont une performance négative dans la période. On retrouve nombre de belles sociétés traditionnelles.
- La *santé* : hormis Eli Lilly, première société pharmaceutique à dépasser les \$500 milliards de capitalisation et Novo Nordisk, dont la capitalisation, première en Europe, dépasse \$400 milliards, beaucoup d'acteurs du secteur, en dépit de la crise de la COVID, affichent une performance médiocre ces dernières années.

On pense à Roche, Novartis, Pfizer, Sanofi, Bio Mérieux, Lonza, généralement des valeurs défensives dont les capitalisations sont inférieures à \$200 milliards. Eli Lilly et Novo Nordisk, les exceptions, sont toutes deux portées par leur nouveau traitement contre l'obésité et leurs médicaments contre le diabète. Les autres souffrent de l'expiration des brevets, de la concurrence des génériques.

- Le pire des secteurs est l'*immobilier* en recul de 45% et, sans surprise, la hausse des taux en est la cause première. Unibail Rodamco -56%, est un exemple parmi d'autres.
- Les *valeurs de télécommunications*, Orange en France, Télécom Italia en Italie, Telefónica en Espagne, affichent toutes des performances négatives sur la période, entre -50% et -10%.
- De même, les *valeurs de technologie n'ont pas toutes surperformé*. Loin de là. Atos a perdu plus de 90%, Philips 35%, Ericsson près de 30% et SAP ne s'apprécie que légèrement. Récemment, la pire performance a été enregistré par Worldline, le fournisseur français de services de paiement, en baisse de 76%, victime de plusieurs pannes et d'un avertissement sur ses résultats.

- Les valeurs de **consommation discrétionnaire** comme Carrefour, Inditex ou H&M sont stagnantes sur la période. Pire, Zalando est à -49% et Adidas en baisse de 38%.
- Les **autres valeurs de consommation** comme Nestlé, Carlsberg, Unilever sont en baisse. Danone recule par exemple de 21%. Colgate est stagnante à +3%.
- Les **valeurs de matériaux**, ne profitant pas de la transition énergétique, comme Holcim ou Solvay, n'ont guère performé.
- Le secteur de **l'assurance**, Allianz, Swiss Life, Axa..., est stagnant sur la période.
- Performance également mauvaise pour la communication et les valeurs utilities, exemple l'électricien Enel -22%.
- On le voit, la liste des belles valeurs et des secteurs affectés est longue.

9^{ème} constat, les difficultés du marché du Private Equity :

- Le marché mondial est de \$12000 milliards mais le contexte de taux n'est plus favorable comme il l'était en 2010 après la crise. Si, selon les calculs de l'OCDE, près de 30 000 sociétés ont été retirées de la Bourse entre 2005 et 2020, aujourd'hui, le Private Equity connaît des heures difficiles.
- Longtemps, la stratégie des acteurs fut dictée non par la rentabilité attendue mais par le coût de la dette, mais, après avoir connu des années exceptionnelles entre 2008 et 2021, les acteurs sont confrontés à la remontée des taux. Les leviers sur la dette, hier leviers de rentabilité, sont aujourd'hui, au fur et à mesure des refinancements, des charges remettant en cause la rentabilité des investissements.
- De surcroît, il devient difficile de céder des participations. Au cours des 9 premiers mois 2023, les ventes des actifs ou les mises sur le marché n'ont atteint que \$584 milliards, un montant très inférieur aux \$1400 milliards générés en 2021. Les chiffres n'ont pas été aussi mauvais depuis 2013. Ne pouvant liquéfier certains actifs, les sociétés de Private Equity les font basculer dans de nouveaux fonds.

Heureusement, le secteur compterait \$3000 milliards de liquidités dont plus de \$600 milliards levés juste après la crise de la COVID, et qui n'ont pas encore été réinvestis. Les grands acteurs du Private Equity, exemple Blackstone, en profitent pour développer le crédit aux entreprises, le marché de la dette privée et concurrencer les banques.

Pour améliorer leur situation, des sociétés de Private Equity rachètent les minoritaires dans des sociétés qu'elles avaient introduites sur le marché ces dernières années et qui sous-performent.

Conclusion : « Une stratégie sans tactique est la route la plus lente vers la victoire » Sun Tzu.

- **Quel bilan tirer ?** Comme le notait Sun Tzu, le mouvement tactique, le pragmatisme s'impose sur ces marchés semés d'embûches et d'imprévus. Quelques-unes des surperformances depuis la veille de la COVID proviennent des tendances non prévues et non prévisibles en février 2020 : des secteurs alors délaissés comme la défense ou méconnus comme l'intelligence artificielle. Une partie de la fortune du luxe provient de l'utilisation du surcroît d'épargne accumulée pendant la COVID. La surperformance de quelques valeurs bancaires résulte de la fin des taux négatifs et de la hausse des taux.

A l'inverse, la sous-performance de l'immobilier résulte de la hausse des taux, non envisagée à l'époque, car l'inflation semblait avoir disparu.

En résumé, au regard des stimulations budgétaires et de l'amélioration des marges des entreprises, les performances d'une majorité de secteurs et de valeurs sont en fait moyennes.

- **Que nous réserve l'avenir ?** Les marchés ne sont pas surpayés, l'amorce de la désinflation depuis quelques mois, la perspective de premières baisses de taux mi-2024 devraient donner un nouvel élan et permettre une rotation des thématiques. Les pays émergents devraient profiter du nouveau contexte. Les obligations, très mauvaises ces trois dernières années, commencent déjà un retour en grâce. Le \$ devrait sous-performer au profit des autres grandes devises. Beaucoup de sujets dont nous pouvons discuter.

Genève, le 4 décembre 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

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: 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

**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



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.