

Lettre n°136

Ne nous laissons pas aveugler par la hausse des valeurs liées à l'IA.

« *Quand on oublie son passé, on se condamne à le revivre* » Churchill.

Pour ne pas se laisser aveugler, et mettre en perspective la hausse des valeurs liées à l'intelligence artificielle, essayons, à l'aune du précepte énoncé par Churchill, de retracer l'évolution des bourses mondiales ces 5 dernières décennies.

Nul ne peut prédire si et quand cette bulle éclatera mais il est opportun de réfléchir car la semaine dernière, la Banque d'Angleterre et le FMI ont tiré la sonnette d'alarme sur les valorisations excessives des sociétés liées à l'IA, dressé un parallèle avec la bulle technologique de 2000 et pointé un recours croissant à la dette pour financer les investissements dans les « data centers », investissements susceptibles d'atteindre \$3000 milliards d'ici 2029.

A l'approche du début des publications de résultats du 3^{ème} trimestre, certains commencent à s'inquiéter de la pérennité de cette hausse des marchés même si la tendance globale des bénéficiaires laisse entrevoir une augmentation de 8% cette année aux Etats-Unis.

Depuis le 2 avril, la Bourse américaine a rebondi de 33% et même de 60% pour les « 7 Magnifiques ». La capitalisation du S&P 500 atteint désormais \$60 000 milliards, soit 1.8 fois le PIB américain.

Afin de mieux appréhender cette évolution, deux remarques s'imposent : 80% de l'appréciation de la bourse cette année provient du secteur de l'IA et corrigé de l'appréciation de l'Euro la hausse du S&P en 2025 ne dépasse guère 1%.

A près de 28 fois les résultats attendus cette année, la valorisation du marché américain est supérieure à sa tendance à long terme de 21x et ainsi les valeurs phares d'un jour ne sauraient supporter une déception sur les résultats.

Dans cette lettre 136, nous remontons dans le temps jusqu'aux années 1980 pour montrer l'ampleur et la fréquence des rotations sectorielles. Aux Etats-Unis comme ailleurs, les thématiques d'investissement évoluent rapidement, les plus grandes valeurs d'un jour ne le restent pas longtemps.

Essayons donc de distinguer 5 à 6 périodes :

- **Les années 1980 : la domination des valeurs pétrolières.**

2 chocs pétroliers sont venus mettre un terme aux « 30 glorieuses », ces années de croissance rapide dans les pays de l'OCDE. On a assisté en 1974 à un quadruplement des prix du pétrole et en 1979-1980, à nouveau un doublement.

Conséquence de ces bouleversements, les valeurs pétrolières ont occupé 6 des 10 premiers rangs de la capitalisation boursière mondiale.

Certes IBM était la première capitalisation, €32 milliards (soit €120 milliards d'aujourd'hui ajusté de l'inflation), AT&T seconde mais ensuite on trouvait Exxon, Standard Oil, Schlumberger, Shell, Mobil, Atlantic Richfield, GM, Eastman Kodak, Texaco, Du Pont, Gulf oil.

Cette domination des pétrolières n'a pas duré car, en 1985, les prix du pétrole se sont effondrés.

- **Le début des années 1990 : la domination japonaise.**

En 1990, oubliées les valeurs pétrolières, on comptait 7 valeurs japonaises aux 9 premières places de la capitalisation mondiale. NTT Bank of Tokyo, Mitsubishi Industrial Bank of Japan, Sumitomo Mitsui Banking, Toyota Motors, Fuji Bank, Dai-ichi kangyo Bank, IBM, UFJ Bank, Exxon.

Ce fut l'époque éphémère de la bulle japonaise. Le marché immobilier japonais comme la bourse atteignait des sommets. La capitalisation de la place de Tokyo représentait un peu plus de 50% de la capitalisation mondiale. Cette bulle éclata. L'indice Nikkei tomba de 38900 en décembre 1989 à 7200 en mars 2009, les prix immobiliers s'effondrèrent et depuis lors, le pays a enregistré une croissance annuelle du PIB très faible et une explosion de l'endettement public à 245% du PIB.

- **Le début des années 2000 : la bulle des télécoms et de l'internet.**

En 2000, les principales capitalisations mondiales étaient General Electric \$508 milliards, Microsoft \$505 Milliards, NTT DoCoMo \$367 milliards, Cisco \$352 milliards, Walmart \$302 milliards, Intel \$280 milliards, Nippon Telegraph \$271 milliards, Exxon, Nokia-Lucent \$220 milliards, Pfizer \$206 milliards, Deutsch Telekom \$197 milliards. Donc, 6 opérateurs de télécoms ou fournisseurs d'équipements aux opérateurs.

En 2000, la bulle internet éclata, de nombreuses jeunes sociétés disparurent, le Nasdaq perdit 77% de sa valeur et ne retrouva le niveau du 10 mars 2000 qu'en 2015.

Entre temps, entre le 9 octobre 2007 et le 9 mars 2009, le S&P500 perdit à nouveau 57%. Ensuite, il gagna 400% jusqu'au 19 février 2020, date du retournement lié au Covid.

- **Les années 2010 : la montée de la Chine.**

En 2010, les principales capitalisations étaient Exxon, Petrochina, Apple, BHP Biliton, Microsoft, ICBC, Petrobras, China Construction Bank, RD Shell, Nestlé. On voit donc apparaître 3 sociétés chinoises aux 8 premiers rangs mondiaux.

La Chine est passée de 10% de la capitalisation mondiale en 2000 à 16% en 2020. La bourse de Shanghai capitalisait \$7000 milliards en 2020, la bourse de Hong Kong, \$6800 milliards avec plus de 2500 sociétés et Shenzhen \$3900 milliards en juillet 2021. Inattendu pour un pays communiste.

Parmi les premières capitalisations chinoises, Tencent (numéro un des jeux vidéo dans le monde, plus la messagerie WeChat), Kweichow Moutai (eau de vie), ICBC, Petrochina (groupe pétrolier détenu à 80% par l'Etat), Agricultural Bank, China Mobile (près d'un milliard d'abonnés, premier rang mondial), Alibaba (e-commerce), Bank of China, Pinduodo (plateforme de e-commerce), China Construction Bank. On retrouve ainsi les 4 plus grandes banques au monde en termes de bilan.

- **Les années 2020 : la domination technologique américaine avec l'AI.**

En 2020, les 10 premières sociétés mondiales étaient Microsoft, Apple, Amazon, Google, Facebook, Alibaba, Tencent, Johnson et Johnson, JP Morgan, Exxon. Soit, 8 valeurs américaines et seulement 2 valeurs chinoises car le marché chinois baisse depuis plusieurs années.

Le marché américain, à l'annonce de la COVID en février-mars 2020 perdit 34% jusqu'au 23 mars 2020. Le Nasdaq avait atteint son point haut en août 2018 après une appréciation de 540%.

Malgré l'apparition des BRICS, le poids des Etats-Unis est croissant. Les 4 premières capitalisations américaines représentaient 17% de la capitalisation mondiale en 2000, 23% en 2020. La Bourse de NY, c'était en 2021, 2400 sociétés, \$21 670 milliards de capitalisation, une valeur proche du PIB. Le Nasdaq, c'était en 2021, \$19 500 milliards. Le Nasdaq composite compte 3000 sociétés.

- Où en sommes-nous en octobre 2025 ?

Depuis le début de l'année, Nvidia, Alphabet, Meta, Microsoft surperforment mais pas Apple et Amazon.

Aujourd'hui, Nvidia Microsoft, Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Aramco, Broadcom, Tesla et TSMC dominent le classement mondial.

Aujourd'hui, le top 10 mondial, est composé d'entreprises créées ces 50 dernières années et toutes, sauf Aramco, sont dans la tech. Microsoft a été créé en 1975, Apple en 1976, Amazon en 1994. 8 des 10 premières sociétés sont américaines Et, rappelons-le, plus de 60% de la capitalisation mondiale est américaine.

Aux Etats-Unis, les 8 premières capitalisations sont des valeurs de la tech qui devancent 2 financières, Berkshire Hathaway créé en 1955 et JP Morgan créée au début du XXème siècle.

Conclusion : « *Il est toujours bon de regarder vers l'avenir mais on peut difficilement regarder plus loin qu'on ne voit* » Churchill.

- Evolution dans le temps :

Aucune des premières capitalisations des années 1980 ne figure encore dans le top 10. Les valorisations des GAFAM sont élevées mais très inférieures aux valeur internet de l'an 2000.

A l'aune de l'évolution des 50 dernières années, la quasi-totalité des premières capitalisations mondiales actuelles auront disparu du palmarès d'ici 10 ans sans que l'on puisse dire aujourd'hui quelles seront les remplaçantes. Probablement, les valeurs américaines domineront la scène. Mais avec quelle ampleur ? Quelle place alors pour les valeurs chinoises ou indiennes ? Quelle sera alors la thématique dominante ? Des valeurs de défense ? Des valeurs liées à la transition énergétique ? Difficile de répondre.

La bourse conservera-t-elle le même attrait ? Observons qu'à la fin 2000, il y avait 7200 sociétés cotées sur le NYSE et le Nasdaq et à la fin aout 2025, 5500. Car beaucoup de sociétés, peu émettrices d'augmentation de capital en viennent, au regard des obligations de publication, à douter de l'intérêt d'une cotation.

- Evolution par secteurs :

La désindustrialisation observée dans le monde, plus exactement la baisse du poids relatif de l'industrie en % du PIB au profit des services, la place dominante acquise par la Chine, a une traduction boursière. En 2000, l'industrie, c'était un quart de la capitalisation boursière, en 2020 8%. GE était la 1^{ère} capitalisation boursière mondiale en 2000, elle est aujourd'hui sortie du top 20.

L'indice DJ de 30 valeurs a fait l'objet de 21 révisions en 25 ans, avec les sorties, notamment d'Eastman Kodak, Citigroup, GM, Intel, AT&T, donc beaucoup de valeurs industrielles et les entrées de Pfizer, Apple, Nvidia, Cisco, Travelers, donc beaucoup de valeurs technologiques.

Les secteurs gagnants sont les biens de consommation, emmenés par Apple et le luxe et à un moindre degré par l'agro-alimentaire. En 2000, LVMH valait le quart de France Telecom/Orange, aujourd'hui LVMH vaut €300 milliards, Orange/France Telecom €37 milliards, contre €220 milliards au top.

Le secteur de la santé, 9% de la capitalisation en 2000, est stable en 2020. Le secteur des services augmente un peu mais surtout voit sa composition redessinée avec l'explosion d'Amazon et d'Alibaba. Les services financiers profitent du développement de Visa et Mastercard. Le secteur bancaire, c'était 9% en 2000, 12% en 2020.

Aujourd'hui, beaucoup ont du mal à imaginer la fin de la domination des valeurs liées à l'intelligence artificielle mais c'était la même chose dans les années 1980 avec les valeurs pétrolières ou en 1990 avec les valeurs japonaises. Et pourtant...

Genève, le 17 octobre 2025

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

16 Raffles Quay
#12-01 Hong Leong Building
Singapore 048581
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

Rue du Mont-de-Sion 6
1206 Genève
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.