

Lettre n°138

Quelles alternatives au marché américain porté par la bulle de l'IA ?

« Les poubelles de l'histoire sont remplies de tendances prolongées. » Alphonse Allais

S'interroger sur la hausse prolongée des valeurs liées à l'IA pour éviter de se faire surprendre, tel a été l'objet de nos deux récentes Lettres. Après la Lettre 136 focalisée sur les performances récentes des valeurs liées à l'IA, après la Lettre 137, axée sur la domination écrasante du marché américain, intéressons-nous dans cette Lettre 138 aux autres grands marchés et notamment à leur attrait.

De ces deux Lettres, gardons à l'esprit le poids du marché américain au regard des autres et, au sein du marché américain, la prépondérance des valeurs de technologie.

Le marché américain :

C'est une capitalisation de près de \$70 000 milliards, loin devant la Chine, \$11 200 milliards, le Japon \$6300 milliards, l'Inde \$4500 milliards, la Grande Bretagne, \$4200 milliards, devant le Canada, la France \$3300 milliards puis l'Allemagne, la Suisse, \$2700 milliards... l'Italie, \$1800 milliards et l'Espagne, \$1600 milliards. A titre de comparaison, le Brésil est à \$800 milliards.

Le marché américain est aujourd'hui dominé par les valeurs de la tech et, dans le top 10, on compte aux 7 premières places ces valeurs devant Tesla puis une financière, Berkshire Hathaway et une pharmaceutique, Eli Lilly au 10^{ème} rang.

Le marché américain, 2/3 de la capitalisation mondiale, est incontournable, constitue fatalement une brique importante dans un portefeuille mais chacun comprend la nécessité d'une diversification. D'une part, pour atténuer la sensibilité au \$, d'autre part pour ne pas exposer outre mesure les portefeuilles à une éventuelle explosion d'une bulle technologique.

La sensibilité au \$ tient en un chiffre : cette année, la performance du Dow Jones exprimée en € est négative de 1.2% et cela affecte les performances. Bien sûr, on peut protéger les portefeuilles des variations de change mais le coût est élevé.

La sensibilité aux valeurs de technologie est minime sur les marchés non américains, à l'exception bien sûr de Taiwan, dépendante de TSMC.

Présenter brièvement ces autres marchés, leur composition, leur sensibilité, les opportunités, tel est l'objet de cette Lettre.

Le marché européen reflété par l'index du top 600 :

Sur le marché européen, nous avons en permanence une exposition générale, plus ou moins importante selon nos convictions du moment, et nous ajoutons, tactiquement, des expositions à des thématiques, exemple, en 2024 et 2025, les valeurs de défense (+67% cette année), les valeurs bancaires (+57% cette année, et depuis peu, les valeurs automobiles (+7% sur 1 mois) car, après avoir beaucoup souffert des tarifs, de la concurrence chinoise et de la mauvaise orientation de la demande, elles pourraient profiter d'un assouplissement de l'échéance 2035 sur le tout électrique et d'une meilleure protection contre l'intrusion de la concurrence chinoise.

Ces dernières années, les marchés européens ont souffert d'un manque d'attractivité par rapport au marché américain. Incriminés, les retards dans la réalisation de l'union des marchés de capitaux, la faiblesse du nombre de sociétés technologiques à forte croissance, la diminution du nombre d'introductions en bourse, 64, en 2024 selon PwC contre 235 en 2015, l'attrition du marché, de nombreux retraits de la cote.

L'Europe, par rapport aux États-Unis a un énorme avantage, l'abondance de l'épargne privée. Mais comme l'a souligné le rapport Draghi cette épargne préfère s'investir sur le marché américain et beaucoup de jeunes entreprises européennes innovantes, choisissent la place boursière américaine, exemples, il y a quelques années, le groupe français de publicité en ligne Criteo et, récemment, l'introduction à la Bourse de New York de la fin tech suédoise Klarna. Il faut donc offrir des perspectives à cette épargne européenne pour qu'elle s'investisse en Europe et redynamise la croissance du PIB.

Les bénéfices du Stoxx600 ont augmenté de 17% au 3^{ème} trimestre et, selon la Deutsche Bank les bénéfices ont été supérieurs de 8% en moyenne aux attentes du consensus. La valorisation des bénéfices, 17x pour le Stoxx 600 contre 18x pour le CSI 300, 23x pour le Nikkei et 28x pour les actions américaines, reste attractive. Au cours des 10 prochaines années, selon Goldman Sachs, l'appréciation du marché européen devrait être supérieure à celle du marché américain. On privilégiera les grandes valeurs aux petites valeurs car celles-ci sous performant depuis plusieurs années.

Aux deux premières places des grandes capitalisations européennes du MSCI Europe 600, figurent certes des valeurs technologiques, ASML, société néerlandaise, et SAP, société allemande mais ensuite, la composition est diversifiée.

ASML est incontestablement un des acteurs principaux du monde des semi-conducteurs car elle fabrique des machines indispensables à cette industrie. SAP est une société de logiciels pour la gestion des entreprises.

Si ces deux sociétés sont très performantes, leur capitalisation est loin des valeurs de la tech américaine. ASML, un price earning de 33x, une valorisation de €345 milliards, c'est-à-dire \$400 milliards, pas même 1/10^{ème} de Nvidia. Aujourd'hui, sur le marché américain, ASML ne serait qu'au 23^{ème} rang des capitalisations. Derrière ces deux valeurs, on trouve dans le top 10, 3 valeurs pharmaceutiques, Astra Zeneca, Novartis et Roche, une valeur de l'agroalimentaire, Nestlé, une banque, HSBC, une valeur pétrolière, Shell, une industrielle, Siemens et une valeur de luxe, LVMH.

- ***Le marché anglais : une absence de grandes valeurs technologiques.***

Nous n'y sommes pas exposés aujourd'hui. La performance est inférieure à celle des autres marchés européens car, parmi les grandes valeurs, on ne trouve guère de valeurs de la tech, mais des groupes traditionnels : 2 valeurs pharmaceutiques, Astra Zeneca, 1^{ère} capitalisation, et GSK, 2 pétrolières, Shell et BP, en hausse de seulement 13 à 15% cette année, à cause de la baisse de 15% des prix du brut ; Unilever, en léger recul cette année ; une minière RioTinto, en hausse de 12%. On ne compte qu'une valeur star, Rolls Royce, spécialisée dans les moteurs d'avions et de navires et portée par l'appréciation des valeurs de défense et d'aéronautique et, bien sûr deux banques, HSBC, +40%, et Barclays, +53%, favorisées par la baisse des taux auxquelles nous sommes exposés par notre approche transversale.

- ***Le marché français : le poids du luxe.***

C'est, en partie pour des raisons politiques et financières, le plus mauvais marché européen cette année et nous n'y sommes pas exposés. La croissance du luxe, après les très bonnes années post-Covid, est plus heurtée. Aux 3 premières places, LVMH avec une capitalisation de €320 milliards, Hermès, €230 milliards et l'Oréal, €190 milliards. Ensuite, 3 belles industrielles, Airbus €167 milliards, riche d'un très beau carnet de commandes, Schneider €145 milliards, bénéficiaire de la thématique électrique, Safran €129 milliards, exposé à l'aéronautique et à la défense. Puis, Total Énergies, €119 milliards, une pharmaceutique, Sanofi, €109 milliards, devant Air Liquide, €99 milliards et deux financières Axa et BNP Paribas, respectivement €80 et €76 milliards.

A noter, au 6^{ème} rang, la percée d'Essilor, €148 milliards de capitalisation, portée notamment par l'entrée de Meta au capital et les nouvelles Ray ban connectées.

LVMH, sur le marché américain, ne figurerait qu'au 25^{ème} rang. La capitalisation de BNP Paribas est à 1/10^{ème} de celle de JP Morgan, Total Énergies, c'est un peu plus d'un quart de la valorisation d'Exxon, Sanofi, c'est 12% de la valeur d'Eli Lilly. Afin de tenter de réduire l'écart de valorisation, Total Énergies a décidé récemment de s'introduire à la Bourse de New York.

- ***Le marché allemand : le poids des industries traditionnelles.***

Seulement deux valeurs de technologie dans le top 15, SAP, certes à la première place, mais seulement de €235 milliards, pas même 1/20^{ème} de la valeur récente de Nvidia et Infineon Technologies capitalisée €47 milliards. Viennent en majorité, des valeurs traditionnelles bien connues – Siemens, Rheinmetall, dans la défense, la valeur phare de cette année, loin devant les grandes valeurs automobiles, Mercedes à €57 milliards,

BMW, VW, Porsche ou deux valeurs de santé, Merck et Siemens Health et des financières – Allianz, Munchener Rueck, Deutsche Bank.

Ces grandes valeurs industrielles exportatrices souffrent tout à la fois des taxes américaines, de la concurrence chinoise et de la fermeture du marché chinois, des coûts de l'énergie. Les réductions d'effectifs sont substantielles, l'adaptation est longue et rejaillit sur la croissance économique du pays, aujourd'hui la plus faible des grands pays européens.

- ***Le marché suisse : la continuité parmi les grandes valeurs.***

3 valeurs dominantes, Roche, CHF235 milliards, Nestlé, CHF 206 milliards, Novartis, CHF 199 milliards et 3 challengers, ABB, UBS, Financière Richemont, entre CHF100 milliards et 120 milliards. Le marché suisse est très concentré car ensuite, on trouve des valeurs à moins de CHF50 milliards.

Nous avons une petite exposition à ce marché mais l'appréciation est inférieure à celle des autres grands marchés car les multinationales subissent l'appréciation continue du CHF et on ne trouve dans le top 10, aucune valeur technologique.

- ***Les marchés espagnol et italien : une grande sensibilité aux taux d'intérêt.***

Ces deux marchés périphériques ont très bien performé car, riches d'une forte composante bancaire, ils ont profité du contexte de baisse des taux et du redressement des « utilities ».

En Italie, les deux premières capitalisations, seulement €100 milliards chacune, sont des banques, Unicredit et Intesa et, dans le top 10, on trouve aussi Generali, l'assureur, Monte Paschi, une banque. Indépendamment de ces 4 financières, le top 10 italien compte une valeur du luxe, Ferrari, qui après une performance exceptionnelle ces dernières années, a brutalement corrigé en octobre après une communication sur ses marges.

Stellantis, aussi dans l'automobile perd 33% cette année mais a récemment stabilisé son cours après l'arrivée d'un nouveau PDG.

Dans ce top 10, une star cette année, Leonardo, en hausse de près de 100%, 2^{ème} groupe industriel italien, acteur majeur du secteur des hélicoptères, porté par le renouveau du secteur de la défense.

Également, ENI, une des meilleures performances du secteur pétrolier mondial cette année ; Enel, la grande société italienne d'électricité, portée par l'engouement mondial pour les valeurs de ce secteur.

En Espagne, si Inditex/Zara est la première capitalisation avec €155 milliards, on trouve aussi 4 banques, donc 4 valeurs sensibles aux taux parmi les 10 premières capitalisations, Banco Santander, BBVA, Caixabank et Banco Sabadell. Également, trois belles valeurs d'électricité, Iberdrola, Endesa et Naturgy (ces dernières également dans le gaz).

- ***Le marché japonais :***

Il est un peu à l'image du marché allemand et compte beaucoup de valeurs industrielles traditionnelles, Toyota, au 1^{er} rang avec une capitalisation de \$310 milliards, devant Softbank, \$180 milliards, Sony, Mitsubishi UFJ, Hitachi, Fast retailing (les marques Uniqlo, Comptoir des cotonniers, Princesse tam tam), Sumitomo Mitsui Financial, Nintendo...

A l'instar des grands marchés européens, on ne trouve guère de technologiques, hormis Tokyo Electron dans les équipements de semi-conducteurs, autour de \$100 milliards de capitalisation.

Notre exposition au marché ces dernières années s'est résumée au secteur bancaire, longtemps déprécié et meilleure performance sectorielle.

Les marchés émergents :

- ***Le marché indien : une des meilleures performances de ces dernières années.***

Le marché indien est dominé par les banques même si elles supportent d'importantes créances douteuses et si le crédit à la consommation est encore peu développé. On compte 6 institutions financières dans les 10 premières capitalisations, un groupe pétrochimique, Reliance industries, un groupe de télécommunications Bharti airtel et 2 conglomérats, l'empire familial Tata et Larsen & Toubro.

Point de grosse capitalisation puisque la première est à moins de \$130 milliards et la 10e autour de \$30 milliards. L'industrie indienne souffre de la petitesse des entreprises et elle ne représente que 12 à 13% du PIB, un chiffre très inférieur à celui de la Chine.

Le marché boursier indien est porté par la forte croissance économique de la dernière décennie et celle attendue ces prochaines années mais c'est également un des marchés les plus chers au monde après une excellente performance ces dernières années. On a aujourd'hui une position neutre.

- ***Le marché chinois : une sous-évaluation chronique.***

Le top 10 du marché chinois est composé de grandes valeurs technologiques, comme Tencent dans l'internet, les jeux vidéo, la publicité en ligne, Alibaba, bien connu des investisseurs, Xiaomi dans les télécommunications, de grandes institutions financières dans la banque, China construction bank, ICBC, ou dans l'assurance, Ping An insurance et BYD pour les voitures électriques.

Après des années d'une sous-performance, explicable par des raisons politiques, le marché est en hausse cette année de 19% en \$ et 6% en €. Depuis le début de l'année on assiste à un retour des investisseurs internationaux mais l'essentiel de la hausse provient de l'épargne domestique.

Les grandes valeurs technologiques ont encore une capitalisation très inférieure à leurs plus hauts historiques et très inférieure à leurs homologues américaines. Tencent vaut \$520 milliards et Alibaba, moins de \$400 milliards alors que dans la 2e moitié des années 2010 les chiffres étaient assez comparables aux grandes valeurs américaines. Au regard des tensions politiques entre la Chine et de nombreux pays, ce marché reste sous pondéré dans les portefeuilles internationaux.

- ***Le marché brésilien reste de petite taille :***

Il s'agit d'un marché dominé par les banques, -Itau Banco, Bradesco, Banco BTG, Bco do Brazil- et les valeurs minières ou énergétiques, telles que Vale, Petrobras, 1^{ère} capitalisation avec 427 milliards de réais, soit \$80 milliards, et Electrobras.

Conclusion : « *Quand le soleil s'éclipse, on en voit la grandeur* » Sénèque

Quand le marché américain hésite, on voit peu d'alternatives, tel pourrait être la synthèse de cette Lettre.

Que retenir de cette radioscopie ?

En positif, si une bulle technologique doit éclater, aucun des marchés ici analysés n'est véritablement concerné. En négatif, les grandes capitalisations de ces marchés, sont petites au regard du top 10 américain. Aucun marché, même la Chine, 2^{ème} économie mondiale, ne rivalise avec le marché américain et l'Europe gagnerait à réaliser enfin l'union des marchés de capitaux.

Que retenir pour la stratégie d'investissement ?

Le marché américain, même cher, restera la composante essentielle des portefeuilles car la croissance des bénéficiaires, les marges, y sont supérieures à celles des autres marchés. La marge des entreprises est passée de 9% en 2005 à presque 14% en 2025. Pour le secteur technologique, la marge est passée de 11% à 27%. L'endettement des sociétés du S&P est beaucoup plus faible qu'il y a 25 ans.

Il y a aux Etats-Unis une rotation des grandes valeurs observée nulle part ailleurs. Dans le top 10 actuel, la majorité n'y figurait pas il y a 20 ans. La composition du S&P change sans cesse. La part des entreprises du secteur manufacturier est tombée de 30% en 2005 à 17% aujourd'hui tandis que le % de sociétés technologiques est passé de 16% à 35%. Rien de tel au Japon, en Europe ou a fortiori dans les pays émergents. Le marché américain affronte certes régulièrement des krachs mais il se redresse généralement assez vite et sur le long terme performe mieux que les autres : Depuis 1929, on recense 15 baisses du S&P500 supérieures à 20%. En 2007-2008, entre le 9 octobre 2007 et le 9 mars 2009, la baisse fut de 56% et auparavant -49% entre le 24 mars 2000 et le 9 octobre 2002. Entre les deux, une hausse de 100%. Entre début 2000 et aujourd'hui, en dépit de ces 2 krachs, de celui de 2020 et de celui de 2022, le S&P a rapporté 8%/an dividendes inclus, soit 650%. A titre de comparaison, le marché obligataire a apporté sur la période 4%/an soit 180%. Cette dernière décennie, le S&P500 s'est apprécié de 225%, le Nikkei de 160% et le FTSE100 de 50%.

Genève, le 19 novembre 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.