

Lettre n°155

Hausse des bourses mondiales en dépit d'un ralentissement de la croissance mondiale.

« Il ne faut pas gâter ce que tu as avec le désir de ce que tu n'as pas » Epicure.

Vigilance, telle est une sage prudence aujourd'hui. L'appréciation des marchés, ces dernières années, est d'autant plus remarquable que la croissance économique des différents pays ralentit, la croissance de la productivité est souvent faible, la croissance démographique hors Afrique fléchit et la population vieillissante a une moindre propension à consommer.

Aux prises avec un ralentissement structurel de la croissance chinoise, analysé dans la Lettre 154 et d'un ralentissement conjoncturel provoqué par la guerre en Iran, la croissance mondiale, selon le FMI, tombe de 3.5% en 2025 à 3% cette année. Parmi les grands pays, l'Inde devrait afficher à nouveau la plus forte croissance à 6.4%, la Chine, 4.4% mais manifestement moins, les Etats-Unis 2.3% dont près de 30% grâce aux investissements dans l'IA et 0.5 à 0.8 point apporté par un déficit budgétaire à plus de 6% du PIB, le Brésil 1.9%, la France et l'Allemagne 0.8%, le Japon 0.6%.

En d'autres termes, si, après ces diverses corrections, la croissance mondiale est faible, l'appréciation des Bourses, ces dernières années, n'en est pas moins rapide. Ainsi, la capitalisation du marché par rapport au PIB est passée aux Etats-Unis de 1.4x en 2022 à 2.1x fin 2025.

Certains s'inquiètent car le marché enregistre sa 4^e année de hausse, la plus longue période de hausse depuis 2007, mais on rappellera que dans les 6 dernières décennies, le marché américain n'a été négatif 3 ans de suite qu'une fois entre 2000 et 2002, -37%, et il avait récupéré dès 2006 son niveau d'avant crise. Il avait également baissé de 37% en 1973 et 1974 mais avait redépassé son plus haut dès 1976.

Aujourd'hui la Bourse bénéficie de l'abondance des liquidités et d'une croissance des bénéfices des entreprises, soutenue et très supérieure à la croissance des Etats.

Autant de points à développer dans cette Lettre 155.

Une croissance économique très inférieure à celle des Bourses :

- Aux Etats-Unis :

Depuis mars 2020, l'appréciation du S&P500 a dépassé 200%. L'indice était alors à 2200, il est aujourd'hui à 7400. Le rendement annualisé est donc de 21% hors dividendes, mais hors GAFAM, la performance tombe à 7-8%. Dans cet intervalle, la croissance des bénéfices a été presque moitié moindre, 120%.

La performance du Nasdaq100 est plus impressionnante. En mars 2020, l'indice était tombé à un peu moins de 7000, aujourd'hui, il est 4x plus haut à 28000, soit une hausse annualisée de 25% mais les GAFAM réalisent une part importante de cette hausse, environ 40%.

Dans le même temps, si le PIB nominal américain s'est accru de 45% pour atteindre \$32000 milliards, hors inflation, la hausse n'excède pas 13%, c'est-à-dire 2.1%/an.

- **En Europe :**

Depuis mars 2020, l'indice STOXX Europe 600 s'est apprécié de 130%, soit 14% annualisé, le PIB nominal s'est accru de 28%, soit ajusté de l'inflation 7%, c'est-à-dire 1.1%/an.

- **En Asie :**

En Chine, l'indice CSI 300 ne s'est apprécié que de 34% depuis le bas de mars 2020, soit un rendement annualisé de moins de 5%. Dans l'intervalle, le PIB s'est accru de 32% après inflation, soit 4.7%/an. La croissance chinoise affichée est donc très supérieure à celle des pays occidentaux mais les ingérences fréquentes du gouvernement chinois, l'érosion des marges provoquée par des surcapacités dans de nombreux secteurs suscitent la défiance des investisseurs.

Au Japon, l'indice Nikkei 225 a été un des plus performants du monde, car il est passé de 16500 à 66000, soit un quadruplement mais il faut se souvenir que le pic de 1990 à 39000 n'a été dépassé qu'en février 2024 et la croissance réelle du PIB, ces 7 dernières années a oscillé entre 0.5% et 1.5%/an.

En Inde, l'indice Sensex est passé de 26000 à 77400, soit une hausse proche de 200%, c'est-à-dire 16.5%/an. La croissance du PIB après inflation a été de 33%, 4.9%/an, comparable à celle de la Chine. La performance boursière a été une des meilleures du monde au début des années 2020 mais depuis décembre 2025, le marché a baissé car le PER est élevé et l'économie est, depuis le début de la guerre Iran-Etats-Unis, affectée par la hausse des prix du pétrole.

Une croissance économique très concentrée :

En 2026, le top 5 des « hyperscaler », Amazon, Alphabet/Google, Meta, Microsoft et Oracle, devrait dépenser près de \$800 milliards, soit plus de 2% du PIB, essentiellement dans les data centers, un chiffre multiplié par 7 par rapport à l'année 2020, un chiffre régulièrement révisé à la hausse et, en 2027, le montant investi devrait encore croître. Amazon, \$200 milliards d'investissements cette année, et Alphabet \$190 milliards, devançant Meta et Microsoft mais nul ne sait quelle société sortira vainqueur de cette compétition.

Un tel montant d'investissements a des précédents dans l'histoire. Sans remonter aux chemins de fer du début du XXème, souvenons-nous des investissements dans l'internet, la fibre optique et les réseaux au tournant du XXème siècle.

A l'époque, le cycle d'investissements avait connu une accélération 6 années durant, de 1995 à 2000, et ensuite, la décrue avait été rapide, la bulle avait éclaté. Aujourd'hui, le cycle a déjà 7 ans et pourrait se poursuivre jusqu'en 2030, si on en croit nombre d'observateurs.

Autre différence, le montant investi en % du PIB. Au pic de la bulle télécom, en 2000, ce fut 0.6% du PIB américain, en 2027, les investissements dans l'IA devraient atteindre 2.7% du PIB. En 2000, la bulle avait éclaté car la croissance de l'usage d'internet, même rapide, n'avait pas été suffisante pour rentabiliser les investissements réalisés et les grands acteurs avaient enduré une contraction de leurs marges et subi de sévères corrections boursières. Qu'en sera-t-il demain avec les grands acteurs de l'IA ?

Dans l'intervalle, ces sociétés qui brillaient par un free cash-flow abondant n'autofinancent plus leurs investissements, doivent recourir à des augmentations de capital au risque de dilution et à de multiples émissions obligataires au risque de voir les intérêts sur la dette affecter les bénéfices.

En résumé, les deux plus gros investisseurs, Amazon et Alphabet sont les seuls parmi le top 5 des investisseurs dans l'IA à enregistrer une performance boursière positive cette année, 9 à 10% chacune, toutes deux néanmoins moins que l'indice S&P500. Meta est stable, Microsoft baisse de 15% et Oracle, très endettée, de 36%.

La capitalisation du top 7, \$20 à 22000 milliards, un chiffre supérieur à celle de tous les pays développés hors Etats-Unis, devrait être chamboulée dans les prochaines années.

Les GAFAM se payent moins cher qu'auparavant et les gagnants temporaires, notamment les fournisseurs de semi-conducteurs et de mémoires, sont en amont de la chaîne de valeur.

Conclusion : « Le vrai courage, c'est la prudence » Euripide.

- Confiance dans les perspectives de bénéfices et les niveaux de marges :

Les prévisions de bénéfices ont été revues à la baisse dans une majorité de secteurs à l'exception de la tech qui porte le marché, non sans fragilité.

La concentration des capitalisations est plus forte que jamais. 10 valeurs représentent 40% de la capitalisation du S&P500. Les attentes de bénéfices au 2^{ème} trimestre, +23%, restent élevées grâce à la tech, après +26% au T1. Au premier trimestre, le profit du top 7 avait augmenté de 63% et ceux des 493 autres sociétés du S&P500 avaient augmenté de 17%.

Les niveaux de marges des entreprises vont rester à un niveau record, le taux de profit est passé de 13.6% en 2019 à 16.2% en 2024 et donc, l'interrogation n'est pas sur les PER, raisonnables, à 21x contre une moyenne de 19x ces dix dernières années, mais sur la durabilité de la hausse des résultats.

- Prudence sur les IPO :

Nous n'avons pas voulu acheter SpaceX car la société est en perte, \$4.9 milliards en 2025, et elle est valorisée près de 100 fois le chiffre d'affaires attendu en 2026. Nous n'achèterons pas non plus Anthropic et OpenAI, pour les mêmes raisons.

Anthropic, qui a levé \$115 milliards depuis 2021, affiche des pertes, prévoit une émission de \$30 à \$60 milliards lors de l'IPO mais envisage de différer son IPO car SpaceX cote en dessous de son cours d'introduction.

Il en va de même pour OpenAI, créateur de ChatGPT qui a réalisé un chiffre d'affaires de \$5.7 milliards au premier trimestre et une perte de \$7 milliards. D'ici 2030, la société envisage \$600 milliards d'investissements mais toujours des pertes.

Rappelons une statistique importante, depuis 1990, aux Etats-Unis, 52% des IPO sous-performent le S&P500 le 1^{er} mois de leur cotation, 70% après 1 ou 2 ans.

- Prudence sur le private equity et la dette privée :

Les fonds de dettes privées gèrent \$2000 milliards, un montant en forte hausse ces dernières années, un montant à risque dans un contexte de hausse des taux qui a amené de grands acteurs du secteur, exemple Blue Owl, à mettre des « gate », c'est-à-dire des restrictions sur les sorties de capitaux.

De même, les fonds de private equity ont vu leurs rendements se contracter car ils ont surpayé leurs actifs et sont confrontés à des taux d'intérêts plus élevés, un handicap pour des sociétés habituées aux leviers. Parmi les grands acteurs, Blackstone perd ainsi 22% cette année, KKR 25% et Apollo de même.

- Vigilance sur les émissions :

Le cash détenu par les sociétés du S&P500 totalise \$2200 milliards et le niveau de marge est presque à un plus haut historique.

S'agissant des émissions en fonds propres, au 1^{er} semestre, les levées de fonds en Bourse ont atteint \$729 milliards, du jamais vu, hormis au 1^{er} semestre 2021 au lendemain de la pandémie. De ce total, on compte \$302 milliards pour les sociétés de la tech, du jamais vu dans ce secteur qui jusqu'alors additionnait les rachats d'actions (seul Nvidia persiste) et affichait des free cash-flow nets très positifs de \$45 milliards/trimestre. Alphabet fait ainsi une émission de \$80 milliards, sa première émission en 22 ans de cotation. A titre de référence, rappelons qu'Aramco avait levé en 2019 un record de \$29 milliards, soit \$38 milliards d'aujourd'hui. S'agissant des émissions obligataires, depuis le début de l'année, les émissions des 6 géants américains (en incluant Oracle, SpaceX) totalisent, selon Dealogic, \$245 milliards contre \$108 milliards sur l'année 2025 et \$17 milliards en 2024. A cela s'ajoutent les opérations en devises étrangères.

SpaceX a lancé une émission obligataire de \$20 milliards, ce qui, juste après l'augmentation de capital, a inquiété le marché et aujourd'hui ces obligations sous-performent. Selon Morgan Stanley, SpaceX aura besoin de plus de \$80 milliards de capitaux extérieurs chaque année entre 2027 et 2034. Le titre a perdu 45% par rapport à son plus haut de \$225 car les actionnaires s'inquiètent de la fin du lock up début août pour certains des actionnaires historiques.

Au même moment, le placement de l'émission obligataire d'Amazon, \$25 milliards (après \$37 milliards au mois de mars et \$25 milliards en juin émis par Nvidia), a suscité peu d'enthousiasme.

La question est donc celle de la capacité d'absorption du marché.

- ***Opinion toujours favorable sur l'indice S&P équilibré :***

Il vient de toucher un plus haut car il n'est pas affecté par les replis récents des grandes sociétés de la tech. Cette baisse des cours est en partie imputable à la concurrence croissante de modèles chinois d'IA ouverts et performants, exemple Kimi K3 par rapport à Anthropic Opus 4.8 ou OpenAI's GPT5.5. Au-delà, on peut s'interroger sur l'efficacité des investissements réalisés dans les data centers et l'IA, thématique IA qui touche 40% de la capitalisation américaine et explique 80% de la performance cette année.

L'indice équilibré pourrait profiter d'un retour en grâce de secteurs défensifs, la santé, les consumer staples et les utilities qui ne représentent plus que 16% de l'indice S&P500 contre encore 26% en 2022.

En 2023, 2024 et 2025, moins de 30% des sociétés du S&P500 surperformaient l'indice. Au premier semestre 2026, le pourcentage est remonté à 46%.

Genève, le 22 juillet 2026

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 (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 (Switzerland) SA | Genève

Rue du Mont-de-Sion 6,
1206 Genève, Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA | Zürich

Bahnhofstrasse 37,
8001 Zürich, Switzerland
T: +41 76 628 12 36
E: info.switzerland@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.