

Lettre n°156

Que penser de la Bourse ?

« Là où il y a beaucoup de lumière, l'ombre est plus noire » Goethe.

La publication des résultats du second trimestre a été roborative, l'objet de moult satisfactions, une addition de bonnes surprises, pas simplement dans la tech.

Mais, indubitablement, il y a une certaine complaisance des marchés devant les risques. En témoigne l'indice VIX à 15 contre plus de 30 au début du conflit. Ne nous laissons pas griser, analysons plus en détail ce que masquent les résultats et examinons le risque posé par les taux.

La lumière :

Près de 50% d'augmentation des bénéfices pour les sociétés du S&P500 aux Etats-Unis, 15% en Europe, tels sont les fruits du 2^{ème} trimestre, inespérés et inattendus, 30% supérieurs aux attentes, très supérieurs à la croissance des chiffres d'affaires, 6.5% aux Etats-Unis, 0.5% en Europe.

Derrière ces chiffres, relevons 3 points positifs : le niveau de marge est très élevé, autour de 15% ; selon une étude de Bank of America, la hausse médiane des résultats du S&P500 est passée de 8 à 13% en 2 ans et, 3^{ème} point, l'appréciation n'est plus limitée aux valeurs dépendantes de l'IA mais profite également aux banques, aux small cap, énergie...

Si les marchés sont prompts à récompenser les bons résultats, Kering +17% sur des résultats moins mauvais qu'attendu, Schneider +11%, St Gobain +9% le jour de publication, les sanctions sur des déceptions ont été abruptes, Hermès -10% le jour de la publication car le PER est encore de 35x, ST Micro -18%, Sanofi -9%... Et l'amplitude des variations est encore plus grande pour les valeurs de la tech qui depuis quelques semaines font du yoyo avec d'une séance à l'autre des +9%/-9%.

Les ombres :

- *Des résultats parfois moins flatteurs qu'il n'y paraît et un marché américain généreusement valorisé :*

Selon FactSet, le PER du S&P500 est à 28x contre 29x en mai mais supérieur aux 22x de la moyenne à long terme.

Beaucoup de sociétés ont profité des remboursements plus rapides que prévu des tarifs douaniers indûment perçus par l'administration Trump. Washington a déjà remboursé \$128 milliards et potentiellement, le montant est de \$165 milliards. Ainsi, Apple a reçu \$2.2 milliards, Nike \$1 milliard, FedEx 0.8 milliard, Amazon \$640 millions, GM \$500 millions et cela est venu gonfler les bénéfices trimestriels. Exemple, pour Apple 5% du total trimestriel.

Plus de 70% du résultat trimestriel d'Alphabet vient de participations dans d'autres sociétés notamment SpaceX (900 millions investis en 2015, valant \$94 milliards fin juin). Les profits sur participation représentent également 65% du résultat net d'Amazon, surtout grâce à Anthropic (conversion des obligations dans Anthropic). Mais il s'agit de gains virtuels dépendant de la tenue des marchés boursiers.

- ***Des risques de déception sur l'IA*** : 3 points à mettre en exergue.

D'une part, les investissements, sans cesse revus à la hausse, sans perspective claire sur l'incidence future sur la productivité. \$7000 milliards, devraient être dépensés dans les data centers ces 4 prochaines années, au risque de déception s'il n'y a pas de gains de productivité.

Alphabet pourrait ainsi dépenser selon FactSet \$257 milliards en 2027 dans l'IA et ainsi être en cash-flow négatif. Hormis Nvidia toutes les grandes sociétés de la tech sont aujourd'hui en free cash-flow négatif et doivent recourir à l'endettement.

D'autre part, les risques liés aux hors bilan. Selon le WSJ, 9 sociétés de la tech auraient des engagements de \$3000 milliards hors bilan dans l'IA, un chiffre très supérieur aux \$600 milliards d'investissements sur les 12 derniers mois. Au 2^{ème} trimestre, les 7 Magnifiques ont réalisé \$315 milliards de profit net dont \$134 milliards, c'est à dire 42%, de gains réalisés sur des participations. Hormis ces gains, le résultat net de ces sociétés aurait été à peu près stable.

Enfin, le recours à des pratiques financières qui ne sont pas sans rappeler les prémisses de la bulle internet en 2000 et celle des subprimes en 2007, des pratiques révélant la vulnérabilité du marché de l'IA. Ainsi, Nvidia, critiqué pour les financements circulaires (prise de participation dans des sociétés clientes), développe avec Blackrock, Blackstone et Apollo un financement titrisé, à hauteur potentielle de \$500 milliards, pour faciliter les achats de ses puces par de petites sociétés voulant éviter des taux de crédit trop élevés. C'est une nouvelle classe d'actifs comme a pu l'être auparavant la titrisation des achats d'avions ou des emprunts immobiliers (subprimes). Cela révèle la fragilité de l'écosystème IA.

- ***Une dérive des taux longs et la perspective de nouvelles hausses des taux courts*** :

Les dernières années d'excédent budgétaires dans une majorité de grands pays datent du début des années 2000. Les tensions croissantes sur les taux longs sont imputables à la dérive de l'endettement public, à la multiplication des importantes émissions liées à l'IA, à la persistance de l'inflation et aux déficits budgétaires non maîtrisés dans plusieurs grands pays, des Etats-Unis à la France, en passant par le Japon et le Royaume-Uni.

Depuis le début de l'année, les émissions obligataires des 6 géants américains, en incluant SpaceX et Oracle, dépassent \$245 milliards selon Dealogic contre \$108 milliards sur l'année 2025 et \$17 milliards en 2024. A cela, s'ajoutent les émissions en devises étrangères. On est loin de la situation financière de ces sociétés, il y a deux ou trois ans, quand elles n'avaient pas de dettes, dégageaient des free cash-flow et rachetaient leurs actions.

Ces dernières années, aux Etats-Unis, le plus bas sur l'inflation a été 2.3% en avril 2025, donc jamais inférieur à 2% depuis 2021. En juillet, léger ralentissement de l'inflation à 3.4% et 2.5% pour l'inflation core mais août sera probablement marqué par un rebond à cause du pétrole.

En Angleterre, le taux officiel a été maintenu à 3.75%, dans la zone Euro à 2.25% à la réunion de juillet mais, l'inflation persistant, ils seront vraisemblablement augmentés de 0.25% à l'automne. Il pourrait en être de même au Japon car le pays cumule inflation, hausse des dépenses publiques impulsée par la nouvelle Premier Ministre, dette publique record à 230% du PIB (2x la France) et faiblesse désormais chronique de la devise.

Traduction de ces inquiétudes sur l'inflation, l'endettement et les émissions, chaque semaine plus nombreuse sur l'IA, les obligations à 30 ans, aux Etats-Unis 5.33%, au Royaume Uni 5.86%, en France 4.9%, au Japon 4.15%, en Allemagne 3.8%, sont au plus haut depuis 2008. Les taux longs américains ont atteint un plus haut sur 19 ans et, de surcroît, le marché s'inquiète de la communication de Kevin Warsh. Il veut aussi réduire le bilan de la Fed, \$6500 milliards fin 2025 contre \$9000 milliards en 2022, un niveau toujours plus de 7 fois supérieur à 2007. L'exercice est malaisé car une telle réduction pourrait bien se traduire par des tensions supplémentaires sur les taux longs.

La volatilité est accrue car les hedge funds, selon la Fed de Dallas, détiendraient \$2400 milliards de Treasuries contre 600 milliards il y a 10 ans.

Selon Fitch, le taux de défaut dans le crédit privé a atteint des niveaux record de 6.1% fin juillet.

Conclusion : « L'ombre passe mais la lumière demeure » Proverbe latin.

- **La volatilité peut être piégeuse** : le hedge fund Awareness, après avoir gagné 400% dans la tech cette année avec des leviers de 4 à 5, a perdu 70% en juillet et a dû être repris à prix cassés par Citadel.
- **La saisonnalité ne peut être ignorée** : ne l'oublions pas, depuis 1990, les mois les plus faibles pour la performance boursière sont les mois d'août et septembre. Il peut donc y avoir une consolidation à court terme. L'incertitude et l'inquiétude sur les marchés portent sur le moment où la croissance des bénéfices s'infléchira.
- **La liquidité reste abondante** : dans les années 2010, elle provenait des injections par les banques centrales, désormais, des déficits budgétaires. Aux Etats-Unis, il y a ainsi toujours \$3000 milliards dans les fonds monétaires, peu d'alternatives en dehors des actions, des risques sur l'obligataire avec la remontée des taux longs, des problèmes dans le crédit privé et des déconvenues dans le private equity.

Genève, le 19 août 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.