

Rédigé le 2 octobre 2024

MARKET OVERVIEW OCTOBRE 2024

Par Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

UNE RENTRÉE SOUS DE MEILLEURS AUSPICES

Les investisseurs craignent le mois de septembre ; d'aucuns n'hésitent pas à adopter un scénario plutôt sombre pour l'économie américaine (récession), en insistant au passage sur la valorisation des actions jugée démesurée au regard des perspectives de croissance bénéficiaire. Les craintes sur le cycle économique se sont finalement avérées excessives : la détente des conditions financières décidée par les principales banques centrales suivies par la Réserve fédérale (Fed) le 18 septembre dernier, la poursuite du processus de désinflation favorisée par la baisse des prix pétroliers, et pour finir le vaste plan de relance présenté par Pékin confortent le rythme de croissance de l'économie mondiale autour de 3%. La question de la valorisation des actions concerne avant tout celle de l'impact de la révolution de l'intelligence artificielle (IA) sur la croissance potentielle de l'économie (gains de productivité).

CONFIRMATION DU SCÉNARIO CENTRAL

Dans notre lettre mensuelle précédente, nous expliquions pourquoi nous ne remettons pas en cause le scénario central d'atterrissage en douceur de l'économie américaine (*soft landing*), et considérons excessives les craintes sur le cycle mondial exprimées par les marchés début août. La trajectoire de consommation aux États-Unis est certes en ralentissement (marché de l'emploi devenu plus équilibré, excès d'épargne accumulé durant la pandémie à présent épuisé), mais la rentabilité élevée des entreprises limite leur besoin d'ajuster l'emploi et de couper leurs investissements. De plus, la désinflation qui se poursuit améliore les revenus réels (après inflation) des ménages. Nous notons que la hausse du chômage aux États-Unis, à partir d'un point bas, est davantage la conséquence de la hausse de la population active, due principalement à l'immigration (entrées nettes : 3,1 millions de personnes en 2023 selon les estimations du *Congressional Budget Office*), que le reflet d'un cycle de destruction des emplois. **Nous mettons également en exergue, une nouvelle fois, les gains de productivité et les coûts unitaires du travail compatibles avec une inflation tendancielle proche de 2%.** Même si les élections américaines du 5 novembre prochain alimentent les incertitudes économiques, **il est important de comprendre que le renouvellement de l'entière de la Chambre des représentants et d'un tiers du Sénat est aussi fondamental que le choix du 47^{ème} président des États-Unis**, car pour être en mesure d'implémenter son programme fiscal et budgétaire, chaque camp doit jouir de la majorité dans les deux chambres du Congrès. Si Kamala Harris semble disposer d'une légère avance dans les sondages, les projections semblent moins claires pour les deux chambres. Pour le Parti démocrate, garder la Maison-Blanche sans contrôler le pouvoir législatif serait synonyme d'une politique budgétaire sans doute moins expansionniste que ce que son programme annonce (1 700 à 2 000 milliards de dollars de promesses sociales en faveur des classes populaires et moyennes sur une période

de dix ans, estimations du *Committee for a Responsible Federal Budget*). **Autrement dit, il n'est pas exclu d'imaginer que les élections américaines puissent avoir finalement peu d'effet sur le climat des affaires et le moral des ménages**, avec néanmoins le risque de voir certains programmes de soutien expirer en 2025 par manque de consensus politique, et qui concernent notamment d'anciennes mesures adoptées sous la présidence de Donald Trump.

Après avoir annoncé son pivot à l'occasion du symposium des banquiers centraux de Jackson Hole en août dernier, la Fed a finalement décidé d'assouplir sa politique monétaire de 50 points de base (-0,5%), respectant son double mandat de garant de la stabilité des prix et du plein emploi. Selon les projections de la banque centrale américaine à fin 2025, les taux directeurs devraient converger vers leur zone de neutralité plus rapidement qu'escompté (autour de 3% contre une fourchette de 4,75%-5% pour les *Fed funds rates* aujourd'hui), alors que l'inflation devrait atteindre 2,1%, un niveau très proche de l'objectif. **Il est important de noter que les taux d'intérêt réels à long terme se sont nettement contractés en dollar ces derniers mois** (taux réel souverain à 10 ans à 1,5% contre un sommet à 2,3% en avril dernier et près de 2,6% à l'automne 2023), un soutien positif pour l'économie et la valorisation théorique des actifs à durée longue tels que les actions, et plus particulièrement les valeurs de croissance.

Du côté européen, la reprise annoncée au 1^{er} semestre a fait long feu. L'Allemagne est en récession industrielle, et le climat des affaires s'est nettement dégradé en France à la suite de la crise politique de l'été, tandis que les finances publiques paraissent hors de contrôle (le petit rebond du PIB lié aux Jeux olympiques sera inévitablement suivi par une contraction au 4^{ème} trimestre). Alors que la question de l'inflation est en passe d'être réglée - les services et les

salaires négociés commencent à ralentir -, la Banque centrale européenne (BCE) a finalement réduit ses taux directeurs de 25 points de base le 12 septembre dernier (taux de facilité de dépôt à 3,5 %), à l'unanimité du Conseil des gouverneurs, ce qui mérite d'être souligné : la désastreuse performance économique allemande (PIB stagnant sur les cinq dernières années) a convaincu les faucons - éternels Cassandre en matière d'inflation - de relâcher les conditions financières. Ce deuxième assouplissement monétaire sera-t-il suffisant pour relancer durablement la machine économique ? Rien n'est moins sûr (cf. ci-dessous).

Pour terminer notre tour d'horizon de l'économie mondiale, la Chine a annoncé un vaste programme de relance qui a permis de

réveiller ses marchés financiers. Si le programme, qui concerne les politiques monétaire et budgétaire, ne résout pas les problèmes structurels de l'économie chinoise - ni d'ailleurs les questions de gouvernance publique -, il permet néanmoins de soutenir le marché immobilier sinistré, de conforter les objectifs de croissance de Pékin (5%), et de lever quelques incertitudes à plus court terme pour les principaux partenaires commerciaux, notamment les exportateurs européens qui souffrent depuis plusieurs trimestres (la Chine représente par exemple 6% des exportations de l'Allemagne). **L'ampleur du plan de relance est significative** : la seule recapitalisation des principales banques commerciales représente 0,8% du PIB.

L'UNION EUROPÉENNE : LE MAILLON FAIBLE

Revenons un peu plus longuement sur le maillon faible de la croissance mondiale : l'Europe. **La vive réaction des institutions de l'Union (Conseil, Commission, Parlement) face à la pandémie de 2020-2021 semblait annoncer un changement de politique majeur**, dont l'architecture reposait sur un ambitieux plan de relance de plus 750 milliards d'euros, destiné non seulement à sauver les économies sinistrées par les confinements à répétition, mais aussi à bâtir les fondations pour davantage d'innovation et de croissance potentielle à long terme. Rappelons que le programme fut l'occasion d'une émission exceptionnelle de dette commune, ce qui enfonçait un coin dans le camp des pays opposés à davantage de fédéralisme. **La montagne a pourtant accouché d'une souris. La croissance européenne n'est pas au rendez-vous. Une grande partie des fonds alloués n'a pas été utilisée par manque de projets et faute de ressources humaines compétentes, un comble !** De plus, malgré les choix politiques contestables qui ont aggravé la crise énergétique de 2022, la nouvelle Commission ne semble pas vouloir remettre en question les orientations qui ont accentué le déclin de l'Union européenne (UE) face aux États-Unis et à la Chine. En-dehors de l'Espagne tirée aujourd'hui par le tourisme de masse, et l'Italie qui profite des fonds européens, les deux poids lourds que sont l'Allemagne et la France sont en crise, ses dirigeants se montrant incapables de remettre en cause une décennie de politiques européennes inefficaces en termes de résultats économiques, au-delà des directives de dérégulation qui ont soutenu le pouvoir d'achat des consommateurs au détriment de nombreuses industries fragilisées par la mondialisation. **La prise de conscience tardive, durant la pandémie, de la nécessaire réindustrialisation de l'Union, afin de recouvrer sa souveraineté perdue dans de trop nombreux secteurs, ne s'est traduite que timidement dans les faits.** Le processus de relocalisation est freiné par les prix énergétiques (prix de l'électricité deux à trois fois plus élevés qu'aux États-Unis), les coûts de production, et deux décennies de lobby environnemental contre l'industrie réputée polluante (Où en sont les projets miniers indispensables à la transition énergétique et à la révolution numérique ?). L'UE passe complètement à côté de la grande révolution des années 2020, à savoir celle de l'IA, en favorisant les normes plutôt que l'innovation, sa grande spécialité, après avoir déjà raté celle du *cloud* et du *big data* (les *hyperscalers* sont très majoritairement américains). Sur les cinquante premières entreprises technologiques mondiales, seules quatre sont européennes ; plus grave encore : 30% des licornes (jeunes entreprises valorisées à plus d'un milliard de

dollars) quittent l'UE pour se relocaliser aux États-Unis et y bénéficier d'un écosystème propice à l'innovation et aux affaires.

Le rapport sur la compétitivité de Mario Draghi, ancien président de la BCE (2011-2019) et du Conseil des ministres en Italie (2021-2022), accueilli sans beaucoup d'enthousiasme par les responsables politiques européens et la présidente de la Commission Ursula von der Leyen, ne dit pas autre chose, en insistant sur l'urgence de finaliser le marché unique et de doper les investissements (800 milliards d'euros par an nécessaires, soit 5% du PIB de l'Union, des sommes affolantes qui ne permettront pas d'atteindre un consensus politique). L'écart de croissance économique de l'UE avec le reste du monde n'a pourtant cessé de se creuser depuis vingt ans. **Les gains de productivité enregistrés sont pratiquement nuls, ce qui explique 70% de l'écart de PIB par habitant avec les États-Unis.** Le plus inquiétant est que la nouvelle Commission, dont les membres attendent d'être confirmés par le Parlement européen, ne semble vouloir agir que dans la continuité, sans remise en cause des politiques passées. Le choix du Danois Dan Jørgensen, fervent opposant au nucléaire, au poste de commissaire à l'énergie n'augure rien de bon pour la compétitivité de nos industries. **Or, l'électrification de l'économie, dopée par la décarbonation et le large déploiement de l'IA, exige une stratégie cohérente - pour reprendre une expression du rapport Draghi - et des réponses techniquement adaptées** (Les *datacenters* américains signent des contrats en priorité avec des centrales nucléaires, et non pas avec des producteurs d'énergie intermittente !). La nouvelle Commission européenne ne semble pas armée pour lutter efficacement contre le déclin industriel de l'Union. Pourtant, les annonces inquiétantes de reports ou d'abandons de projets se multiplient, notamment en Allemagne (Intel, Volkswagen, et ACC dans les batteries, pour les communiqués récents les plus prégnants). La crise industrielle aggravée par le choc énergétique de 2022-2023 agira-t-elle comme une salutaire catharsis ? Nous l'espérons tous, mais en attendant il nous faut bien reconnaître que les marchés financiers européens ont perdu de leur attrait face au reste du monde. **La décote des actions européennes n'est sans doute pas près de se refermer face aux bourses américaines.** Seules les entreprises les plus internationales du point de vue tant de leurs capacités productives que de leurs marchés finaux tireront leur épingle du jeu. **Bien évidemment, compte tenu du niveau déjà faible de l'activité économique de l'Union et des quelques bienfaits que nous pouvons attendre de la détente des conditions financières, de la baisse des prix du pétrole (désinflation et hausse des revenus réels des ménages) et du plan de relance chinois,**

nous sommes en droit d'attendre une légère embellie dans le courant 2025. Cependant, à plus long terme, le projet européen est clairement menacé par la paralysie et l'aveuglement des responsables politiques.

VALORISATION DES ACTIONS : DE L'IMPORTANCE DE L'IA

Quelques mots sur la question de la valorisation des indices américains qui inquiète, à juste titre, de nombreux investisseurs. Compte tenu du mode de construction des indices boursiers basé sur les capitalisations boursières, nous ne pouvons juger de la valorisation des indices américains et mondiaux sans évoquer celle des leaders technologiques américains, en particulier celle des « Sept Magnifiques » (Alphabet, Amazon.com, Apple, Microsoft, Meta, Nvidia, Tesla). **Les États-Unis représentent aujourd'hui près de 65% du principal indice mondial ; les cinq plus grandes entreprises cotées Microsoft, Apple, Nvidia, Alphabet et Amazon.com pèsent à elles-seules 18%. 40% du marché américain se composent de secteurs technologiques et apparentés dont la progression des bénéficiaires attendue l'an prochain dépasse 20%, ce qui explique d'ailleurs les attentes élevées de croissance des résultats de la bourse américaine l'an prochain, à savoir 15%, en dépit du scénario consensuel de *soft landing*.** En réalité, si l'on exclut les secteurs technologiques, la croissance bénéficiaire attendue n'est plus que de 11% pour le reste du marché, ce qui est déjà plus raisonnable, même si nous pensons que les analystes financiers sont probablement un peu trop optimistes dans l'hypothèse du ralentissement économique. Néanmoins, nous le répétons, les coûts unitaires de production en faible croissance justifient de parier sur le maintien de marges bénéficiaires élevées.

En conséquence, toute la question de la survalorisation des indices se résume à celle de l'apport décisif ou non de l'IA dans l'économie. Selon une étude de l'OCDE de 2021, confirmée par d'autres, l'IA pourrait ajouter 1% à 2% de croissance économique annuelle supplémentaire d'ici à 2030, selon la rapidité et la profondeur

de sa diffusion. Pour les États-Unis, en 2023 Goldman Sachs estimait l'impact à 1,5% à 2% par an sur la prochaine décennie. Les conséquences seraient donc significatives. Dès lors, l'investisseur en actions convaincu de la véritable révolution technologique qu'offre l'IA, capable de doper les gains de productivité et d'améliorer le profil de croissance de l'économie en rythme de croisière, adoptera une vue à long terme (minimum cinq ans), et ne s'inquiétera pas exagérément des valorisations généreuses, sans être excessives. Le rapport cours sur bénéficiaires du marché américain attendu à douze mois (21,6) dépasse sa moyenne historique des cinq dernières années (19,5), mais l'écart s'explique essentiellement par le poids des « Sept Magnifiques ». La valorisation des *hyperscalers* reflète d'ailleurs leur rôle central dans l'IA. « *The winner takes all* » disent les Américains : nous avons souligné dans notre précédente lettre mensuelle les investissements considérables exigés par le déploiement de l'IA, formidables barrières à l'entrée pour les leaders de la technologie, mais qui profitent aussi à l'ensemble de la chaîne de valeur - y compris au secteur énergétique - dans le cadre d'une révolution technologique qui va se déployer sur de nombreuses années. Le principal risque encouru par les *hyperscalers* est plutôt d'ordre réglementaire, en témoignent les nombreuses actions en justice intentées contre les positions jugées dominantes de part et d'autre de l'Atlantique. **Nous insistons dès lors sur une plus grande diversification des portefeuilles par rapport aux indices ultraconcentrés - et donc plus risqués dans l'absolu -, en portant l'attention sur les secteurs qui profitent directement de la révolution IA : fournisseurs d'équipements électriques aux data centers, semi-conducteurs, producteurs d'électricité, infrastructures data, etc., qui offrent des valorisations encore raisonnables.**

CONCLUSION

Si l'on exclut la toile de fond géopolitique qui ne laisse pas d'inquiéter (Ukraine, escalade au Proche-Orient), le flux d'événements économiques du mois de septembre fut plutôt favorable aux marchés financiers : assouplissements monétaires généralisés (en dehors du Japon), régression des craintes exagérées sur le cycle économique américain, plan de relance de Pékin qui réveille les marchés asiatiques, et, cerise sur le gâteau, détente des prix pétroliers qui alimente le processus de désinflation et favorise les pays acheteurs. Le tableau est plus sombre du côté de l'Union européenne où ses deux poids lourds, la France et l'Allemagne, sont en crise avec la perte de contrôle des

finances publiques pour le premier et la remise en cause du modèle mercantiliste pour le second. Nous osons cependant espérer un rebond cyclique l'an prochain grâce à l'effet positif de la désinflation sur les revenus réels des ménages, et le desserrement des conditions financières.

Pour naviguer dans cet océan d'incertitudes mais aussi d'opportunités, une diversification optimale des portefeuilles reste indispensable.

DISCLAIMER

Le contenu ci-dessus a été produit et est diffusé par Pure Capital S.A. Il est donné à titre informatif uniquement et a pour objectif de présenter les activités de gestion de la société Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») ainsi que de donner des informations au sujet de ses stratégies d'investissement. Les informations ou données (incluant les textes et les supports photo) reprises dans ce document sont protégées par le droit d'auteur et toute reproduction ou distribution de celles-ci à des tiers, entièrement ou partiellement, sans l'approbation préalable de Pure Capital, est interdite.

Pure Capital se réserve, à tout moment, le droit de modifier ou changer les données contenues dans ce document sans communication préalable.

Ce document ne doit en aucun cas être assimilé à une offre en vue d'acquérir/vendre un instrument financier ou à une quelconque activité de démarchage ou de sollicitation à l'achat ou à la vente de d'instruments financiers ou d'investissement. Toutes les informations publiées ici ne sont fournies qu'à titre informatif et ne constituent en aucun cas des conseils en investissement. Néanmoins, aucune garantie ne peut être donnée sur leur exactitude ou exhaustivité. Ces informations n'ont pas été préparées conformément aux exigences légales favorisant l'indépendance de la recherche en investissements, et devraient dès lors être considérées comme une communication marketing. Bien que ce contenu ne soit soumis à aucune interdiction d'utilisation avant sa diffusion (par exemple, pour exécuter des ordres), Pure Capital ne cherche pas à en tirer profit.

Pour plus de détails concernant les produits d'investissement, les documents de vente officiels (le Document d'Information Clé pour l'Investisseur, le prospectus, le rapport semestriel et le rapport annuel) sont disponibles gratuitement sur simple demande auprès de Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») (tél. : +352 26 39 86) ou par consultation du site internet www.purecapital.eu.

Les informations reprises dans ce document sont fournies de bonne foi et ne sauraient engager la responsabilité de Pure Capital.

Il ne peut y avoir aucune garantie que des objectifs d'investissement seront obtenus. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les performances peuvent varier au fil du temps. La valeur nette d'inventaire du portefeuille dépend des tendances du marché. Tout fonds d'investissement est donc soumis aux fluctuations des marchés et l'investisseur pourrait ne récupérer qu'un montant inférieur à celui qu'il a investi.

Des frais de conservation annuels, ou droits de garde, peuvent être prélevés par votre teneur de compte. Ils varient d'un établissement à l'autre. Pour les connaître, veuillez-vous en informer.

Ce document vous est fourni à la condition qu'il ne constituera pas une base primaire à des investissements. Tout investissement devrait être le fruit d'une décision suffisamment éclairée et avertie.