



Rédigée le 2 mai 2024

MARKET OVERVIEW MAI 2024

Par Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

INFLATION ET SAISON DES RÉSULTATS

Le thème dominant du mois d'avril reste sans conteste la trajectoire de l'inflation dans la mesure où elle détermine le futur des politiques monétaires des banques centrales. Les nouvelles sont plutôt mitigées aux États-Unis : dans le long processus de désinflation observé depuis le pic de 2022, le dernier kilomètre pour atteindre l'objectif de 2% des autorités monétaires semble bien le plus difficile à parcourir. Alors qu'au mois de janvier les marchés anticipaient six baisses des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine (Fed) durant l'année 2024, les attentes ne portent plus à présent que sur une ou deux réductions de 0,25% chacune. Si les marchés obligataires pâtissent logiquement d'une réévaluation des attentes concernant les taux directeurs (hausse des taux nominaux et réels en dollar), les indices boursiers font montre d'une grande résistance, soutenus par la perspective d'une reprise de l'activité économique mondiale et les débuts rassurants de la saison des résultats trimestriels.

DES SÉRIES STATISTIQUES QUI NE REMETTENT PAS EN CAUSE LES TENDANCES DE FOND

Aux États-Unis, la trajectoire de la désinflation semble vouloir marquer une pause. Si les indices les plus suivis par la banque centrale américaine ne sont que très légèrement supérieurs au consensus pour le mois de mars (*Personal Consumption Expenditures price index* PCE et PCE sous-jacent - hors alimentation et énergie - en hausse de respectivement 2,7% et 2,8% sur un an, alors que le consensus des économistes était inférieur de 0,1% dans les deux cas), **c'est bien la composante prix des « services hors logement » qui pose problème puisqu'elle se stabilise à 3,5% sur un an**. Nous sommes donc loin de l'objectif de 2% pour la composante la plus corrélée avec les salaires, et qui a un impact important dans une économie développée essentiellement tournée vers les services. L'inflation encore soutenue dans les services est d'ailleurs un phénomène général qui est également observé en Europe. Fort logiquement, à l'occasion de son dernier FOMC du 1^{er} mai (comité de politique monétaire), la Fed a réitéré sa volonté de postposer toute décision de baisser ses principaux taux d'intérêt directeurs. Compte tenu du dynamisme de l'économie américaine (croissance réelle du produit intérieur brut au 1^{er} trimestre de 1,6% en rythme annualisé, la demande domestique privée - hors variation des stocks - toujours tonique atteignant + 3,1%), elle n'a aucune raison objective de se presser pour détendre les conditions financières, comme nous l'avons déjà expliqué à de multiples reprises dans nos précédentes notes. Nous insistons néanmoins sur le fait que la banque centrale américaine reste sereine face aux tendances de fond. Les éléments favorables sont toujours bien présents, à savoir les gains de productivité et la modération salariale (que renforce une forte immigration que l'économie américaine est parfaitement capable d'absorber) qui permettent de freiner les coûts unitaires de production. Bien qu'il faille

reconnaître que les chiffres récents étaient un peu décevants (premières estimations qui seront toutefois révisées par la suite), la progression lissée sur un an des coûts unitaires de production n'atteint que 1,8%, ce qui est compatible avec le scénario d'un retour de l'inflation à 2% à moyen terme. Surtout, le redressement des taux nominaux et réels des dernières semaines (taux réel - après inflation anticipée - à 10 ans en dollar autour de 2,2% contre une fourchette de 1,6 à 1,8% en janvier) contribue au durcissement des conditions financières, et joue comme un régulateur de l'activité économique en contribuant à renforcer le scénario d'atterrissage en douceur de l'économie (*soft landing*).

Du côté de la zone euro, dont l'économie plutôt médiocre s'avère toutefois moins mauvaise que prévu (redressement des indicateurs avancés, stabilisation des marchés immobiliers et du crédit, bonne tenue des pays du sud), **la Banque centrale européenne (BCE) semble toujours attachée à une première baisse de ses principaux taux directeurs dès le mois de juin**. Du point de vue macroéconomique, alors que la désinflation permet d'anticiper une légère amélioration de la consommation, la BCE reconnaît que la croissance économique de la zone euro manque cruellement de moteurs puissants (faiblesse des gains de productivité, atonie du cycle d'investissement). En outre, les politiques budgétaires n'ont plus autant d'impact sur l'activité que dans le passé récent. La modération des discours de la BCE et la perspective de baisse des taux d'intérêt à court terme sont à présent bien intégrées par les marchés financiers (trois baisses de taux de 25 points de base - 0,25% - attendues d'ici la fin de l'année). La BCE s'apprête ainsi à mener une politique monétaire divergente par rapport à la Fed.



UNE SAISON DES RÉSULTATS PLUTÔT RASSURANTE

Nous notons pour commencer que la hausse des taux d'intérêt nominaux et réels - après inflation anticipée - en dollar n'a eu qu'un impact limité sur les marchés boursiers américains et mondiaux. Néanmoins, les secteurs les plus sensibles à la hausse des rendements obligataires à long terme ne sont plus les moteurs des indices. Depuis le début de l'année, les principaux indices des valeurs technologiques américains performant d'ailleurs moins bien que les indices mieux diversifiés sur le plan sectoriel. Les niveaux de valorisation très généreux atteints en début d'année par les leaders de la technologie, soutenus par l'engouement pour l'intelligence artificielle (IA) générative, appelaient à une pause bienvenue dans les performances boursières. Les résultats financiers publiés du premier trimestre, même de très bonne facture, s'avèrent insuffisants pour permettre aux indices technologiques de poursuivre leur progression au même rythme que l'an dernier. **De nombreux secteurs profitent ainsi d'arbitrages sectoriels de la part des gérants d'actifs, en particulier en faveur des segments plus cycliques, dans l'industrie, les matières premières, l'énergie et le secteur bancaire. Nous saluons au passage la très bonne performance des marchés de la zone euro** dont les gains depuis le début de l'année n'ont rien à envier à ceux des indices américains, lorsque l'on met de côté le renchérissement du dollar face à l'euro. La surpondération des marchés européens dans les segments réputés « value » et cycliques explique en partie cette bonne performance. Les actions européennes paraissent aussi avoir retrouvé un certain attrait aux yeux des investisseurs internationaux à la recherche d'entreprises européennes qui profitent de la croissance des États-Unis et des perspectives de redressement de la conjoncture mondiale. Les actifs européens sont surtout plus faiblement valorisés par rapport à leurs concurrents américains, alors que leurs fondamentaux financiers ne sont nullement à mettre en cause.

La saison des résultats du premier trimestre, qui est déjà bien entamée outre-Atlantique, confirme jusqu'à présent notre scénario de

CONCLUSION

A ce stade, nous ne pouvons que réitérer notre conclusion du mois précédent : les marchés actions ne sont pas en phase de bulle. Les valorisations sont généreuses comparées aux marchés obligataires - surtout aux États-Unis où la prime de risque est faible - sans être excessives (rendement mondial des *free cash flows* autour de 4% contre une moyenne de 4,5% sur les vingt dernières années). De nombreux secteurs plus sensibles au cycle et le segment des petites et moyennes entreprises jouissent de valorisations attrayantes et ont commencé d'attirer les flux d'investissement sur les marchés boursiers. L'Europe reste globalement peu chère ainsi que certaines régions émergentes. L'engouement au départ indiscriminé pour l'IA générative

base d'un *soft landing* suivi d'une reprise cyclique plus tard dans l'année. Les consensus bénéficiaires à présent stabilisés sont devenus plus crédibles (bénéfices attendus en progression de 9% aux États-Unis et de +4,3% en Europe en 2024). **Les actions restent toujours soutenues par la dynamique des profits et la perspective d'un rebond cyclique des résultats plus marqué à partir de la fin de l'année.** Cette dynamique permet aux indices d'absorber la hausse des taux d'intérêt à long terme (impact actuariel sur les valorisations théoriques). A l'occasion des publications des résultats du premier trimestre, les secteurs industriels les plus sensibles au cycle économique confirment que le point bas de l'activité manufacturière est très probablement dépassé (stocks au plus bas, redressement progressif des carnets de commande en vue). **Du côté des valeurs technologiques, les investisseurs apprennent parfois à leurs dépens que le déploiement à grande échelle de l'IA générative exige une forte hausse des dépenses d'investissement de la part des acteurs qui désirent conserver une position de leader.** En guise d'illustration, après Alphabet dont la génération de *free cash flow* avait déçu le trimestre dernier, c'est au tour de Meta d'être sanctionné par les marchés à l'occasion de la publication de ses derniers résultats trimestriels. Les performances boursières des valeurs technologiques ne sont pas exemptes de volatilité. On notera également les prises de profits dans le segment des semi-conducteurs (fabricants de composants et équipementiers), alors que le secteur devrait connaître une forte reprise de son activité l'an prochain, ainsi que dans les services informatiques (avertissement sur ses résultats du leader mondial Accenture suivi par plusieurs concurrents) qui souffrent d'une contraction cyclique de l'activité dans le conseil et des dépenses discrétionnaires des clients, sans toutefois remettre en cause les tendances de fond de cette industrie qui profite largement de la digitalisation de l'économie et des besoins d'accompagnement des entreprises dans le cadre du déploiement de l'IA générative.

a fait place à davantage de pondération et surtout de prudence de la part des investisseurs. Les moteurs de la hausse des marchés boursiers ne sont plus uniquement les leaders technologiques, ce qui est une bonne nouvelle. **Les perspectives bénéficiaires se sont globalement améliorées, soutenues par la stabilisation puis le début de redressement des indicateurs avancés de conjoncture. Le processus de désinflation vers l'objectif de 2% n'est pas remis en cause même si les séries statistiques peuvent induire de la volatilité à plus court terme.** Le pivot de la BCE (1^{ère} baisse des taux d'intérêt directeurs) est attendu dès le mois de juin, alors que la Réserve fédérale fait preuve de davantage de prudence sans remettre en cause son scénario de base.

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'acquiescer/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.