PURE CAPITAL
INDEPENDENT ASSET MANAGEMENT

Rédigé le 3 juin 2025

MARKET OVERVIEW JUIN 2025

Par Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

LA GUERRE COMMERCIALE EST-ELLE UNE AFFAIRE CLASSÉE ?

Le chaos du mois d'avril a fait place à davantage de calme sur les principales places financières mondiales. Les marchés boursiers ont fortement rebondi depuis le désormais célèbre « jour de libération » du 2 avril (présentation théâtrale par Donald Trump des droits de douane réciproques) ; le principal indice mondial en hausse de 5% depuis le 1er janvier (en dollar, mais en baisse de 4% en euro) tutoie ses plus hauts niveaux de l'année. Malgré les inquiétudes sur la trajectoire du déficit budgétaire fédéral, les tensions sur les marchés obligataires américains se sont atténuées – le taux de rendement de l'emprunt du Trésor à 10 ans (4,40%) est inférieur à son niveau du début d'année. Alors que la légalité de la politique tarifaire de la Maison-Blanche est contestée devant les tribunaux, les investisseurs espèrent toujours que les négociations entre les États-Unis et ses partenaires commerciaux débouchent sur des accords dont les conséquences éventuellement négatives restent limitées pour l'économie mondiale.

LES INVESTISSEURS SONT-ILS DANS LE DÉNI ?

Nous ne pouvons que nous réjouir du fort rebond des indices boursiers et du retour au calme après la tempête du mois avril, rebond aidé en partie par une saison des publications des résultats trimestriels des entreprises de bonne facture, notamment aux États-Unis (marges bénéficiaires toujours proches des plus hauts), un point clé pour justifier les multiples de valorisation qui demeurent historiquement élevés. Même si les incertitudes tarifaires resteront élevées d'ici au 9 juillet, date de la fin de la suspension des tarifs réciproques, et alors que les déclarations de Donald Trump quasi quotidiennes n'aident en rien à établir avec précision un scénario macroéconomique probable pour les prochains mois, les investisseurs ont décidé de garder la tête froide. Les fondamentaux de l'économie américaine ne montrent pas de signes probants d'affaiblissement. Les gérants de fonds d'investissement internationaux hésitent ainsi à « parier » contre cette économie et surtout contre la bourse de New York et ses stars, notamment dans le contexte de la révolution technologique de l'intelligence artificielle (IA). Tout au plus observons-nous un début de réallocation des actifs financiers en faveur des actions internationales. Les actifs européens peu chers en relatif profitent du plan de relance allemand (environ 1 000 milliards d'euros déployés sur les dix prochaines années) conduit par la nouvelle coalition au pouvoir qui rompt avec l'immobilisme des années Merkel. Chose peu commune ces dernières années, les actions européennes, en hausse d'environ 8% depuis le début de l'année, surperforment nettement les indices américains. Nous notons au passage le retour à meilleure fortune des petites capitalisations boursières trop longtemps pénalisées par le désintérêt des investisseurs pour cette classe d'actifs jugée peu liquide – argument qui peut faire sourire face à l'engouement pour le *private equity* –, et trop exposée à l'économie européenne. La surrèglementation de l'UE n'a pas aidé ; la disparition de nombreux courtiers spécialisés dans les petites valeurs en témoigne. Les marchés émergents plus faiblement valorisés (surtout en Asie hors Inde) attirent également les capitaux à la recherche d'une meilleure diversification géographique – les États-Unis pèsent pour près de 65 à 70% des principaux indices mondiaux.

L'observateur extérieur pourrait qualifier de superbe déni l'attitude des investisseurs qui refuseraient de prendre en compte la volonté de l'Administration Trump de remettre sérieusement en question les dernières décennies de développement des États-Unis, au risque de fragiliser à court terme les fondamentaux d'une économie jusqu'à présent florissante. La guerre commerciale touche pourtant de plein fouet le consommateur américain, pierre angulaire de la croissance économique du pays. Alors qu'il est de plus en plus probable que les revenus tirés des droits de douane ne permettront pas de financer les nouvelles largesses budgétaires en matière de réductions d'impôts, les déficits publics alimentent les craintes sur la dette fédérale – inquiétudes sans doute excessives car la Réserve fédérale, prêteur en dernier ressort, est toujours prête à agir en cas de crise financière. Dans ce contexte anxiogène, il serait somme toute logique que les investisseurs revoient à la hausse la prime de risque exigée sur les actifs américains (hausse des taux d'intérêt réels des obligations émises par le Trésor pour compenser le risque devise et la détérioration des finances publiques, diminution des multiples de valorisation des actions américaines pour revenir, par exemple, à la moyenne des dix dernières années, soit 18,5 fois les résultats attendus à douze mois contre 21 aujourd'hui). Ce n'est pas ce que nous observons. Certes, le dollar s'est affaibli et l'or continue de grimper, mais ce que l'on a

Pure Capital S.A., société de gestion régulée par la CSSF (Luxembourg)
www.purecapital.eu | info@purecapital.eu

Siège social Luxembourg
2 rue d'Arlon, L-8399 Windhof | T : +352 26 39 86

Succursale Belgique
Sneeuwbeslaan 20, B-2610 Wilrijk | T: +32(0)3 246 04 65

coutume d'appeler l'exceptionnalisme de l'économie américaine n'est pas remis sérieusement en question. Les investisseurs internationaux manquent sans doute d'alternatives sérieuses aux actifs libellés en dollar et gardent en mémoire la formidable surperformance de la bourse de New York sur les quinze dernières années, ce que nous pouvons qualifier d'effet d'inertie. Les actifs émergents souffrent régulièrement de questions de gouvernance publique et l'UE a besoin de confirmer son réveil récent provoqué par la brutalité de Donald Trump à son égard depuis son arrivée à la Maison-Blanche (poursuite des efforts de simplification initiés avec les directives Omnibus, impact réel des préconisations du rapport de Mario Draghi sur la compétitivité au niveau des politiques publiques). **La décote des actions mondiales vis-à-vis des États-Unis ne pourra être résorbée que si la dynamique bénéficiaire relative leur devient plus favorable. Cette hypothèse est peut-être davantage crédible aujourd'hui, surtout en Europe à partir de l'année prochaine (premiers effets tangibles du plan de relance allemand).**

LES MARCHÉS D'ACTIONS PROFITENT DE LA SAISON DES RÉSULTATS ; LE RETOUR DE L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE (IA)

Pour revenir brièvement sur les publications des résultats du 1er trimestre, nous devons reconnaître que les performances des sociétés américaines sont de très bonne facture. La croissance des bénéfices trimestriels sur un an dépasse 13% pour le principal indice, une performance très supérieure au consensus (+7% attendus à fin mars) et qui ne repose pas uniquement sur les « Sept Magnifiques » dont les résultats progressent tout de même de 28%, soit un rythme qui excède largement les 16% prévus par la communauté des analystes avant le début des publications. Les leaders américains de la technologie (plus particulièrement Microsoft, Meta et Alphabet) ont donc fait mieux que simplement rassurer, et confirment leur supériorité par rapport au reste du monde, même si l'épisode DeepSeek (nouvel acteur chinois dans l'IA générative dont les produits n'ont rien à envier aux grands modèles de langage américains tels que ChatGPT) et les annonces de Pékin dans le segment des semi-conducteurs destinés à l'IA générative (communiqués récents du géant Huawei) ont démontré que la course au leadership technologique ne fait que commencer.

Nous pouvons d'ailleurs remarquer que les thèmes d'investissement liés à l'IA et plus généralement aux technologies numériques ont été mis entre parenthèses depuis le déclenchement de la guerre commerciale et les premières craintes d'une bulle d'investissement prête à éclater, inquiétudes qui pour le moment n'ont pas trouvé d'échos probants dans les publications des plans d'investissement des *hyperscalers* (leaders du *cloud*) et des autres acteurs de l'IA. Les dépenses d'investissement dans l'IA générative pour l'année en cours sont même supérieures aux prévisions du début d'année. **Or, nous ne saurions trop insister sur l'importance que revêt selon nous le déploiement rapide et à très grande échelle de technologies susceptibles de doper les gains de productivité et par conséquent la croissance potentielle de l'économie.** Nous insistons sur ce point capital depuis longtemps : les valorisations tendues des marchés boursiers ne peuvent être justifiées que dans l'hypothèse où les marges bénéficiaires demeurent élevées et que la croissance bénéficiaire reste solide, proche de 10% l'an. Les incertitudes liées à la politique tarifaire de la Maison-Blanche fragilisent cependant les perspectives de croissance économique à court terme, et donc celles de progression des bénéfices des entreprises. Celles-ci freinent ou reportent leurs projets de développement et les nouvelles embauches, alors que les ménages ont tendance à modérer leur consommation en faveur de l'épargne. Même si Donald Trump s'en tient à un tarif moyen de l'ordre de 12 à 13 %, soit environ quatre à cinq fois le niveau moyen du mandat précédent de Joe Biden, ce qui est assez proche du consensus, l'impact sur la croissance économique américaine et par conséquent sur les résultats des entreprises ne sera nullement marginal (environ 0,5% pour le produit intérieur brut). Les politiques de dérégulation (notamment dans les secteurs bancaire et énergétique) et les promesses de baisse d'impôts pourraient s'avérer insuffisantes pour restaurer la confiance des agents économiques. Selon les économistes du groupe ODDO BHF, le scénario de tarifs moyens à 15% combiné à la forte contraction de l'immigration de main d'œuvre déjà observée et qui a joué un rôle essentiel dans le dynamisme du pays dans le passé récent représenteraient un choc de 1% sur le produit intérieur brut (PIB) à horizon de deux ans ! L'apport de l'IA et plus généralement de la digitalisation des activités économiques est donc fondamental pour redonner du tonus aux entreprises. **De ce point de vue, alors que les enjeux environnementaux et sociétaux ne peuvent être négligés, c'est-à-dire les externalités négatives, l'éventuelle inaptitude de l'IA (pas seulement générative) à doper significativement la productivité des entreprises serait sans doute un scénario beaucoup plus inquiétant pour les marchés financiers que les seules tensions commerciales.** Aux États-Unis, le consensus de croissance bénéficiaire pour l'exercice 2025 (+9%) et la valorisation pour le moins exigeante des valeurs technologiques reflètent parfaitement l'optimisme des investisseurs sur cette question. Les marges de sécurité sont donc minces, mais à ce stade nous restons convaincus que la révolution de l'IA n'est qu'à ses débuts et sera à terme un puissant moteur d'amélioration de la croissance potentielle de l'économie.

CONCLUSION

Seule une allocation d'actifs bien équilibrée est en mesure de traverser sans dommage cette période d'incertitudes qui malgré l'accalmie observée est loin d'être terminée. La récente décision du tribunal du commerce international des États-Unis qui remet en cause la légalité des droits de douane généraux (notamment les droits réciproques et le tarif minimum de 10%) mis en place par Donald Trump semble rebattre sérieusement les cartes. Si la Cour suprême devait finalement confirmer cette décision qui porte sur les prérogatives constitutionnelles du président et du Congrès en matière de commerce international, Donald Trump aura toujours la liberté d'appliquer des tarifs plus ciblés par secteur d'activité (par exemple dans l'automobile, l'acier ou les semi-conducteurs). Notons que les droits imposés à la Chine ne semblent pas menacés en vertu de la législation sur les partenaires commerciaux jugés « déloyaux ». L'affaire est donc loin d'être close.

Pure Capital S.A., société de gestion régulée par la CSSF (Luxembourg)
www.purecapital.eu | info@purecapital.eu

Siège social Luxembourg
2 rue d'Arlon, L-8399 Windhof | T : +352 26 39 86

Succursale Belgique
Sneeuwbeslaan 20, B-2610 Wilrijk | T: +32(0)3 246 04 65

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.

Pure Capital S.A., société de gestion régulée par la CSSF (Luxembourg)
www.purecapital.eu | info@purecapital.eu

Siège social Luxembourg
2 rue d'Arlon, L-8399 Windhof | T : +352 26 39 86

Succursale Belgique
Sneeuwbeslaan 20, B-2610 Wilrijk | T: +32(0)3 246 04 65