

Rédigé le 1^{er} septembre 2025

MARKET OVERVIEW SEPTEMBRE 2025

Par Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

LES BELLES PROMESSES DE LA RENTRÉE

Jusqu'à présent, les investisseurs ont accueilli avec enthousiasme le flux des nouvelles de cet été. Les clarifications apportées sur les tarifs douaniers américains (malgré un niveau moyen élevé), la saison des résultats des entreprises qui démontre que la monétisation des investissements dans l'intelligence artificielle (IA) est déjà une réalité (du moins pour les leaders de la technologie), le discours du président de la Réserve fédérale (Fed), Jerome Powell, à l'occasion du Symposium des banquiers centraux de Jackson Hole qui annonce une baisse des taux directeurs lors du prochain *Open Market Committee* (16-17 septembre), le redressement des indicateurs avancés manufacturiers dans la zone euro, et plus particulièrement en Allemagne (plan de relance), et pour finir ce rapide tour d'horizon les espoirs – bien que ténus – de règlement (ou de gel) du conflit en Ukraine sont autant de soutiens aux indices boursiers (nouveaux records à Wall Street). Les investisseurs font-ils preuve de complaisance ? Les niveaux de valorisation des actions et des marchés du crédit (obligations à haut rendement) ne reflètent plus aucun risque de récession. Nous allons tenter de répondre à cette question alors que les incertitudes sont loin d'être négligeables.

ET SI TRUMP GAGNAIT SON PARI ?

Cette question est volontairement provocatrice, mais elle n'est pas absurde compte tenu de la hausse d'environ 10% des principaux indices de la bourse de New York depuis le 1^{er} janvier (en dollar), et la légère décreue des taux d'intérêt à long terme en dollar (taux réel souverain à 10 ans inférieur à 2%). Malgré les avertissements de la communauté des économistes attachés aux vertus du libre-échange, la remise en cause du modèle américain de développement économique par Donald Trump et son Administration ne semble plus perçue comme une ineptie clownesque de nature à faire basculer les marchés financiers dans le chaos.

Du côté des tarifs douaniers, le taux moyen appliqué aux exportations à destination des États-Unis est à présent d'environ 20% (le niveau le plus élevé depuis 1933, et contre moins de 2,5% en janvier), soit un taux proche des appréhensions les plus sombres des investisseurs au printemps, puisque le taux moyen basé sur les tarifs réciproques présentés au début du mois d'avril (« jour de libération ») était de 23% ! Comment dès-lors continuer d'affirmer que Trump a reculé ? L'approche transactionnelle et bilatérale de la Maison-Blanche, qui a pour objectif d'obtenir des concessions par la menace et le chantage, a clairement produit des résultats. En guise d'illustration, nous notons l'abandon de la section 899 du programme budgétaire (menace de taxation pour les investisseurs non-résidents issus de pays étrangers accusés de pratiques commerciales et fiscales déloyales) en échange de l'abandon du taux minimum mondial de 15% prévu par l'OCDE pour les entreprises américaines. Non, Donald Trump n'est pas un « TACO » (acronyme pour « *Trump always chickens out* »), soit un

dégonflé selon les propos d'un éditorialiste du Financial Times au printemps dernier.

Le cas de l'Union européenne illustre parfaitement les rapports de force. Bruxelles a finalement abandonné l'idée d'utiliser son arme de dissuasion massive durant la négociation (l'instrument anti-coercition dans les services numériques et financiers qui présentent un déficit commercial de plus de 100 milliards d'euros avec les États-Unis), et a refusé d'exiger la réciprocité dans l'accès aux marchés publics. Bruxelles a accepté pratiquement toutes les demandes de Donald Trump, y compris en matière d'achats de produits énergétiques – pour des quantités invraisemblables – et d'équipements militaires au mépris de la désormais nécessaire politique d'autonomie stratégique de l'Union, et ce sans aucune contrepartie, hormis le refus d'exonérer les plateformes technologiques américaines du respect des normes imposées par les directives DSA (*Digital Services Act*) et DMA (*Digital Market Act*) sur les services et marchés numériques – on reconnaît bien là l'attachement viscéral des Européens à la régulation et aux normes, « tout est perdu fors l'honneur » aurait dit le roi de France François 1^{er}. L'UE a voulu éviter une coûteuse guerre commerciale, selon les propos d'Ursula von der Leyen. Pourtant, un tarif de 15% sur les exportations européennes à destination des États-Unis (avec quelques exemptions mais toujours 50% sur l'acier et l'aluminium), contre des droits nuls pour les importations de biens industriels américains et un accès préférentiel pour les produits agricoles, peut difficilement être considéré comme un triomphe, en dépit de menaces de tarifs plus sévères, notamment sur le secteur automobile. Alors qu'elle en a les ressources (un marché de

450 millions de consommateurs, une épargne domestique abondante), l'Union ne semble toujours pas prête à assumer une réelle politique de puissance à l'instar de la Chine (qui n'hésite pas à recourir à son arme favorite des terres rares). La promesse absolument ubuesque d'investissements directs européens aux États-Unis (550 milliards d'euros sur trois ans, sans détails) est à l'opposé des préconisations du rapport Draghi qui milite pour que l'épargne du Vieux Continent soit prioritairement dirigée vers ses propres besoins dans les infrastructures, la technologie, la recherche, l'enseignement..., secteurs auxquels nous pouvons ajouter nos capacités militaires de dissuasion. Mais surtout, quel message a donc envoyé la Commission européenne à destination des autres partenaires commerciaux ? Si les principes du multilatéralisme défendus par l'OMC sont bien enterrés par les États-Unis, l'insigne faiblesse de l'UE invite le reste du monde, plus particulièrement la Chine, à considérer ce continent comme une entité politique molle qui accepte de céder au chantage. **La présidente de la Commission insiste sur le choix délibéré de la stabilité et de la prévisibilité au lieu de l'escalade et de l'affrontement. Quel degré de prévisibilité pouvons-nous accorder à un accord commercial signé avec Donald Trump qui ne se privera pas de le remettre en cause à la moindre occasion (cf. ses récents commentaires peu amènes à propos des directives européennes sur les services numériques) ?** Nous signalons pour terminer que la probabilité d'un rejet de l'accord par le Parlement européen n'est pas nulle.

Les marchés boursiers ont néanmoins décidé d'acter avec enthousiasme la baisse des incertitudes induite par les accords commerciaux – même si tout n'est pas réglé pour autant, puisque les États-Unis ont décidé de prolonger pour nonante jours supplémentaires le moratoire sur les droits de douane sur les importations en provenance de Chine, et que les tensions sont toujours vives avec l'Inde –, **plutôt que de s'inquiéter des inévitables répercussions sur le commerce mondial et la consommation des ménages américains.** Car les tarifs douaniers doivent bien être considérés comme une taxe qui détruit de la demande en rognant le revenu disponible des consommateurs. Au taux moyen de 20%, les rentrées fiscales théoriques (importations en dollar inchangées) s'élèveraient à 2,2% du produit intérieur brut (PIB), contre 0,35% avant 2025, soit un choc équivalent à la croissance potentielle de l'économie américaine ! **Jusqu'à présent, les investisseurs optimistes saluent la bonne résistance de l'activité mondiale avec un rythme de croissance un peu sous la barre des 3% par an en volume** et des performances économiques légèrement supérieures aux attentes pour le deuxième trimestre. **De plus, pour le moment, ce n'est pas le consommateur final américain qui paye l'essentiel de la facture**, car au deuxième trimestre les entreprises et les importateurs ont absorbé respectivement 60% et 10% des droits de douane. **Bénéficiant de marges bénéficiaires historiquement très élevées, les entreprises préfèrent de loin étaler dans le temps les effets de la hausse des tarifs plutôt que de provoquer une brutale contraction de la demande.** Donald Trump leur en sait gré ! Cependant, les effets négatifs se feront inévitablement sentir dans le temps, sans doute dès la rentrée. Déjà au 1^{er} semestre, la croissance des dépenses de consommation (70% du PIB) a ralenti à 1,0% (taux annualisé), soit un rythme deux fois inférieur à celui du 1^{er} semestre

2024. **La consommation est en effet impactée par la forte contraction de l'immigration et la baisse induite des créations d'emploi.** Mais le pire est sans doute à venir, ce qui justifie tout de même un minimum de prudence. Sur la base des tarifs actuels, l'impact négatif sur la croissance économique américaine à douze mois avoisinerait 0,3 à 0,4% (source : Les Cahiers Verts de l'Economie). Le consensus des économistes pour l'an prochain est une progression du PIB en volume d'à peine 1,6%.

Dans ces conditions, il est difficile d'être franchement optimiste sur la bourse de New York pour les prochains mois : sa prime de risque dérisoire n'offre aux investisseurs aucune marge de sécurité en cas de déceptions sur le front économique (multiple de valorisation cours/bénéfices attendus à douze mois supérieur à 22 !). Elle ne prend nullement en compte, par exemple, les risques réels de politisation de la Fed (pressions sur son président, récente nomination de Stephen Miran au Conseil des gouverneurs, favorable à un dollar faible et à une réforme renforçant les prérogatives de la Maison-Blanche ; limogeage contesté de Lisa Cook). La prime de risque n'a pas bougé d'un iota lorsque Donald Trump a congédié la directrice du Bureau des statistiques du travail (*Bureau of Labor Statistics*), suite à des chiffres de l'emploi jugés par lui décevants, pour la remplacer par un *trumpiste* convaincu, de quoi inquiéter sur la pertinence et le sérieux des statistiques nationales futures.

Et pourtant, tout n'est pas si noir. La progression des profits des entreprises américaines demeure solide (+10% attendus en 2025). **La monétisation de l'IA, formidable promesse de gains de productivité, a déjà commencé** : les grands leaders de la technologie ont publié des résultats encourageants en la matière et supérieurs aux attentes (notamment Microsoft, Meta Platforms, Alphabet...), alors que l'IA agentique, qui va diffuser ses effets dans l'ensemble de l'économie, n'est qu'à ses débuts. **Ensuite, le programme budgétaire *One Big Beautiful Bill Act*, adopté par le Congrès américain au début du mois de juillet, ne serait pas si neutre que cela du point de vue de son impact sur la croissance économique, notamment à propos des nouvelles règles d'amortissement des investissements des entreprises qui pourraient se traduire par un taux effectif d'imposition très inférieur au taux légal de 21%.** Selon les économistes de la banque d'investissement Piper Sandler, le taux effectif pourrait atteindre 12% et dynamiser le cycle d'investissement des entreprises aux États-Unis, conformément à l'objectif de la Maison-Blanche. Toujours selon Piper Sandler, l'impact sur la croissance en volume du PIB serait de +1,1% à horizon fin 2026, compensant dans une large mesure la faiblesse attendue de la consommation domestique. Pour finir, **un dernier facteur positif pour l'économie et pas des moindres est la dérégulation du secteur bancaire (allègement des contraintes en capital) qui devrait assouplir les conditions financières et doper ainsi la croissance, par l'accompagnement du cycle d'investissement du secteur privé.** Alors que les marchés financiers intègrent à présent deux baisses des taux directeurs de la Réserve fédérale d'ici la fin de l'année, cet environnement est plutôt favorable aux actifs risqués en général et aux actions américaines en particulier, lorsque les péripéties politiques sont bien sûr mises de côté.

POLITIQUE MONÉTAIRE : LA BCE EST-ELLE TROP RESTRICTIVE ?

Qu'en est-il de l'Europe, un an après la publication du célèbre rapport Draghi ? Commençons par pointer les bonnes nouvelles : la clarification sur les tarifs américains (reflux des incertitudes pour les exportateurs), les prix du pétrole, la modération salariale (vers 2% pour la hausse des salaires négociés attendue au 1^{er} semestre 2026 dans la zone euro, qui suggère une décélération des prix dans les services au cours des prochains trimestres) et la hausse de l'euro qui contribuent à la poursuite de la désinflation, et en retour à l'amélioration des revenus réels des ménages, au plus grand bonheur de la Banque centrale européenne (BCE), le redressement des indicateurs avancés d'activité manufacturière soutenus par le plan de relance allemand et le programme de l'UE dans la défense, et pour finir la boussole de compétitivité (réveil européen après des années d'errance stratégique). Du côté des mauvaises nouvelles, nous soulignons les droits de douane (-0,2 à -0,3% d'impact à douze mois sur le PIB de la zone euro), la croissance de l'activité qui demeure globalement médiocre (consensus 2026 à peine supérieur à 1% dans la zone euro), le retour du risque politique français (cf. infra), le sentiment général que l'UE est beaucoup trop lente dans la mise en œuvre de sa politique de compétitivité (directives Omnibus) et de soutien à la productivité, alors que l'histoire s'accélère, ce que Mario Draghi a récemment rappelé – avec davantage de véhémence que dans son célèbre rapport – à l'occasion d'une conférence à Rimini. L'UE reste un monstre producteur de normes difficile à manier, et dont le marché intérieur reste trop fragmenté dans les services.

La BCE est-elle alors exagérément restrictive en matière de politique monétaire ? Son taux de facilité de dépôt est actuellement de 2% et est considéré comme un niveau neutre par le Conseil des gouverneurs (un niveau qui ne freine ni ne stimule la demande). Après huit baisses de taux (de 4 à 2%), le consensus ne s'attend qu'à une seule diminution à horizon douze mois, ce qui semble peu alors que la croissance potentielle à long terme reste médiocre, autour de 1%. Cette

CONCLUSION

Dans un monde devenu plus chaotique, sur quelles certitudes pouvons-nous construire nos allocations d'actifs pour les prochains mois ? Premièrement, et c'est sans doute une réelle surprise pour les investisseurs les plus expérimentés, ce chaos ne se traduit pas par un surcroît de volatilité des marchés, ni par une hausse des primes de risque. Le décrochage du début du mois d'avril a été passager, rapidement gommé par les indices boursiers. Le poids des gestions passives et des fonds indiciaires expliquent probablement cette inertie. Les actions sont désormais plutôt chères, surtout aux États-Unis, et reflètent déjà les attentes élevées de croissance bénéficiaire du consensus. Ensuite, la Réserve fédérale va très probablement baisser ses taux directeurs, ce qui cependant n'empêchera pas la faiblesse de la consommation domestique frappée par les tarifs douaniers et le fort ralentissement des créations d'emploi lié au tarissement des flux migratoires. Le cycle d'investissement sur le territoire américain devrait néanmoins se renforcer, favorisé par la dérégulation bancaire, la politique fiscale et les incitations de Washington à destination des entreprises étrangères, en pratiquant le chantage aux tarifs douaniers si nécessaire. L'IA continuera de diffuser ses effets positifs dans l'économie (redressement de la productivité). L'UE devra absolument passer à la vitesse supérieure alors que la France confirme son statut peu enviable d'homme malade de l'Europe. La BCE pourrait finalement

question est parfaitement légitime, alors que les surcapacités industrielles chinoises qui ont davantage de difficultés à atteindre les ports des États-Unis se déversent en Europe, contribuant à la désinflation, et que le rythme de progression des prix dans les services, qui dépasse encore son niveau pré-Covid, ralentit grâce à la modération salariale. **Sommes-nous confrontés à un nouvel aveuglement de la part de la BCE, comme avant l'arrivée de Mario Draghi à sa tête en 2011 en pleine crise des dettes souveraines, ou plus simplement à de la légèreté de la part d'une institution qui est restée passive face à la brutale appréciation de la parité euro/dollar, en hausse de 12% depuis le début de l'année ?** Les commentaires de quelques responsables de la BCE semblent indiquer que le niveau de 1,20 dollar pour un euro deviendrait problématique. C'est un appel aux marchés financiers à tester les réelles intentions de l'institution de Francfort !

Le retour du chaos politique en France (chute prochaine quasi certaine du gouvernement Bayrou dans un contexte de crise budgétaire), l'homme malade de l'Europe, est de nature à perturber grandement les calculs de la BCE. L'Europe ne peut se permettre une nouvelle crise des dettes souveraines. Toutefois, le poids électoral des partis extrêmes dans le paysage politique français semble rendre impossibles les réformes indispensables à une remise en ordre des finances publiques. Avec un taux d'intérêt à long terme qui dépasse à présent le taux de croissance nominal de l'économie et un déficit public attendu autour de 6% du PIB en 2025, la France court le risque d'un effet boule de neige, c'est-à-dire d'une perte de contrôle de son endettement. La BCE, dont le mandat ne porte que sur l'inflation – contrairement à la Réserve fédérale qui surveille également l'emploi –, aurait tort de ne pas prendre au sérieux les risques de rechute économique de la zone euro et ses effets déflationnistes.

passer d'une politique monétaire neutre à une politique plus expansionniste alors que l'inflation continue de reculer.

L'environnement actuel milite pour davantage de prudence (faiblesse des primes de risque), mais si une consolidation des marchés boursiers serait logique et même souhaitable, il serait hasardeux de ne voir que la bouteille à moitié vide. L'évolution générale des taux d'intérêt est plutôt favorable aux marchés financiers et l'économie mondiale ne montre aucun signe de décrochage remettant en cause la trajectoire des profits des entreprises. Jusqu'à présent, les résultats du secteur technologique lié à l'IA démontrent l'absence d'une bulle financière comparable à celle d'internet à la fin des années 1990. En outre, les investisseurs gardent en mémoire les crises récentes qui ont démontré la formidable capacité d'adaptation du secteur privé (pandémie, perturbations dans les chaînes logistiques, crise énergétique...). Cette capacité d'apprentissage et de transformation des organisations évoque d'ailleurs les modèles statistiques sur lesquels repose l'IA dont l'aide au secteur privé sera déterminante dans ces temps incertains.

En guise de conclusion, nous réitérons notre conseil de diversification, et soulignons les thèmes d'investissement qui resteront

porteurs dans les prochains mois, tels que l'IA et ses effets sur les gains de productivité, le redressement industriel des États-Unis, le plan de relance budgétaire allemand, ainsi que l'effort – inédit depuis la chute

du mur de Berlin – de renforcement des capacités de défense de l'Occident.

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.