



Rédigée le 3 novembre 2023

MARKET OVERVIEW

Par Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

DANS L'ATTENTE DU SIGNAL D'ACHAT

Le mois d'octobre est marqué par la guerre au Proche-Orient et la saison des résultats des entreprises du 3^{ème} trimestre. Alors que les taux d'intérêt à long terme tant nominaux que réels ont quelque peu reflué, les résultats publiés alimentent les révisions à la baisse des consensus bénéficiaires pour le restant de l'année 2023 et l'année 2024. Les marchés boursiers pourraient avoir atteint leur point bas.

CRISE GÉOPOLTIQUE AU PROCHE-ORIENT

Alors que la guerre en Ukraine bat son plein, une nouvelle crise est venue s'ajouter aux incertitudes géopolitiques mondiales. L'attaque surprise contre Israël a alimenté les craintes concernant l'équilibre des marchés de l'énergie en cas d'escalade incontrôlable dans la région. Les prix des hydrocarbures, déjà soutenus par la volonté de l'OPEP de limiter sa production pétrolière, restent à des niveaux élevés, le cours du baril de Brent de la mer du Nord retrouvant ses niveaux de l'automne 2022 autour de 90 dollars. **La question posée par les investisseurs est celle du risque d'une nouvelle crise énergétique comparable à celle qui toucha de plein fouet l'économie mondiale lors du déclenchement des opérations militaires russes en Ukraine au printemps 2022.** A ce stade, nous n'adoptons pas le scénario du pire. L'Iran est sans aucun doute la pierre angulaire de cette crise. Son attitude dans les prochaines semaines sera déterminante. Or, Téhéran a probablement déjà atteint deux objectifs essentiels. D'une part, la guerre entre Israël et le Hamas fragilise les accords d'Abraham en contribuant au retournement des opinions publiques contre les gouvernements qui soutiennent un rapprochement avec Israël, en particulier au sein du monde arabe sunnite. D'autre part, l'intensité de la riposte israélienne, sans doute espérée par l'Iran, dégrade un peu plus l'image d'Israël au sein du monde occidental, en particulier dans les milieux progressistes, et détache davantage l'Occident du « Sud global » (tout comme la guerre en Ukraine grâce au travail de sape de la Russie dans un tout autre contexte). L'Iran ira-t-il plus loin ? Rien n'est moins sûr, car les prochaines décisions de Téhéran seront tributaires de sa politique intérieure et de sa volonté de ne pas fragiliser

un régime déjà secoué par la crise économique qui touche durement les classes populaires (sanctions occidentales), et par les propensions à la contestation et à la révolte de sa jeunesse éduquée. Nous ne voyons pas l'intérêt de l'Iran à privilégier le scénario d'une escalade militaire incontrôlable en ouvrant de nouveaux fronts. Le récent rapprochement diplomatique avec l'Arabie saoudite (sous l'égide de la Chine) semble confirmer la pertinence de notre analyse.

Même si à ce stade nous ne retenons pas le scénario d'une conflagration générale, cette crise nous invite évidemment à la plus élémentaire prudence. Elle doit aussi nous amener à réfléchir aux solutions offertes par les marchés pour parer à toute éventualité. Nous pensons par exemple au renforcement éventuel des positions en obligations gouvernementales de longue maturité qui peuvent jouer efficacement leur rôle de valeurs refuges (un taux à 10 ans en baisse de 2% correspond à environ 20% de *return* à douze mois pour le bon du Trésor en dollar), ou encore au poids du secteur énergétique dans l'allocation d'actifs alors que l'influence grandissante des gestions qualifiées d'ESG (acronyme pour « *Environmental, Social, and Governance* ») conduit à une sous-valorisation de marché excessive de nombreux acteurs de l'industrie du gaz et du pétrole. D'autres actifs sont également susceptibles de mieux absorber un éventuel choc. Nous conseillons pour le moins de garder une bonne diversification au sein des portefeuilles, y compris s'agissant de l'exposition aux devises.

LES DEUX CONDITIONS POUR DÉCLENCHEUR UN MARCHÉ HAUSSIER

Selon nous, les marchés actions sont proches d'atteindre un point bas ou l'ont déjà atteint selon les indices. Après avoir exprimé une opinion prudente durant l'été, nous sommes redevenus plus optimistes à un horizon douze à dix-huit mois. Le lecteur trouvera cet optimisme pour le moins déplacé compte tenu de la situation économique générale (indicateurs avancés a priori peu encourageants,

en particulier en Europe, frappée d'atonie) et de l'environnement géopolitique anxiogène. C'est oublier un peu vite le rôle de machine à anticiper joué par le marché boursier. Les investisseurs portent déjà leur attention sur 2024 et le prochain rebond cyclique.

Deux conditions doivent être remplies pour que les marchés d'actions retrouvent des couleurs. La première est la fin de la hausse des taux d'intérêt à long terme, plus particulièrement des taux réels. La seconde est la fin du processus de révision à la baisse des bénéfices estimés des sociétés qui accompagnera la conviction que les indicateurs avancés de conjoncture ont bien atteint leur plancher. La première condition est en passe d'être remplie. Après avoir testé à plusieurs reprises le niveau de 5%, le rendement de l'obligation du Trésor à 10 ans en dollar est redescendu autour de 4,60%. Le taux réel à long terme qui avoisinait 2,5% à la mi-octobre s'est stabilisé autour de 2,2%. Les taux longs européens ont également légèrement reflué. Le taux moyen des émissions obligataires en euro d'entreprise de qualité *investment grade* est repassé sous la barre des 4,4% après avoir dépassé 4,70%. En résumé, les taux d'intérêt à long terme qui impactent la valeur théorique des actions font mine de se stabiliser, voire même de refluer quelque peu. Le mois dernier, nous avions affirmé que les niveaux des taux longs étaient plutôt conformes à des hypothèses macroéconomiques raisonnables et offraient dès lors des niveaux d'achat attrayants sur les marchés obligataires. Le mois d'octobre semble nous avoir donné raison.

Nous pouvons bien évidemment être surpris par ce léger reflux des taux longs aux États-Unis compte tenu de la vigueur de la croissance économique au 3^{ème} trimestre expliquée par la solidité du marché de l'emploi (rythme de croissance des dépenses de consommation au plus haut depuis sept trimestres !) et la politique fiscale (effets des plans de soutien, déploiement du programme *Inflation Reduction Act*). Cependant, les bonnes nouvelles ne sont pas absentes : la modération de l'inflation salariale (essentielle dans les services) et la baisse du taux de marge bénéficiaire des entreprises américaines (1% d'impact sur le recul de l'inflation, reflet de la fin de la période de « *greedflation* », cf. note du mois d'octobre) contribuent grandement à la poursuite du processus de désinflation. La hausse des taux longs a fait le reste en durcissant davantage les conditions financières et permettant à la Réserve fédérale de stopper son cycle de hausse des taux directeurs (fourchette des Fed Funds à 5,25% - 5,50%). Certes, son président Jérôme Powell a récemment insisté sur le long combat contre l'inflation, l'objectif de 2% d'inflation annuelle étant loin d'être atteint. Mais le retour à une politique monétaire conventionnelle (celle d'avant la crise financière des *subprimes*) n'exclut pas un assouplissement monétaire en 2024, peut-être déjà l'été prochain. En tout cas, l'indice des prix à la consommation PCE, très suivi par la Fed, renforce notre optimisme puisqu'il atteint 2,4% au 3^{ème} trimestre (variation annualisée par rapport au 2^{ème} trimestre), son rythme le plus faible depuis le 4^{ème} trimestre 2020 ! Du côté de la zone euro, la BCE reconnaît le caractère vigoureux de la hausse des taux transmise aux conditions financières et son impact sur la croissance économique. Même si l'inflation n'est toujours pas satisfaisante, nous notons la poursuite de la modération dans les services. Les enquêtes dans le monde des entreprises semblent accréditer l'idée que la désinflation concerne à présent tous les secteurs d'activité. Si la Réserve fédérale sera la première à diminuer ses taux directeurs, la BCE finira par suivre (fin 2024 ?).

Venons-en à présent à la seconde condition. Alors que la croissance mondiale continue de ralentir, les indicateurs avancés de conjoncture semblent bien avoir atteint un plancher. Le secteur manufacturier, le premier à connaître la récession l'hiver dernier avec l'envolée des prix énergétiques en 2022 et le déstockage massif chez

les clients après les tensions dans les chaînes logistiques, montre les premiers signes d'amélioration dans les enquêtes de conjoncture, surtout du côté américain. Les services qui avaient mieux résisté prendront davantage de temps pour rebondir. La bonne tenue des marchés de l'emploi et la hausse des revenus réels des ménages sous l'effet de la désinflation soutiendront la consommation (phénomène déjà bien visible aux États-Unis). La croissance européenne est certes atone mais dépend beaucoup de la reprise de la demande mondiale (nouvel affaiblissement de l'activité observé dans les pays mercantilistes). Le creux de l'activité est attendu cet hiver. La Chine est par contre toujours empêtrée dans ses problèmes structurels ; sa contribution à la croissance mondiale sera plus faible à l'avenir malgré le soutien accru des pouvoirs publics.

Du côté des profits des entreprises, la saison des publications des résultats trimestriels, globalement en ligne voire un peu supérieure aux attentes, s'accompagne d'une remise à jour des prévisions pour le 4^{ème} trimestre et déjà dans une certaine mesure pour 2024. Les révisions à la baisse du consensus sont plus franches du côté européen dont les indices sont davantage pondérés en secteurs cycliques. Il nous faut admettre que la faible valorisation des actifs européens (à peine 12 fois les résultats attendus à douze mois contre 18 fois outre-Atlantique) ne les protège pas des déceptions. Le phénomène de révision est toutefois visible aux États-Unis puisque le consensus qui prévoyait en septembre 8% de croissance bénéficiaire agrégée annuelle pour le 4^{ème} trimestre ne s'attend plus aujourd'hui qu'à 4%. Les attentes pour 2024 sont néanmoins encore optimistes (+12% contre +0,6% pour l'année 2023). Les secteurs réputés sensibles au cycle économique sont naturellement les plus impactés : consommation discrétionnaire, valeurs financières et immobilier, secteurs industriels et matériaux de base. Nous notons cependant la stabilisation du taux de marge bénéficiaire moyen des entreprises américaines sur les douze derniers mois (12%, soit le niveau d'avant pandémie), ce qui est déjà une bonne nouvelle après la dégringolade depuis le sommet de mi-2022 (fin de la période de « *greedflation* », cf. note du mois d'octobre). En résumé, même si le processus de révision à la baisse des estimations bénéficiaires n'est pas terminé, les investisseurs ont déjà bien intégré le scénario de ralentissement de cet hiver.

Il reste la question de l'allocation. Que faut-il acheter ? Les marchés américains continuent d'attirer les investisseurs malgré sa cherté relative. Attention toutefois à l'illusion entretenu par les leaders technologiques. Equipondéré et non pas construit sur la base des capitalisations boursières, le principal indice de la cote américaine affiche une performance nulle depuis le 1^{er} janvier ! Dans un environnement normalisé en termes de politiques monétaires et de taux d'intérêt réels avec un consensus économique qui cesse de se dégrader, l'Europe, les secteurs cycliques et les plus petites capitalisations boursières méritent d'être regardés de près. Le rebond récent des indices boursiers a d'ailleurs démontré la pertinence de cette analyse lorsque l'aversion au risque diminue.

CONCLUSION

Après plusieurs mois de prudence sur les marchés boursiers, nous pensons que les principaux indices sont sur le point ou ont déjà atteint leurs points bas, et méritent dès lors d'être regardés de près. Certes, les analystes financiers n'ont pas entièrement terminé leur travail de révision à la baisse de leurs prévisions bénéficiaires, surtout s'agissant de l'année 2024. **Cependant, le léger reflux des taux d'intérêt réels, les bonnes nouvelles sur le front de l'inflation aux États-Unis et la stabilisation des indicateurs avancés de conjoncture militent**

pour davantage de prise de risque, tant en termes de duration dans les portefeuilles obligataires qu'en termes d'exposition aux actions. Le haut niveau d'incertitude créera des moments de faiblesse qui offriront autant d'occasions d'achat à bon compte. Il est bien évidemment impossible de prévoir le point de retournement des marchés. Le rebond des indices boursiers du début du mois de novembre, plutôt vigoureux et profitant à l'ensemble de la cote, indique toutefois que les investisseurs ont plus à perdre en regardant passer le train.

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.