

Perspectives

Analyse des marchés financiers

Introduction

En 2024, Perspectives a eu 35 ans. D'une publication (quasi-)mensuelle, nous sommes passés à une publication trimestrielle, mais l'objectif est toujours resté le même : analyser le contexte économique et financier et en tirer des conclusions en termes de décisions d'investissement.

Le monde a beaucoup changé et l'analyse du cycle économique classique est devenue moins importante dans un environnement marqué par le vieillissement de la population, un endettement public très important et un nouvel ordre géopolitique.

Sur les marchés financiers, l'obsession avec la performance relative a pris des proportions inquiétantes. Alors qu'en théorie, les décisions d'investissement sont censées être prises de manière rationnelle, en pratique elles sont motivées par la peur de sous-performer un indice auquel on semble attribuer la science infuse.

Les grands indices boursiers sont aujourd'hui souvent tirés par un nombre limité de valeurs. Leur hausse n'est dès lors pas nécessairement représentative pour le comportement des actions dans leur ensemble. De nombreux indices sont proches de leur plus-haut, de nombreux titres ne le sont pas. Ceci plaide clairement pour une gestion active.

En tant que gérant actif, BLI - Banque de Luxembourg Investments va dorénavant davantage encore utiliser Perspectives comme véhicule pour expliquer les choix effectués à l'intérieur de nos gestions. L'idée étant que la qualité de nos décisions d'investissement devrait être jugée sur la base des arguments qui nous ont amenés à les prendre. En même temps, Perspectives passera à une périodicité semestrielle.

Dans le présent numéro, nous avons essayé de revenir sur les éléments structurels qui marquent le nouvel environnement auquel nous sommes confrontés et leurs implications pour les marchés financiers.

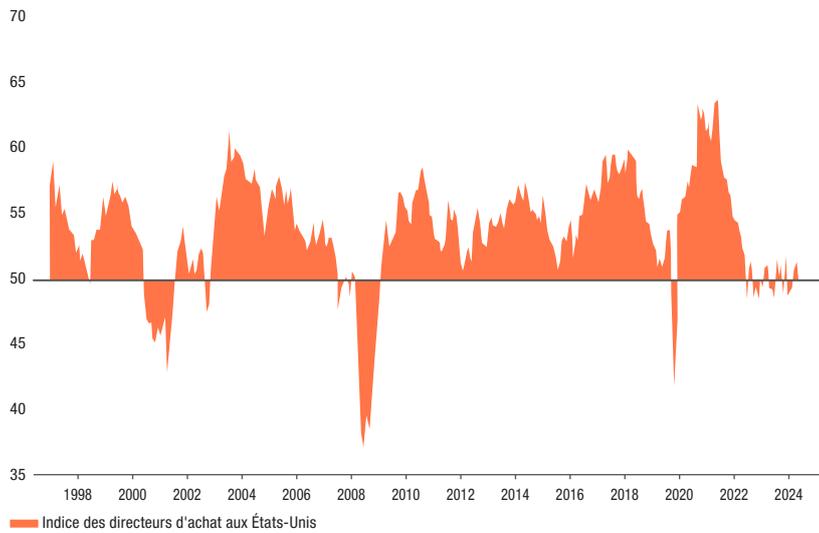
Visitez notre site internet

www.bli.lu

Une publication de

BLI - Banque de Luxembourg Investments

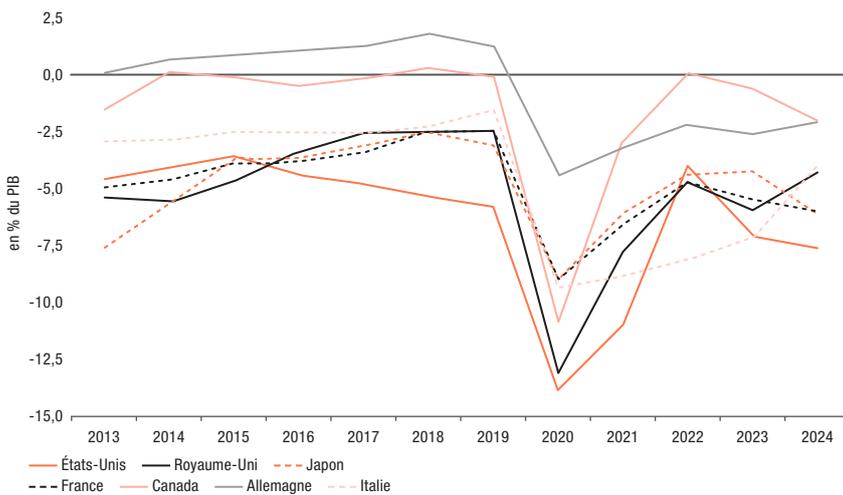
DES INDICATEURS ÉCONOMIQUES BEAUCOUP MOINS VOLATILS



Source : Piper Sandler

Les interventions continues des autorités monétaires et fiscales depuis la crise financière font en sorte que le cycle économique classique a en grande partie disparu. D'autant plus que les économies modernes sont fortement basées sur les services, beaucoup moins cycliques que l'industrie. A cela s'ajoute le fait que sous la nouvelle administration Trump, l'économie risquera d'être utilisée comme un outil géopolitique, plutôt que d'être considérée comme une fin en soi. La poursuite de la croissance stable de l'économie mondiale ne saurait toutefois dissimuler sa fragilité intrinsèque et ses déséquilibres profonds.

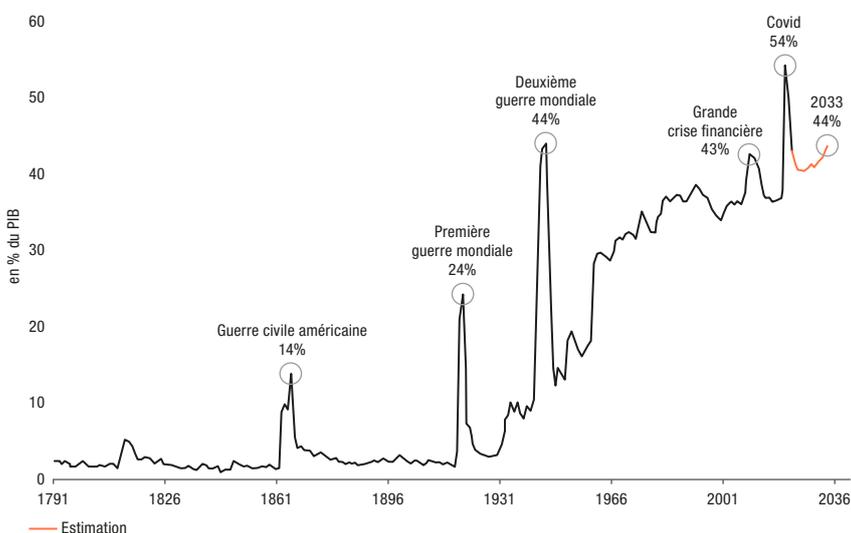
DÉFICITS BUDGÉTAIRES DES PAYS DU G7



Source : Gavikal Research/Macrobond

La tendance vers des dépenses publiques et des déficits budgétaires de plus en plus élevés semble inarrêtable à l'heure actuelle. La boîte de Pandore, qui a été ouverte avec les transferts sociaux lors de la pandémie, sera difficile à refermer. Malgré quelque quatre années de reprise économique, 5 des 7 pays du G7 ont aujourd'hui des déficits budgétaires supérieurs à 4 % de leur Produit Intérieur Brut (PIB).

DÉPENSES PUBLIQUES AMÉRICAINES DEPUIS 1791



Source : BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

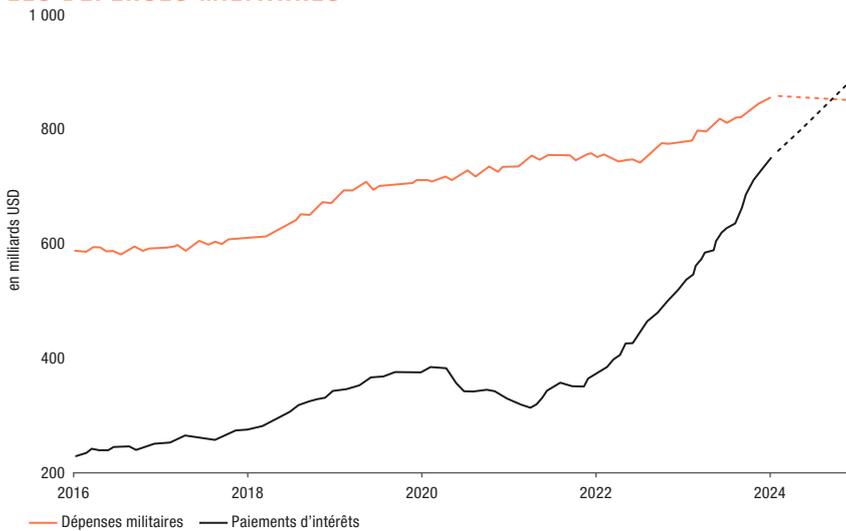
La situation précaire des finances publiques dans la plupart des pays industrialisés sera encore renforcée par les tendances démographiques. A moins de modifier l'âge de la retraite, la population active continuera à diminuer, entraînant une baisse des recettes fiscales (sauf forte hausse de la productivité) et une augmentation de la part des dépenses publiques qui devront être consacrées au financement des retraites.

UN ENVIRONNEMENT PLUS INFLATIONNISTE

Faible inflation (2001-2020)	Inflation plus élevée (2021-...)
<ul style="list-style-type: none"> • Mondialisation • Politiques fiscales restrictives • Excédent de ressources (main d'œuvre et matières premières) 	<ul style="list-style-type: none"> • Tensions géopolitiques • Politiques fiscales expansionnistes • Déficit de ressources (tant en termes de main d'œuvre que de matières premières)

De nombreux facteurs à l'origine de l'environnement de faible inflation des dernières décennies disparaissent progressivement. Le monde semble être passé d'une offre excédentaire à une pénurie de ressources, qu'il s'agisse de main-d'œuvre ou de matières premières, à un moment où bon nombre de programmes publics (réarmement, relocalisation, transition énergétique) sont à forte intensité en matières premières et en main-d'œuvre. La volonté de rapatrier les chaînes de production et de réindustrialiser les économies occidentales entraînera également des pressions inflationnistes, du moins dans un premier temps.

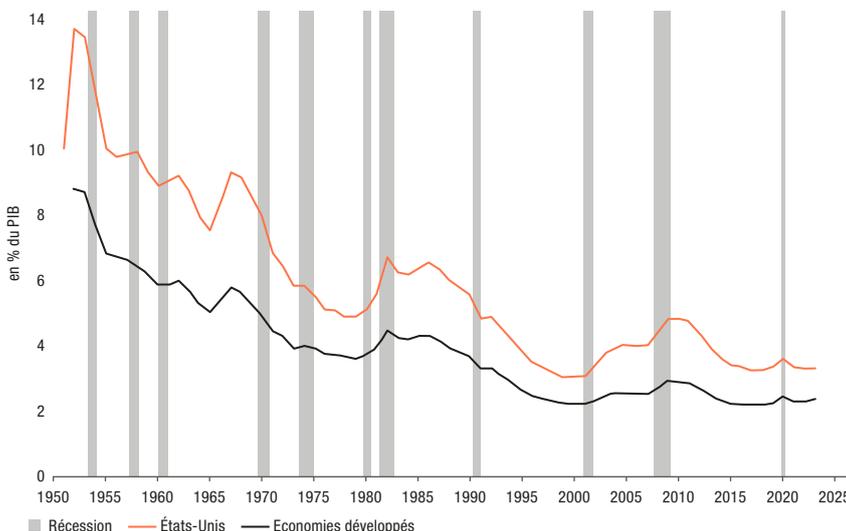
AUX ÉTATS-UNIS, LE COÛT DE LA DETTE VA BIENTÔT DÉPASSER LES DÉPENSES MILITAIRES



Source : Evercore ISI

Aux deux mandats traditionnels de la Réserve fédérale - inflation contenue et emploi maximal - sont venus s'ajouter deux mandats supplémentaires : permettre au gouvernement américain de se financer à un coût raisonnable et soutenir le marché boursier, véhicule privilégié pour le financement des retraites et de plus en plus au centre de l'économie. Par le passé, une nette détérioration de la conjoncture a souvent entraîné une forte baisse des actions. Depuis le début de ce siècle, la relation s'est inversée : ce sont les fortes baisses du marché boursier qui ont entraîné les récessions.

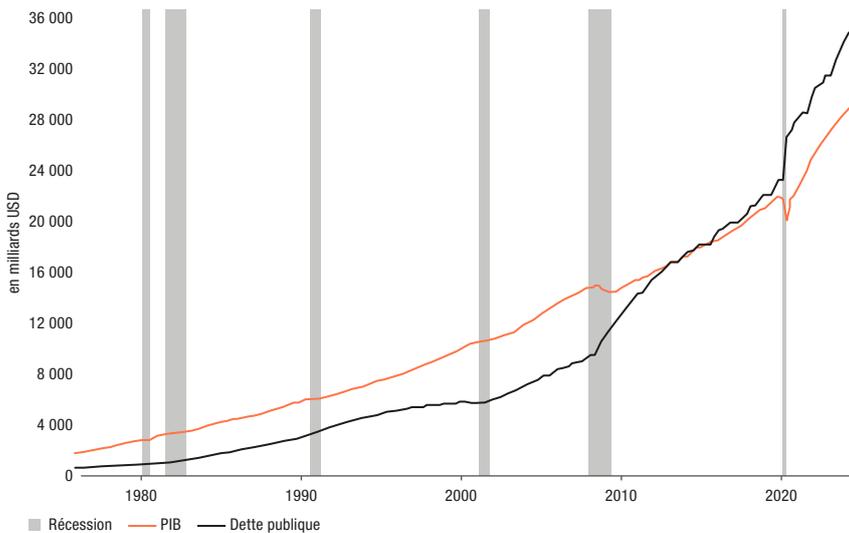
DÉPENSES MILITAIRES EN % DU PIB



Source : Minack Advisors

De ce qui précède il découle que l'objectif de 2 % en matière d'inflation n'est plus vraiment d'actualité. Ou plutôt que ce chiffre de 2 % constitue un plancher, plutôt qu'un plafond. Le fait que la banque centrale américaine ait baissé son taux directeur de 100 points de base en 2024, malgré une inflation qui est restée autour de 3 %, l'illustre bien. La combinaison de pressions sur les banques centrales pour maintenir les taux à un niveau bas et de pressions à la hausse sur l'inflation conduira à une nouvelle baisse des taux réels.

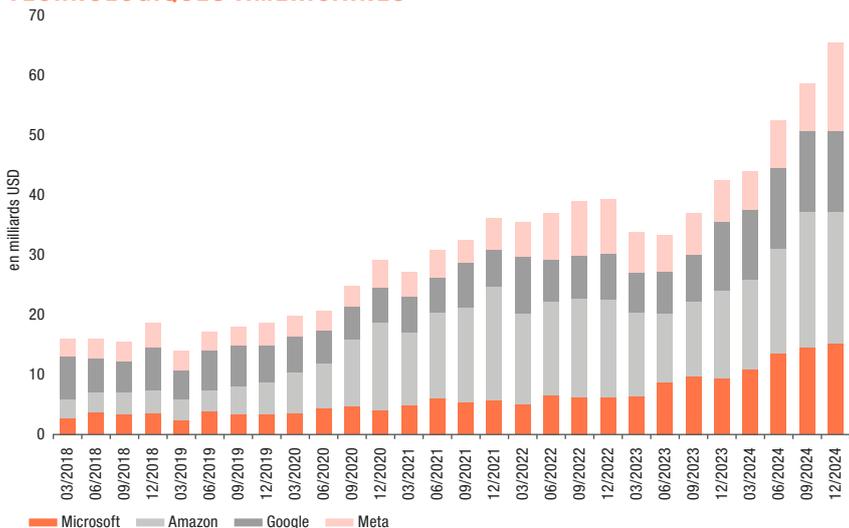
DETTE PUBLIQUE ET PIB AUX ÉTATS-UNIS



Source : Treasury, Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of St. Louis

Les niveaux d'endettement public actuels ont atteint des sommets qui, par le passé, n'avaient été observés qu'en période de guerre. L'examen des précédents historiques montre que la réduction de tels niveaux d'endettement repose systématiquement sur une combinaison d'inflation durablement élevée et de taux d'intérêt artificiellement bas, créant ainsi des taux d'intérêt réels négatifs sur une longue période. À des niveaux d'endettement aussi élevés, une politique d'austérité ou une hausse de la fiscalité, visant à réduire directement le montant de la dette, devient impraticable, car ces deux éléments étouffent la croissance économique.

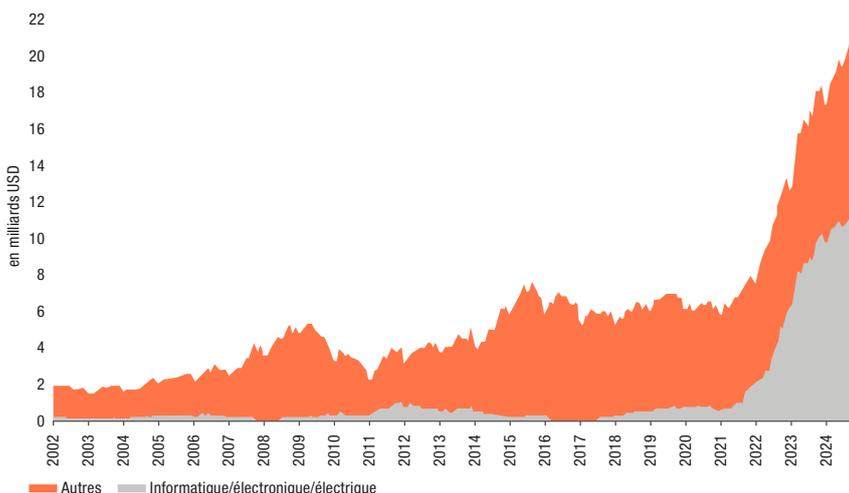
DÉPENSES D'INVESTISSEMENT DES GRANDES SOCIÉTÉS TECHNOLOGIQUES AMÉRICAINES



Source : Bloomberg

Le développement technologique jouera un rôle essentiel dans l'avenir de l'économie mondiale. Dans un contexte de diminution de la population active, une hausse de la productivité est le seul moyen d'arriver à une croissance réelle soutenue. L'automatisation et la digitalisation agiront par ailleurs comme freins aux pressions inflationnistes. Il sera dès lors important de voir les promesses de l'Intelligence artificielle se concrétiser rapidement.

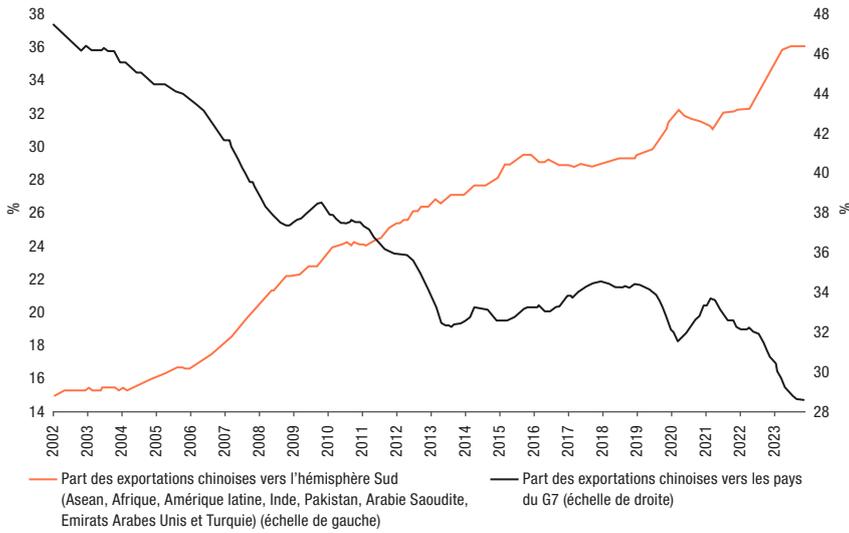
DÉPENSES DU SECTEUR PRIVÉ POUR LA CONSTRUCTION DE SITES DE PRODUCTION AUX ÉTATS-UNIS



Source : US Census Bureau, Bloomberg

Dans le monde occidental, la période allant de la grande crise financière de 2008 à la pandémie de 2020 a été caractérisée par un niveau historiquement bas des investissements privés. Malgré des marges bénéficiaires élevées et les conditions de financement très avantageuses, les entreprises hésitaient à accroître leurs capacités de production et privilégiaient la rémunération de leurs actionnaires. Cette tendance pourrait changer dans les années à venir avec la nécessité de sécuriser les chaînes d'approvisionnement et de moderniser des infrastructures vieillissantes. Un redémarrage durable des investissements apparaît comme une condition indispensable pour corriger les déséquilibres économiques actuels.

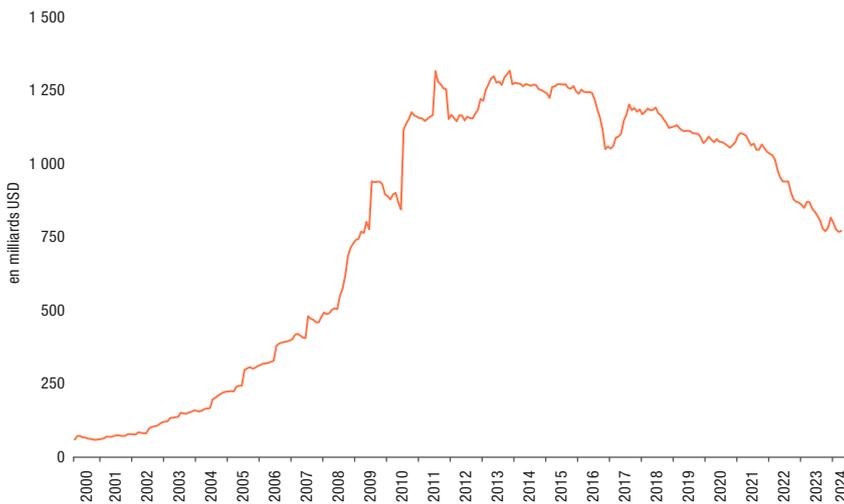
EXPORTATIONS CHINOISES PAR DESTINATION



Source : CEIC, General Administration of Customs, Jefferies

Le monde unipolaire qui avait suivi la fin de la guerre froide et entraîné la globalisation fait de plus en plus place à un monde multipolaire constitué de blocs de pays basés sur des modèles économiques et/ou idéologies politiques. La Chine veut mettre en place une alternative au système financier de Bretton Woods, basé sur le dollar et les emprunts d'Etat américains. Elle a ainsi signé des accords commerciaux permettant des transactions en renminbi avec plusieurs partenaires et entrepris des initiatives majeures, telles que la création de la Banque asiatique d'investissement pour les infrastructures en 2014 et le lancement de la Nouvelle Route de la Soie, visant à réduire la dépendance aux institutions financières internationales dominées par les États-Unis.

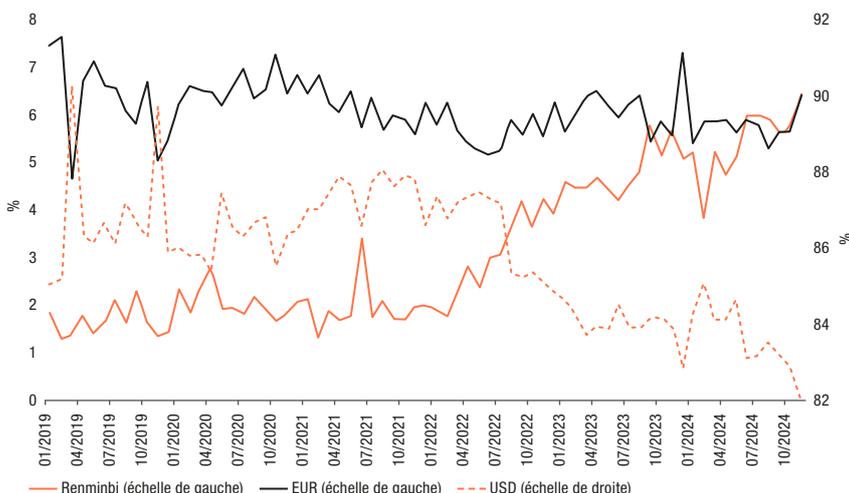
EMPRUNTS D'ETAT AMÉRICAINS DÉTENUS PAR LA CHINE



Source : Macrobond/Bloomberg

L'osmose entre les États-Unis et la Chine a clairement été rompue. Cette osmose voyait la Chine enregistrer un surplus commercial important avec les États-Unis et recycler les dollars qui en résultaient en emprunts d'Etat américains. Ce mécanisme a profité aux deux puissances : tandis que la Chine soutenait son développement industriel, les États-Unis bénéficiaient de taux d'intérêt bas et de coûts de production réduits grâce à la délocalisation vers l'Asie. Cet équilibre tacite a commencé à vaciller lorsque les États-Unis ont perçu la montée en puissance de la Chine comme une menace à leur hégémonie.

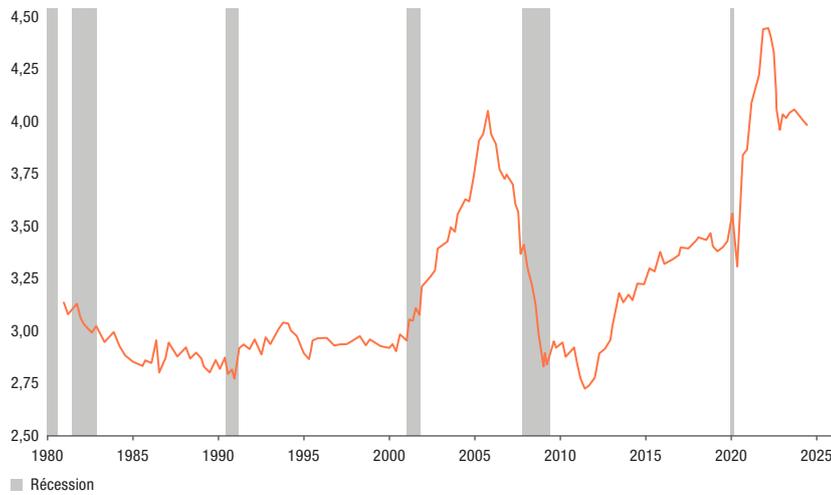
PART DES DEVISES DANS LES FINANCEMENTS PAR SWIFT



Source : SWIFT

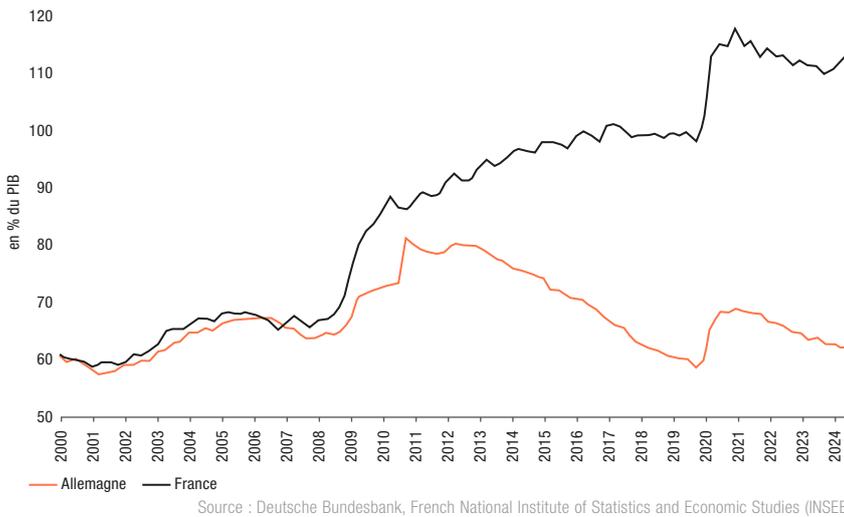
Le démantèlement de l'ordre actuel aurait des répercussions majeures sur les flux de capitaux et d'investissements à l'échelle mondiale. Un tel démantèlement reste cependant complexe pour les deux parties. L'Occident est fortement dépendant de la Chine pour la production de nombreux biens même essentiels et aura besoin d'investissements massifs pour rapatrier ces chaînes de production. La Chine dépend des marchés occidentaux pour écouler ses produits. Les modalités concrètes d'une désintégration du système actuel sont dès lors difficiles à imaginer.

COÛT D'UNE MAISON DIVISÉ PAR LE SALAIRE MÉDIAN AUX ÉTATS-UNIS



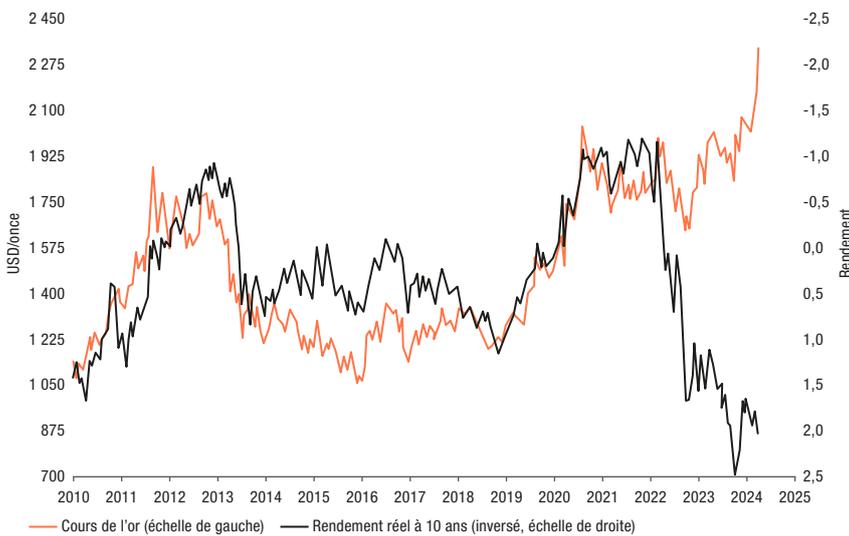
A l'intérieur de la plupart des pays, les inégalités sociales continuent d'augmenter et expliquent la montée du populisme. La reprise postpandémie a avantagé un cercle restreint de bénéficiaires au détriment d'une majorité de plus en plus désenchantée. Aux États-Unis, au niveau des ménages, le tiers supérieur en termes de revenus est désormais à l'origine de près de 60 % des dépenses de consommation, tandis que les 10 % les plus riches en concentrent à eux seuls un quart. Les disparités sont tout aussi marquées dans le monde des entreprises. Les bénéfices records des grandes sociétés du S&P 500 tranchent avec la baisse des résultats des petites et moyennes entreprises.

DETTE PUBLIQUE DE L'ALLEMAGNE ET DE LA FRANCE



Près de 26 ans après sa création, l'euro demeure fragile, reposant sur des bases institutionnelles incomplètes. Lors de la crise de 2012, la survie de la monnaie unique a dépendu d'une intervention audacieuse de la Banque centrale européenne, qui a agi à la limite, voire au-delà, de son mandat légal. Début 2025, la monnaie unique se trouve à nouveau dans une situation critique. L'Allemagne connaît de sérieux problèmes économiques, alors que la situation fiscale de la France est particulièrement inquiétante. Tout ceci à un moment de grande instabilité politique dans les deux pays.

COURS DE L'OR ET TAUX RÉELS



Les grandes tendances séculaires déterminent de plus en plus le comportement des marchés financiers et remettent en question le prisme à travers lequel les investisseurs ont tendance à évaluer les principales classes d'actifs et les corrélations entre elles. A titre d'exemple, le cours de l'or a monté malgré la force du dollar et la hausse des taux réels et les marchés boursiers ont progressé malgré le resserrement des politiques monétaires et la hausse des taux d'intérêt à long terme.

DÉPRÉCIATION DE L'EURO CONTRE L'OR DEPUIS LE DÉBUT DE CE SIÈCLE



Source : Macrobond/Bloomberg

La hausse des marchés boursiers sur les dernières années reflète en grande partie la dépréciation des monnaies papier. Depuis le début de ce siècle, l'euro et le dollar ont ainsi perdu quelque 50 % de leur valeur en termes de pouvoir d'achat. Le prix d'un café chez Starbucks est ainsi passé de 2,5 \$ à 5,25 \$ aux États-Unis, et de 2,2 € à 4,5 - 5 € (selon les pays) dans la zone euro. La perte de pouvoir d'achat de ces monnaies est encore beaucoup plus importante en termes de prix immobilier. Les actions, en tant qu'actifs réels, ont permis à l'investisseur de contrecarrer cette perte de pouvoir d'achat.

EVOLUTION DES MARCHÉS BOURSIERS ET OBLIGATAIRES DES PAYS DU G7 DEPUIS LA PANDÉMIE



Source : Macrobond/Bloomberg

La notion que les emprunts d'Etat des pays industrialisés constituent des actifs sans risque est clairement remise en question étant donné la détérioration des finances publiques. Cette classe d'actifs sera de plus en plus pris en étau entre une offre sans cesse croissante et une demande de moins en moins présente. D'autant plus que les rendements offerts restent souvent peu attractifs, mais qu'une nette remontée de ces rendements ferait exploser le coût de la dette. La conclusion logique de ceci pourrait être le retour à des politiques d'assouplissement quantitatif de la part des banques centrales. En l'absence d'acheteurs naturels, ce seront elles qui devront acheter.

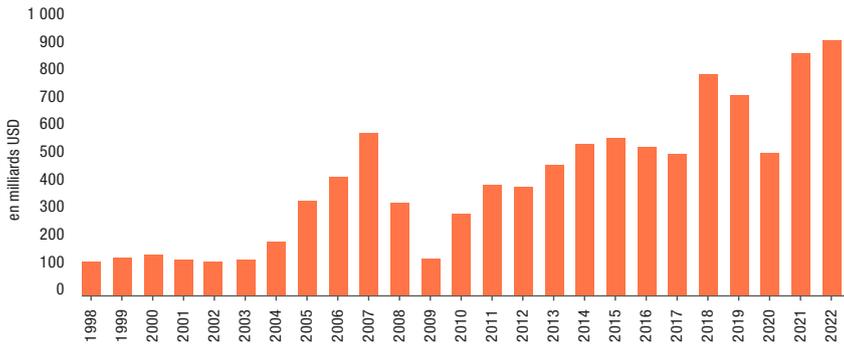
EVOLUTION DES MARCHÉS DES EMPRUNTS D'ETAT ENTRE 2022 ET 2024 : PAYS DU G7 VERSUS PAYS ÉMERGENTS



Source : Macrobond/Bloomberg

Les emprunts d'Etat des pays industrialisés peuvent par moments encore jouer un rôle tactique dans le portefeuille des investisseurs (en cas de net ralentissement conjoncturel par exemple), mais le thème principal pour les marchés obligataires dans les années à venir sera de sortir des sentiers battus. Les emprunts souverains de certains pays émergents dont la crédibilité a été renforcée par leur capacité à répondre à la succession de crises de différentes natures au cours des dernières années et par leur volonté de maintenir des politiques monétaire et budgétaire responsables peuvent constituer une piste à explorer. Pour l'investisseur non disposé à accepter la volatilité de ces emprunts, les obligations indexées sur l'inflation des pays industrialisés représentent une alternative intéressante.

RACHATS D'ACTIONNAIRES PAR LES ENTREPRISES DU S&P 500



Source : S&P Dow Jones Indices

Une simple analyse offre/demande montre que l'investisseur devrait continuer à privilégier les actions aux obligations, ou plus précisément les actions d'entreprises de qualité aux emprunts d'Etat. Avec la poursuite de déficits budgétaires élevés, l'offre de ces derniers ne fera qu'augmenter alors qu'entre fusions et acquisitions et rachats de titres, l'offre d'actions de qualité ne fera que diminuer. En tant qu'investisseur, il faudrait privilégier la rareté, plutôt que l'abondance.

QUELLES ACTIONS ACHETER ?

INVESTISSEMENT

versus

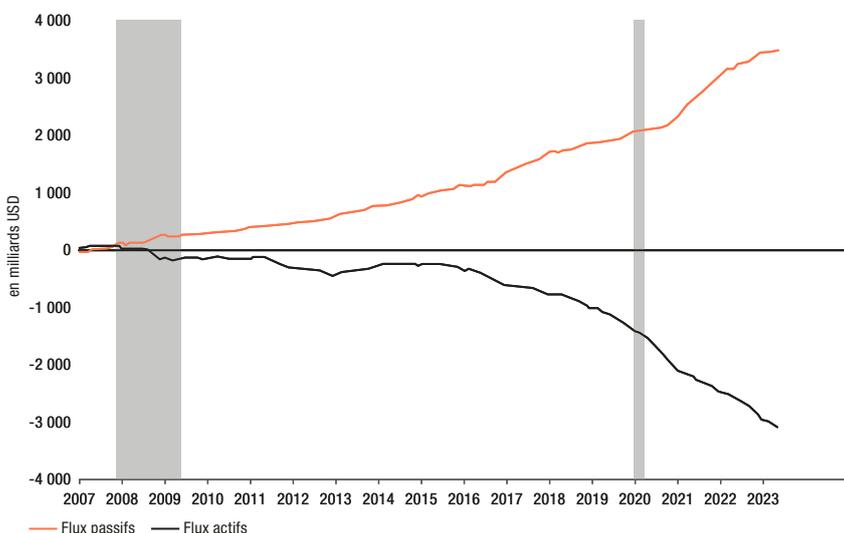
SPECULATION

Prendre une participation à long terme dans une entreprise sur base de ses fondamentaux et du prix à payer

Acheter un titre avec l'objectif de le revendre à un cours plus élevé

La question devient alors de savoir quelles actions acheter ? Pour répondre à cette question, il importe de distinguer entre investissement et spéculation. L'investissement se caractérise par l'analyse des fondamentaux des entreprises et accorde une place importante à leur valorisation. La spéculation ne s'intéresse que peu à ces éléments et est davantage concernée par le momentum, c'est-à-dire par l'achat d'un actif avec l'idée de le revendre relativement rapidement à quelqu'un d'autre pour un prix plus élevé. Nous sommes à l'heure actuelle clairement dans un environnement dominé par la spéculation.

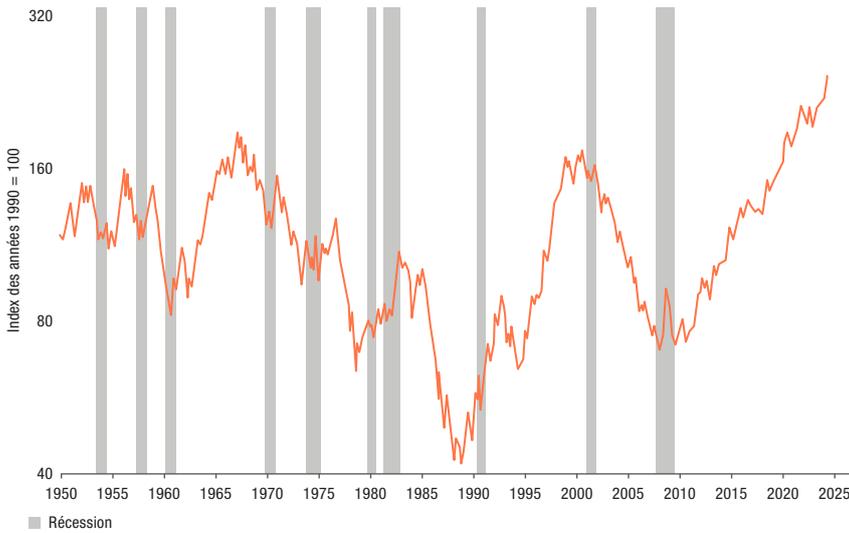
FLUX DANS LES FONDS ACTIONS



Source : Minack Advisors

L'importance prise par la gestion passive ne fait que renforcer ceci. La gestion passive est largement agnostique en matière de valorisation, l'objectif consistant à acheter des actions proportionnellement à leur poids dans un indice. Et dans la mesure où dans beaucoup de ces indices (à commencer par le S&P 500), le poids des valeurs est déterminé par leur capitalisation boursière (le nombre de titres fois le cours), les titres qui ont le plus monté attirent le plus de capitaux, entraînant un risque de surévaluation, l'inverse étant vrai pour les titres délaissés.

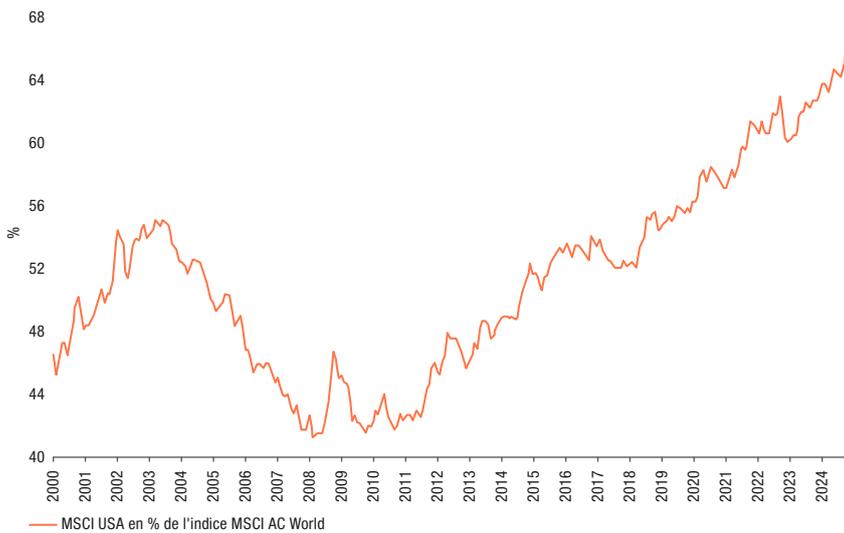
15 ANNÉES DE SURPERFORMANCE DU MARCHÉ AMÉRICAIN



Source : Minack Advisors

Deux facteurs ont contribué à la tendance vers la gestion indicielle. Tout d'abord, la situation préoccupante en matière de dette publique et de déficits budgétaires a amené bon nombre d'investisseurs institutionnels à délaisser les emprunts d'Etat en faveur des actions. En même temps, de nombreux investisseurs étrangers préfèrent recycler les dollars issus de leurs excédents commerciaux avec les États-Unis en actions plutôt qu'en obligations. On peut légitimement penser que dans la mesure où ces deux catégories d'investisseurs ne sont pas spécialisées en actions, ils ont préféré acheter l'indice, plutôt que des actions individuelles.

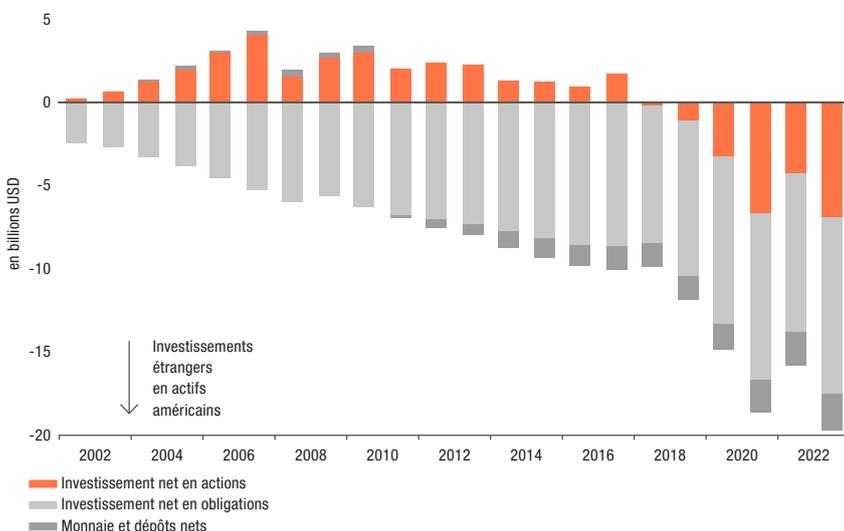
POIDS DU MARCHÉ AMÉRICAIN DANS L'INDICE MONDIAL



Source : Factset, MSCI, Jefferies

Les États-Unis comptent pour environ 20 % du Produit Intérieur Brut mondial, mais le marché américain représente près de 70 % de l'indice mondial. Un tel déséquilibre n'a plus été constaté depuis la fin des années 1980, lorsque le Japon représentait moins de 10 % du PIB mais près de 50 % de l'indice mondial. Le marché américain est devenu une part aussi importante de l'indice mondial que la question principale qu'un investisseur en actions doit se poser est de le sur- ou sous-pondérer. Et plus spécifiquement de surpondérer - ou de sous-pondérer les grandes valeurs technologiques.

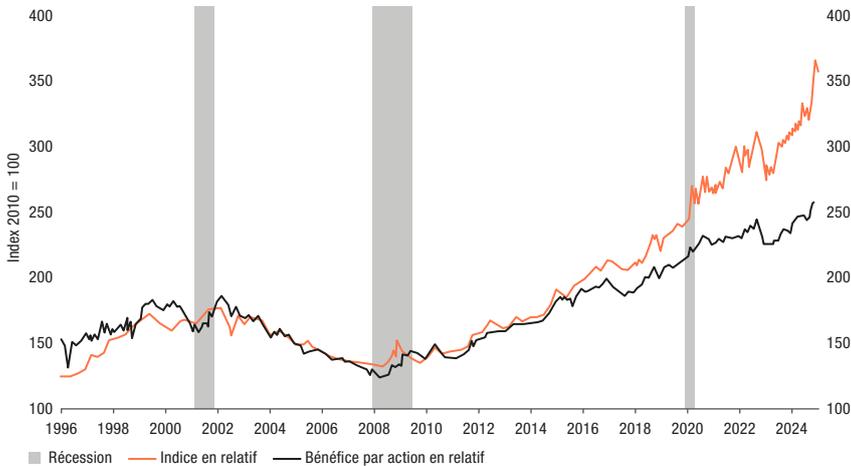
POSITION D'INVESTISSEMENT INTERNATIONALE NETTE DES ÉTATS-UNIS



Source : J.P. Morgan

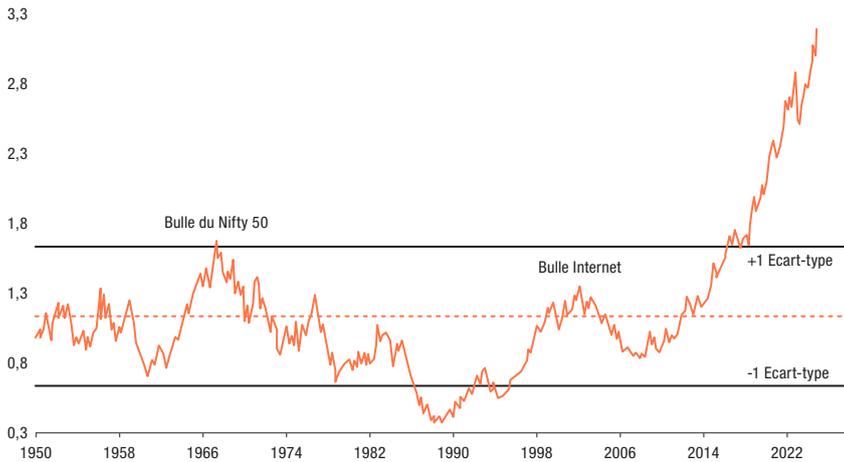
Les arguments généralement évoqués en faveur du marché américain tournent autour de « l'exceptionnalisme américain ». L'idée étant que les États-Unis disposent de certains avantages fondamentaux tels qu'un coût de l'énergie moins élevé, un marché domestique très important et le fait de contrôler la monnaie de réserve et de commerce mondial, ce qui leur permet de ne pas avoir de contraintes pour financer leurs déficits. A cela s'ajoute le fait que les entreprises américaines semblent dominer l'économie digitale. Plus récemment, l'élection de Donald Trump est censée apporter une nouvelle vague de dérégulations et de baisses d'impôts favorables au marché américain.

LA SURPERFORMANCE DU MARCHÉ AMÉRICAIN S'EXPLIQUE PAR UNE HAUSSE DE SON MULTIPLE DE VALORISATION



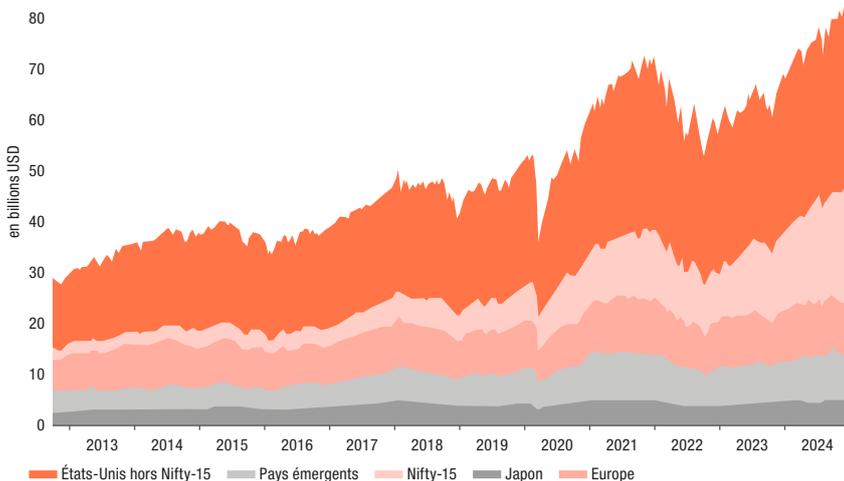
Le fait est toutefois que depuis 2017 la surperformance du marché américain s'explique par la hausse de son multiple de valorisation, et non pas par une croissance bénéficiaire nettement supérieure (tout comme la croissance économique plus élevée aux États-Unis résulte avant tout d'un déficit budgétaire nettement supérieur). Il en résulte que sur base de la plupart des ratios de valorisation, la prime du marché américain est aujourd'hui historiquement élevée. Un autre élément à noter concernant la performance du marché américain est qu'elle s'explique par un nombre très limité de valeurs. Cette étroitesse se constate même dans le secteur technologique. Sa surperformance l'année dernière reposa essentiellement sur une seule valeur, Nvidia.

SURPERFORMANCE HISTORIQUE DU MARCHÉ AMÉRICAIN PAR RAPPORT AU RESTE DE MONDE



La surperformance du marché américain illustre le phénomène bien connu que « les marchés font les nouvelles ». Les éléments à l'origine de la hausse sont ensuite évoqués pour justifier une poursuite de la hausse. Les valeurs technologiques en sont un bon exemple. Elles semblaient perdre de leur splendeur en 2022 avant que le thème de l'intelligence artificielle ne leur insuffle une nouvelle dynamique. Il ne fait pas de doute que les grandes valeurs technologiques américaines sont dans l'ensemble de très bonnes sociétés. Elles disposent d'avantages compétitifs et génèrent des flux de revenus récurrents et un rendement sur capitaux employés élevé. Elles sont toutefois aujourd'hui très chères, et leur croissance bénéficiaire commence à diminuer. A noter aussi qu'avec le cloud et l'intelligence artificielle, ces sociétés commencent à entrer davantage en concurrence entre elles, alors que jusqu'à présent, chacune disposait d'un quasi-monopole dans son activité principale.

LES 15 PLUS GRANDES ENTREPRISES AMÉRICAINES REPRÉSENTENT PRESQUE AUTANT QUE LES MARCHÉS EUROPÉENS, JAPONAIS ET ÉMERGENTS RÉUNIS



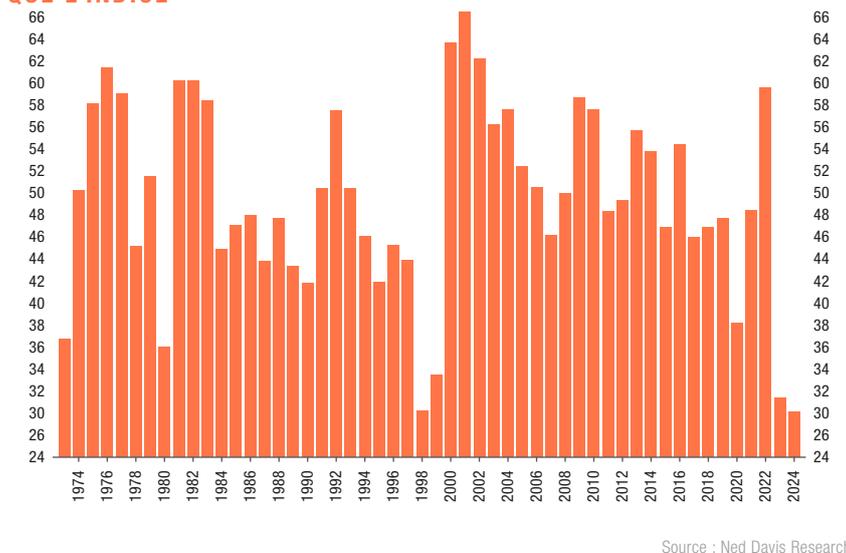
De nombreux exemples démontrent l'absurdité de la situation actuelle : la capitalisation boursière des 15 plus grandes sociétés américaines est équivalente à celle des marchés européens, japonais et émergents réunis, les 27 plus grandes sociétés de semiconducteurs ont aujourd'hui une capitalisation boursière totale qui dépasse celle des secteurs de l'énergie et des matériaux combinés, la capitalisation boursière de Tesla augmente de 850 milliards de \$ en deux mois, ce qui constitue autant que la capitalisation boursière totale des 10 autres plus grands producteurs de voitures.

RATIO COURS / CHIFFRE D'AFFAIRES DES ENTREPRISES DE SEMI-CONDUCTEURS



En 2000, des sociétés comme Cisco Systems ou Sun Microsystems se traitaient à plus de 10, voire 20, fois leur chiffre d'affaires. Sur les 3 ans qui ont suivi, leur cours a perdu de 75 % à 90 % et le patron de Sun disait ceci : « *At 10 times revenues, to give you a 10-year payback, I have to pay you 100% of revenues for 10 straight years in dividends. That assumes I have zero cost of goods sold, which is very hard for a computer company. That assumes zero expenses, which is really hard with 39,000 employees. That assumes I pay no taxes, which is very hard. And that assumes you pay no taxes on your dividends, which is kind of illegal. And that assumes with zero R&D for the next 10 years, I can maintain the current revenue run rate. Do you realize how ridiculous those basic assumptions are?* » Aujourd'hui, le nombre de titres se traitant à plus de 10 fois leur chiffre d'affaires est à nouveau très élevé dans le secteur technologique.

POURCENTAGE D'ENTREPRISES DU S&P 500 QUI ONT FAIT MIEUX QUE L'INDICE



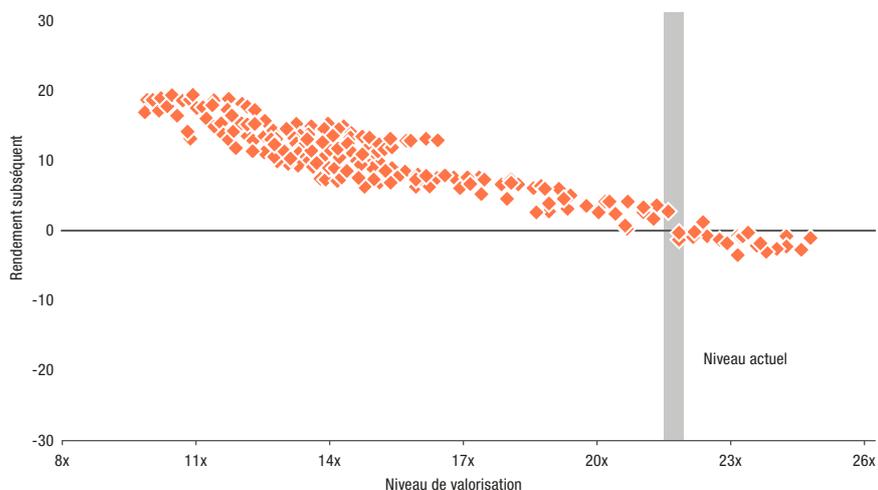
L'environnement actuel ressemble à certains égards à celui du début de ce siècle. De nombreux gérants professionnels prennent des décisions basées non pas sur leurs convictions, mais par peur de sous-performer un indice et de perdre leurs clients ou leur emploi. D'où un nouveau paradigme en matière d'investissement caractérisé par la peur de rater la hausse, plutôt que par l'analyse des fondamentaux. Alors qu'en théorie, les décisions d'investissement sont censées être prises de manière rationnelle, en pratique, la démocratisation de la finance fait qu'elles sont de plus en plus prises sur base des émotions. Ceci suscite des préoccupations quant à la stabilité des marchés financiers, qui ressemblent de plus en plus à des casinos et, partant, à la stabilité du système financier dans son ensemble.

COMPARAISON DE L'ÉVOLUTION DU DOLLAR EN 2024-2025 AVEC LA PÉRIODE 2016-2017



Pour qu'une bulle se poursuive, il faut qu'elle attire de plus en plus de capitaux. Parmi les nombreux risques qui pèsent sur le marché américain en général et le secteur technologique en particulier (hausse des taux d'intérêt, attentes élevées, déceptions potentielles autour de l'Intelligence artificielle), celui d'une dépréciation du dollar semble le plus important. La corrélation entre hausse du dollar et surperformance des valeurs de croissance américaines est actuellement très élevée. Un dollar fort est pourtant incompatible avec l'objectif de l'Administration Trump de réindustrialiser les États-Unis. Donald Trump a ainsi déclaré à plusieurs reprises que la monnaie américaine était surévaluée. La situation actuelle ressemble à celle ayant existé au début de son premier mandat.

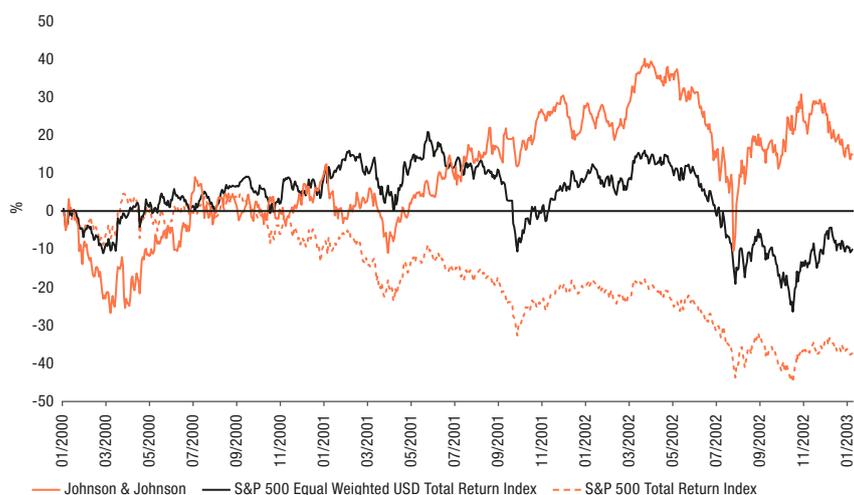
NIVEAUX DE VALORISATION ET RENDEMENT ANNUALISÉ SUBSÉQUENT SUR 10 ANS



Source : J.P. Morgan

Il existe une corrélation étroite entre valorisation et rendement sur le long terme (mais pas entre valorisation et rendement sur le court terme). Le niveau de valorisation du marché américain est tellement élevé que le rendement auquel un investisseur peut raisonnablement prétendre est particulièrement bas. Il importe toutefois de noter que la valorisation élevée du marché américain s'explique par le poids démesuré d'un nombre limité de valeurs. En d'autres mots, si l'indice est cher, de nombreuses valeurs américaines ne le sont pas. A cet égard il est important de noter que même dans un marché baissier, il y a des titres qui montent.

LES AVANTAGES D'UNE GESTION ACTIVE : S&P 500, S&P 500 ÉQUIPONDÉRÉ ET JOHNSON & JOHNSON ENTRE 2000 ET 2002



Source : Macrobond/Bloomberg

La combinaison d'un environnement plaidant en faveur des actions et d'indices boursiers chers plaide donc clairement en faveur d'une gestion active, même s'il est illusoire de penser qu'une telle gestion puisse durablement surperformer tant que l'engouement pour la gestion indicielle continue. Un investisseur a aujourd'hui le choix entre jouer la carte du momentum avec les risques associés ou opter pour une stratégie axée sur les fondamentaux avec le risque de sous-performer les indices, du moins à court terme.

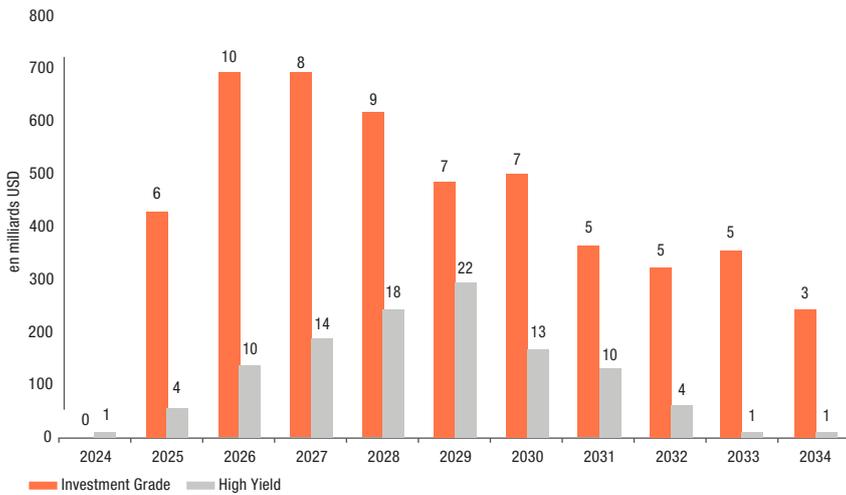
EN TURQUIE, LES ACTIONS PERMETTENT DEPUIS 3 ANS DE COMPENSER LA DÉVALUATION DE LA MONNAIE



Source : ICE BAML, Gavekal Research/Macrobond

Les éléments qui plaident en faveur des actions ne sont pas ceux qu'on aurait traditionnellement tendance à associer à un marché haussier. L'économie mondiale n'est pas en bon état, le système financier très fragile, la situation géopolitique incertaine et les multiples de valorisation des actions souvent élevés. Les raisons pour acheter des actions ont aujourd'hui trait à la nécessité de protéger son pouvoir d'achat dans un environnement de dépréciation continue de la monnaie fiduciaire.

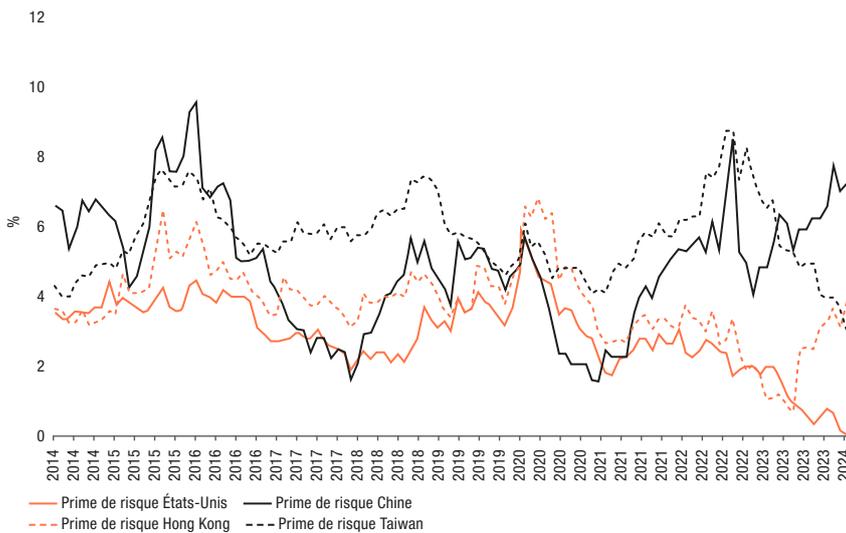
ÉCHÉANCES DES EMPRUNTS DU SECTEUR PRIVÉ AUX ÉTATS-UNIS



Source : Minack Advisors

De ce qui précède, il découle que sur le long terme, il y a lieu de privilégier les actions aux obligations. Ceci ne signifie toutefois pas que les marchés boursiers vont continuellement monter. L'environnement à court terme risque de devenir nettement moins favorable pour les actions. Outre l'imprévisibilité de la nouvelle administration aux États-Unis, le principal danger pour les marchés pourrait venir d'un assèchement des liquidités. Alors que les marchés ont bénéficié depuis fin 2022 de liquidités abondantes, la situation va commencer à changer en 2025 avec la nécessité de refinancer une grande partie de la dette publique et privée. A nouveau, le marché américain semble le plus en danger, étant donné qu'il a le plus profité de la hausse des liquidités.

PRIME DE RISQUE ÉLEVÉE DU MARCHÉ CHINOIS



Source : Bloomberg, MSCI

Si le marché américain est cher, le marché chinois ne l'est pas. La prime de risque offerte par les actions chinoises est particulièrement élevée. En Chine, les intérêts du Parti l'emportent clairement sur les intérêts des actionnaires. Ceci ne veut toutefois pas dire que les intérêts des deux sont nécessairement incompatibles. Au contraire, les autorités ont besoin d'un secteur privé dynamique pour atteindre leurs objectifs de croissance et de marchés financiers performants pour renforcer leur crédibilité et s'imposer comme centre d'un système financier concurrent à celui basé sur le dollar.

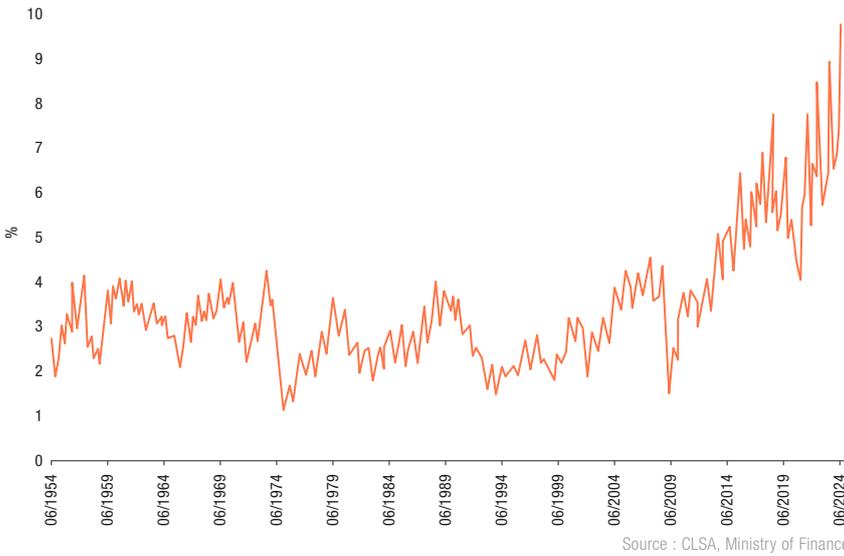
SURPLUS COMMERCIAL DE LA CHINE



Source : CEIC Data, General Administration of Customs

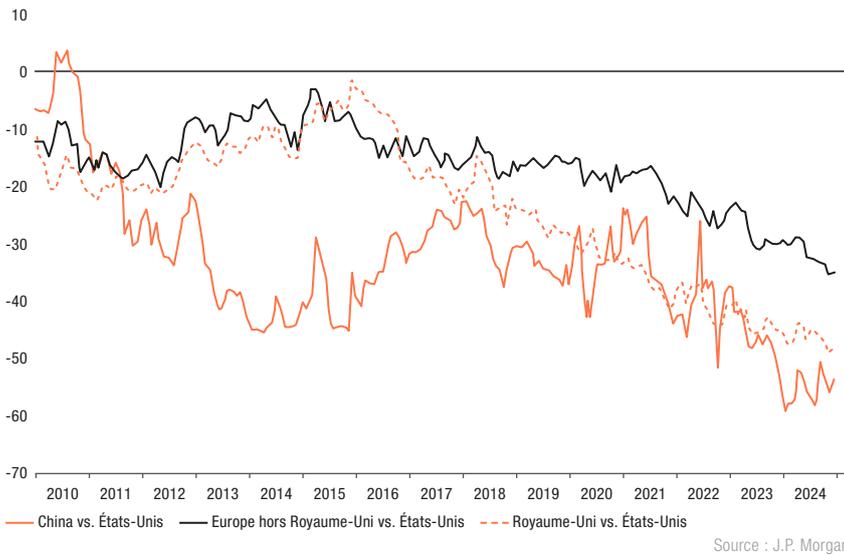
Le surplus commercial record de la Chine témoigne de la compétitivité des sociétés chinoises. Le temps de la Chine produisant à coût faible des produits de moindre qualité est clairement révolu. Pour un investisseur, les modèles économiques des grands acteurs dans le commerce en ligne, les jeux vidéo ou les médias sociaux semblent particulièrement attrayants, d'autant plus que ces acteurs sont en règle générale peu dépendants du marché américain.

MARGES BÉNÉFICIAIRES DES SOCIÉTÉS JAPONAISES



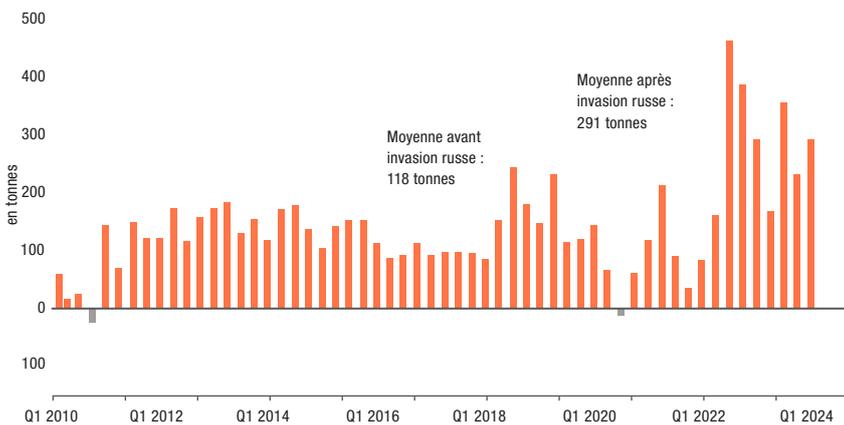
L'amélioration de la gouvernance des entreprises est un élément de nature à soutenir le marché japonais dans les années à venir. Cette amélioration se traduit par une hausse de la rentabilité sur capitaux investis et un meilleur traitement des actionnaires. Pour les investisseurs étrangers, les actions nippones présentent en outre l'avantage d'être cotées dans une monnaie particulièrement sous-évaluée. Et l'histoire a montré que le marché japonais peut très bien évoluer dans des périodes d'appréciation du yen, à condition que cette appréciation ne soit pas trop rapide et trop brutale.

DÉCOTES PAR RAPPORT AU MARCHÉ AMÉRICAIN



Le marché européen se traite avec une décote importante par rapport au marché américain, amenant un nombre croissant de sociétés européennes à se poser la question d'une cotation aux États-Unis. Une grande partie de cette décote est due à la composition des indices, avec un poids nettement plus important des secteurs croissance aux États-Unis et des secteurs value en Europe, qui continue de souffrir d'une pénurie de valeurs de croissance. Mais même en restant dans les mêmes secteurs, on constate des différences de performance importantes en 2024, avec une baisse de 11 % de Novo Nordisk comparée à une hausse de 33 % d'Elli Lilly ou une baisse de 2 % de ASML, contre une hausse de 177 % de Nvidia. D'une manière générale, les niveaux de valorisation des sociétés de qualité européennes sont aujourd'hui plus attractifs qu'il y a un an.

ACHATS D'OR PAR LES BANQUES CENTRALES



Le paysage géopolitique émergent continue à favoriser un investissement en or. Les achats des banques centrales sont moins sensibles au prix et font partie intégrante d'une stratégie récemment formulée par le bloc des BRIC pour recycler leurs excédents commerciaux par des canaux autres que les bons du Trésor américain, qui ont perdu leur éclat en tant qu'actifs sûrs et neutres. Les actions visant à réduire la dépendance au dollar n'en sont qu'à leur début. La demande financière pourrait revenir une fois qu'il sera clair que les banques centrales seront contraintes à réduire leurs taux à reprendre leurs programmes d'achats de titres souverains. En tant que monnaie, le métal jaune, dont l'offre est limitée, bénéficie par ailleurs du fait qu'il ne présente pas de risque de contrepartie.

Si vous ne souhaitez plus recevoir notre publication « Perspectives »,
merci de vous désabonner via le formulaire en ligne

www.bdl.lu/noperspectives

Ce document a été rédigé par BLI - Banque de Luxembourg Investments ("BLI"), avec la plus grande attention et le plus grand soin. Les visions et opinions formulées dans cette publication sont celles de leurs auteurs et ne doivent en aucun cas lier BLI. Les informations économiques et financières incluses dans cette publication sont communiquées à des fins d'information uniquement sur la base des informations connues à la date de publication. Ces informations ne constituent pas un conseil d'investissement, une recommandation ou incitation à investir, ni ne doivent être interprétées comme des conseils légaux ou fiscaux. Chaque information doit être utilisée avec la plus grande précaution. BLI ne donne aucune garantie quant à l'exactitude, la fiabilité, la récence ou l'exhaustivité de ces informations. La responsabilité de BLI ne pourra pas être invoquée du fait de la fourniture de ces informations ou en tant que résultante d'une décision prise par une personne, que celle-ci soit cliente de BLI ou non, basée sur ces informations, cette personne restant seule responsable de ses propres décisions. Les personnes intéressées doivent s'assurer qu'elles comprennent les risques inhérents à leurs décisions d'investissement et doivent s'abstenir d'investir tant qu'elles n'ont pas soigneusement évalué, en collaboration avec leurs propres conseillers professionnels, l'adéquation de leurs investissements à leur situation financière spécifique, en particulier concernant les aspects légaux, fiscaux et comptables. Il est également rappelé que les performances passées d'un instrument financier ne préjugent en rien des performances futures.

N° **182** – 1^{er} semestre 2025

Perspectives

Clôture de rédaction :
17/01/2025

Rédaction et éditeur responsable :
BLI - Banque de Luxembourg Investments
16, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Tél. : (+352) 26 26 99 33 18
info@bli.lu
www.bli.lu