

Perspectives

Analyse des marchés financiers

Environnement macro-économique 3

- Malgré la résilience actuelle de l'économie mondiale, une récession paraît inévitable.
- Après avoir atteint des niveaux records en 2022, l'inflation ralentira au cours de cette année.
- Le resserrement monétaire des banques centrales semble entrer dans sa phase finale.

Marchés financiers 9

- Les marchés boursiers devraient être affectés par deux tendances en 2023, la fin progressive de la hausse des taux et la possibilité d'un ralentissement économique prononcé.
- Un scénario de récession n'est aujourd'hui pas intégré dans les cours des actions.
- Les marchés asiatiques devraient surperformer en 2023.

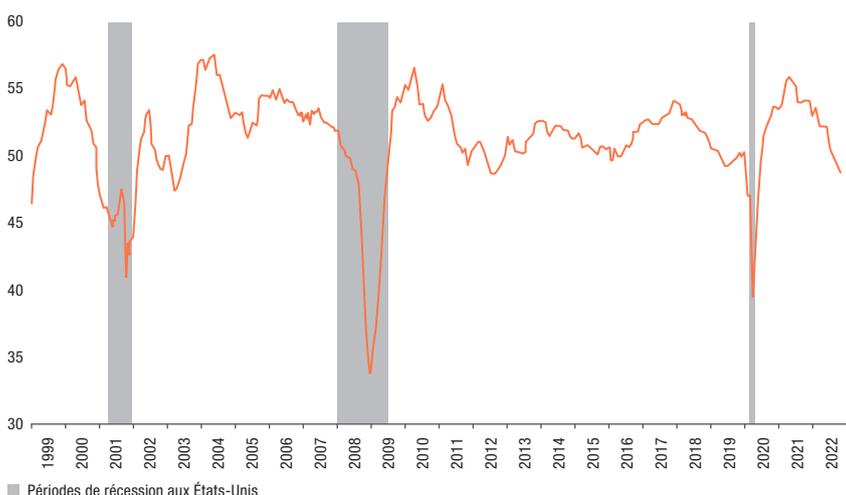
Visitez notre site internet
www.bli.lu

Une publication de
BLI - Banque de Luxembourg Investments



Environnement macro-économique

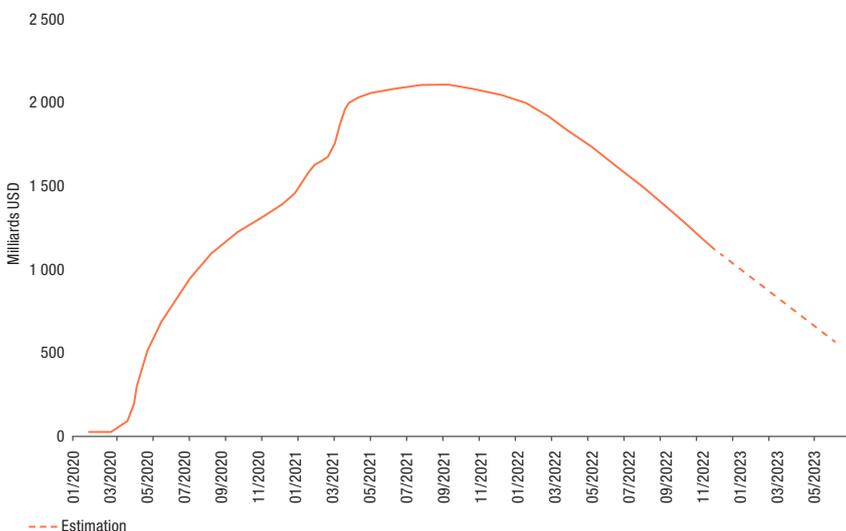
INDICE DES DIRECTEURS D'ACHATS DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER À L'ÉCHELLE MONDIALE



Source : Piper Sandler

Après une croissance fulgurante en 2021, l'économie mondiale fut confrontée à de multiples vents contraires entraînant un ralentissement notable de l'activité au cours de 2022. Ainsi, le pouvoir d'achat des ménages a été considérablement réduit par la fin des mesures exceptionnelles de soutien public offertes durant la pandémie et par la forte hausse de l'inflation exacerbée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie. En outre, le resserrement monétaire des banques centrales a entraîné une forte détérioration des conditions de crédit tant pour les entreprises que pour les particuliers. Enfin, le ralentissement de l'économie chinoise, affectée par la faiblesse persistante du secteur immobilier ainsi que le maintien jusqu'il y a peu de la politique du « zéro Covid », a également pesé sur la croissance de la conjoncture mondiale. Le principal facteur de soutien provenait de la fin progressive des mesures de confinement dans quasiment tous les pays (hormis la Chine) déclenchant un boom de la demande au niveau des services, qui a partiellement compensé la faiblesse des activités manufacturières. En raison d'un resserrement monétaire record depuis le début des années 1980 et des niveaux élevés d'endettement, le ralentissement économique devrait se généraliser durant 2023 et finir par déboucher sur une récession.

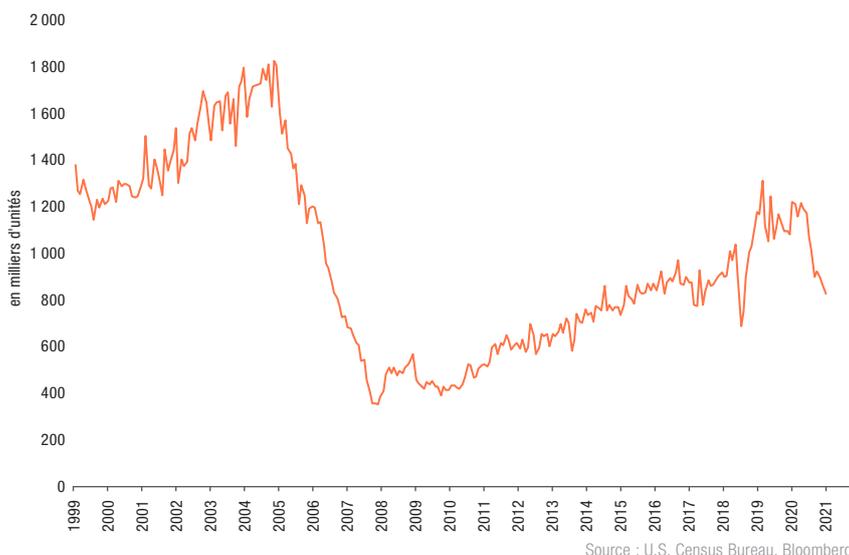
EXCÈS D'ÉPARGNE AUX ÉTATS-UNIS



Source : Haver Analytics, Jefferies

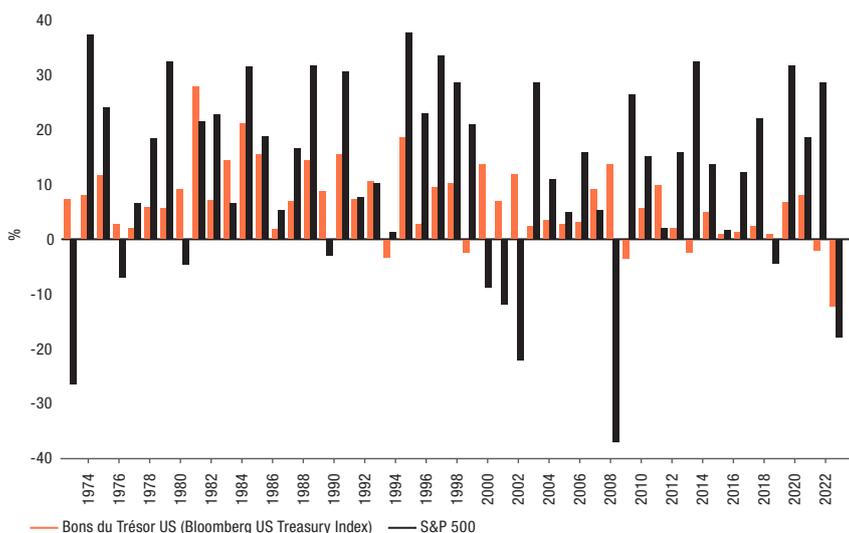
Bien que l'économie américaine soit en phase de ralentissement, elle demeure caractérisée par une résilience remarquable ayant empêché un effondrement majeur de l'activité jusqu'à présent. Les ménages continuent à puiser dans leurs réserves financières, malgré la réduction de moitié de l'excès d'épargne depuis le pic atteint durant la pandémie. La consommation domestique bénéficie également de la poursuite d'un marché du travail porteur, les pertes d'emplois dans les secteurs qui avaient profité du Covid étant compensées par la création de nouveaux postes dans les activités de services toujours en phase de rattrapage. Par ailleurs, la croissance des salaires demeure largement supérieure aux niveaux pré-pandémie, en dépit de récents signes de modération. Enfin, les revenus et bénéfices des entreprises restent orientés à la hausse, les augmentations de prix ayant permis de compenser la remontée des coûts jusqu'à présent. Les investissements se maintiennent dès lors à un niveau élevé, constituant un des principaux piliers de la reprise économique post-Covid.

MISES EN CHANTIER DE MAISONS UNIFAMILIALES AUX ÉTATS-UNIS



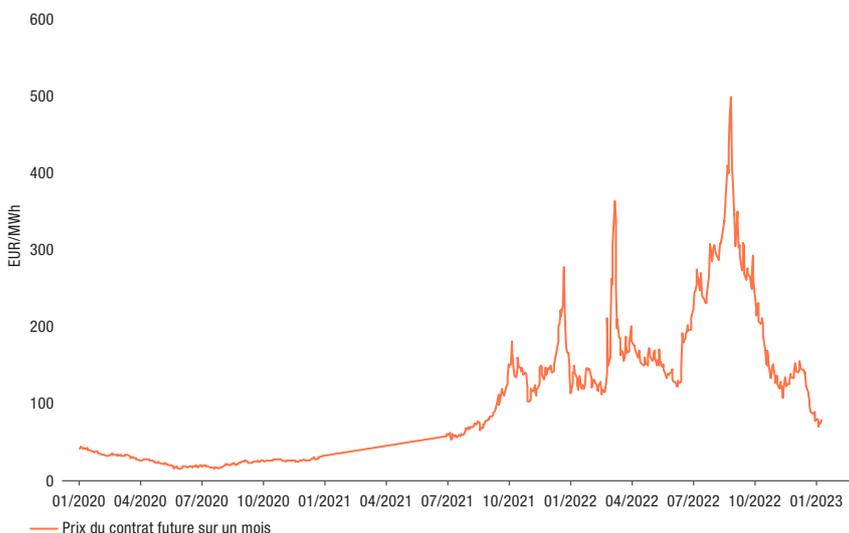
Malgré la résilience de l'activité, l'émergence d'une récession en cours d'année paraît inévitable. En effet, l'économie américaine semble suivre le chemin traditionnel d'un cycle de ralentissement déclenché par un resserrement monétaire de la Réserve fédérale. Après l'affaiblissement du secteur de la construction, qui réagit en premier à une hausse des taux d'intérêt, les commandes dans le secteur manufacturier commencent à faiblir. Ensuite, la décélération conjoncturelle met sous pression les bénéfices des entreprises qui se mettent à licencier, entraînant une détérioration du marché de l'emploi. C'est à ce moment que débute en général la récession, engendrée par le recul de la consommation privée représentant près de 70% du PIB américain. Historiquement, l'écart entre la première hausse des taux directeurs et son impact sur le niveau de la consommation est de 12 à 18 mois. Compte tenu de la première hausse du taux des fonds fédéraux en mars 2022, la consommation des ménages devrait commencer à faiblir de manière plus conséquente vers le milieu de 2023. D'après ce calendrier, l'activité économique pourrait encore échapper à la récession au cours de la première moitié de l'année avant de se contracter durant le second semestre.

RENDEMENT TOTAL ANNUEL DU S&P 500 ET DES BONS DU TRÉSOR US



Par le passé, un ralentissement économique engendré par un resserrement monétaire était souvent accompagné d'un choc financier, accentuant la faiblesse conjoncturelle et accélérant l'entrée en récession. Tenter de prévoir la nature exacte d'un choc financier éventuel constitue toutefois un exercice futile. Ceci étant dit, force est de constater que le recul simultané des marchés actions et obligataires au cours de 2022, un événement très rare qui ne s'était plus produit depuis 1969, pourrait avoir généré des trous financiers considérables dans les bilans de nombreux acteurs du secteur financier, tels que les fonds de pensions ou les compagnies d'assurances. L'effondrement de la deuxième plus grande plateforme d'échange des cryptomonnaies FTX fournit un avant-goût des risques potentiels en cas de forte baisse des cours des actifs sous-jacents. Conscients de l'éventualité d'un choc financier suite au resserrement monétaire drastique des derniers mois, les banquiers centraux et les gouvernements disposent fort probablement d'un plan d'urgence en cas de turbulences économiques et financières excessives. Au-delà du retour de l'assouplissement monétaire quantitatif, l'introduction d'un revenu universel distribué sous forme digitale pourrait devenir une option si un choc financier de nature systémique devait éclater.

PRIX DU GAZ EN ALLEMAGNE



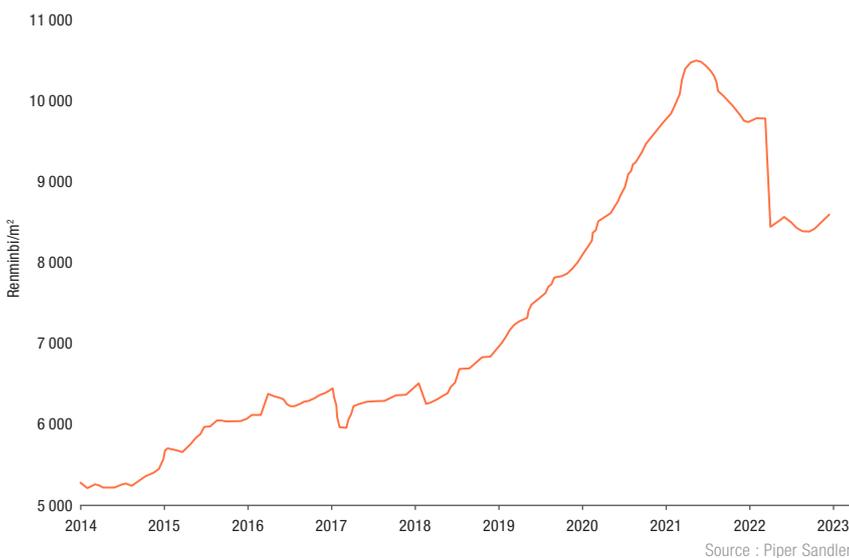
La résilience conjoncturelle observée aux États-Unis au cours des derniers mois vaut également pour le continent européen, la croissance de la consommation des ménages compensant le ralentissement de l'activité manufacturière. L'absence d'affaiblissement du marché de l'emploi et les aides publiques octroyées par les gouvernements en raison de la crise énergétique maintiennent les dépenses des ménages à un niveau élevé. Par ailleurs, la dissipation des craintes d'une insuffisance de gaz, étant donné le niveau élevé des stocks dû à la douceur de l'hiver en Europe, a conduit à une forte détente de son prix qui retrouve des niveaux largement inférieurs à ceux atteints au moment de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Il n'empêche que le ralentissement actuel de la conjoncture européenne est susceptible, tout comme aux États-Unis, de finir en récession, étant donné que la hausse de l'inflation, la remontée des taux d'intérêt, l'affaiblissement du marché immobilier et les premières révisions baissières des bénéfices des entreprises constituent des facteurs globaux affectant simultanément les économies des deux côtés de l'Atlantique.

TAUX DES EMPRUNTS D'ÉTAT À LONG TERME AU JAPON



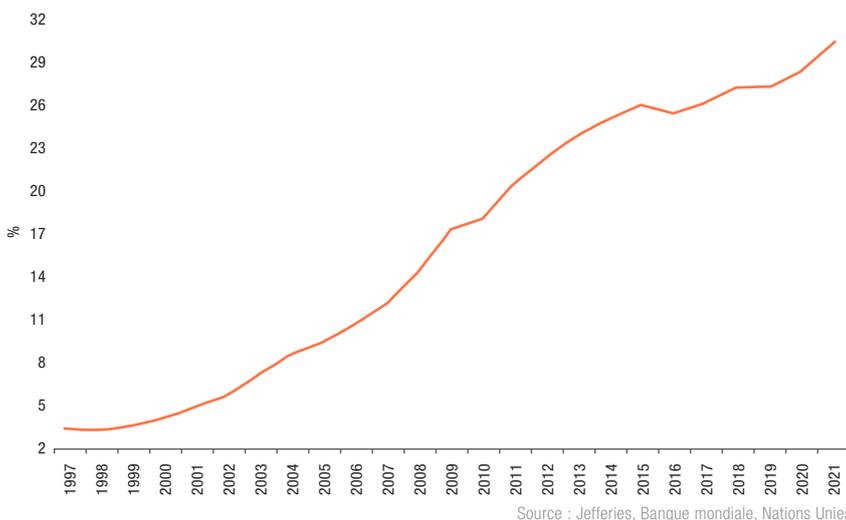
Au Japon, l'activité conjoncturelle évolue conformément aux attentes. Le recul du PIB au troisième trimestre résultait davantage de facteurs techniques que d'une détérioration de l'activité sous-jacente. La consommation domestique poursuit sa reprise post-Covid à un rythme modéré et les exportations soutenues par la faiblesse du yen demeurent la composante du PIB la plus dynamique. Le principal changement récent fut la décision de la Banque du Japon d'ajuster, dans le cadre de son contrôle de la courbe des taux d'intérêt, la limite haute du taux à 10 ans de 0,25% à 0,50%. Selon le gouverneur Kuroda, ce mouvement ne constituait pas le début d'un cycle de resserrement, mais résultait de la nécessité à remédier au dysfonctionnement observé sur le marché des emprunts d'État. En effet, la remontée de l'inflation à 3%, le niveau le plus élevé depuis 1989, et l'écart croissant entre le taux à 30 ans (qui n'est pas fixé par la Banque du Japon) et le taux capé à 10 ans rendaient nécessaire un ajustement de la stratégie d'intervention des autorités monétaires. Si les tensions inflationnistes devaient persister et le taux à 30 ans remonter encore davantage, le successeur de Kuroda débutant son mandat en avril pourrait être amené à prendre des mesures additionnelles réduisant le caractère toujours très expansif de la politique monétaire japonaise.

PRIX DES MAISONS EXISTANTES EN CHINE



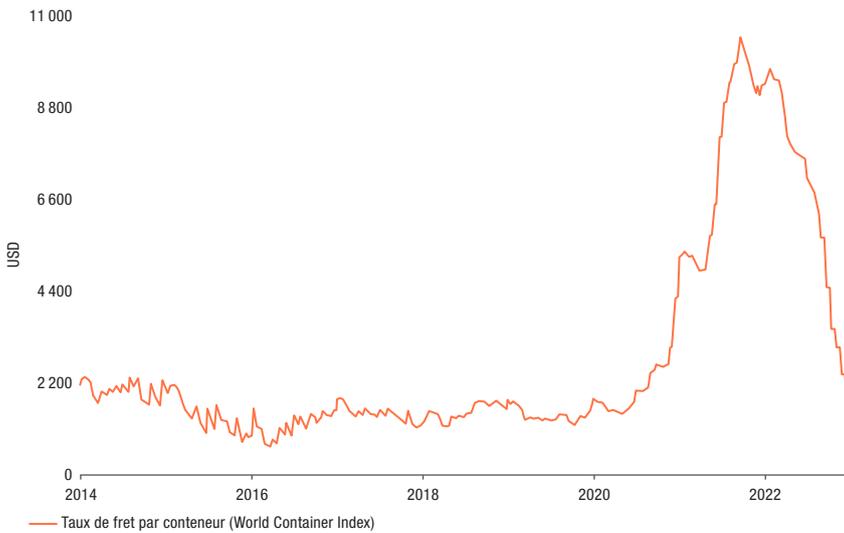
En Chine, les autorités publiques ont entamé durant le quatrième trimestre des mesures correctives visant à générer une accélération de la croissance économique en perte de vitesse. A cette fin, le gouvernement de Pékin a abandonné la politique du « zéro Covid » après presque trois ans de mesures strictes de confinement. Bien que ce revirement suscite une forte augmentation des infections au coronavirus et, de ce fait, un net ralentissement de l'activité à court terme, la normalisation progressive de la situation sanitaire devrait assurer une amélioration conjoncturelle à partir du second trimestre au plus tard. Par ailleurs, les autorités publiques ont également annoncé une série de mesures financières visant à soutenir les promoteurs immobiliers afin de relancer le secteur de la construction. Néanmoins, la relance de l'activité immobilière demeure un défi majeur étant donné que les prix des logements restent à des niveaux élevés malgré leur recul significatif en 2022, dépassant même encore ceux en vigueur aux États-Unis avant la crise immobilière de 2008, en termes de prix des maisons rapportés aux revenus des ménages. Bien que les caractéristiques des économies chinoise et américaine soient trop différentes pour comparer leurs marchés immobiliers respectifs, des prix toujours peu abordables pourraient se révéler comme un obstacle trop important à une reprise significative du secteur immobilier en Chine.

PART DE LA CHINE DANS LA PRODUCTION MANUFACTURIÈRE MONDIALE



En octobre dernier, le gouvernement américain a mis en place de nouvelles mesures restrictives visant à priver la Chine de l'accès aux semi-conducteurs les plus avancés et aux équipements servant à les fabriquer. Ces restrictions constituent une escalade supplémentaire dans le conflit géopolitique entre les deux principales puissances économiques et militaires. Depuis l'adhésion de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce, sa part dans la production globale de biens manufacturés n'a fait qu'augmenter, passant de 5% en 2001 à 30% en 2021. Dans les années à venir, cette évolution devrait se retourner. En raison des tensions géopolitiques, les gouvernements occidentaux encouragent leurs entreprises à rapatrier leurs chaînes de production, ce qui renforce la pression sur les autorités chinoises à accélérer la transition d'une économie devenue le centre de production mondiale vers une économie dominée par les services. Dans un tel environnement, le rétablissement de la confiance des consommateurs, après près de trois ans de confinement et un an de baisse des prix immobiliers, est devenu essentiel, faute de quoi les objectifs de croissance économique pourraient ne pas être atteints.

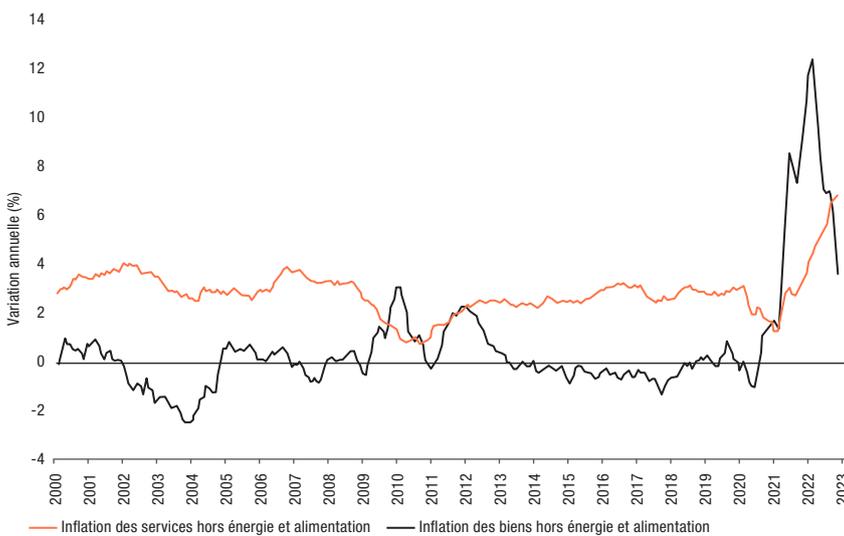
COÛT DU TRANSPORT MARITIME



Source : Evercore ISI

Après les niveaux d'inflation records en 2022, les tensions sur les prix devraient progressivement s'estomper au cours de cette année. Un premier facteur plaidant en faveur d'un ralentissement de l'inflation résulte de l'évolution des prix des matières premières. Alors que ces derniers avaient fortement augmenté en raison du boom conjoncturel post-Covid et de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, leurs bases de comparaison sont devenues tellement élevées que même le statu quo aux niveaux actuels impliquerait une évolution largement baissière en glissement annuel. Ce constat vaut pour la plupart des matières premières, que ce soient le pétrole, les métaux ou les produits alimentaires. Un deuxième facteur limitant l'inflation est l'amélioration considérable des délais de livraison, les perturbations des chaînes d'approvisionnement étant en grande partie résorbées. Ainsi, l'indice mondial du taux de fret par conteneur, mesurant le coût du transport maritime, a baissé de 80% depuis son plus haut atteint fin 2021, suggérant la quasi-normalisation des flux commerciaux.

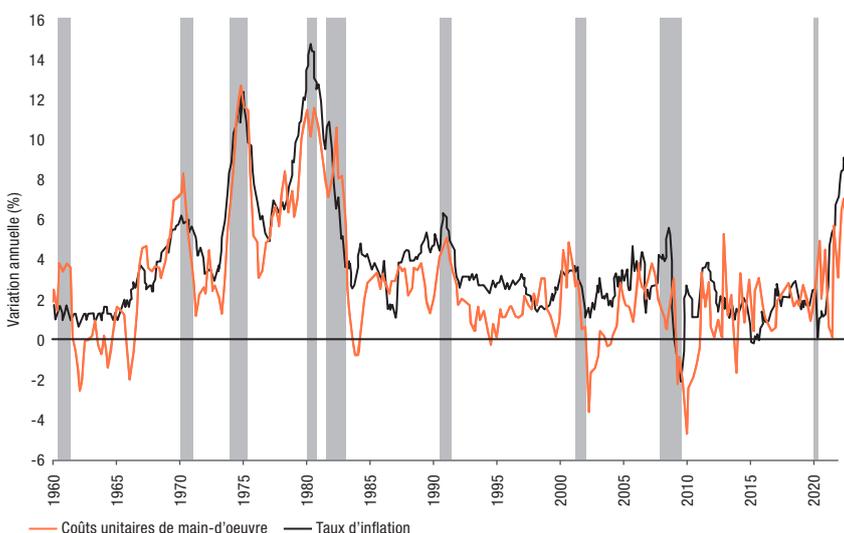
INFLATION AUX ÉTATS-UNIS



Source : Jefferies, Haver Analytics

Aux États-Unis, l'inflation s'est établie à 6,5% en décembre, enregistrant son sixième mois consécutif de ralentissement, après avoir atteint un pic à 9,1% au mois de juin. Actuellement, le recul de l'inflation provient de la modération des prix des biens alors que ceux des services continuent à accélérer. Cette divergence n'est pas surprenante, étant donné que la pandémie avait suscité la surconsommation de biens au détriment des services, créant un décalage entre le rythme d'évolution des deux catégories. Par ailleurs, l'inflation des services pourrait s'avérer nettement plus tenace que celles des biens, en raison de la pondération élevée de sa composante des loyers toujours en forte hausse, ainsi que du lien historiquement étroit entre l'évolution des salaires et celles des prix des services. Comme les services hors énergie et alimentation représentent 57% du taux d'inflation globale contre seulement 21% pour les biens, la ténacité éventuelle de l'inflation des services pourrait empêcher une atténuation rapide du taux d'inflation globale vers l'objectif de 2% visé par les responsables de la Réserve fédérale.

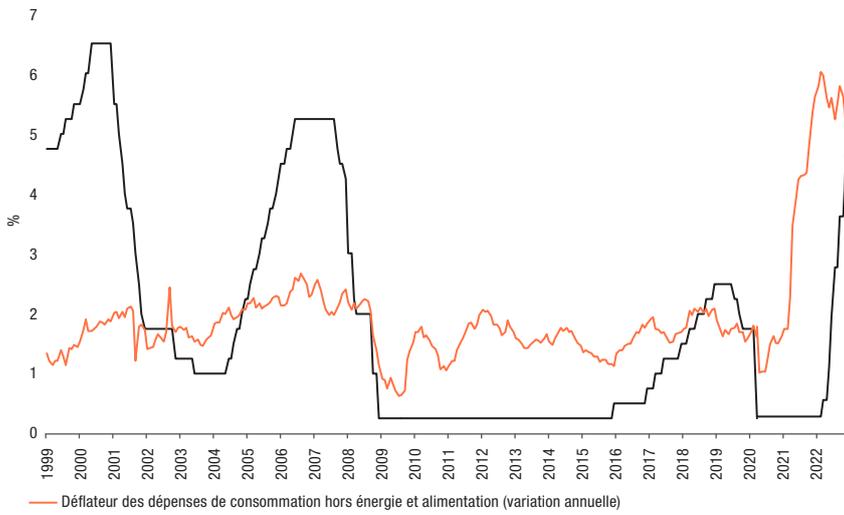
COÛT DE LA MAIN-D'ŒUVRE ET INFLATION AUX ÉTATS-UNIS



Source : Jefferies, Haver Analytics

Bien qu'un ralentissement de l'inflation en cours d'année semble quasiment assuré, son niveau final, ou son écart par rapport à l'objectif visé de 2%, reste difficile à estimer. Les périodes antérieures d'inflation élevée suggèrent que la modération des salaires constitue généralement le facteur déterminant pour le rétablissement de la stabilité des prix. Lors de leur dernière publication, les coûts de l'emploi pour le compte du troisième trimestre 2022 ont augmenté de 5%, ce qui n'est pas compatible avec un objectif d'inflation de 2%. Les coûts unitaires de main-d'œuvre (le rapport entre la rémunération totale des salariés et les unités produites), présentant une corrélation encore plus étroite avec l'inflation, continuent également à progresser à un rythme trop élevé. Bien qu'il soit probable que le marché de l'emploi commence à se détériorer prochainement, celui-ci montre encore peu de signes de faiblesse. Les créations d'emploi restent suffisamment nombreuses pour compenser le nombre croissant de postes supprimés, maintenant ainsi le taux de chômage au niveau le plus bas depuis le début des années 1970. Le niveau d'inflation en fin d'année finira par dépendre de l'évolution du marché du travail, dont l'ampleur de la dégradation future demeure trop incertaine pour être précisément anticipée.

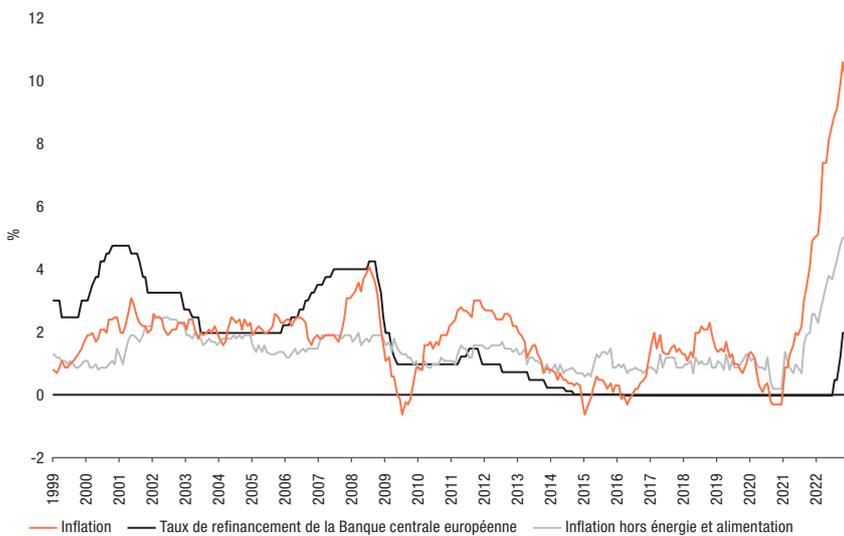
POLITIQUE MONÉTAIRE AUX ÉTATS-UNIS



Source : Bloomberg, Réserve fédérale, Bureau of Economic Analysis

La Réserve fédérale américaine semble entrer dans la phase finale de son resserrement monétaire. De mars à décembre 2022, le Comité monétaire a augmenté la borne supérieure de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux d'un niveau initial de 0,25% à 4,5%, ce qui constitue la hausse des taux la plus importante depuis le début des années 1980. Actuellement, le marché prévoit le niveau final du taux des fonds fédéraux aux alentours de 5%, correspondant à deux mouvements additionnels de 25 points de base durant le premier semestre. Une telle évolution impliquerait le retour en territoire positif des taux d'intérêt réels en cours d'année. Ce scénario paraît seulement réaliste si le resserrement monétaire ne déclenche pas entretemps une crise financière, alors que, historiquement, une telle crise apparut quasiment à chaque fois que les taux d'intérêt furent remontés de manière aussi drastique. Bien que les sources potentielles de crise soient multiples après les injections massives de liquidités par les banques centrales au cours des dernières années, les marchés des capitaux sont devenus trop complexes pour prévoir quel domino pourrait tomber en premier. Si une telle crise financière devait éclater, le retour rapide à la politique des taux zéro et à l'assouplissement monétaire quantitatif semblerait quasiment inéluctable.

POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO



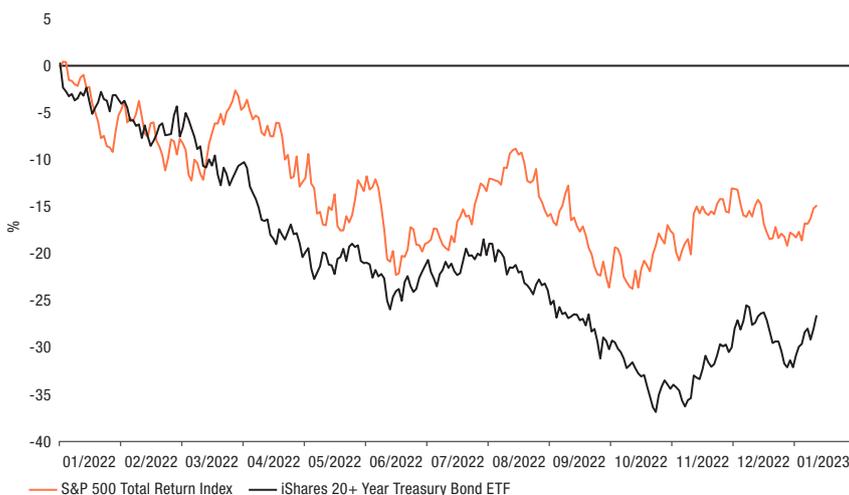
Source : Bloomberg, Banque centrale européenne, Eurostat

Au second semestre 2022, la Banque centrale européenne a remonté ses taux directeurs de 250 points de base, portant son taux de dépôt à 2% et son taux de refinancement à 2,5%. Lors de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs en décembre, la présidente Christine Lagarde a affiché une tonalité particulièrement restrictive en suggérant la poursuite de mouvements haussiers par tranches de 0,5% et en annonçant le début du resserrement quantitatif à partir du mois de mars. Ce discours restrictif s'explique par la volonté des autorités monétaires européennes à afficher leur détermination dans la lutte contre l'inflation, les taux d'intérêt en termes réels demeurant largement négatifs. Actuellement, le marché estime que le niveau final du taux de dépôt de la BCE s'élèvera à environ 3,25%, ce qui correspondrait à un resserrement supplémentaire de 125 points de base. Une telle hausse de taux paraît toutefois ambitieuse, au vu de la multiplication probable des signes de récession durant le premier semestre et du risque croissant de fragmentation du marché des emprunts d'État de la zone euro.



Marchés financiers

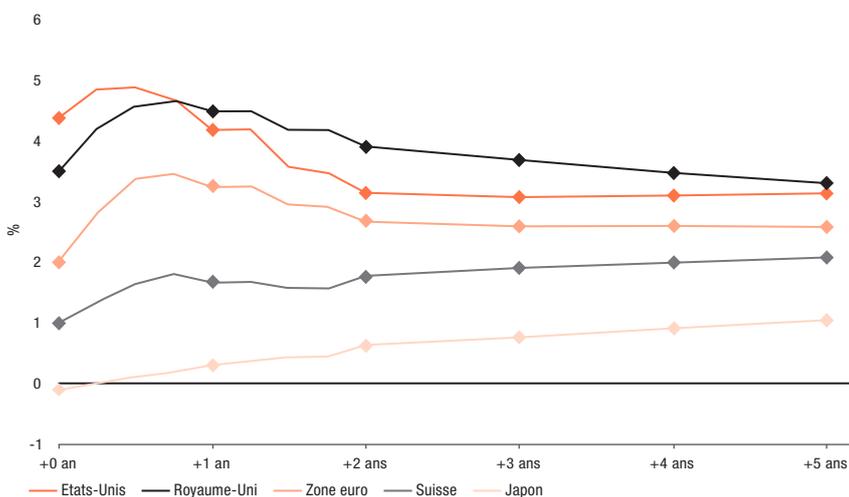
ÉVOLUTION DES MARCHÉS ACTIONS ET OBLIGATIONS LONG TERME AUX ÉTATS-UNIS DEPUIS FIN 2021



Source : Bloomberg

Une hausse nettement plus forte qu'anticipée des taux d'intérêt a fait que l'année 2022 ne fut pas bonne pour les marchés financiers. L'indice mondial actions a reculé de 18% en dollar et de 13% en euro (dividendes inclus). Aidés par la faiblesse de l'euro, les marchés européens ont mieux résisté que le marché américain. Le marché anglais a même réussi à terminer l'année en territoire positif. La hausse des taux obligataires a par contre fortement pesé sur les valeurs technologiques, ce qui explique la baisse de 33% de l'indice Nasdaq aux États-Unis. Fait rarissime, les marchés obligataires ont reculé en même temps que les marchés boursiers, ce qui n'était plus arrivé depuis 1969 (et avant cela 1931). Leur recul a même été plus important que celui de ces derniers. La mauvaise performance des marchés obligataires s'explique par la montée de l'inflation, le resserrement monétaire plus agressif qu'anticipé des banques centrales et, surtout, le niveau très bas que les taux obligataires avaient atteint fin 2021.

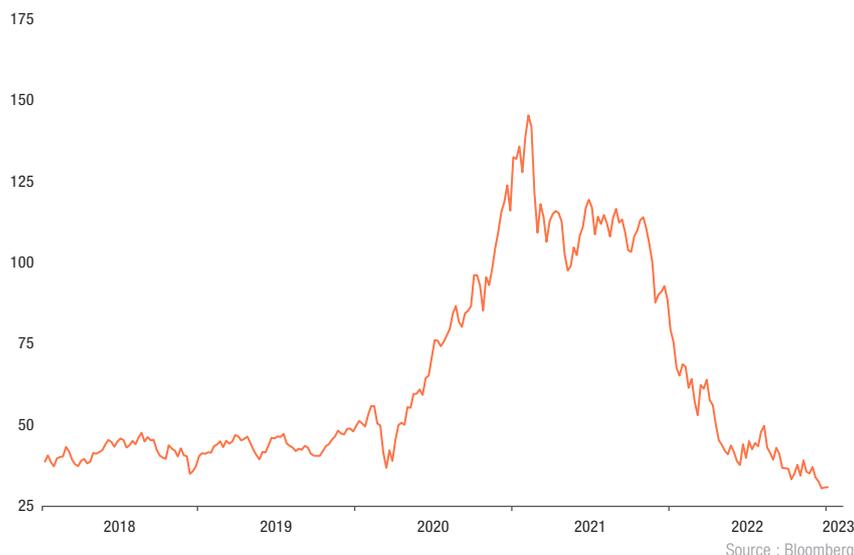
ANTICIPATIONS EN MATIÈRE D'ÉVOLUTION DES TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE



Source : Bloomberg, JP Morgan Asset Management

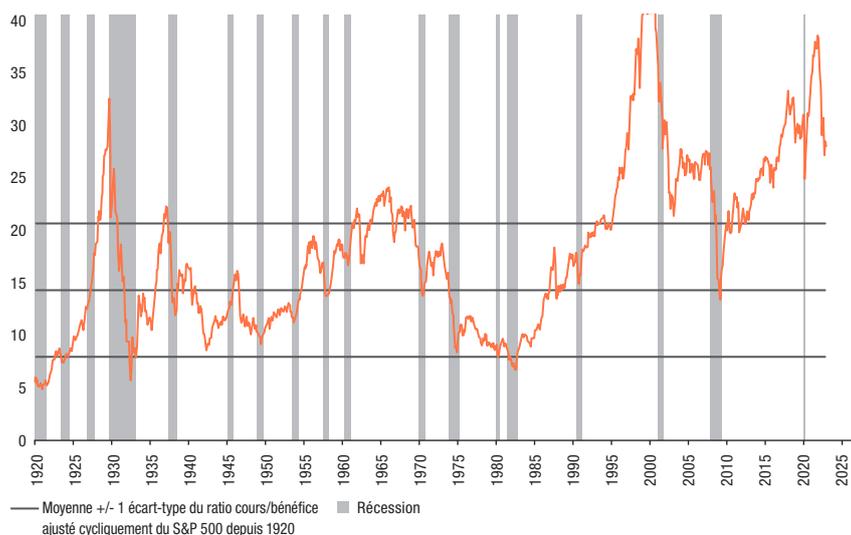
Les marchés boursiers pourraient être affectés par deux tendances en 2023, l'une positive l'autre négative. Côté positif, le resserrement monétaire des banques centrales et la hausse des taux obligataires devraient progressivement arriver à leur fin, voire se retourner. Côté négatif, l'économie mondiale risque d'entrer en récession, ce qui entraînerait une diminution des bénéfices des entreprises. Si tel était le cas, on assisterait à une nouvelle chute des cours boursiers. Alors que la baisse de l'année dernière s'expliquait essentiellement par le recul des multiples de valorisation, conséquence de la hausse des taux d'intérêt, elle serait cette année due à la chute des bénéfices. Le scénario optimiste pour les marchés boursiers repose par contre sur l'idée que l'économie américaine puisse réussir un atterrissage en douceur et éviter la récession. Historiquement, de tels atterrissages en douceur sont cependant plutôt l'exception que la règle, surtout après un resserrement monétaire aussi agressif que celui actuellement opéré par la Réserve fédérale.

ÉVOLUTION DU COURS DU FONDS INDICIEL ARK INNOVATION



Dans cet environnement, un investissement en actions devrait se limiter aux entreprises de qualité. Dans un contexte de contraction des liquidités, l'ère des entreprises spéculatives, offrant un concept mais pas de bénéfices, semble révolue, ainsi que l'illustre la chute de 80 % du fonds ARK Innovation aux États-Unis, qui est investi en majeure partie en entreprises technologiques non rentables, et qui n'a cessé de récolter des actifs au cours des dernières années. Il faudra privilégier les entreprises peu sensibles à la conjoncture économique et faisant preuve d'une grande résilience en termes de résultats. L'histoire montre ainsi qu'un secteur défensif tel que celui de la consommation de base continue à surperformer tant que l'indice des directeurs d'achat n'a pas atteint son plancher. Ces entreprises défensives devraient aussi être capables de maintenir leur dividende, voire de l'augmenter, offrant ainsi une protection supplémentaire.

RATIO COURS/BÉNÉFICES AJUSTÉ POUR LE CYCLE ÉCONOMIQUE



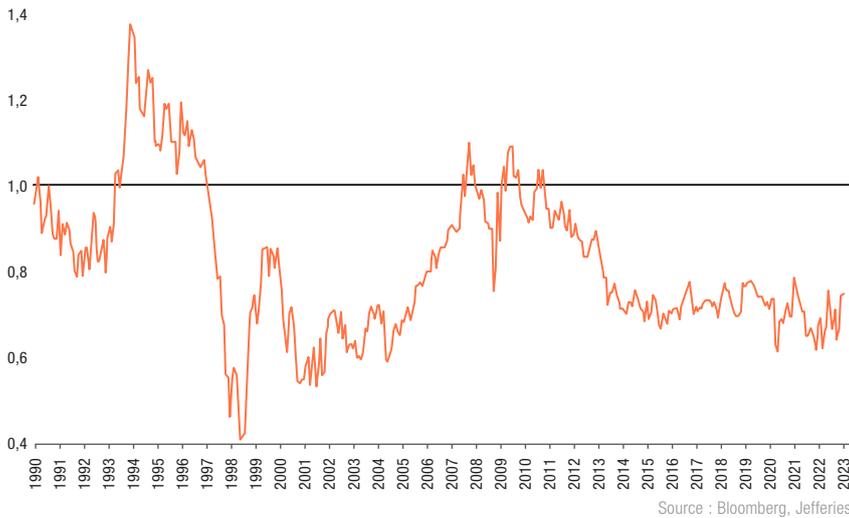
Nonobstant la nette baisse des multiples, la valorisation des marchés boursiers reste relativement tendue. D'autant plus que les attentes en matière de bénéfice restent élevées et n'intègrent nullement le risque de récession. Dans beaucoup de secteurs, les marges bénéficiaires sont par ailleurs proches de leur plus haut historique. Le marché américain reste le plus cher et se traite en plus dans une monnaie surévaluée. A l'autre extrême, les marchés asiatiques sont moins chers et leurs monnaies semblent dans l'ensemble sous-évaluées. Entre les deux se trouve le marché européen. Pour ce dernier, il y a d'un côté l'argument que son multiple de valorisation est relativement bas, mais de l'autre la réalité que les entreprises de qualité européennes sont souvent aussi chères que leurs homologues américaines, voire plus chères. En d'autres mots, la faible valorisation apparente de l'Europe s'explique en premier lieu par le fait qu'à l'intérieur des indices, les secteurs tels que les banques, l'énergie, les télécommunications, l'automobile ou les services publics ont une pondération élevée. Or, les bénéfices de ces secteurs sont généralement beaucoup plus volatils et dès lors plus faiblement valorisés.

PART DES 6 GRANDES VALEURS TECHNOLOGIQUES DANS L'INDICE S&P 500



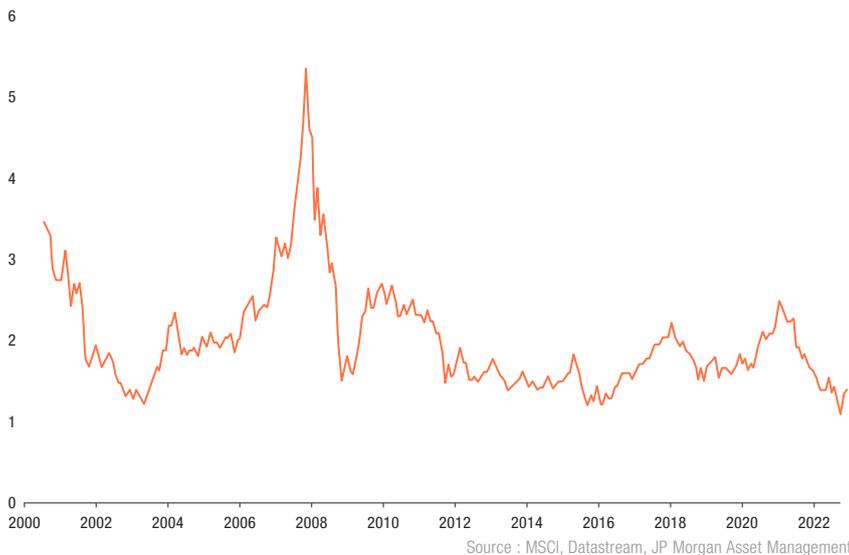
La large surperformance du marché américain depuis la crise financière s'explique en grande partie par la hausse du secteur technologique. Six valeurs ont notamment tiré l'indice S&P 500 au cours des dernières années : Meta (Facebook), Amazon, Apple, Netflix, Alphabet (Google) et Microsoft. Fin 2020, ces 6 valeurs représentaient plus de 25 % de l'indice S&P 500. Depuis lors, leur poids a quelque peu diminué mais, à 19 %, il reste élevé. La forte performance de ces 6 valeurs s'expliquait d'un côté par la hausse de leurs bénéfices, de l'autre, par l'augmentation de leur multiple de valorisation, les deux allant d'ailleurs souvent de pair. Aucun de ces deux facteurs ne semble en mesure de se répéter. La taille qu'ont entretemps acquise ces sociétés rend impossible une croissance aussi forte que celle qu'elles ont connue par le passé. La capitalisation boursière d'Apple à elle seule est ainsi supérieure à celle des marchés allemand ou suisse. Quant au multiple de valorisation de ces sociétés, il devrait progressivement diminuer en concordance avec la baisse de leur potentiel de croissance.

RATIO COURS/BÉNÉFICES : PRIME/DÉCOTE DE L'INDICE MSCI ASIA EX JAPAN PAR RAPPORT À L'INDICE MSCI USA



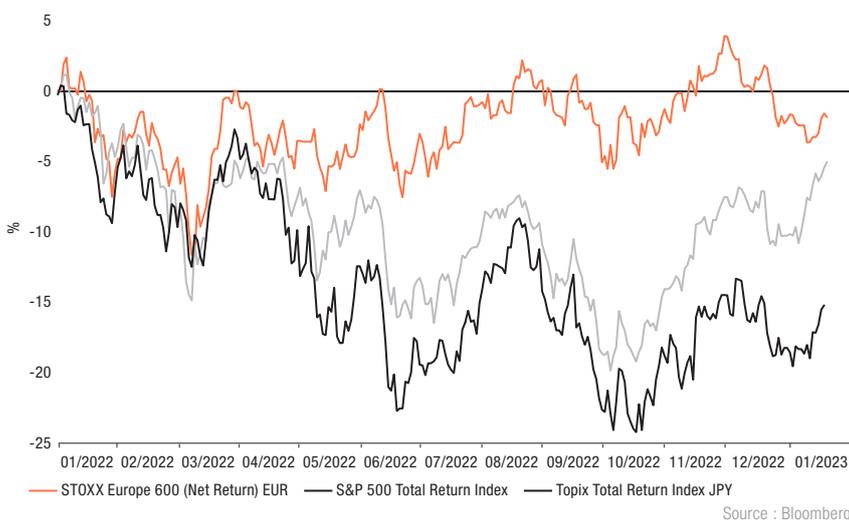
La performance des marchés asiatiques a été largement inférieure à celle du marché américain depuis la crise financière. En 2022, la politique de la Chine en matière de Covid et l'appréciation du dollar leur ont à nouveau été défavorables. La situation pourrait changer en 2023. Tout d'abord, la volte-face des autorités chinoises sur leur politique « zéro-Covid » et la réouverture de l'économie chinoise pourraient entraîner des révisions à la hausse sur les bénéfices des sociétés asiatiques, alors que ces révisions devraient plutôt être à la baisse pour leurs homologues américaines au vu du ralentissement de l'activité économique aux États-Unis. Tout ceci à un moment où les multiples de valorisation sont attractifs en Asie, mais restent élevés aux États-Unis. Ensuite, le recul de l'inflation devrait permettre aux autorités monétaires de la région de progressivement relâcher leur politique monétaire. A noter à cet égard que l'inflation dans les pays asiatiques est restée bien en-deçà des niveaux atteints à l'Ouest et que les taux réels sont généralement en territoire positif, ce qui n'est pas le cas dans les pays occidentaux. Enfin, un éventuel affaiblissement du dollar, en ligne avec la fin du resserrement monétaire aux États-Unis, apporterait un soutien important aux marchés de la région étant donné leur corrélation négative avec la monnaie américaine. A noter aussi que les devises de la région sont généralement bon marché.

RATIO COURS/FONDS PROPRES DU MARCHÉ CHINOIS



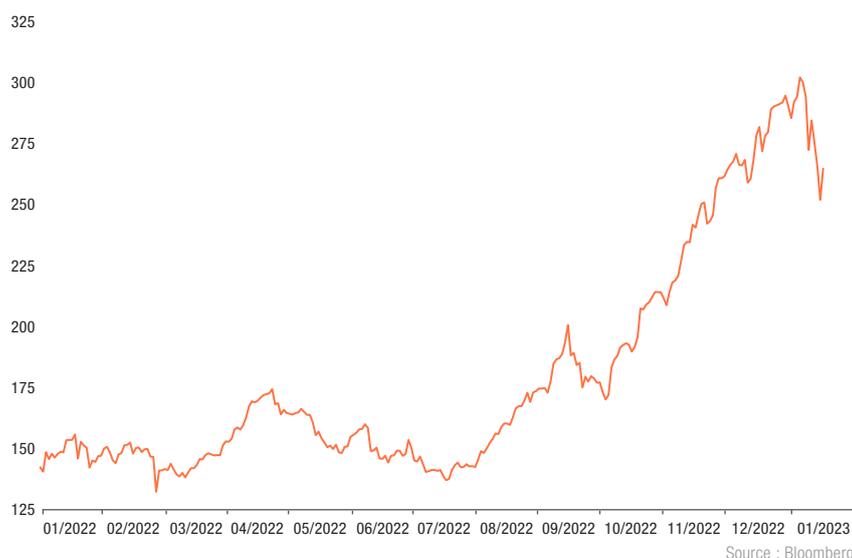
Le marché chinois, qui représente environ 25 % de l'indice MSCI Asie Pacifique hors Japon, a démarré l'année 2023 en fanfare. Au cours des deux dernières années, les mesures prises par les autorités chinoises à l'encontre de certains secteurs et l'aggravation des tensions géopolitiques avaient entraîné une augmentation de la prime de risque demandée par les investisseurs par rapport aux actifs chinois. Après le Congrès du Parti communiste en octobre, cette prime avait atteint son niveau le plus élevé en 15 ans. Les actifs chinois étaient dès lors faiblement valorisés, jetant les bases pour le rebond actuellement observé à la suite de l'abandon de la stratégie sanitaire « zéro-Covid » et de la réouverture de l'économie chinoise. Dans la mesure où, après leurs ventes des dernières années, les investisseurs étrangers sont largement absents de ce marché, le rebond du marché chinois devrait se poursuivre. Un investisseur qui s'intéresse au marché chinois devra toutefois être conscient du fait que ce marché obéit à des règles différentes de celles du marché américain. Les objectifs politiques du Parti communiste priment sur les droits et intérêts des actionnaires. De nombreuses entreprises peuvent dès lors subir des pressions politiques pour aligner leur allocation de capital avec les objectifs stratégiques du Parti, avec un impact négatif sur leur rentabilité. Il faudra donc veiller à rester à l'écart des entreprises susceptibles d'être soumises à ce genre de pressions.

ÉVOLUTION DES MARCHÉS AMÉRICAIN, EUROPÉEN ET JAPONAIS DEPUIS FIN 2021 (EN MONNAIE LOCALE)



Le marché japonais a réussi à limiter les dégâts en 2022, l'indice Topix ne reculant que de 5 % en monnaie locale (avant dividendes). Une stabilisation, voire une remontée du cours du yen devrait inciter les investisseurs étrangers, vendeurs nets en 2022, à s'intéresser à nouveau aux actions nippones. Le marché japonais continue à bénéficier d'attributs attractifs, parmi lesquels une augmentation structurelle de la rentabilité des entreprises, des bilans regorgeant de liquidités, des multiples de valorisation relativement bas et une monnaie largement sous-évaluée. A moyen terme, l'abandon progressif de l'obsession avec la déflation et une éventuelle normalisation de la courbe des taux devraient aussi inciter les investisseurs institutionnels locaux à procéder à une réallocation de leurs actifs, des obligations vers les actions. En même temps, une appréciation du yen limiterait leur appétit pour les actions étrangères. Quant aux entreprises elles-mêmes, elles continuent à racheter leurs actions et à augmenter leur dividende. Beaucoup d'entre elles bénéficient par ailleurs de la sous-évaluation du yen.

ÉVOLUTION DU MARCHÉ TURC EN USD



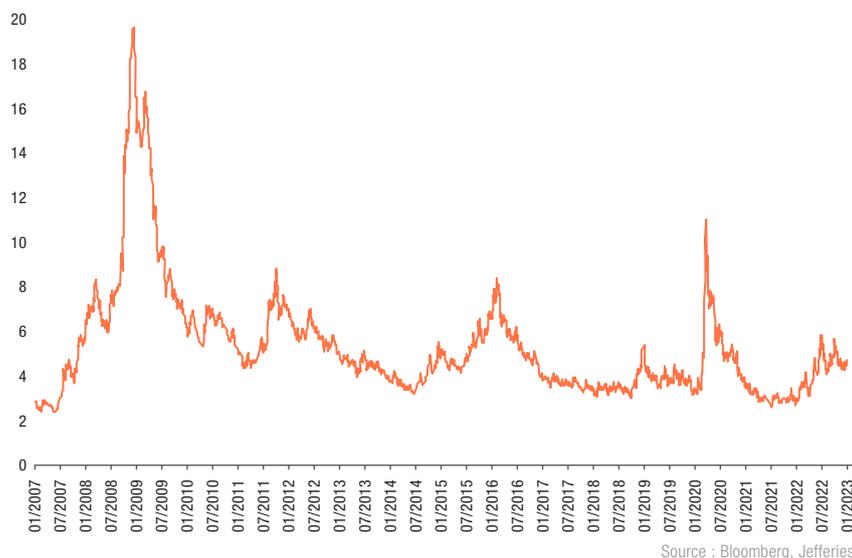
Le marché boursier de la Turquie a enregistré la meilleure performance en 2022, s'appréciant de plus de 100 % en USD et en EUR, malgré une dépréciation de près de 30 % de la livre turque par rapport au billet vert. Cette performance s'explique par la hausse fulgurante du marché sur le deuxième semestre, après que le Président Erdogan a ordonné à la Banque centrale de faire marche arrière en matière de politique monétaire. Les autorités monétaires ont dès lors commencé à baisser leurs taux directeurs, malgré un taux d'inflation dépassant les 70 %, et la livre turque s'est fortement dépréciée. L'exemple du marché turc, tout comme celui du marché argentin, montre que dans un environnement d'inflation galopante et de taux d'intérêt réels fortement négatifs, les actions, en tant qu'actifs réels, peuvent prendre un statut de valeur refuge, aidant les investisseurs à protéger leur pouvoir d'achat.

RENDEMENT DE L'EMPRUNT D'ÉTAT AMÉRICAIN À 10 ANS



L'année passée a été particulièrement mauvaise pour les marchés obligataires, la forte remontée des taux entraînant une forte chute des cours. Dans un environnement marqué par un ralentissement de la conjoncture et un recul de l'inflation, les emprunts d'État devraient néanmoins retrouver la faveur des investisseurs en 2023. Cette conclusion vaut en premier lieu pour les emprunts américains, ceux de la zone euro offrant des rendements moins élevés et des risques idiosyncratiques, notamment dans l'hypothèse d'un resserrement quantitatif de la Banque centrale européenne. Après avoir atteint un plus haut de 4,25 % fin octobre, le rendement de l'emprunt d'État américain à 10 est ainsi déjà revenu à 3,5 %. Ce rendement devrait terminer l'année à un niveau plus bas que celui d'aujourd'hui. Des tensions temporaires à la hausse seront évidemment possibles, surtout si les attentes des investisseurs quant à un relâchement monétaire rapide sont déçues. Les emprunts plus risqués pourraient cependant souffrir en cas de ralentissement conjoncturel prononcé, d'autant plus que le différentiel d'intérêt entre ces emprunts et les emprunts d'État est resté étonnamment bas. La remontée des taux de défaut ne fait que commencer.

DIFFÉRENTIEL DE TAUX DES EMPRUNTS HIGH YIELD AUX ÉTATS-UNIS



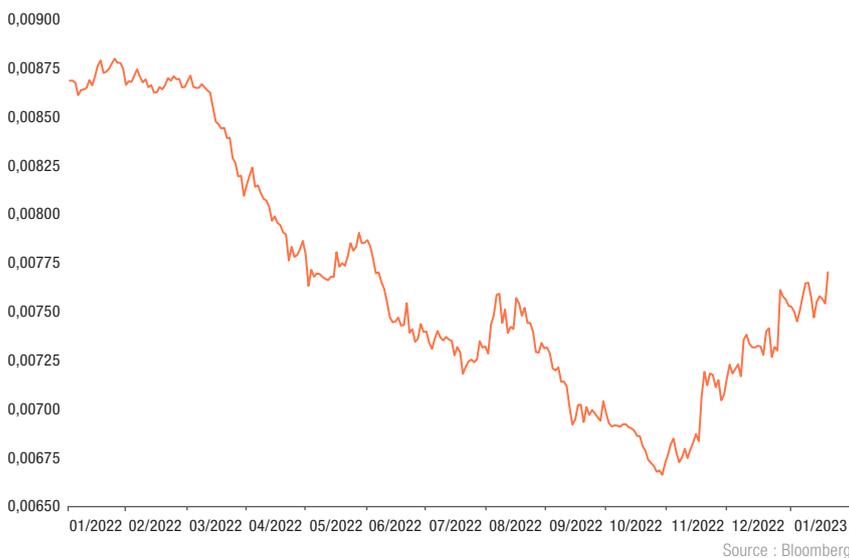
Si les perspectives à court terme des marchés obligataires semblent donc favorables, du moins pour les emprunts de qualité, tel n'est pas le cas pour les perspectives à long terme. Tout d'abord, une éventuelle volte-face trop rapide des banques centrales (pour affronter un risque accru de récession) augmenterait le risque d'une inflation durablement plus élevée. Ensuite, les besoins de capitaux des États resteront très élevés avec le financement des programmes sociaux, la transition énergétique, la hausse des dépenses en matière de défense et la nécessité de refinancer la dette existante et de payer des intérêts dessus. En même temps, les banques centrales, qui furent les principaux acheteurs de la dette souveraine au cours des dernières années, entendent réduire la taille de leur bilan. Tout ceci fait en sorte que les emprunts d'État ont clairement perdu leur statut d'actifs « sans risque ». Le fait qu'en 2022 les marchés obligataires ont perdu plus que les marchés boursiers illustre bien ceci.

ÉVOLUTION DU COURS DE CHANGE 'TRADE WEIGHTED' DU DOLLAR



Le cycle d'appréciation du dollar semble terminé. La monnaie américaine a notamment été soutenue par le resserrement monétaire plus rapide et plus agressif de la Réserve fédérale. Elle bénéficiait également de son statut de valeur refuge dans un contexte d'augmentation du risque géopolitique. En 2023, la Banque centrale américaine pourrait par contre se montrer plus accommodante en matière de politique monétaire que son homologue européenne. Les autorités américaines n'hésiteront par ailleurs pas à encourager une baisse du dollar en cas de ralentissement prononcé de l'activité économique aux États-Unis. Ceci étant dit, la remontée récente de l'euro a été rapide et semble partiellement basée sur l'anticipation d'une baisse des taux directeurs américains dès le deuxième semestre de l'année en cours. Ces anticipations pourraient être déçues.

ÉVOLUTION DU YEN PAR RAPPORT AU DOLLAR



Le yen pourrait s'avérer le principal bénéficiaire de l'arrêt progressif du resserrement monétaire dans les pays occidentaux. Parmi les principales banques centrales, la Banque du Japon a été la seule à ne pas procéder à un resserrement monétaire. Elle a même maintenu sa politique de contrôle de la courbe des taux, même si elle a légèrement augmenté son objectif sur le taux à 10 ans à la fin de l'année. Ce différentiel de politique monétaire a fortement pesé sur le yen, qui s'est déprécié de 12 % par rapport au dollar et de 7 % par rapport à l'euro. La dépréciation par rapport au dollar avait même atteint 24 % fin octobre, avant que la monnaie japonaise se mette à remonter, aidée par l'anticipation d'une Réserve fédérale moins restrictive et le relèvement de l'objectif de la Banque du Japon sur le taux à 10 ans. En partant de l'hypothèse que le resserrement monétaire hors Japon touche à sa fin, la monnaie nipponne pourrait rebondir, d'autant plus qu'elle semble très sous-évaluée et reste soutenue par une balance courante largement excédentaire. La fin du mandat du gouverneur de la Banque du Japon, Haruhiko Kuroda, en mars pourrait également introduire une nouvelle donne.

ÉVOLUTION DU COURS DE L'OR



S'il n'a pas vraiment rempli son rôle de protection contre l'inflation (à moins de considérer que la forte hausse du cours de l'or entre août 2018 et août 2020 anticipait la montée de l'inflation en 2021/2022), l'or a finalement bien résisté à la montée des taux et à l'appréciation du dollar en 2022 en terminant l'année quasi-inchangé en USD et en hausse de 6 % en euro. Les arguments en faveur de l'or se renforcent. Tout d'abord, la remontée des taux réels (taux nominaux moins anticipations inflationnistes) observée l'année dernière semble toucher à sa fin. Il en est de même pour le cycle d'appréciation du dollar. Ensuite, les banques centrales continuent à procéder à des achats massifs. S'ajoute enfin une certaine désillusion par rapport aux crypto-monnaies que certains voyaient remplacer le métal jaune comme valeur refuge par rapport à la monnaie-papier. Dans un contexte où les États-Unis utilisent de plus en plus le dollar comme une arme géopolitique, l'or offre par ailleurs un attrait particulier pour bon nombre de pays. Un investisseur capable d'assumer leur volatilité pourra s'intéresser aux entreprises aurifères qui amplifient les mouvements du cours de l'or.

Résumé

En résumé, un positionnement défensif devrait être adopté en attendant de connaître l'impact du resserrement monétaire et de la hausse des taux d'intérêt sur la demande et les bénéfices des entreprises.

De manière générale, un éventuel ralentissement prononcé de la conjoncture économique n'est aujourd'hui pas intégré dans les cours des actions. Les attentes en matière de croissance des bénéfices des entreprises restent marquées par un optimisme relativement élevé. L'histoire montre que si les marchés boursiers anticipent partiellement une récession, les cours boursiers n'atteignent leur plancher que quelques mois après le début de la récession. Pendant ces quelques mois, les cours baissent parallèlement à la révision à la baisse des estimations de bénéfices. Le contexte est plus favorable pour les marchés asiatiques, qui profiteront du ralentissement des hausses des taux directeurs et de la réouverture de la Chine. Au niveau obligataire, il importe de rester dans des emprunts de qualité, d'autant plus que le différentiel d'intérêt offert par les emprunts de moindre qualité reste étonnamment faible. Pour les emprunts de moindre qualité, le thème dominant pourrait être l'augmentation du nombre de faillites, plutôt que la fin du resserrement monétaire.

Un retour vers l'environnement qui avait caractérisé les années d'après la crise financière, marqué une croissance modérée, une inflation contenue et des conditions financières très accommodantes semble irréaliste. L'inflation devrait reculer en 2023. A plus long terme, l'économie mondiale semble cependant être entrée dans une période dans laquelle le risque d'inflation sera à double sens. Si elles veulent éviter un désancrage des anticipations inflationnistes, les banques centrales ne pourront plus revenir aux politiques monétaires des dernières années.

Les dernières décennies se sont avérées très favorables aux marchés financiers. La baisse des taux d'inflation a tiré vers le bas les taux d'intérêt tandis que la fin de la guerre froide faisait baisser la prime de risque exigée par les investisseurs. La mondialisation et le libéralisme économique ont réduit le pouvoir de négociation des travailleurs dans les pays développés et permis une augmentation simultanée de la rentabilité des entreprises. Toutes ces tendances favorables se sont traduites par un réajustement à la hausse de la valeur des actifs financiers.

Certaines de ces tendances positives, voire la totalité, pourraient lentement se retourner. Il en résultera une diminution de l'appétit pour le risque des investisseurs et une détérioration de la rentabilité des entreprises. Les investisseurs devront dès lors s'attendre à des performances beaucoup plus faibles dans les années à venir. Il faudra en outre compter sur une augmentation significative de la volatilité.

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° **174** – 1^{er} trimestre 2023

Perspectives

Clôture de rédaction :
16/01/2023

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