

Perspectives

Analyse des marchés financiers

Environnement macro-économique 3

- La résilience de l'économie américaine en 2023 n'est pas synonyme d'absence de récession en 2024.
- En dehors des Etats-Unis, la conjoncture est faible, la zone euro frôlant la récession et la Chine la déflation.
- Suite au ralentissement de l'inflation, la Réserve fédérale américaine a déjà signalé son intention de réduire ses taux directeurs en 2024, malgré l'absence d'une détérioration notable du marché de l'emploi.

Marchés financiers 9

- Le degré de concentration des grands indices boursiers plaide pour une gestion active.
- La tendance haussière du marché japonais semble bien établie.
- L'or devrait bénéficier du retour des banques centrales à des politiques monétaires plus expansives.

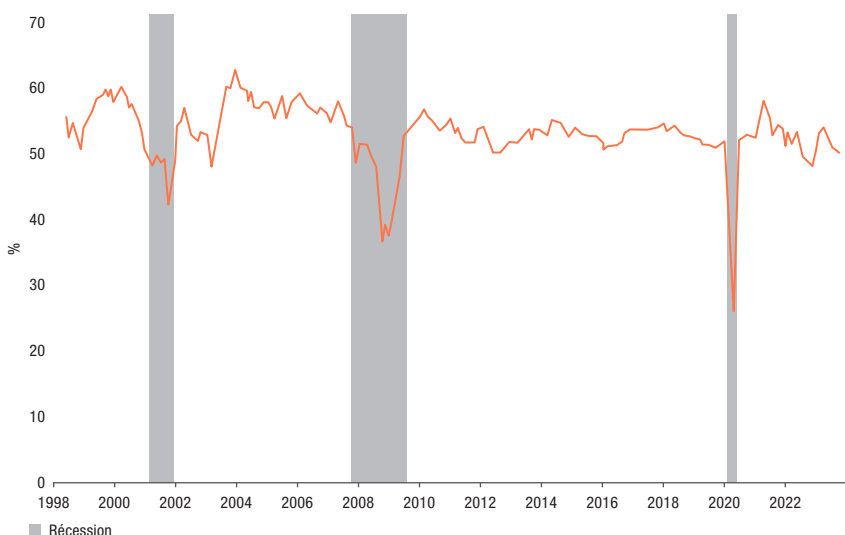
Visitez notre site internet
www.bli.lu

Une publication de
BLI - Banque de Luxembourg Investments



Environnement macro-économique

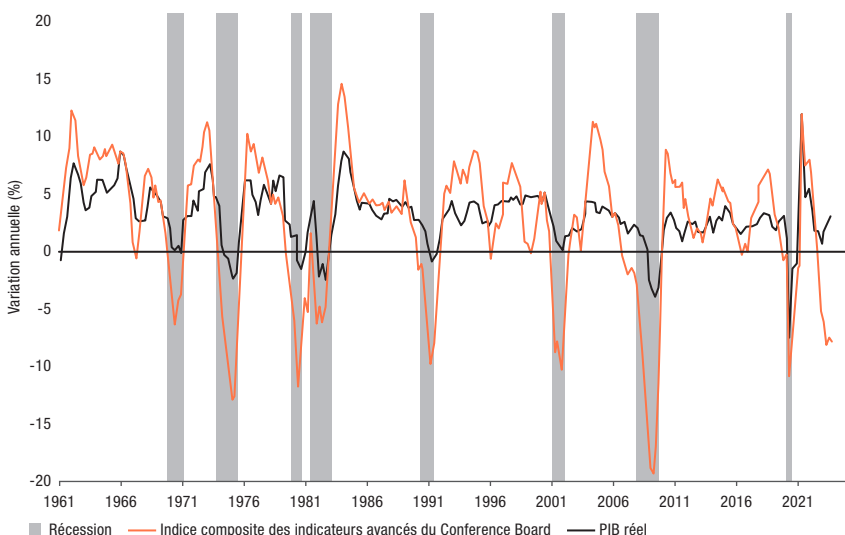
INDICE D'ACTIVITÉ PMI COMPOSITE MONDIAL



Source : Evercore ISI

Globalement, l'activité économique continue à ralentir. La principale exception demeure les Etats-Unis qui se démarquent par une croissance du PIB encore relativement robuste. Ainsi, selon les estimations du consensus des analystes, le PIB américain aurait progressé de 2,4% en 2023, ce qui constituerait même une accélération par rapport au niveau de 1,9% enregistré en 2022. Dans la zone euro, la progression du PIB aurait par contre reculé à 0,5% en 2023 contre 3,4% l'année précédente. En Chine, le rythme de croissance du PIB estimé à 5,2% en 2023, en hausse par rapport au taux de 3,0% en 2022, ne reflète pas la situation économique réelle en raison de la fermeture de l'économie durant la pandémie et, partant, un effet de base très favorable pour l'année dernière. Une véritable reprise de l'activité après la réouverture de l'économie début 2023 se fait toujours attendre, étant donné que les difficultés persistantes du secteur clé de la construction continuent à peser considérablement sur le climat général des affaires au sein du pays. Globalement, la conjoncture mondiale se situe dans un état fragile, d'autant plus que le resserrement monétaire des banques centrales devrait seulement produire son effet maximal durant le premier semestre 2024.

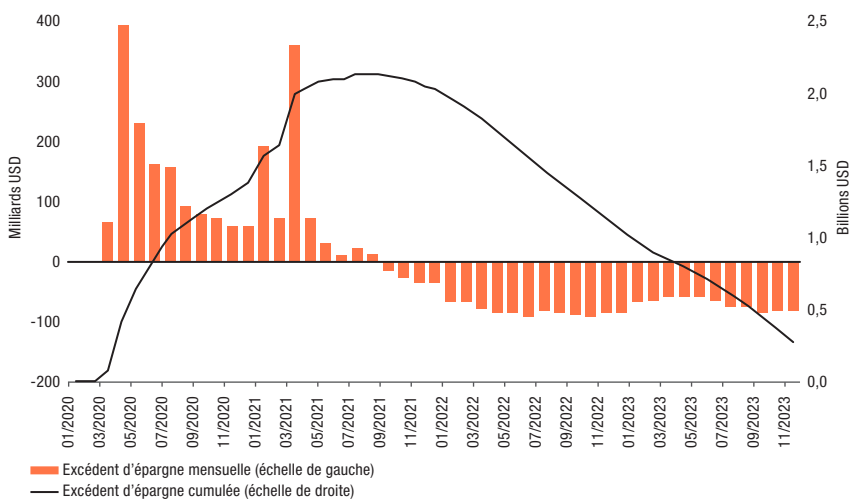
INDICATEURS AVANCÉS ET CROISSANCE DU PIB AUX ETATS-UNIS



Source : Conference Board, William Blair Equity Research

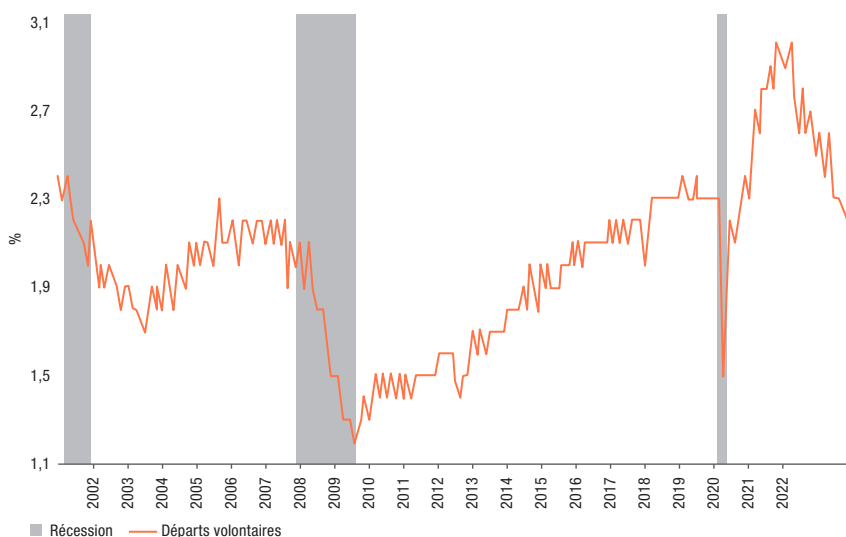
Alors que le scénario de récession fut l'avis consensuel des analystes il y a un an, la plupart table dorénavant sur un atterrissage en douceur de l'économie américaine. Ce revirement résulte de l'évolution favorable de l'activité conjoncturelle tout au long de l'année 2023, défiant jusqu'à présent les indicateurs précurseurs les plus fiables ayant prévu correctement toutes les récessions de la période d'après-guerre. Néanmoins, l'absence de contraction de l'activité malgré l'inversion de la courbe des taux d'intérêt, le recul de l'indice composite des indicateurs avancés du Conference Board et le durcissement des conditions de crédit par les banques commerciales ne signifie pas qu'il ne pourrait pas y avoir de récession en 2024. Historiquement, le délai moyen entre le début de la remontée des taux directeurs de la Réserve fédérale et l'entrée en récession était de 22 mois. Comme les taux d'intérêt ont été remontés à partir de mars 2022, le premier semestre 2024 devrait constituer la période durant laquelle, sur base de l'évolution des cycles antérieurs, la hausse des taux produira son effet maximal. Et, comme le disait l'illustre écrivain Mark Twain, même si l'histoire ne se répète pas, elle tend souvent à rimer. En d'autres mots, un léger décalage de l'entrée en récession paraît nettement plus probable que l'absence totale de contraction après un des resserrements monétaires les plus importants dans l'histoire de la Réserve fédérale.

EPARGNE EXCÉDENTAIRE AUX ETATS-UNIS DEPUIS LE DÉBUT DE LA PANDÉMIE EN 2020



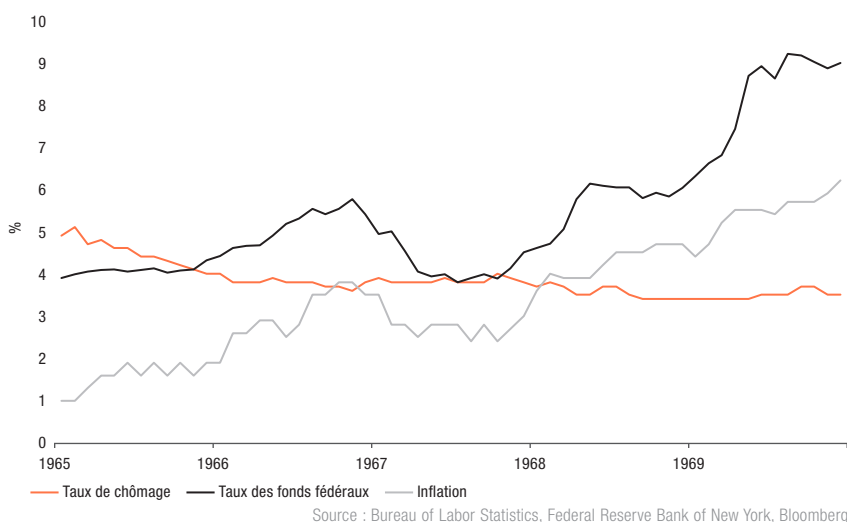
La résilience remarquable de l'économie américaine résulte principalement du niveau élevé de la consommation des ménages et des dépenses publiques. La résilience de la consommation des ménages n'est pas un phénomène nouveau. Même durant la plupart des récessions de la période d'après-guerre, la consommation des ménages n'a généralement pas reculé, grâce à la faible cyclicité des activités de services et du commerce de biens non durables. La grande crise financière de 2008 fut plutôt l'exception que la règle, l'effondrement de la valeur des biens immobiliers impactant considérablement le pouvoir d'achat des ménages. Lors du cycle actuel, la consommation domestique bénéficie en outre des réserves financières excédentaires constituées durant la pandémie, compensant dans une large mesure la perte de pouvoir d'achat résultant de la hausse de l'inflation. Par ailleurs, le niveau élevé du déficit budgétaire constitue une source additionnelle de support qui ne fut jamais aussi marquée en présence d'un taux de chômage aussi bas. Néanmoins, dans les mois à venir, ces deux facteurs de soutien pourraient s'amenuiser progressivement. Le pouvoir d'achat des ménages sera affecté par l'épuisement progressif des réserves excédentaires et le déploiement de nouvelles mesures fiscales pourrait se compliquer en raison d'une pension réduite tant au sein des démocrates que des républicains à faire des compromis à l'approche des élections au mois de novembre.

TAUX DE DÉMISSION AUX ETATS-UNIS



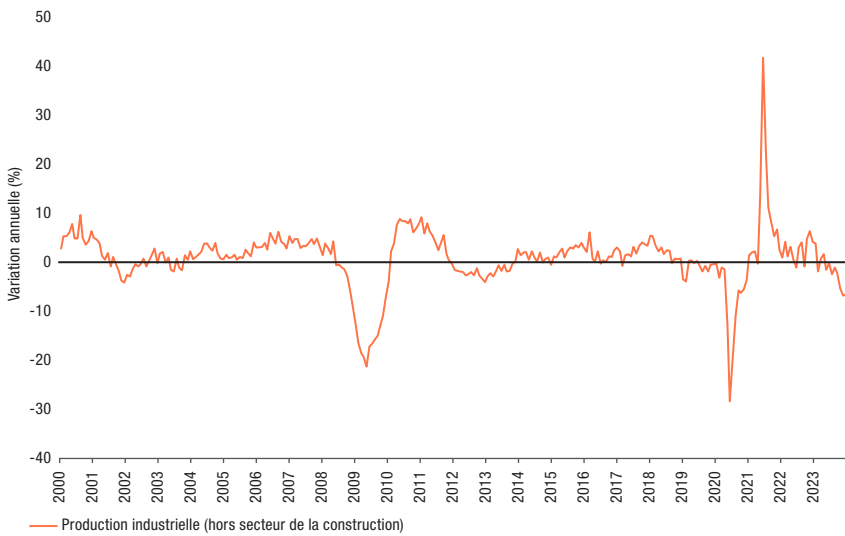
Une détérioration significative du marché de l'emploi qui est généralement synonyme d'entrée en récession, ne s'est toujours pas manifestée jusqu'à présent. Néanmoins, des signes de faiblesse souvent précurseurs d'une dégradation plus prononcée commencent à se multiplier. Ainsi, la réduction des offres d'emploi, des départs volontaires et des postes intérimaires suggère que le déséquilibre entre offre et demande ayant caractérisé le marché de l'emploi depuis la fin de la reprise post-pandémique n'est plus d'actualité. Au cours des 6 derniers mois, les créations nettes de nouveaux postes se sont d'ailleurs principalement limitées au secteur public ainsi qu'aux domaines de la santé et de l'assistance sociale alors que la dynamique d'embauche du reste du secteur privé a considérablement ralenti. Jusqu'à présent, les entreprises n'ont pas encore licencié à grande échelle, bénéficiant tout comme les ménages d'amples réserves financières constituées durant le boom pandémique. Néanmoins, le ralentissement de la croissance des ventes accompagné par des augmentations salariales toujours notables devrait déclencher prochainement auprès des entreprises le réflexe traditionnel qui consiste à réduire les frais de personnel et les dépenses d'investissement en vue de protéger les marges bénéficiaires et les flux de trésorerie.

TAUX D'INTÉRÊT, CHÔMAGE ET INFLATION AUX ETATS-UNIS DE 1965 À 1970



Le principal espoir en vue d'échapper à une contraction économique repose sur un relâchement monétaire prématuré de la Réserve fédérale réduisant ses taux directeurs avant que le marché de l'emploi ne se dégrade notablement. A ce titre, la situation actuelle pourrait devenir comparable à celle de 1967, lorsqu'après une inversion de la courbe des taux d'intérêt, la Réserve fédérale a commencé à baisser ses taux directeurs avant que le taux de chômage n'ait commencé à remonter. L'effet positif de cette stratégie était la reprise de l'activité avant l'amorce des licenciements, ce qui permettait d'éviter une récession malgré l'inversion de la courbe des taux d'intérêt, une véritable exception dans la période d'après-guerre. Le côté négatif était le retour rapide de la hausse de prix, jetant les bases d'une inflation excessive pendant toute la décennie qui suivit. Aujourd'hui, les autorités monétaires semblent confrontées à un dilemme similaire. Une baisse prématurée des taux d'intérêt pourrait éventuellement empêcher l'avènement d'une récession, mais une telle stratégie impliquerait probablement un retour rapide de l'inflation nécessitant une remontée des taux d'intérêt encore plus drastique lors du prochain cycle de resserrement monétaire.

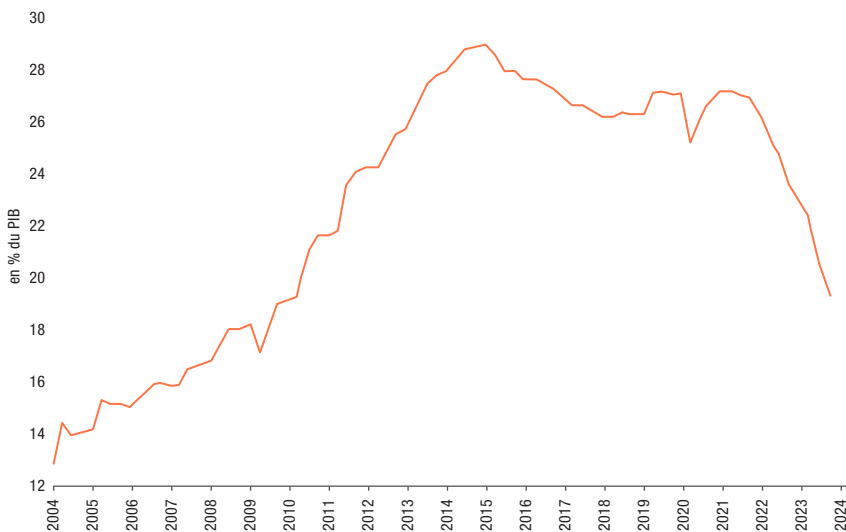
PRODUCTION INDUSTRIELLE DANS LA ZONE EURO



Source : Eurostat, Bloomberg

En Europe, l'activité conjoncturelle est nettement plus faible qu'aux Etats-Unis. Le surcoût énergétique et un moindre support fiscal durant la pandémie expliquent le décalage entre les taux de croissance des deux régions. La production industrielle est en baisse depuis plusieurs mois, et la reprise post-pandémie des activités de services commence également à s'estomper. Si le PIB de la zone euro devait encore reculer au quatrième trimestre après le recul de 0,1% au troisième, la zone euro remplirait le critère technique de 2 trimestres consécutifs de baisse d'activité généralement retenu pour parler de récession. Actuellement, il est difficile d'imaginer quels sont les facteurs qui pourraient déclencher une nouvelle dynamique économique sur le vieux continent. En Allemagne, le frein à l'endettement public inscrit dans la constitution limite la marge de manœuvre du gouvernement qui n'a même pas encore établi un budget pour l'année 2024. En France, les prévisions de croissance ne cessent également d'être revues à la baisse en raison de la perte de vigueur des investissements des entreprises et de la consommation des ménages. Les espoirs reposent sur une poursuite rapide du processus de désinflation, qui rétablirait le pouvoir d'achat des ménages et pourrait ainsi déclencher une réaccélération de la croissance à partir de 2025 au plus tard.

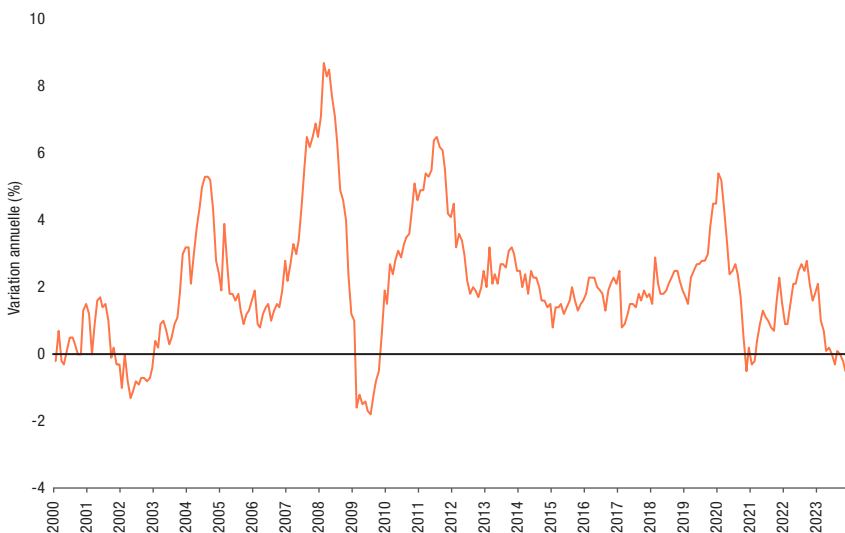
INVESTISSEMENTS IMMOBILIERS EN CHINE



Source : Piper Sandler

Bien que la Chine semble légèrement dépasser son objectif de croissance du PIB de 5% en 2023, la situation économique au sein du pays demeure compliquée. Depuis la réouverture de l'économie en début d'année passée, les autorités chinoises n'ont pas réussi à déclencher une véritable dynamique conjoncturelle. Le principal souci demeure l'état du secteur immobilier qui avait pris un poids trop important au sein de l'économie. C'est la raison pour laquelle le gouvernement avait pris au cours des dernières années diverses mesures visant à freiner la croissance au sein du secteur, dont la plus importante fut la réduction de la capacité d'endettement des promoteurs immobiliers. Le mantra selon lequel « le logement est fait pour vivre, et non pas pour spéculer » proclamé pour la première fois par le président Xi Jinping en 2016 était devenu le symbole de la lutte contre la construction excessive. Aujourd'hui, 8 ans plus tard, l'activité immobilière a du mal à redémarrer. Plusieurs grands promoteurs sont au bord de la faillite, les gouvernements locaux peinent à vendre des terrains ce qui pèse sur le niveau de leurs recettes et la population se montre méfiante en raison des incertitudes sur le potentiel d'appréciation d'un investissement dans la pierre. Si le gouvernement de Pékin ne prend pas des mesures plus profondes, l'assainissement du secteur immobilier pourrait s'étendre non pas sur des mois, mais plutôt sur des années.

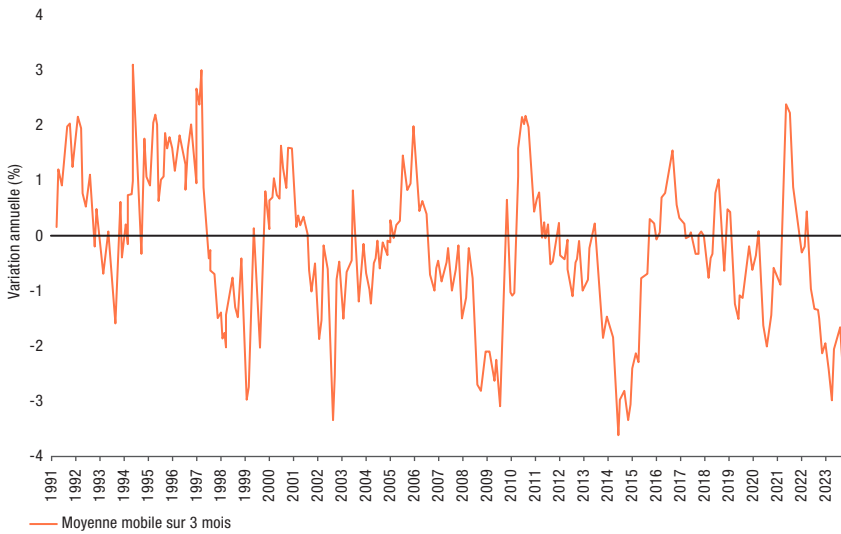
INFLATION EN CHINE



Source : National Bureau of Statistics of China, Bloomberg

A court terme, la Chine pourrait être tentée de viser une accélération de la croissance à travers une augmentation des exportations. Bien que la demande interne ne semble pas sur le point de s'effondrer, le rythme de progression normalisé des ventes au détail reste nettement inférieur à celui de la fabrication industrielle, entraînant des excès de production face aux besoins de consommation en interne. Ce déséquilibre entre offre et demande accentue la pression sur les prix, l'inflation ayant évolué en territoire négatif lors des trois dernières publications. Néanmoins, ni les Etats-Unis, ni l'Europe ne vont accepter que la concurrence chinoise souvent déloyale menace la survie des producteurs locaux, en plus à un moment où les pays occidentaux cherchent à sécuriser leurs chaînes de production et à devenir moins dépendants du premier centre de fabrication mondial. A moyen et long terme, la Chine devra redéfinir son modèle de croissance économique. Les problèmes structurels du secteur immobilier, la chute du taux de natalité impliquant une contribution démographique nulle voire négative et les tensions géopolitiques réduisant le potentiel des exportations devraient conduire à une croissance durablement plus faible de l'économie chinoise dans les années à venir.

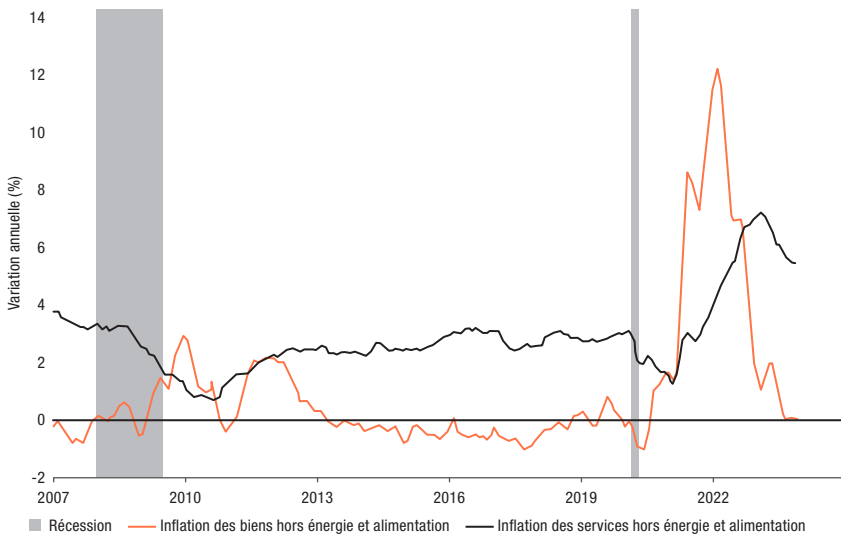
SALAIRE MENSUEL MOYEN RÉEL AU JAPON



Source : Ministry of Health, Labour and Welfare, Jefferies

Au Japon, la progression du PIB sur l'ensemble de l'année 2023 est estimée à 2%, une accélération par rapport au niveau de 1% un an plus tôt. L'activité économique a principalement bénéficié de l'évolution favorable des investissements des entreprises ainsi que de la force des exportations soutenues par la dépréciation du yen. Néanmoins, le côté défavorable du faible yen est sa contribution positive à l'inflation, impactant le pouvoir d'achat des ménages qui a baissé en termes réels malgré les négociations salariales les plus favorables conclues au Japon depuis plus de trente ans. Nonobstant une inflation de base (hors alimentation fraîche) supérieure à 2% pendant 20 mois d'affilée, la Banque du Japon n'a toujours pas abandonné sa politique de taux d'intérêt négatifs. Les récents commentaires du président de la banque centrale suggèrent un chemin lent vers la normalisation de la politique monétaire, mais le plan de sortie et le calendrier d'une telle action n'ont pas encore été précisés. En raison de la détérioration des perspectives de croissance des exportations et des investissements des entreprises suite au ralentissement de la demande mondiale, une amélioration de la consommation des ménages paraît indispensable afin d'éviter un affaiblissement notable de l'activité au cours de cette année.

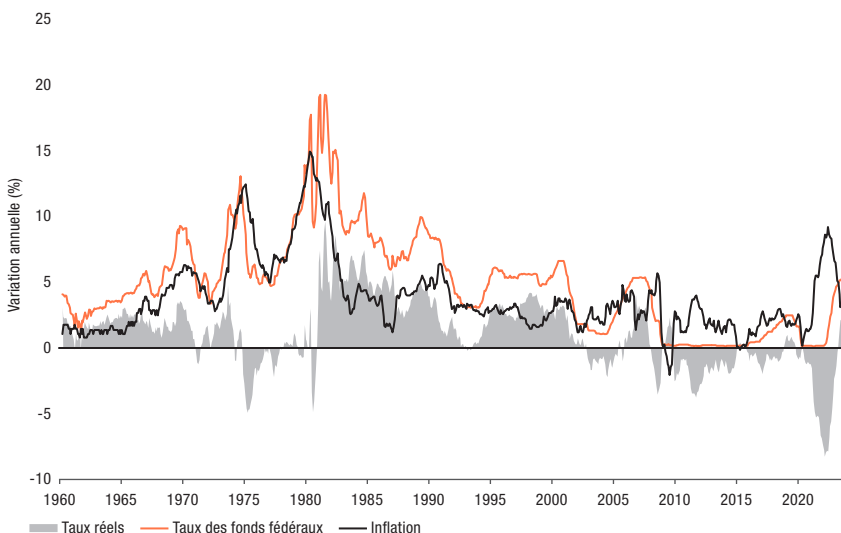
INFLATION AUX ETATS-UNIS



Source : Bureau of Labor Statistics, Evercore ISI

Si le ralentissement généralisé de l'inflation était assez prévisible il y a un an, la situation semble un peu moins claire actuellement. Dans le domaine des biens, le rétablissement des chaînes d'approvisionnement après la fin de la pandémie, ainsi que la détente progressive des prix des matières premières après la crise énergétique en 2022, devaient inévitablement conduire à une réduction de la hausse des prix en 2023, d'autant plus que les bases de comparaison étaient devenues particulièrement élevées. Néanmoins, ce processus de désinflation semble être arrivé à son terme, l'inflation des biens étant tombé à quasiment 0%. Dans le domaine des services, les tensions inflationnistes s'avèrent plus tenaces, étant donné la corrélation étroite entre l'inflation des services et l'évolution des salaires, ces derniers continuant à bénéficier des accords favorables conclus durant l'année passée. C'est pour cette raison qu'une poursuite du processus de désinflation dépend principalement de l'évolution du marché de l'emploi. Si notre hypothèse de l'avènement d'une récession aux Etats-Unis se vérifiait dans les mois à venir, l'augmentation du taux de chômage conduirait à un affaiblissement de la demande de nombreux services, et partant, à une moindre tension sur leurs prix. Si, au contraire, le ralentissement économique finissait par un atterrissage en douceur de l'activité, l'inflation pourrait s'avérer plus coriace et rester bloquée au-delà de l'objectif de 2% des banques centrales.

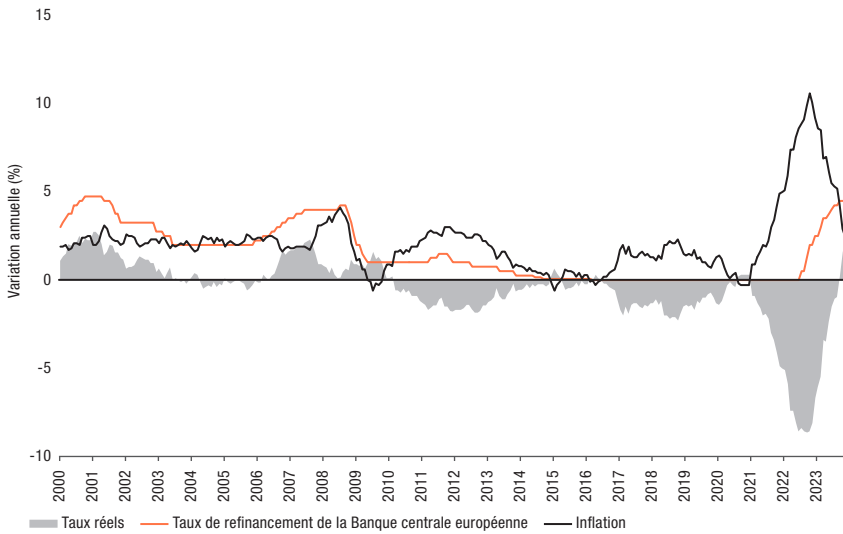
POLITIQUE MONÉTAIRE AUX ETATS-UNIS



Source : Federal Reserve Bank of New York, Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

Depuis la hausse de 25 points de base au mois de juillet, la Réserve fédérale américaine n'a plus modifié ses taux directeurs, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux ayant été maintenue à 5,25% – 5,50%. Lors de la dernière réunion du Comité monétaire en décembre, le président Jerome Powell a effectué un tournant notable, en suggérant pour la première fois depuis le début de la campagne de resserrement monétaire que le prochain mouvement des taux directeurs pourrait être orienté à la baisse. La guidance modifiée fut d'autant plus surprenante que le plus haut responsable monétaire ne cessait de répéter au cours des semaines antérieures que des taux d'intérêt plus élevés plus longtemps étaient indispensables pour ramener l'inflation vers l'objectif de 2%. Cela étant dit, Jerome Powell n'a fait qu'entériner les attentes des analystes puisque ces derniers, en raison du ralentissement progressif de l'inflation en 2023, tablent désormais sur 6 baisses des taux d'intérêt en 2024, soit toujours le double des prévisions officielles du Comité monétaire. Le principal risque d'un relâchement monétaire majeur avant une détérioration notable du marché de l'emploi est celui d'une réaccélération rapide de l'inflation, comme ce fut le cas en 1967, nécessitant un resserrement monétaire encore plus drastique dans une phase ultérieure.

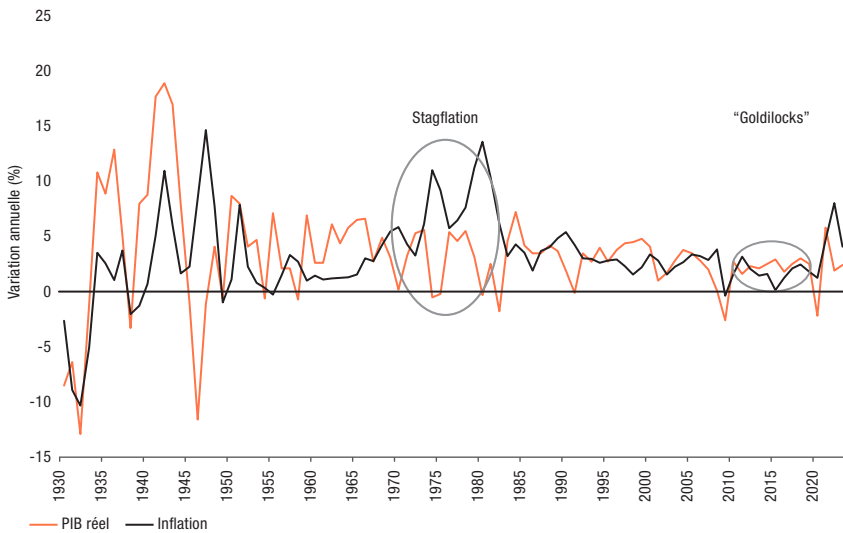
POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO



Source : European Central Bank, Eurostat, Bloomberg

Dans la zone euro, la dernière hausse des taux directeurs de la Banque centrale européenne date du mois de septembre. Depuis lors, les autorités monétaires européennes ont laissé inchangés leur taux de dépôt à 4,0% et leur taux de refinancement à 4,5%. Contrairement à son homologue américain, Christine Lagarde se montre plus réticente à signaler un pivot concernant la direction des taux directeurs, malgré une croissance économique plus faible qu'aux Etats-Unis. Une des raisons pourrait être la différence au niveau des mandats, la BCE étant en charge uniquement de la stabilité des prix alors que la Réserve fédérale est censée considérer également le niveau de l'emploi. Une autre raison pourrait être le décalage entre les cycles économiques, la BCE ayant souvent tendance à suivre les décisions de la Réserve fédérale avec un léger retard. Malgré la guidance inchangée de Christine Lagarde, le consensus des analystes table tout comme aux Etats-Unis sur une baisse des taux directeurs de l'ordre de 1,5% d'ici décembre 2024. Bien que ces attentes divergent considérablement de la guidance officielle, la probabilité d'une telle réalisation dépend principalement de l'évolution économique en cours d'année. Si l'affaiblissement de la conjoncture européenne devait s'intensifier, une baisse des taux directeurs d'une telle ampleur deviendrait une option réaliste.

PIB RÉEL ET INFLATION AUX ETATS-UNIS DEPUIS 1930



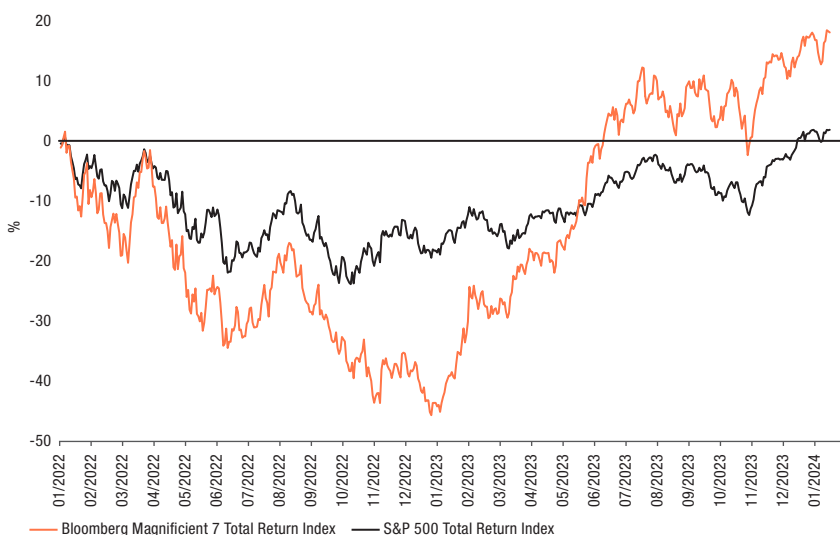
Source : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

Actuellement, 2024 apparaît comme une année charnière, qui pourrait déterminer la voie que prendra la conjoncture mondiale dans les années à venir. Le ralentissement économique aux Etats-Unis va-t-il finir par un atterrissage en douceur de l'activité et un retour de l'inflation vers 2% sans phase de contraction, évoluant vers un environnement comparable à la période 2012 – 2019 précédant la pandémie, elle-même caractérisée par une croissance économique modérée et une inflation faible, souvent qualifiée de « Goldilocks », car constituant la configuration parfaite pour l'évolution des marchés financiers ? Ou au contraire, est-ce que ce ralentissement conjoncturel aboutira à une récession, comme ce fut, à une exception près, toujours le cas après une inversion de la courbe des taux d'intérêt américains, alors suivie par un environnement économique plus volatil, caractérisé par une alternance d'années de croissance et d'inflation tantôt plus forte, tantôt plus faible, un peu similaire à la période de stagflation des années 1970, en outre dominé par des tensions géopolitiques, l'abandon de toute discipline budgétaire, ainsi que la pénurie de main-d'œuvre et de ressources naturelles ? Bien que nous accordions une probabilité plus élevée au second scénario, seul l'avenir nous offrira, comme toujours, la réponse exacte.



Marchés financiers

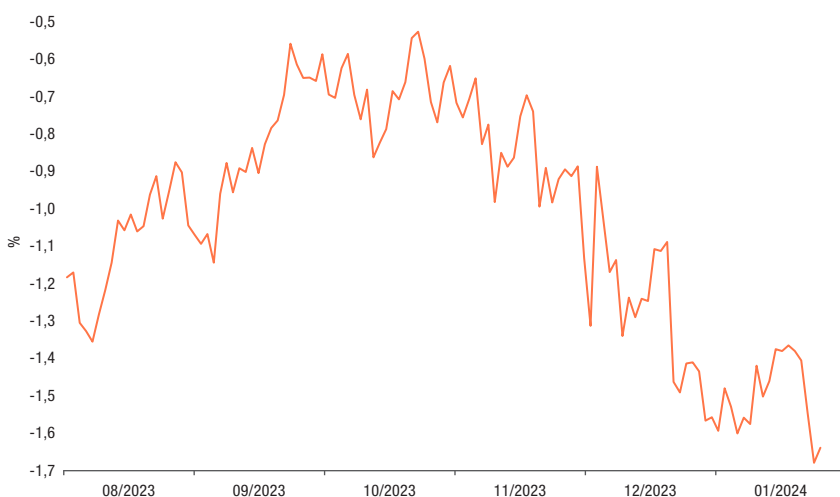
S&P 500 ET MAGNIFICENT 7 SUR 2 ANS



Source : Macrobond/Bloomberg

Sur les marchés boursiers, 2023 fut une année pour les optimistes. Le rebond des cours qui avait commencé au quatrième trimestre 2022 s'est poursuivi et a permis aux principaux indices de récupérer les pertes de 2022, voire d'atteindre de nouveaux plus hauts. Deux facteurs semblent avoir été à l'origine de cet optimisme retrouvé. Tout d'abord, les craintes de voir l'économie américaine entrer en récession se sont graduellement dissipées et ont été remplacées par des anticipations d'un atterrissage en douceur de l'économie. Ensuite, l'émergence du thème de l'intelligence artificielle a capté l'imagination des investisseurs et donné un nouveau souffle aux grandes valeurs technologiques. Ce sont dès lors ces dernières qui ont permis la montée des indices, à commencer par le S&P 500 aux Etats-Unis, dont la progression repose essentiellement sur la performance de ce qu'on a tendance à appeler aujourd'hui les 'Magnificent 7' (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla).

BAISSE DU TAUX DIRECTEUR DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE ANTICIPÉE PAR LE MARCHÉ POUR 2024 (EN %)



Source : Jefferies

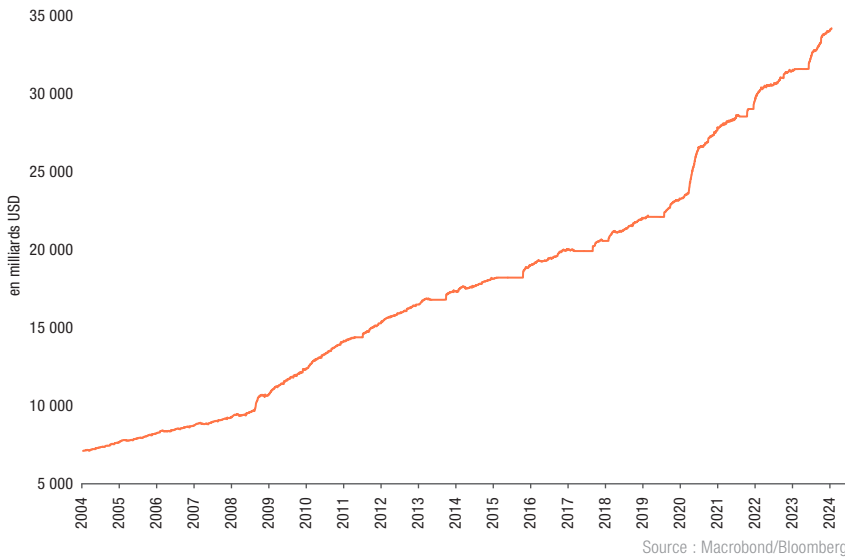
Début 2023, un nombre important d'investisseurs s'inquiétaient d'une possible récession aux Etats-Unis et de la poursuite du resserrement monétaire des banques centrales. En ce début 2024, ces craintes ont fait place à des anticipations très optimistes. L'économie américaine est censée réussir un atterrissage en douceur permettant aux bénéfices des entreprises d'évoluer favorablement. En même temps, les investisseurs tablent sur un relâchement important de la politique monétaire de la Réserve fédérale qui verrait la banque centrale américaine baisser son taux directeur de quelque 150 points de base. Le fait que ces deux scénarios sont quelque peu contradictoires ne semble pas inquiéter les marchés. En effet, si l'économie américaine se montre résiliente, il n'y a pas de raisons à ce que les autorités monétaires relâchent de façon si importante leur politique monétaire. Si par contre elles se sentent obligées de le faire, c'est que la détérioration de l'activité économique s'avère plus importante que prévue. Sans parler du fait que dans une année électorale, la Réserve fédérale s'abstient normalement de faire des changements importants dans sa politique pour ne pas se faire reprocher d'influencer les élections.

EVOLUTION DU RATIO COURS/BÉNÉFICE DES MAGNIFICENT 7 SUR 1 AN



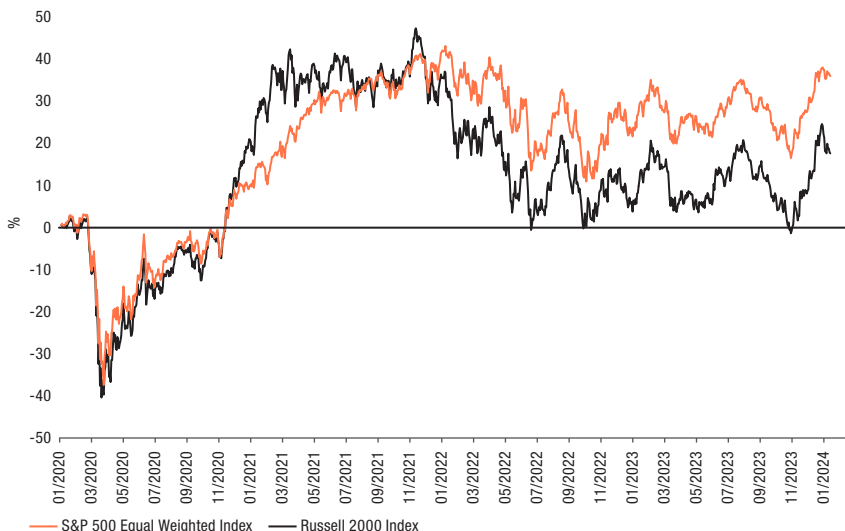
2023 fut à nouveau très difficile pour la gestion active, notamment aux Etats-Unis. A moins de penser que les indices boursiers continueront à être tirés à la hausse par un nombre limité de valeurs, les choses devraient cependant graduellement changer. Le degré de concentration du S&P 500 est ainsi historiquement élevé. Par le passé, un tel degré de concentration n'a pas été de bon augure pour la performance de cet indice. De plus, la forte hausse des cours des Magnificent 7, qui constituent aujourd'hui pratiquement une classe d'actifs à elles seules, en 2023 s'explique en très grande partie par une nouvelle expansion de leurs multiples de valorisation, plutôt que par la progression de leurs bénéfices. Cette expansion des multiples peut étonner dans un contexte de poursuite du resserrement monétaire des banques centrales sur la première moitié de l'année et de hausse des taux longs (jusqu'en octobre). Apple, Amazon, Alphabet ou Microsoft sont certainement d'excellentes entreprises, mais elles le seraient aussi à moitié prix.

ENCOURS TOTAL DE LA DETTE PUBLIQUE AUX ETATS-UNIS



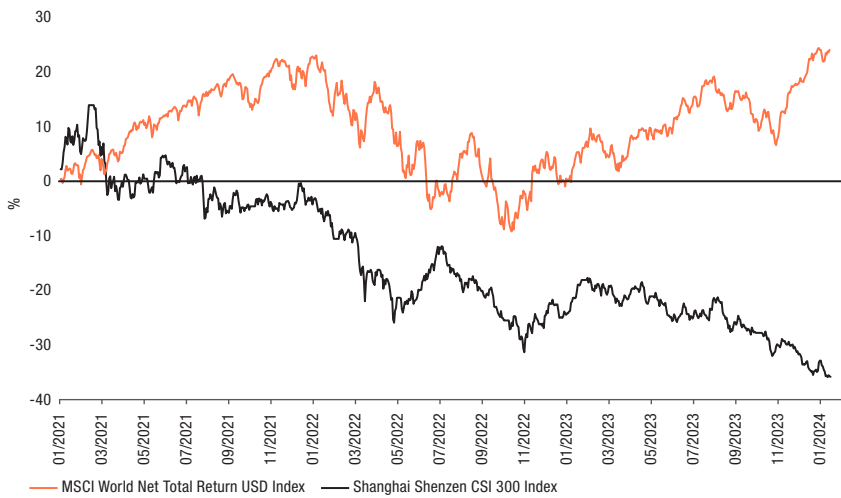
Un facteur qui pourrait avoir plaidé en faveur des grandes valeurs technologiques américaines et qui pourrait continuer à plaider en faveur de ces valeurs est qu'elles ont le potentiel de remplacer les emprunts d'Etat américains dans le portefeuille des grands investisseurs étrangers. Dans la mesure où les Etats-Unis enregistrent un déficit important de leur balance commerciale, ils doivent enregistrer un surplus sur leur balance des capitaux. Les dollars détenus par les étrangers à la suite de leur échanges commerciaux avec les Etats-Unis ont ainsi été longtemps placés en emprunts d'Etat américains. La fragmentation de l'économie mondiale, la hausse continue de la dette publique américaine avec un déficit budgétaire de plus en plus important, la crainte de voir les Etats-Unis monétiser leur dette et d'utiliser le dollar comme arme politique ont néanmoins ébranlé la confiance des investisseurs étrangers dans ce qui fut longtemps la valeur refuge par excellence. Ils pourraient dès lors se retourner vers les actions des grandes valeurs de la technologie. D'autant plus que ces entreprises rachètent régulièrement leurs propres titres, diminuant ainsi leur offre, alors que celle d'emprunts d'Etat ne fait qu'augmenter sous l'impact des déficits budgétaires continus.

EVOLUTION DES INDICES S&P 500 ET RUSSELL 2000 SUR 5 ANS



En dehors des quelques valeurs qui ont marqué 2023 et auxquelles on pourrait ajouter les sociétés pharmaceutiques Eli Lilly et Novo Nordisk avec leur médicaments vedettes contre l'obésité, de nombreuses valeurs n'ont que peu ou pas du tout participé à la hausse des marchés. Ces valeurs ont ainsi été affectées par la hausse des taux d'intérêt, les incertitudes économiques ou géopolitiques ou n'ont tout simplement pas réussi à capter l'imagination des investisseurs. Les entreprises de petite capitalisation ont ainsi enregistré une performance nettement plus mauvaise que leurs homologues plus larges. Aux Etats-Unis, l'indice Russell 2000 reste quelque 20% en-dessous de son niveau de fin 2021, alors que l'indice S&P 500 a retrouvé son niveau de l'époque. Le marché suisse illustre également bien le fait que beaucoup de valeurs n'ont pas participé à la hausse de l'année dernière. L'indice SMI regroupe un nombre important de sociétés de très grande qualité, mais a nettement sousperformé l'année passée. Il a en l'occurrence été pénalisé par son caractère plutôt défensif à un moment où les craintes de récession avaient progressivement disparu et par son manque de valeurs technologiques.

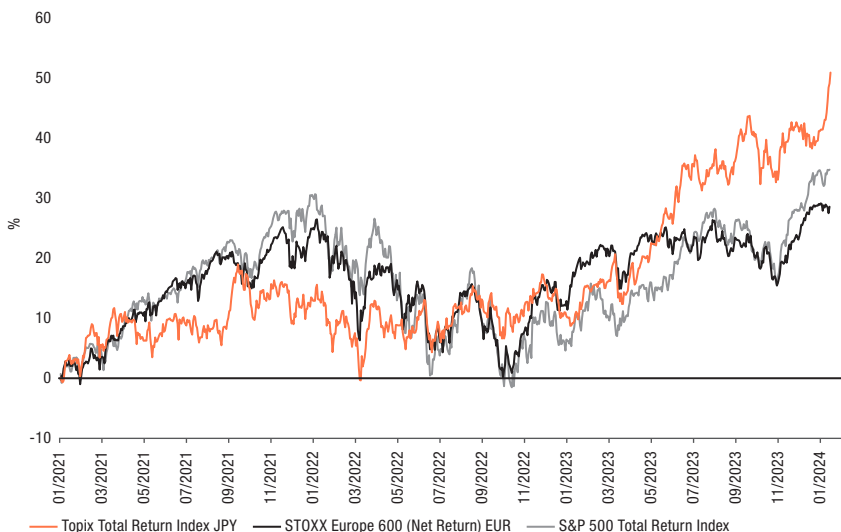
EVOLUTION DU MARCHÉ CHINOIS ET DE L'INDICE MONDIAL ACTIONS SUR 3 ANS



Source : Macrobond/Bloomberg

Le marché chinois a poursuivi sa descente aux enfers l'année dernière. Sur les deux dernières années, sa sous-performance par rapport à l'indice mondial s'élève à quelque 60%. Les raisons à l'origine de cette sous-performance vont des tensions géopolitiques aux déceptions économiques en passant par les craintes de voir le Parti communiste changer les règles du jeu à tout moment. Dans la mesure où le marché chinois occupe une place importante dans les indices asiatiques, un certain nombre de fournisseurs d'indices commencent dès lors à proposer des indices excluant la Chine. Il y a aujourd'hui essentiellement deux façons d'approcher le marché chinois. La première consiste à se dire que dans la mesure où les règles de jeu en Chine sont différentes, les intérêts du Parti l'emportent notamment clairement sur les intérêts des actionnaires, il ne faut pas y investir. La deuxième consiste à se dire que pour investir dans ce marché, il faut que les actions chinoises offrent une prime de risque particulièrement élevée. En d'autres mots, il faut que leurs multiples de valorisation soient bas. Ceci est le cas aujourd'hui. Le marché chinois est délaissé par les investisseurs domestiques et étrangers et offre une prime de risque largement supérieure à sa moyenne historique.

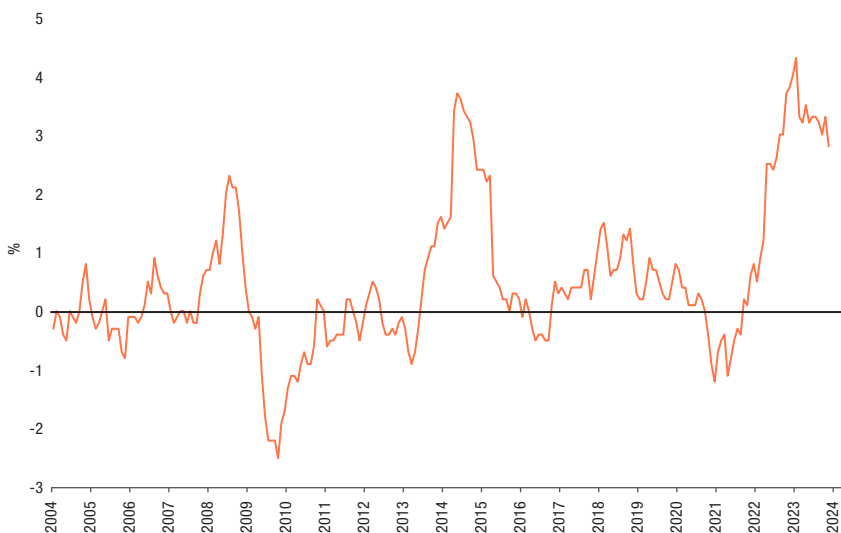
EVOLUTION DES INDICES S&P 500, STOXX 600 ET TOPIX SUR 3 ANS



Source : Macrobond/Bloomberg

En 2023, l'indice Nikkei 225 a finalement retrouvé le niveau de 30.000, qu'il avait atteint pour la première fois en 1989. En monnaie locale, le marché japonais enregistre une performance nettement supérieure aux marchés américain et européen sur les trois dernières années. Des corrections intermédiaires sont toujours possibles, mais la tendance haussière du marché nippon est bien établie. Elle repose sur l'amélioration de la gouvernance des entreprises. Si les entreprises japonaises ont toujours fait preuve d'efficacité opérationnelle, leur efficacité en matière de gestion du capital laissait fortement à désirer. Leur objectif principal consistait à gagner des parts de marché, ce qui entraînait souvent une mauvaise allocation du capital et une faible rentabilité sur capitaux investis. Qui plus est, les intérêts des actionnaires n'étaient que rarement pris en considération. Tout ceci a commencé à changer il y a une dizaine d'année avec le programme d'Abenomics de l'ancien Premier ministre, Shinzo Abe. Aujourd'hui les choses vont en s'accélération avec l'apparition de bon nombre d'investisseurs activistes et sous la pression des investisseurs institutionnels locaux.

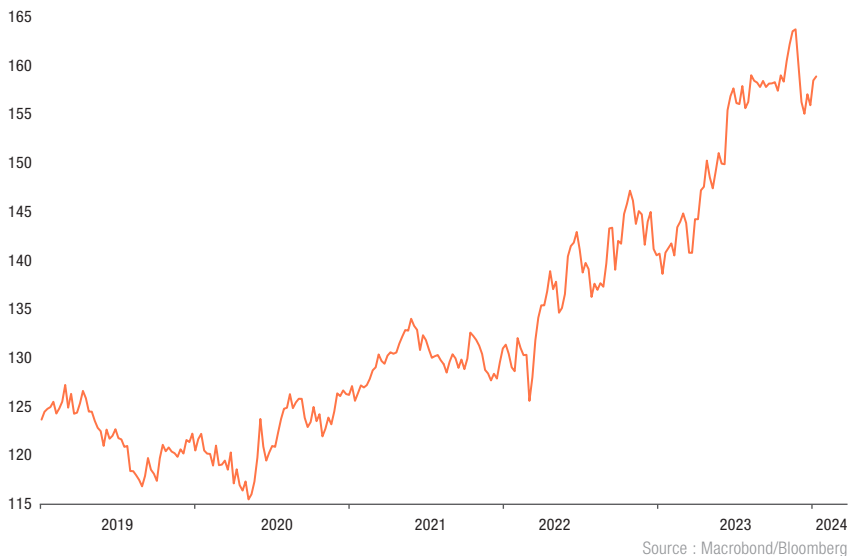
TAUX D'INFLATION AU JAPON



Source : Macrobond/Bloomberg

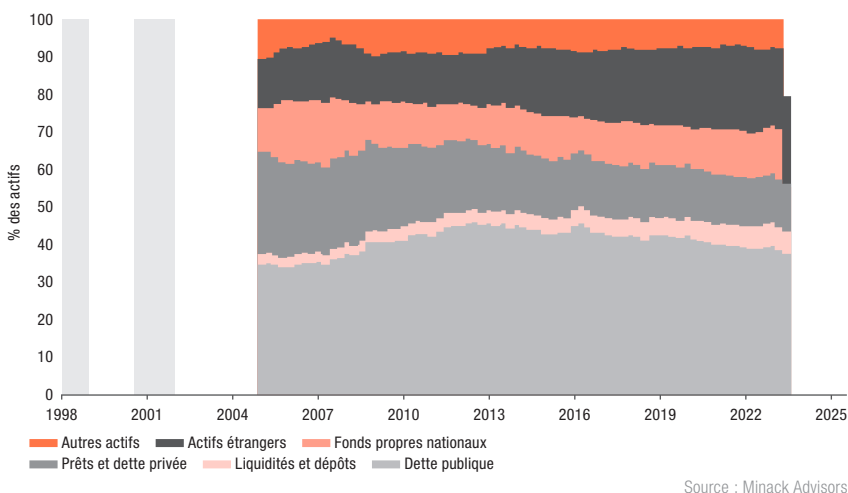
Si l'amélioration de la gouvernance d'entreprise constitue l'argument principal plaidant en faveur du marché japonais, d'autres facteurs devraient également l'aider. La fin de l'ère de déflation exerce un effet positif sur les résultats des entreprises. Pour ces dernières, il est certainement plus facile de faire progresser leur chiffre d'affaires dans un environnement où la croissance nominale est de 3% à 4% (1% à 2% de croissance réelle + 2% d'inflation), plutôt que de 0% (1% à 2% de croissance réelle - 1% à 2% d'inflation). Dans une économie mondiale en fragmentation, le Japon semble par ailleurs en bonne position géopolitique. Il devrait notamment bénéficier de l'intégration économique de la région de l'Eurasie. Les entreprises nipponnes figurent également souvent parmi les leaders mondiaux dans leur secteur respectif. Leurs multiples de valorisation sont attractifs surtout si l'on tient compte du potentiel d'amélioration de l'efficacité de leur bilan. Leur niveau d'endettement se situe par ailleurs en-dessous de celui de leurs homologues occidentales. Il importe cependant de noter que le marché japonais est un marché assez cyclique et que de nombreuses entreprises nipponnes seraient affectées en cas de fort ralentissement de la conjoncture mondiale.

EVOLUTION DU COURS DE CHANGE EUR/JPY SUR 5 ANS



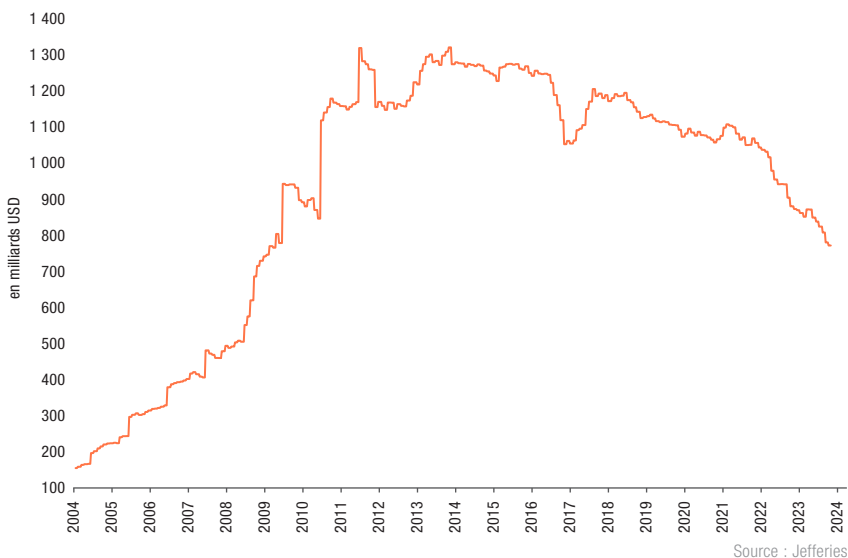
Pour un investisseur en euro, une grande partie de la bonne performance du marché japonais en 2023 a été détruite par la dépréciation du yen. La monnaie japonaise s'est ainsi dépréciée de plus de 25% par rapport à l'euro et au dollar depuis 2020. A l'origine de cette dépréciation se trouve l'augmentation du différentiel d'intérêt entre ces monnaies et le yen. D'un côté, les banques centrales américaine et européenne ont procédé à un net resserrement de leur politique monétaire. De l'autre, la Banque du Japon a maintenu sa politique de taux zéro et de contrôle de la courbe des taux. Le yen est ainsi devenu une monnaie de financement, les investisseurs empruntant dans cette devise pour ensuite investir dans d'autres monnaies. Les choses sont cependant en train de changer. En Europe et aux Etats-Unis, le resserrement monétaire semble terminé et les autorités ont fait savoir qu'elles envisagent des baisses de taux en 2024. Au Japon, le nouveau gouverneur de la Banque du Japon a clairement laissé entrevoir une normalisation de la politique monétaire. S'il semble évident que les taux d'intérêt au Japon ne vont pas retrouver le niveau américain ou européen, la diminution du différentiel d'intérêt devrait bénéficier au yen à un moment où la monnaie nipponne semble extrêmement sous-évaluée.

POURCENTAGE DES ACTIFS DÉTENUS PAR LES FONDS DE PENSION ET COMPAGNIES D'ASSURANCES AU JAPON INVESTI EN ACTIONS DOMESTIQUES



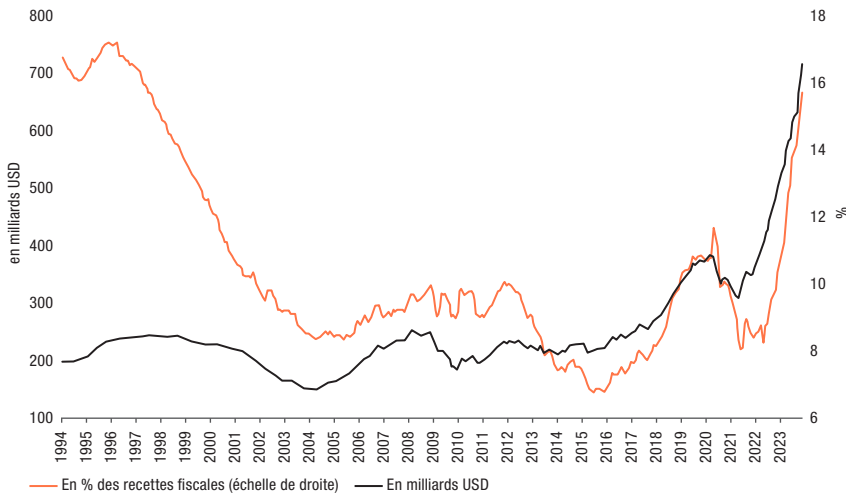
Contrairement à ce que l'on pourrait attendre, une appréciation du yen et une remontée des taux d'intérêt peuvent être considérées comme favorables au marché boursier dans le cas du Japon. Tout d'abord, elles encourageraient un rapatriement de capitaux de l'étranger (le Japon continue d'enregistrer un surplus important dans sa balance commerciale et reste un pays créateur), capitaux qui pourront par la suite être investis dans des actifs locaux. De nombreux experts estiment ainsi qu'un taux à 10 ans à 1% permettrait aux fonds de pension et aux compagnies d'assurance un appariement entre leurs actifs et passifs, ces institutions ayant dès lors moins de raisons de chercher du rendement à l'étranger. En même temps, les investisseurs domestiques et étrangers restent très sous-investis en actions. Une appréciation du yen ne mettrait par ailleurs pas en péril les résultats des entreprises. Les entreprises exportatrices utilisent en moyenne un cours de change autour de 135 USD/JPY dans leurs estimations de bénéfice. Elles sont extrêmement compétitives au cours actuel. Une appréciation graduelle et ordonnée de leur monnaie ne les pénaliserait dès lors pas.

EMPRUNTS D'ETAT AMÉRICAINS DÉTENUS PAR LA CHINE



Les marchés obligataires ont été mouvementés l'année dernière. Après avoir reculé entre janvier et mars, le rendement de l'emprunt d'Etat à 10 ans américain a entamé une forte remontée jusqu'en octobre avant de diminuer de façon importante sur les deux derniers mois de l'année pour terminer 2023 quasiment au même niveau qu'il avait commencé. Beaucoup de bruit pour rien si ce n'est que les craintes d'un déséquilibre entre offre et demande d'emprunts sont véritablement apparues pour la première fois. Côté offre, des besoins de financement importants et croissants de l'Etat se refléteront dans des émissions importantes d'emprunts d'Etat. Côté demande, un certain nombre de pays qui étaient traditionnellement prêts à recycler leurs surplus dans les emprunts d'Etat américains ne sont non seulement plus prêts à le faire, mais commencent au contraire à réduire leurs positions. Ce déséquilibre entre offre et demande d'emprunts devrait graduellement prendre de l'importance. A court terme, une détérioration plus importante que prévue de l'activité économique aux Etats-Unis pourrait toutefois stimuler la demande. Dans une récession, la Réserve fédérale réduit typiquement son taux directeur de quelque 300 à 400 points de base. Si tel était à nouveau le cas cette fois-ci, les taux longs américains pourraient temporairement retomber en-dessous des 3%.

ETATS-UNIS : PAIEMENTS D'INTÉRÊTS NETS EN % DES RECETTES FISCALES



Source : Jefferies

Un autre élément susceptible de limiter une éventuelle remontée des taux d'intérêt réside dans le coût du service de la dette publique. La remontée des taux sur les deux dernières années a fait que la part des recettes fiscales devant être consacrée au paiement d'intérêts sur la dette est passée de 8% à plus de 15%. Contrairement aux entreprises qui ont profité de la période de taux bas pour se refinancer et allonger la maturité de leur endettement, le gouvernement s'est financé en grande partie par des émissions à courte échéance. Plus de la moitié de la dette publique américaine devra être refinancée d'ici à la fin 2026. Il semble inconcevable que les autorités politiques acceptent que le coût du service de la dette continue de monter et de limiter ainsi leur marge de manœuvre sur les autres catégories de dépenses publiques. On pourrait dès lors revenir à une sorte de répression financière à travers laquelle les taux seraient maintenus à un niveau inférieur à celui justifié par les fondamentaux économiques. En même temps, un taux d'inflation plus élevé pourrait être toléré par les autorités pour réduire graduellement le coût réel de la dette. Après leur remontée des 18 derniers mois, les taux réels (taux nominaux ajustés pour l'inflation) pourraient dès lors rebaisser. Un tel scénario plaide en faveur des obligations indexées sur l'inflation. Il n'est ainsi pas étonnant que le gouvernement allemand a annoncé fin 2023 qu'il allait cesser d'émettre de tels emprunts.

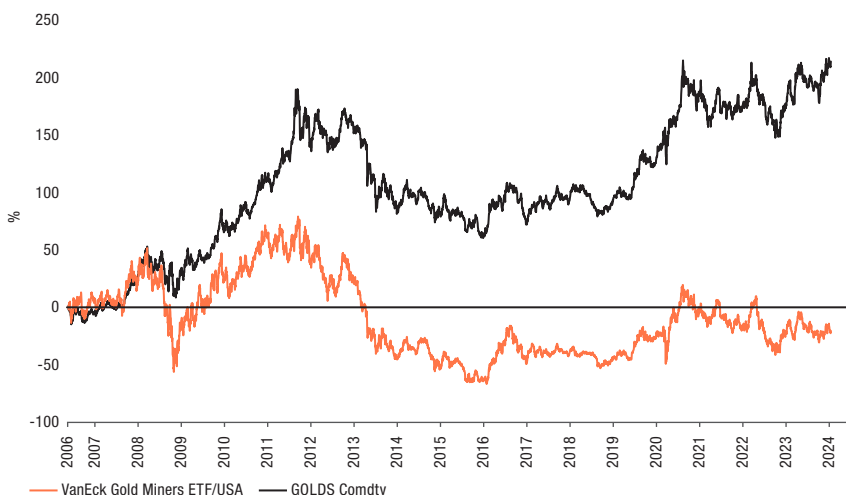
EVOLUTION DU COURS DE L'OR



Source : Macrobond/Bloomberg

L'or a poursuivi son ascension en 2023, le cours du métal jaune s'appréciant de 13% par rapport au dollar et à l'euro. Cette hausse peut surprendre dans un contexte de remontée des taux réels. Par le passé, le cours de l'or était négativement corrélé avec les taux réels, ce qui est logique étant donné que le métal jaune ne paye pas d'intérêts. L'augmentation des taux réels en 2023 a effectivement entraîné des ventes importantes d'or de la part des investisseurs financiers, ainsi qu'en témoignent les sorties de capitaux dans les produits sur l'or négociés en bourse (ETC, Exchange traded commodities). Ces sorties ont cependant été plus que compensées par l'augmentation de la demande physique, avec notamment les achats des banques centrales. Ces achats proviennent essentiellement des banques centrales orientales. Elles témoignent de la méfiance accrue des pays non-occidentaux à l'égard du dollar et des emprunts américains et reflètent la volonté de ces pays, à commencer par la Chine, de mettre en place une alternative au système financier actuel basé sur le billet vert. L'or continue dès lors à se déplacer de l'Ouest vers l'Est.

EVOLUTION DU COURS DE L'OR ET DE L'INDICE DES ENTREPRISES AURIFÈRES SUR 20 ANS



Source : Macrobond/Bloomberg

Les conditions pour une poursuite du mouvement haussier sur l'or semblent aujourd'hui réunies. La demande physique devrait rester soutenue et la demande des investisseurs financiers pourrait revenir avec le relâchement anticipé de la politique monétaire de la Réserve fédérale. Cette demande pourrait s'avérer d'autant plus importante qu'une éventuelle nouvelle hausse de l'inflation mettrait les banques centrales dans la situation désagréable de devoir choisir entre combattre l'inflation ou limiter le coût du service de la dette. L'or constituant une protection contre l'inflation dans la sphère monétaire plutôt que dans l'économie réelle, tout retour des banques centrales vers des politiques monétaires beaucoup moins restrictives, voire vers un assouplissement quantitatif serait de nature à stimuler le cours du métal jaune. Après un bon début d'année, les entreprises aurifères ont à nouveau déçu. Leur sous-performance par rapport au métal s'explique en partie par le désintérêt des investisseurs financiers pour le secteur, mais également par la hausse de leurs coûts, souvent supérieure à celle du cours de l'or. A cela s'ajoute une certaine méfiance des investisseurs à leur égard, étant donné l'historique souvent décevant de ces entreprises en termes de création de valeur pour leurs actionnaires. Il reste que leur sous-performance offre des opportunités, à condition d'accepter la volatilité importante de cette classe d'actifs.

Résumé

En résumé, une certaine complaisance s'est installée sur les marchés financiers en ce début d'année. Le consensus des analystes s'attend ainsi à une hausse de plus de 10% des bénéfices des sociétés du S&P 500, mais pense en même temps que la Réserve fédérale va réduire son taux directeur de près de 150 points de base, alors qu'un tel relâchement monétaire ne s'imposerait a priori pas dans un environnement permettant une telle croissance des bénéfices. En d'autres mots, le marché anticipe des baisses de taux importantes mais semble écarter la possibilité d'une faiblesse de l'activité économique assez importante que pour justifier de telles baisses de taux. Les incertitudes géopolitiques et les élections aux Etats-Unis, voire en Taiwan, constituent d'autres facteurs incitant à une certaine prudence, après la forte hausse des cours boursiers sur les derniers mois de l'année passée.

A moyen et long terme, il convient néanmoins de privilégier les actifs réels aux actifs monétaires, et donc les actions aux obligations. Si les banques centrales ont pu quelque peu rétablir leur crédibilité sur les deux dernières années, il reste que leur fenêtre d'opportunité pour se montrer très résolues dans la lutte contre l'inflation est en train de se fermer. Endettement public très important et nécessité de financer des déficits publics croissants ne sont tout simplement pas compatibles avec des taux d'intérêt élevés en termes réels. Dans la mesure où obligations et actions sont les deux principales classes d'actifs, les problèmes de l'une devraient bénéficier à l'autre, nonobstant le fait que les multiples de valorisation des grandes valeurs occidentales ne sont certainement pas faibles. Ceci étant dit, le risque d'un ralentissement conjoncturel nettement plus important qu'anticipé justifie à l'heure actuelle un investissement en emprunts d'Etat.

Le degré de concentration dans les marchés boursiers, avec les Etats-Unis représentant quelque 70% de l'indice mondial et les 'Magnificent 7' plus de 30% de l'indice américain, est un autre facteur incitant à la prudence. Il offre cependant également des opportunités pour la gestion active. Notre préférence va aux entreprises défensives de qualité et ce pour des raisons aussi bien 'bottom-up' (multiples de valorisation attrayants) que 'top-down' (bénéfices moins dépendants de la conjoncture mondiale). Au niveau régional, le marché japonais devrait continuer à bénéficier d'éléments structurels favorables.

L'or continue d'avoir sa place dans un portefeuille équilibré. Le fait que le métal jaune ait pu s'apprécier en 2023 malgré la hausse des taux réels constitue un signe de sa force inhérente.

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° **178** – 1^{er} trimestre 2024

Perspectives

Clôture de rédaction :
15/01/2024

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