

# Perspectives

## Analyse des marchés financiers

---

### Environnement macro-économique 3

- La question d'une éventuelle récession aux Etats-Unis reste toujours ouverte.
- Après le ralentissement considérable de l'inflation au cours des 18 derniers mois, le retour vers l'objectif de 2% paraît plus compliqué.
- Malgré la ténacité de l'inflation dans le domaine des services, les banques centrales américaine et européenne guident vers une baisse prochaine de leurs taux directeurs.

---

### Marchés financiers 9

- Le scénario optimiste à l'origine de la remontée des marchés depuis octobre 2023 ne correspond pas à la réalité économique.
- Nonobstant la possibilité d'une correction plus ou moins importante, les actions d'entreprises de qualité sont à privilégier aux emprunts d'Etat.
- Le Japon et l'or restent parmi nos plus fortes convictions.

---

Visitez notre site internet  
[www.bli.lu](http://www.bli.lu)

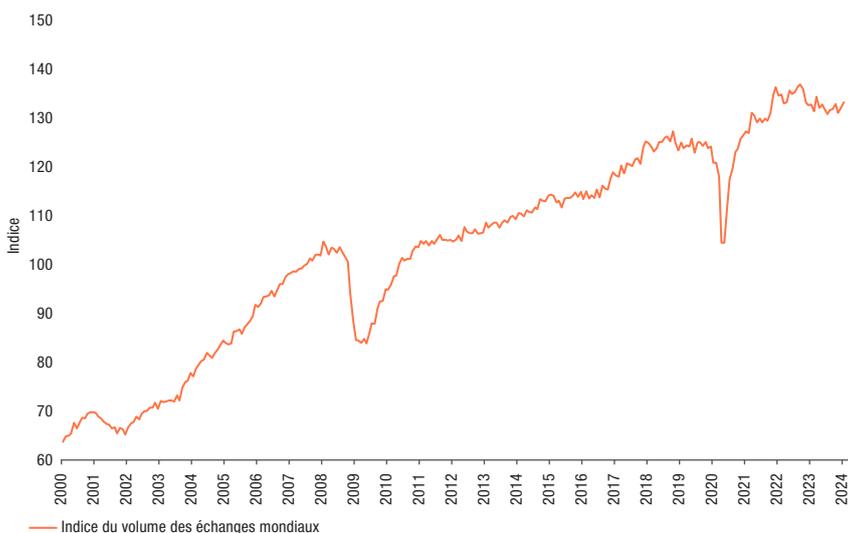
---

Une publication de  
**BLI - Banque de Luxembourg Investments**



# Environnement macro-économique

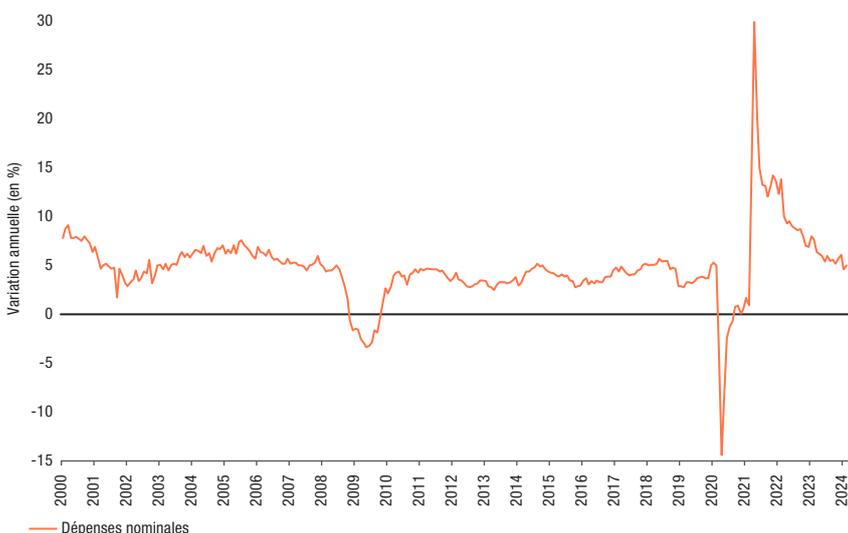
## COMMERCE MONDIAL



Source : CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Bloomberg

Depuis le début de l'année, la conjoncture mondiale a peu évolué. Globalement, le rythme de croissance demeure faible, sans signes de détérioration excessive. Les Etats-Unis demeurent la région la plus robuste, la résilience de la consommation domestique s'étant maintenue au premier trimestre. La zone euro frôle la récession, les pays fortement dépendants du secteur manufacturier comme l'Allemagne demeurant particulièrement sous pression, alors que les pays du Sud, qui bénéficient du boom du tourisme, s'en sortent nettement mieux. En Chine, l'activité a été soutenue récemment par des mesures d'ordre public montrant de premiers effets positifs sur le niveau tant de la production industrielle que de la consommation des ménages. Néanmoins, les surcapacités structurelles dans le secteur immobilier et les tensions géopolitiques avec les Etats-Unis continuent à grever le climat général des affaires empêchant une reprise de la confiance au sein du pays. Au Japon, la croissance négative des salaires en termes réels pèse sur le niveau de la demande des ménages, expliquant ainsi la faiblesse de la croissance au second semestre de l'année passée.

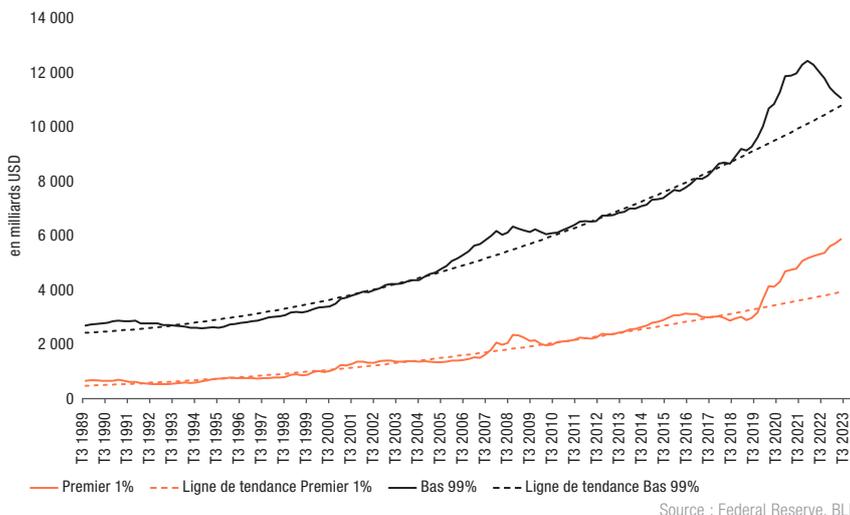
## DÉPENSES DE CONSOMMATION AUX ETATS-UNIS



Source : Bureau of Economic Analysis, Bloomberg

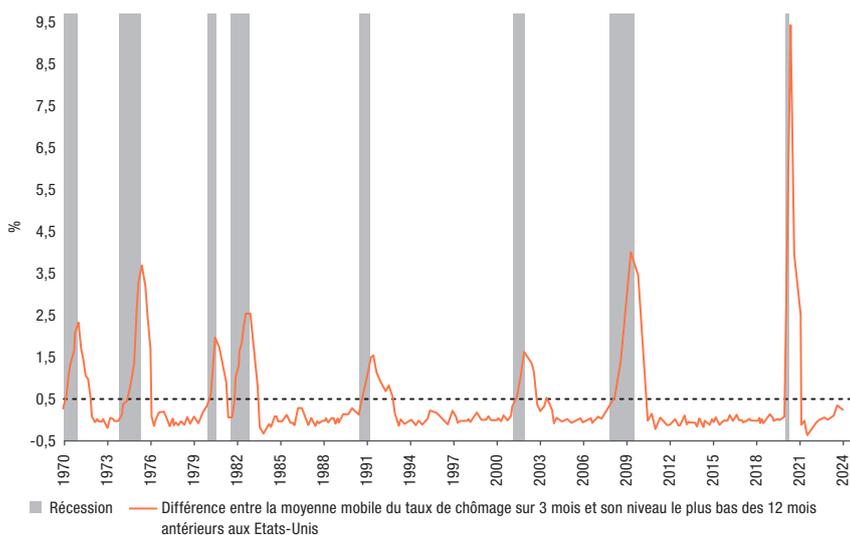
Aux Etats-Unis, l'activité économique maintient un rythme de croisière plutôt robuste malgré la remontée des taux directeurs de la Réserve fédérale depuis mars 2022. Le scénario de récession, qui, d'un point de vue historique, semblait la conséquence inévitable de l'inversion de la courbe des taux d'intérêt, du recul de l'indice composite des indicateurs avancés du Conference Board et du ralentissement significatif de l'activité de crédit, ne s'est pas concrétisé jusqu'à présent. Bien que le verdict final n'ait pas encore été rendu, force est de constater que le décalage historique maximal de 18 mois entre le début d'inversion de la courbe des taux d'intérêt et l'entrée en récession expire au mois d'avril. Les partisans de la thèse de l'absence de contraction soulignent la diminution progressive de la cyclicité de l'activité économique étant donné la part grandissante des activités de services. Déjà, lors de la récession en 2001, la consommation domestique n'avait pas affiché le moindre trimestre de recul, témoignant de la stabilité développée par l'économie au fil du temps. Si la progression du PIB restait positive au-delà de l'été, la thèse de l'absence de récession malgré l'inversion de la courbe des taux d'intérêt semblerait alors définitivement validée.

## DÉPÔTS BANCAIRES ET FONDS MONÉTAIRES DES MÉNAGES AUX ETATS-UNIS



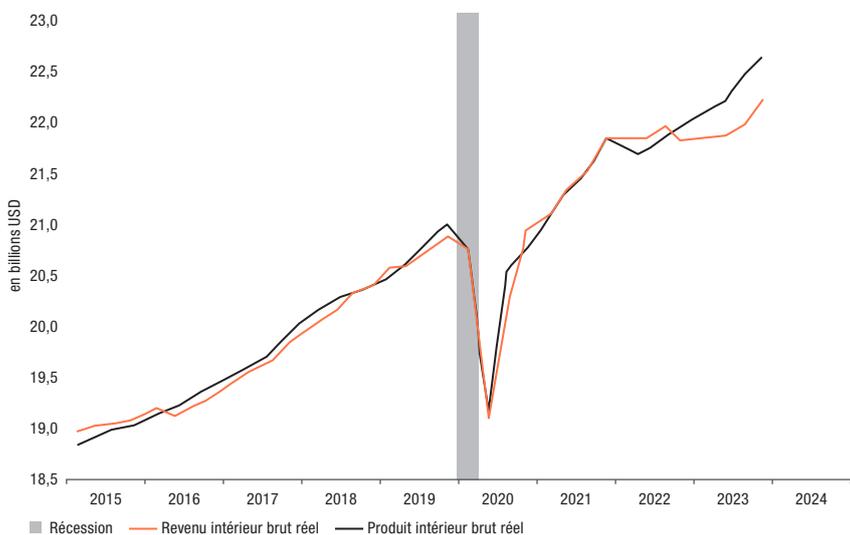
Une analyse détaillée des liquidités détenues par la population américaine suggère que le principal facteur à l'origine de l'absence de récession aux Etats-Unis constitue l'épargne excédentaire créée durant la pandémie. Fin 2021, le surplus d'épargne des ménages américains (hors considération du percentile le plus fortuné), défini comme la différence entre l'épargne actuelle et sa tendance extrapolée sur 30 ans, s'élevait à 2300 milliards USD, représentant près de 8 % du PIB. De ces 2300 milliards USD, 1300 milliards ont été dépensés depuis lors, soit 4,5% du PIB, ce qui correspond plus ou moins à l'ensemble de la croissance économique des deux dernières années. Après cette période de surconsommation, l'épargne des ménages a regagné sa trajectoire à long terme, suggérant que la période des dépenses excessives est désormais révolue. Si le taux d'épargne ne continue pas à baisser, la hausse des salaires ne sera guère suffisante pour éviter une baisse de la consommation domestique. La croissance récente élevée des prêts sur cartes de crédit sous-entend par ailleurs que les revenus actuels ne suffisent plus pour satisfaire les besoins de consommation courants.

## INDICATEUR DE RÉCESSION SELON LA RÈGLE DE SAHM



Malgré la résilience affichée par le marché de l'emploi jusqu'à présent, les récentes statistiques pointent vers une évolution en demi-teinte. D'une part, le recul des départs volontaires, la réduction du nombre d'heures prestées et la diminution des postes intérimaires constituent généralement des signes avant-coureurs d'une détérioration plus profonde du marché de l'emploi. D'autre part, les demandes d'allocation de chômage n'ont toujours pas augmenté et le taux de chômage reste globalement à un faible niveau. Historiquement, lorsque la moyenne mobile du taux de chômage sur 3 mois a dépassé de 0,5% son point bas des 12 mois antérieurs, le cycle économique a toujours fini en récession. Actuellement, 20 des 50 Etats américains remplissent déjà ce critère, appelé la règle de Sahn, établie par une ancienne économiste de la Réserve fédérale, Claudia Sahn. Lors de la dernière publication des chiffres de l'emploi début avril, la différence entre la moyenne mobile du taux de chômage sur 3 mois et son plus bas des 12 mois antérieurs était de 0,4%, confirmant que l'économie américaine ne se situe pas (encore) en récession.

## PRODUIT ET REVENU INTÉRIEUR BRUT AUX ETATS-UNIS



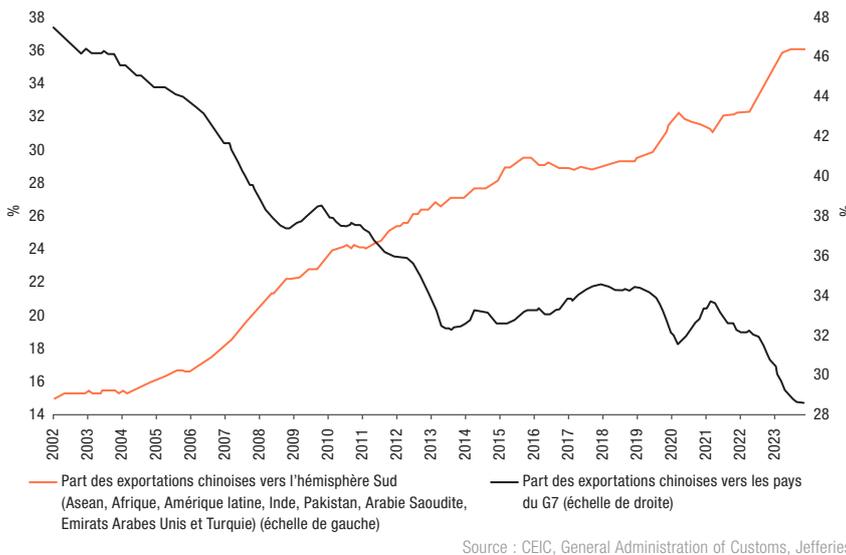
Un élément préoccupant souvent annonciateur d'un futur ralentissement conjoncturel est la divergence signalée par des statistiques censées mesurer les mêmes agrégats économiques. Ainsi, le revenu intérieur brut, qui englobe l'ensemble des revenus tels que salaires, bénéfices des entreprises, dividendes, intérêts et loyers doit correspondre par définition au produit intérieur brut qui reflète la valeur totale de la production de biens et services au cours d'une année. Or, actuellement, la somme des revenus reste inférieure à la valeur totale de la production, sans raison apparente, ce qui nécessitera un ajustement à un moment donné dans un sens ou dans l'autre. De manière similaire, les enquêtes menées auprès des entreprises afin d'évaluer la situation du marché de l'emploi dressent une image quelque peu différente de celle résultant des sondages réalisés auprès des ménages. Ainsi, le nombre de nouveaux postes créés recensés auprès des entreprises est nettement supérieur au nombre de personnes nouvellement embauchées suivant les enquêtes menées auprès des ménages. Ces divergences laissent planer des doutes quant à la capacité de l'économie américaine à maintenir son rythme de croissance actuel et ainsi éviter une récession lors du second semestre.

### RÉMUNÉRATION PAR EMPLOYÉ DANS LA ZONE EURO



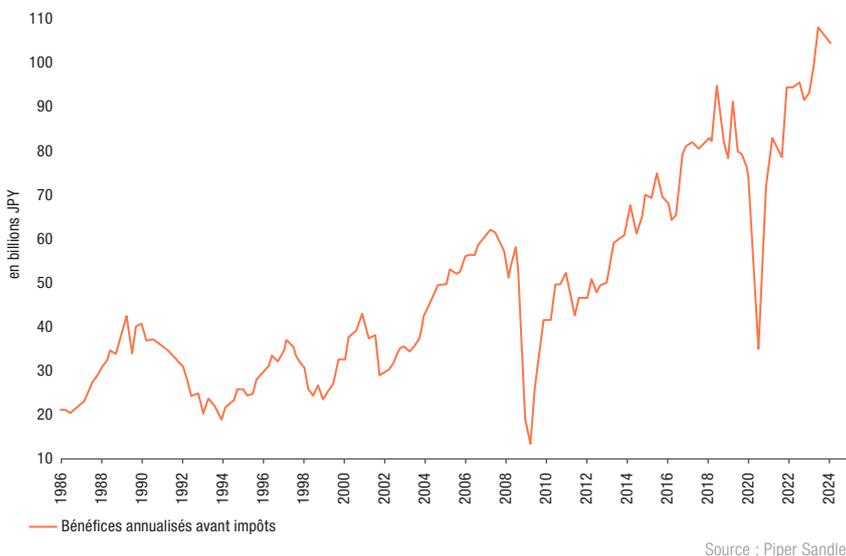
La zone euro figure parmi les régions dont les perspectives de croissance sont les moins reluisantes. Bien que la récession technique, caractérisée par deux trimestres consécutifs de baisse d'activité, ait été évitée de justesse durant le second semestre de l'année 2023, de nombreuses institutions publiques et privées continuent de réviser à la baisse leurs attentes de croissance de la zone euro pour l'année en cours. En outre, la production industrielle continue de décliner, affectée par la faiblesse de la demande externe et la perte de compétitivité suite à l'augmentation des coûts énergétiques. Parallèlement, le secteur immobilier souffre de la remontée des taux d'intérêt, entraînant un ralentissement de l'activité de construction dans la plupart des pays. L'impulsion donnée aux activités de services par la réouverture de l'économie post-pandémie a également perdu de son élan, le consommateur européen n'ayant pas bénéficié d'un soutien public aussi substantiel que son homologue américain. Le principal espoir d'amélioration de la situation économique en cours d'année provient du recul de l'inflation et de la croissance soutenue des salaires, ce qui devrait entraîner une augmentation du pouvoir d'achat des ménages en termes réels, et par conséquent, une accélération des dépenses de consommation, à condition que le marché de l'emploi ne se détériore pas au préalable.

### EXPORTATIONS CHINOISES



En Chine, la croissance économique semble se normaliser, soutenue par une série de mesures publiques ponctuelles. Les autorités de Pékin s'emploient à établir à travers une politique de gestion prudente et équilibrée un rythme de progression du PIB avoisinant les 5%. Le ralentissement structurel de la croissance chinoise est la conséquence logique de la trajectoire de développement, la décélération du taux de croissance semblant suivre une évolution similaire à celle observée au Japon et en Corée du Sud, une fois leur PIB par habitant ayant franchi le seuil des 7000 dollars. Malgré des défis de taille tels que les tensions géopolitiques, les surcapacités dans le secteur immobilier et la population vieillissante, le potentiel de croissance à long terme de l'économie chinoise reste substantiel. La poursuite de l'urbanisation, l'essor du commerce avec l'hémisphère Sud, les investissements massifs dans les infrastructures, l'innovation technologique et le vaste potentiel d'expansion du marché intérieur figurent parmi les voies de développement privilégiées par les autorités chinoises. Grâce à sa persévérance et à sa vision à long terme, la Chine devrait être en mesure de poursuivre son ascension économique malgré les vents contraires actuels.

### BÉNÉFICES DES ENTREPRISES JAPONAISES



Malgré les accords salariaux les plus favorables depuis 30 ans conclus au printemps 2023, les revenus des ménages japonais ont fini par croître à un rythme inférieur à l'inflation tout au long de l'année passée, ce qui a pesé sur la croissance conjoncturelle au second semestre. Cette année-ci, les premières indications pointent vers des hausses de salaires encore plus substantielles, assurant des ajustements supérieurs à l'inflation et, par conséquent, une augmentation du pouvoir d'achat des ménages en termes réels. En effet, les entreprises japonaises affichent des comptes financiers très solides qui leur permettent de supporter des coûts salariaux supérieurs sans devoir réduire leurs investissements. Très compétitives grâce à la faiblesse du yen et peu endettées, elles génèrent des bénéfices en forte croissance et des marges bénéficiaires records. Par ailleurs, tant les ménages que les entreprises vont bénéficier de la poursuite d'une politique monétaire fortement accommodante, même si la Banque du Japon vient de mettre fin à la politique des taux d'intérêt négatifs et du contrôle de la courbe des taux d'intérêt. Les autorités monétaires semblent très réticentes à l'idée d'une hausse supplémentaire du prix de l'argent et n'ont pas donné le moindre signal concernant une éventuelle réduction des achats d'obligations d'Etat alors qu'elles détiennent sur leur bilan déjà plus de 50% du stock total des emprunts publics.

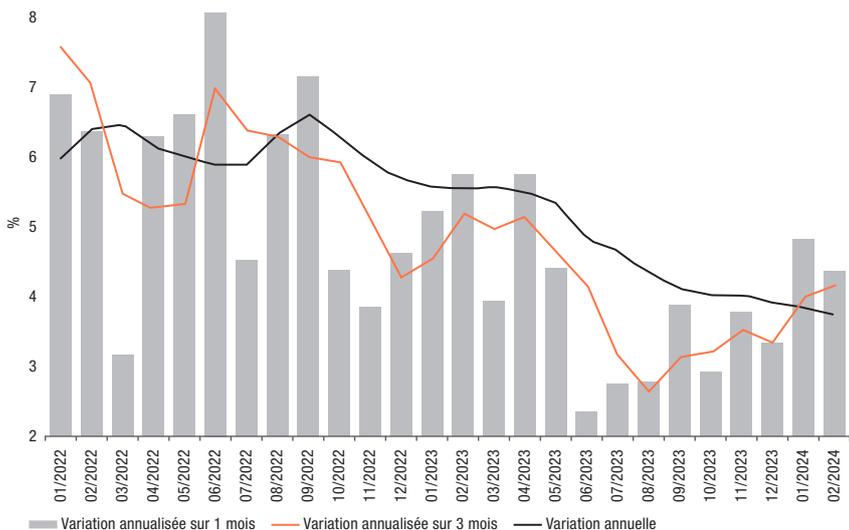
## PRIX DU PÉTROLE BRUT



Source : Bloomberg

Après le recul de l'inflation depuis les niveaux élevés atteints courant 2022, une détente supplémentaire des hausses de prix paraît plus compliquée. En effet, la tendance baissière actuelle de l'inflation pourrait être renversée par une remontée des prix pétroliers en raison du risque croissant d'un déséquilibre entre l'offre et la demande. D'une part, une accélération éventuelle de la conjoncture chinoise ainsi qu'une reprise de la production industrielle mondiale telle que suggérée par la récente amélioration des indices d'activité du secteur manufacturier dans plusieurs pays pourrait entraîner une augmentation de la demande. Parallèlement, la prolongation de l'accord des membres de l'OPEP+ à maintenir en place les coupes de production jusqu'à mi-2024 et les incertitudes quant à la capacité du secteur pétrolier américain à pouvoir augmenter l'exploration du schiste bitumeux pourraient empêcher une augmentation de l'offre, et ce à un moment où la réserve stratégique des Etats-Unis demeure à un faible niveau. A cela s'ajoutent les incertitudes géopolitiques, comme le risque d'une expansion du conflit au Proche Orient ou les efforts éventuels de Vladimir Poutine à faire remonter les prix pétroliers avant les élections présidentielles américaines afin de favoriser une victoire de Donald Trump. En raison de bases de comparaison désormais peu favorables, toute hausse des prix pétroliers se traduirait immédiatement par une réaccélération des taux d'inflation.

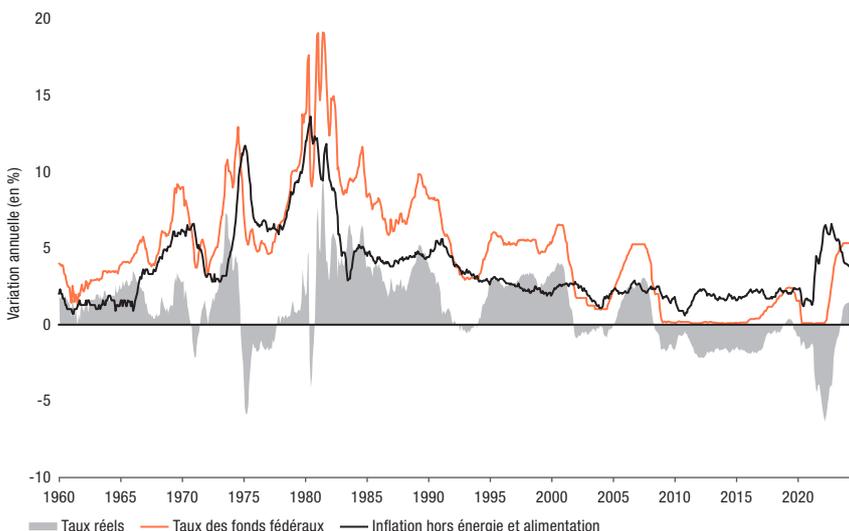
## INFLATION HORS ÉNERGIE ET ALIMENTATION AUX ETATS-UNIS



Source : Bureau of Labor Statistics, Jefferies

Même en l'absence d'une remontée des prix pétroliers, la ténacité de l'inflation dans le domaine des services constitue un obstacle majeur à un retour de l'inflation vers 2%. En effet, à très court terme, les statistiques inflationnistes américaines se sont déjà détériorées. Tous les indicateurs de prix affichent une accélération de leur variation annualisée sur un ou trois mois, inversant la tendance baissière en place jusqu'en décembre de l'année passée. Même en glissement annuel, l'inflation des biens et services hors énergie et alimentation semble persister entre 3% et 4% suivant le type d'indicateur utilisé. Tant que l'économie américaine restera résiliente et évitera la contraction, que le marché de l'emploi demeurera ferme, l'inflation pourra difficilement retourner vers 2%. En outre, plus le cycle de croissance se prolonge, plus augmente la probabilité que l'inflation des biens actuellement proche de zéro accélère à nouveau, si ce n'est déjà en raison de bases de comparaison devenues très faibles. En résumé, tant que la conjoncture économique réussit à défier les lois économiques du passé en évitant la récession malgré un resserrement monétaire aussi significatif, la poursuite du ralentissement de l'inflation ne semble guère assurée.

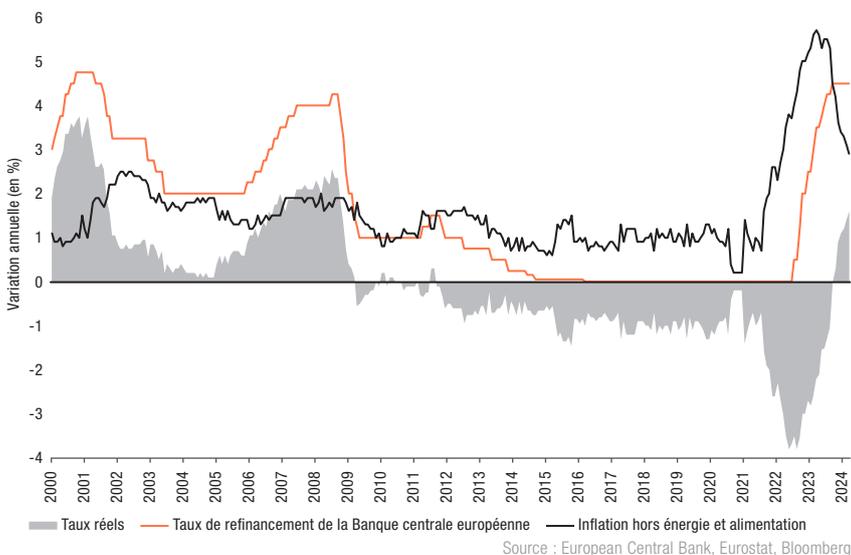
## POLITIQUE MONÉTAIRE AUX ETATS-UNIS



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

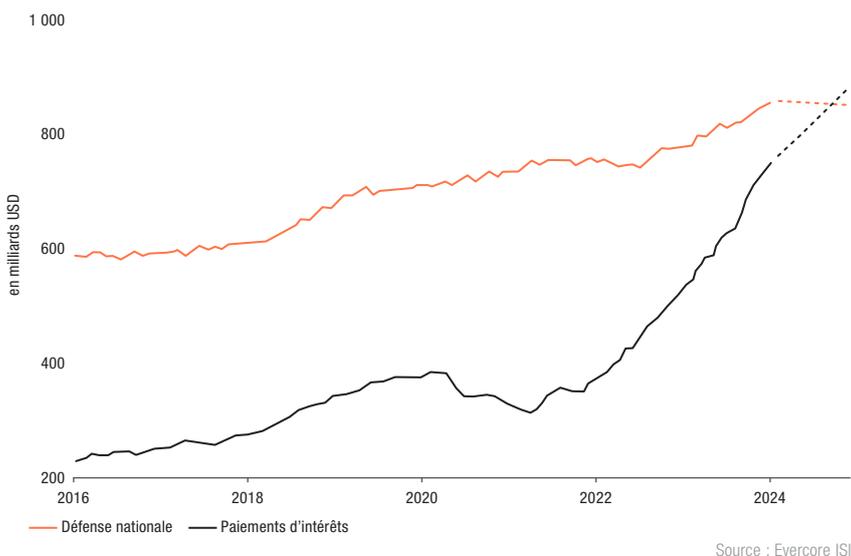
Depuis juillet 2023, la Réserve fédérale américaine a laissé inchangés ses taux directeurs, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux demeurant à 5,25% - 5,50%. Etant donné la résilience de l'économie américaine d'une part et le recul de l'inflation de l'autre, les responsables monétaires ont opté jusqu'à présent pour la politique du statu quo. Parallèlement, le président Jerome Powell a préparé le marché à un relâchement progressif des conditions monétaires qu'il envisage d'amorcer lorsqu'il se sentira suffisamment confiant concernant un retour durable de l'inflation vers l'objectif de 2%. Des statistiques de prix plutôt mitigées depuis le début de l'année n'ont pas empêché Powell de maintenir sa guidance, estimant que la tendance baissière de l'inflation entamée au second semestre de 2022 reste en place même si la dernière étape vers la cible de 2% devrait s'avérer plus épineuse. Actuellement, le marché s'attend à 3 baisses de taux d'intérêt d'ici la fin de l'année (ce qui correspond aux prévisions officielles du Comité monétaire), la première étant attendue pour la séance de juin. L'échéance des élections présidentielles en novembre plaide également pour un premier mouvement sur les taux en juin, en vue du maintien d'un environnement économique stable durant l'été, qui ne favoriserait ni le challenger, ni le président sortant.

### POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO



La Banque centrale européenne a laissé inchangés ses taux directeurs depuis septembre 2023. Depuis lors, son taux de refinancement s'est établi à 4,5% et son taux de dépôt à 4%. Les autorités monétaires européennes se situent dans une situation plus délicate que leurs homologues américaines. D'un côté, la faiblesse de l'économie en général et du secteur de la construction en particulier justifierait des taux d'intérêt plus bas qui contribueraient à relancer l'activité. D'un autre côté, une inflation de base encore proche des 3% et des augmentations salariales autour des 4% à 5% remettent en question tout relâchement prématuré qui pourrait susciter une réaccélération des hausses de prix. A cela s'ajoute le fait que, contrairement au mandat de la Réserve fédérale, celui de la Banque centrale européenne prévoit uniquement l'objectif de la stabilité des prix et non pas celui du plein emploi. Confrontée à ce dilemme, la BCE devra faire preuve de doigté dans ses actions. Actuellement, la présidente Christine Lagarde guide vers une première baisse des taux en juin, espérant que l'inflation continuera à reculer d'ici là. Si les responsables monétaires de la zone euro agissaient effectivement de cette manière-là, ce serait une des rares occasions où les taux européens pivoteraient avant les taux américains, ce qui pourrait se répercuter négativement sur la valeur de l'euro, et par conséquent sur le niveau de l'inflation importée.

### DÉPENSES PUBLIQUES AMÉRICAINES

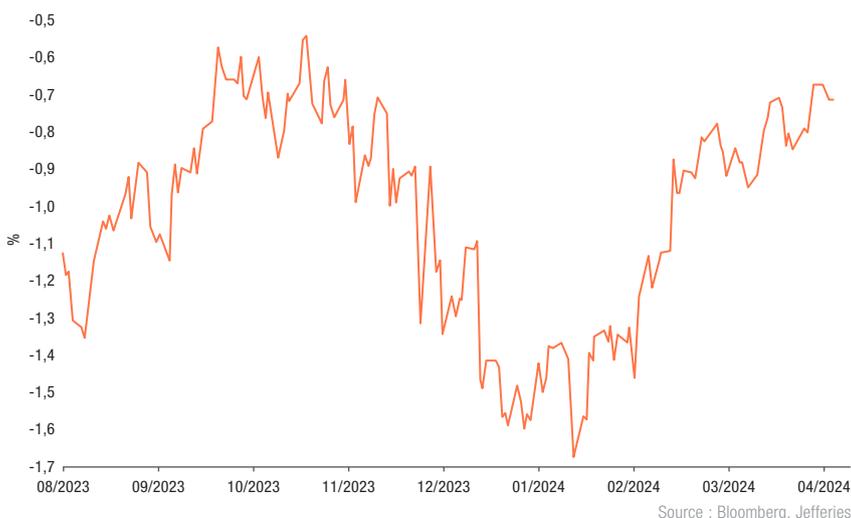


Même si l'économie américaine, le moteur de la croissance mondiale, finissait par éviter la récession, la plupart des composantes du PIB offrent peu de potentiel de croissance pour le reste de l'année. Comme le chômage est au plus bas, le potentiel d'amélioration du marché de l'emploi est quasiment nul. En raison de la stagnation des bénéfices au cours des deux dernières années, une forte accélération des investissements des entreprises semble également peu probable. Pour la même raison, les entreprises ne seront guère disposées à augmenter encore davantage les salaires, ce qui ferait remonter l'inflation et, par conséquent, les taux d'intérêt. Une accélération des gains de productivité est une possibilité à long terme, après une période prolongée d'investissements élevés, mais peu probable à court terme après une décennie dominée par les rachats d'actions. Il reste alors les dépenses publiques qui, effectivement, semblent être devenues la source ultime de croissance, aisément mobilisables, car bénéficiant du support de la Réserve fédérale. Néanmoins, la hausse des taux d'intérêt a déjà considérablement augmenté le coût du service de la dette publique, le niveau des paiements d'intérêts dépassant probablement l'entièreté des dépenses allouées à la défense nationale au cours de cette année. En d'autres mots, une poursuite du cycle de croissance actuel semble uniquement réalisable sous condition d'une détérioration supplémentaire des finances publiques, pourtant déjà plus que malmenées.



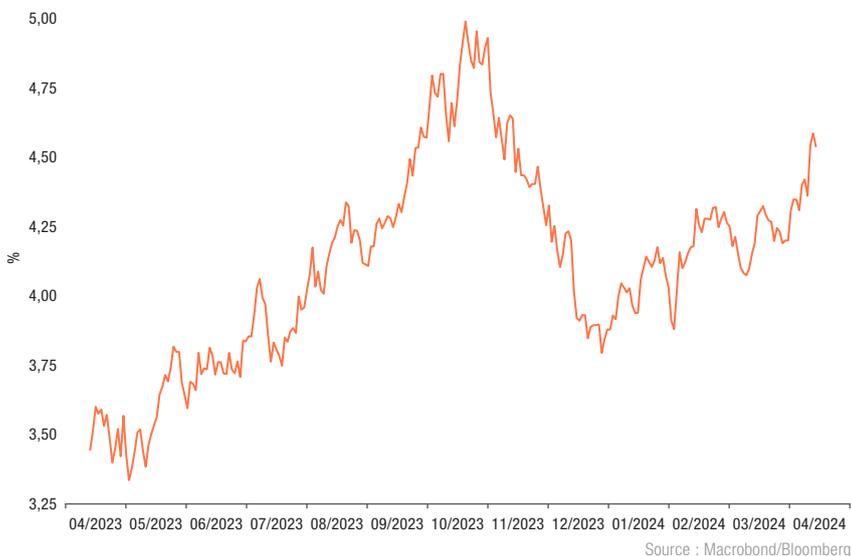
# Marchés financiers

## RÉDUCTION DU TAUX DIRECTEUR DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE ANTICIPÉE PAR LES MARCHÉS EN 2024



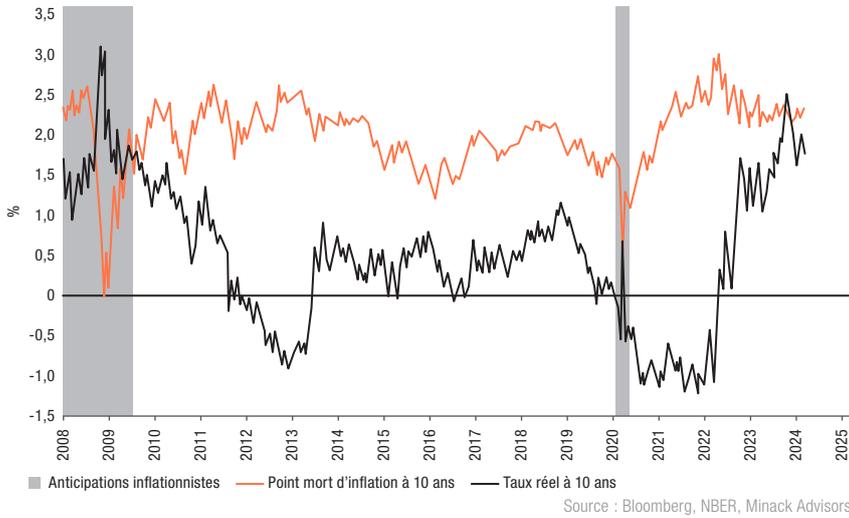
Les marchés boursiers ont poursuivi leur hausse sur le premier trimestre sous l'impulsion des valeurs de croissance. L'indice mondial a ainsi progressé de 8,9 % en USD et de 11,3 % en EUR. Le fait que les investisseurs ont dû revoir à la baisse leurs attentes en matière de relâchement monétaire de la Réserve fédérale n'a pas nui à leur engouement pour les actions. Les investisseurs estiment qu'un environnement où les taux restent plus élevés que prévu à cause d'une croissance économique plus robuste est finalement positif pour les actions. De plus, le président de la banque centrale américaine continue à mener un discours accommodant, laissant entrevoir une première baisse des taux directeurs pour le milieu de l'année. En monnaie locale, le marché japonais a enregistré la meilleure performance, mais la poursuite de la hausse des cours des '6 Magnifiques' a permis au marché américain de faire mieux que le marché européen. En termes de secteurs, l'immobilier, les matières de base et les services publics ont été délaissés alors que l'indice mondial des semi-conducteurs a progressé de plus de 35 %.

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



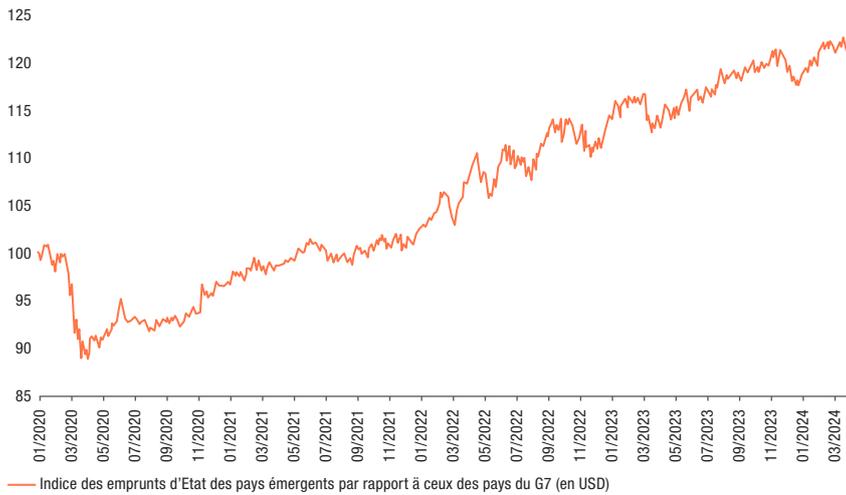
Le premier trimestre fut moins favorable aux marchés obligataires. Les chiffres favorables sur la croissance et quelque peu défavorables sur l'inflation ont réduit les attentes des investisseurs en termes de relâchement des politiques monétaires des banques centrales et provoqué une légère hausse des taux longs sur le premier trimestre. Après avoir baissé sur les deux derniers mois de l'année passée pour terminer l'année à 3,9 %, le rendement de l'emprunt d'Etat américain à 10 ans est ainsi remonté à 4,4 % début avril. La possibilité de voir l'économie américaine entrer en récession semble aujourd'hui avoir été définitivement écartée par les marchés. Il reste cependant que derrière les chiffres positifs sur lesquels se focalisent les investisseurs se cache une détérioration de l'activité économique, détérioration qui semble d'ailleurs logique étant donné la forte hausse des taux d'intérêt sur les deux dernières années. Si cette détérioration venait à devenir plus visible, les emprunts d'Etat à durée élevée retrouveraient leur rôle de valeur refuge. Dans une récession, la Réserve fédérale réduit traditionnellement son taux directeur de 300 à 400 points de base. Si tel était le cas, ce taux tomberait en dessous des 2 % et le rendement des emprunts d'Etat à long terme en dessous des 3 %.

## ETATS-UNIS : TAUX RÉEL À 10 ANS ET ANTICIPATIONS INFLATIONNISTES



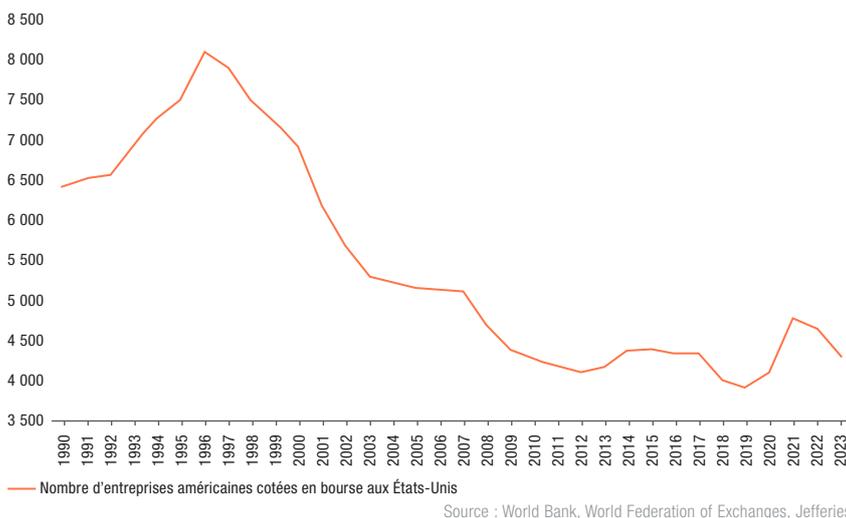
A plus long terme, les banques centrales risqueront néanmoins de devoir choisir entre combattre durablement l'inflation ou permettre aux gouvernements de se financer et de limiter le coût du service de la dette. Le vieillissement de la population et les programmes publics ambitieux (dépenses sociales, transition énergétique, réarmement, ...) continueront à peser sur les dépenses publiques, qui risqueront de croître nettement plus que les recettes fiscales. Les déficits budgétaires vont dès lors augmenter, alors que l'endettement public est déjà élevé. En même temps, certains de ces programmes sont fortement consommateurs en ressources, main-d'œuvre aussi bien que matières premières. Ceci à un moment où entre vieillissement de la population et sous-investissements en projets miniers, l'économie mondiale semble entrer dans une ère de pénurie de ces ressources. Le déséquilibre entre offre et demande entraînera normalement une augmentation du prix de ces ressources et donc de l'inflation. La combinaison d'une inflation élevée et de la nécessité de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux relativement bas provoquera une baisse des taux réels dont profiteront les obligations indexées sur l'inflation.

## INDICE DES EMPRUNTS D'ETAT DES PAYS ÉMERGENTS PAR RAPPORT À CEUX DES PAYS DU G7 (EN USD)



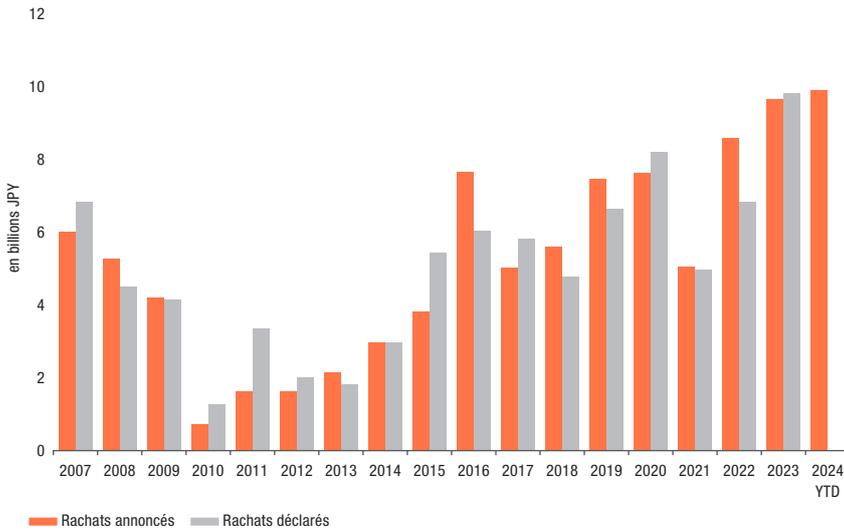
La remontée importante des taux opérée par les banques centrales depuis 2022 a rendu à nouveau plus intéressants certains segments au sein des marchés obligataires. La solvabilité des émetteurs à haut rendement repose désormais à nouveau sur leur qualité fondamentale et non plus sur l'injection de liquidités par les banques centrales. Le contexte géopolitique et économique étant devenu nettement plus incertain, une approche basée sur les caractéristiques intrinsèques des émetteurs à haut rendement permet de se détacher des prévisions macroéconomiques à court terme. Quant à la crédibilité des émetteurs souverains des pays émergents, elle a été renforcée par leur capacité à répondre à la succession de crises de différentes natures au cours des quatre dernières années. A cet égard, il convient de noter la forte surperformance en \$ des marchés obligataires des pays émergents par rapport à ceux des pays industrialisés depuis la pandémie de 2020 et ce, malgré l'appréciation du billet vert. Cette surperformance s'explique par des politiques monétaires et fiscales nettement plus orthodoxes.

## NOMBRE D'ENTREPRISES AMÉRICAINES COTÉES EN BOURSE AUX ETATS-UNIS



Nonobstant la possibilité d'une correction plus ou moins importante, l'environnement économique continue à plaider en faveur des actifs réels par rapport aux actifs monétaires et donc des actions par rapport aux obligations, et plus spécifiquement des actions de qualité par rapport aux emprunts d'Etat. La persistance de déficits budgétaires élevés entraînera une augmentation des émissions d'emprunts d'Etat et il viendra un moment où la demande fera défaut et où il faudra soit utiliser le cadre réglementaire pour obliger certains investisseurs à acheter ces emprunts ou demander aux banques centrales de le faire. L'offre d'actions de qualité ne fait par contre que diminuer avec les acquisitions et les rachats de titres. Les entreprises de qualité sont par ailleurs mieux placées pour s'adapter à l'évolution de l'environnement économique. De plus, elles paient généralement des dividendes attrayants et en augmentation, contrairement aux coupons des obligations qui sont fixes. Elles offrent ainsi une meilleure protection contre l'inflation.

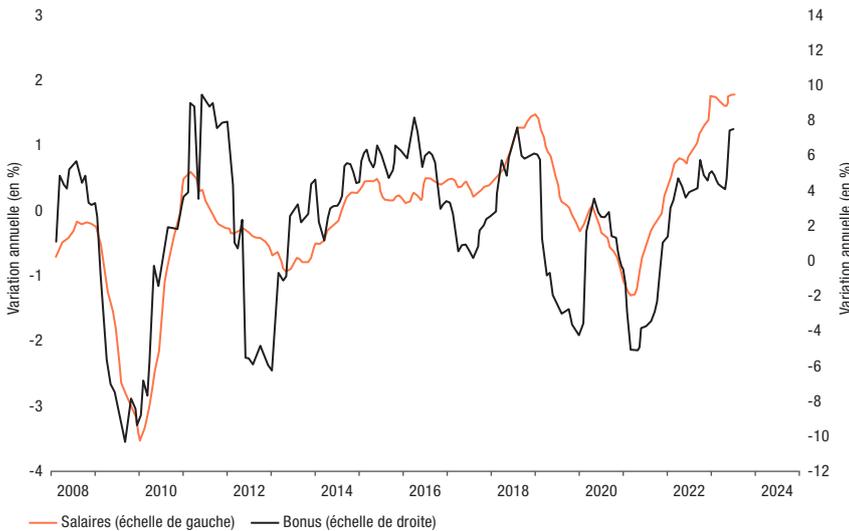
### RACHATS D' ACTIONS PAR LES SOCIÉTÉS JAPONAISES



Source : Factset, Bloomberg, Jefferies

Parmi les principaux marchés boursiers, le marché japonais a de nouveau enregistré la meilleure performance sur le premier trimestre. Nous avons, à de nombreuses reprises, insisté sur les arguments qui plaident en faveur de ce marché. Le principal argument réside dans l'amélioration de la gouvernance d'entreprise. Pendant des décennies, les entreprises japonaises ont fait preuve d'une grande efficacité opérationnelle, mais ont négligé leur allocation du capital, leur priorité étant de gagner des parts de marché. Leurs marges bénéficiaires et leur rentabilité sur capitaux employés étaient par conséquent nettement plus faibles que dans d'autres régions, à commencer par les Etats-Unis où le principe de shareholder value l'emporte sur tout. Tout ceci a commencé à changer il y a plus de dix ans avec le programme des Abenomics, mis en place par l'ancien Premier ministre, Shinzo Abe. Aujourd'hui les choses vont en s'accéléralant, avec l'arrivée de nombreux actionnaires activistes. Le potentiel d'amélioration de la rentabilité reste important et fait du Japon l'un des marchés les plus intéressants pour les années à venir.

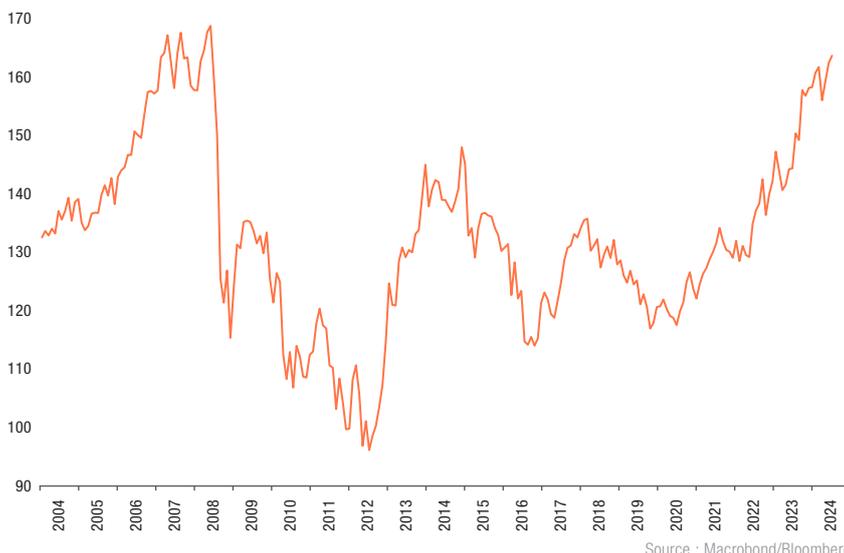
### VARIATION ANNUELLE DES SALAIRES ET DES BONUS AU JAPON



Source : BCA Research

L'amélioration de l'environnement économique est un autre élément qui plaide en faveur du marché japonais. Pendant de nombreuses années, l'économie du pays devait faire face à des pressions déflationnistes. Si la croissance réelle du Japon était relativement similaire à celle de la plupart des autres pays occidentaux, la croissance nominale était beaucoup plus faible, pénalisant les ventes des entreprises nippones. Le pays semble aujourd'hui sorti de la déflation et avoir entamé un cercle vertueux de croissance des salaires, investissements productifs, augmentation du pouvoir d'achat et gains de productivité. De nombreux éléments plaident donc à l'heure actuelle en faveur du marché japonais, mais la pondération en actions des investisseurs institutionnels demeure faible. Côté négatif, une nette détérioration de la conjoncture mondiale impacterait fortement le marché japonais.

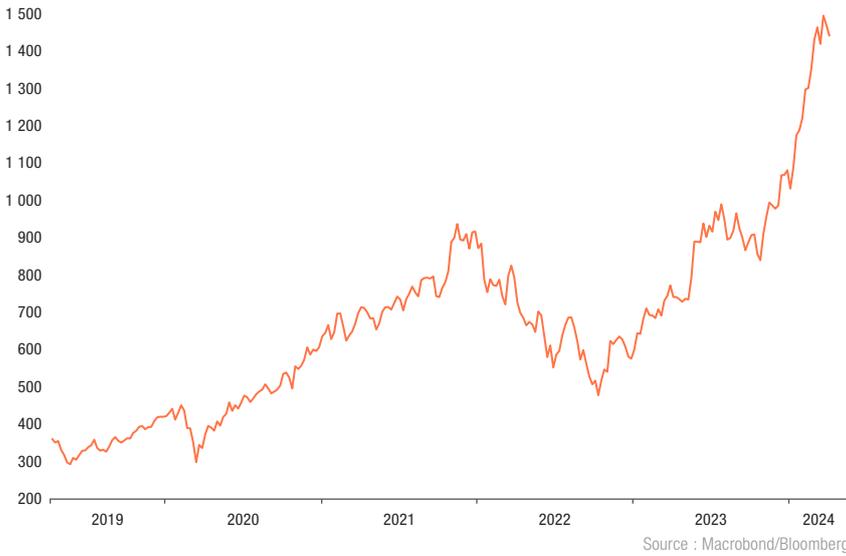
### COURS DE CHANGE EUR/JPY



Source : Macrobond/Bloomberg

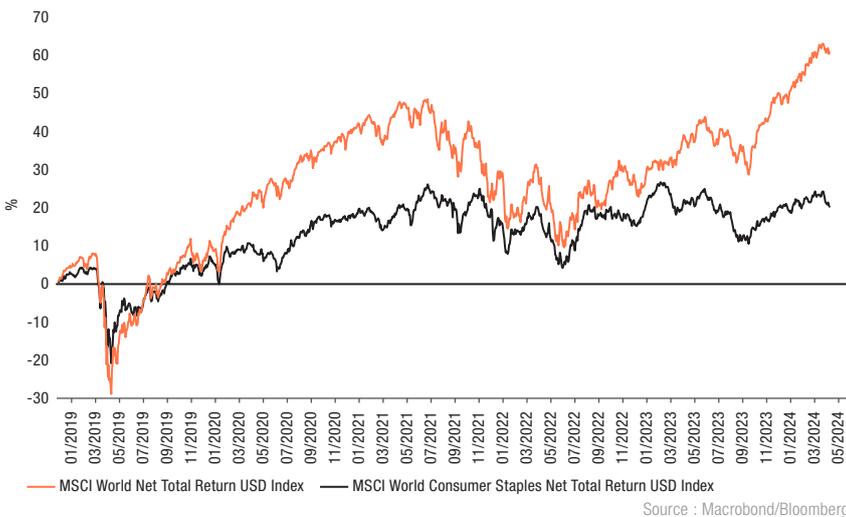
A l'image de ce qui s'était passé sur les deux dernières années, une partie de la bonne performance des actions japonaises a à nouveau été détruite par la dépréciation du yen. Depuis le début de l'année, la monnaie japonaise a ainsi reculé de près de 5 % par rapport à l'euro. Cette baisse est intervenue malgré le léger resserrement de la politique monétaire de la Banque du Japon qui a mis fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs en mars. La dépréciation du yen devrait cependant toucher à sa fin et la monnaie nippone s'apprécier à nouveau sur le moyen terme. Tout d'abord, le différentiel d'intérêt avec le dollar et l'euro va se réduire avec le relâchement des politiques monétaires de la Réserve fédérale et de la Banque centrale européenne et le (timide) resserrement monétaire au Japon où les taux d'intérêt resteront plus bas au Japon qu'à l'Ouest, ce différentiel restera défavorable au yen. On peut néanmoins penser que c'est la tendance sur les taux qui l'emportera sur le niveau absolu de ceux-ci. D'autant plus que le yen est largement sous-évalué à l'heure actuelle et que le Japon reste le plus grand créancier au monde. Le potentiel de rapatriement de capitaux est dès lors important, d'autant plus qu'une faible hausse des taux serait suffisante pour permettre aux investisseurs institutionnels domestiques de réconcilier actifs et passifs.

## EVOLUTION DE L'INDICE MONDIAL DES SEMICONDUCTEURS



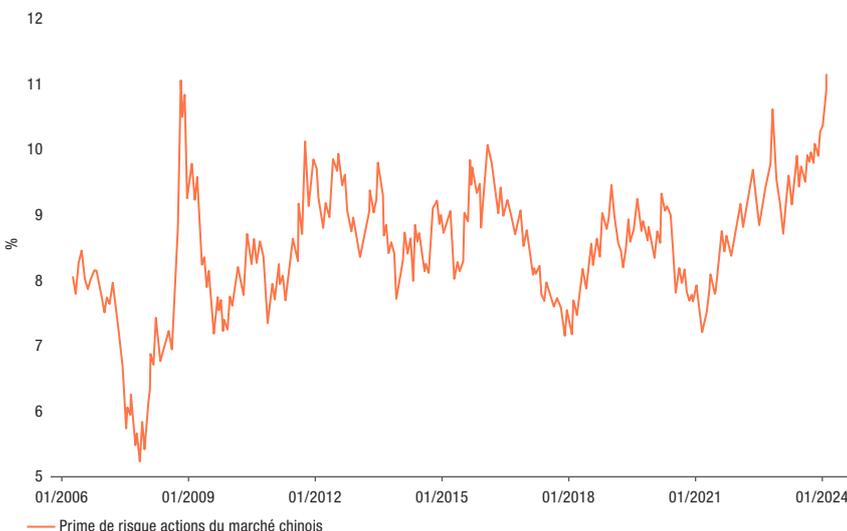
Les stratégies de momentum continuent par ailleurs à dominer les marchés boursiers, les investisseurs achetant les valeurs et les secteurs ayant le plus monté, à commencer par celui de la technologie et des semi-conducteurs. On était en droit de penser que la hausse des taux d'intérêt sur les deux dernières années allait amener les marchés à accorder à nouveau plus d'importance aux multiples de valorisation, mais ceci n'est jusqu'à présent pas le cas. Il est évident qu'un secteur comme la technologie va continuer à profiter de tendances séculaires favorables, telles que la numérisation, l'intelligence artificielle ou le cloud computing et capter ainsi l'imagination des investisseurs. Ceci ne justifie toutefois pas de payer n'importe quel prix, d'autant plus que le secteur se caractérise par des changements rapides, rendant difficiles les prévisions futures.

## EVOLUTION DU SECTEUR DE LA CONSOMMATION DE BASE ET DE L'INDICE MONDIAL SUR 5 ANS



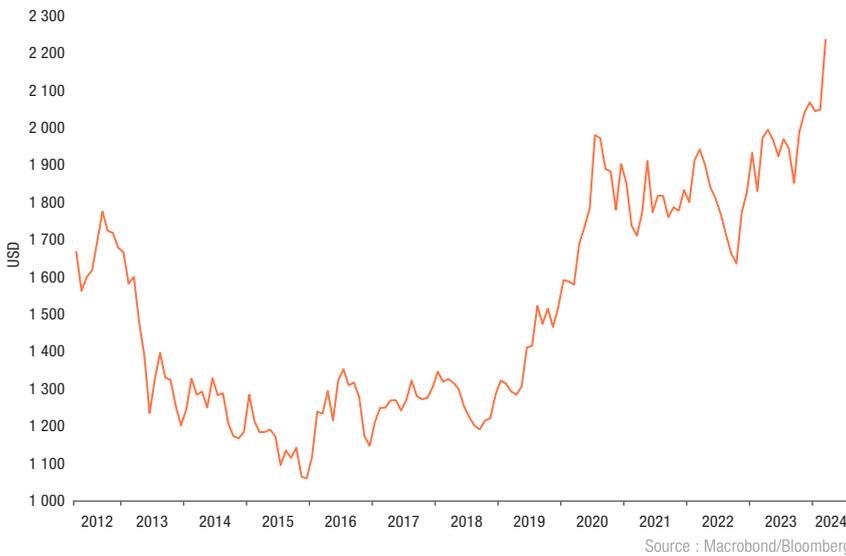
A l'autre extrême, des secteurs tels que la santé et la consommation de base sont délaissés. Parmi les 5 actions de l'indice européen STOXX 600 ayant enregistré les plus mauvaises performances au premier trimestre figurent ainsi Roche, Nestlé et Reckitt Benckiser. Dans la mesure où le consensus du marché s'attend maintenant à un atterrissage en douceur, voire une réaccélération de l'économie américaine, les investisseurs ne voient pas de raisons à détenir ces secteurs traditionnellement considérés comme défensifs étant donné leur stabilité et résilience en période de récession économique. Malgré leur surperformance dans le marché baissier de 2022, ils sous-performent ainsi largement l'indice mondial depuis 3 ans et présentent aujourd'hui des niveaux de valorisation attrayants. La capacité des entreprises de ces secteurs à protéger leurs marges bénéficiaires et à payer des dividendes récurrents et en augmentation constitue un autre élément en leur faveur, même si l'aspect dividende ne joue clairement pas dans le contexte actuel des marchés où les stratégies basées sur le momentum l'emportent.

## PRIME DE RISQUE ACTIONS DU MARCHÉ CHINOIS



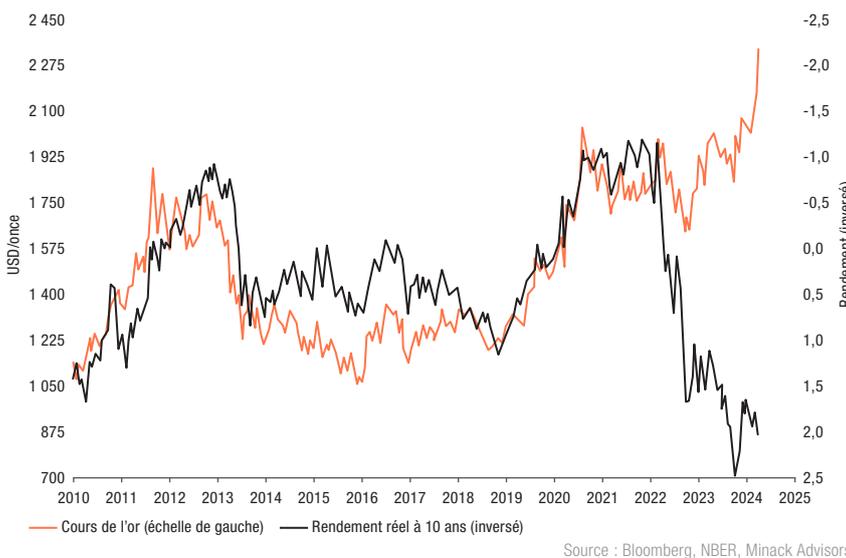
En termes de régions, les marchés de la Chine et de Hong Kong restent à la traîne. La morosité de l'activité économique en Chine et les tensions géopolitiques continuent à peser sur ces marchés. Certains investisseurs ne veulent plus investir dans des actifs chinois, estimant que les règles du jeu peuvent changer à tout moment au gré des décisions du Parti communiste et que le traitement des actionnaires minoritaires est aléatoire. Il est clair que le marché chinois n'est pas le marché américain et que les objectifs du Parti l'emportent sur ceux des actionnaires. Ceci ne veut toutefois pas dire que les deux sont nécessairement inconciliables. Au contraire, les autorités politiques ont besoin d'un secteur privé dynamique pour atteindre leurs objectifs de croissance. En ce qui concerne les tensions géopolitiques, il importe de noter que contrairement à la Russie, la Chine est fortement intégrée dans l'économie mondiale et fabrique de nombreux produits dont l'Occident a besoin. En attendant, les actions chinoises offrent une prime de risque supérieure à ce qui fut le cas lors de la crise financière, ce qui témoigne de leur valorisation attrayante.

### COURS DE L'OR



Le cours de l'or continue sa progression, s'approchant des 2 400 \$ début avril. La hausse du métal jaune est aujourd'hui davantage liée à des considérations géopolitiques que financières. La fragmentation de l'économie mondiale et la mise en place par la Chine et ses alliés d'une alternative au système financier actuel basé sur le dollar favorisent l'or. Les achats officiels de ces pays ne sont pas sensibles au prix et font partie intégrante d'une stratégie pour recycler leurs excédents commerciaux par des canaux autres que les bons du Trésor américain qui ont perdu leur éclat en tant qu'actifs sûrs et neutres. Leurs actions pour réduire l'exposition au dollar américain n'en sont qu'à leurs débuts. En tant que monnaie, le métal jaune, dont l'offre est limitée, bénéficie par ailleurs du fait qu'il ne présente pas de risque de contrepartie et d'une méfiance accrue à l'égard des monnaies papier. Et nonobstant sa hausse récente, le prix de l'or reste bien en-deçà des sommets atteints en 2011 et en 1980 en termes réels.

### COURS DE L'OR ET TAUX RÉELS



Un éventuel retour de la demande financière serait de nature à prolonger ou à intensifier la hausse de l'or. Comme indiqué supra, ce sont essentiellement les achats des banques centrales qui ont permis au métal jaune de faire fi de sa corrélation historique avec les taux réels (taux d'intérêt ajustés pour l'inflation). L'or ne payant pas d'intérêts, une hausse des taux réels l'affecte généralement de manière négative. Et entre la hausse des taux d'intérêt et le recul de l'inflation, les taux réels ont fortement augmenté depuis 2022. Ceci a eu un effet négatif sur la demande financière ainsi qu'en témoigne les sorties enregistrées par les fonds aurifères négociés en bourse (ETC). Ce recul de la demande financière explique par ailleurs aussi pourquoi les entreprises aurifères ont fait nettement moins bien que l'or : les banques centrales achètent le métal et non pas les titres des entreprises aurifères. Entre la volonté des banques centrales de relâcher leur politique monétaire et un environnement structurellement plus inflationniste, les taux réels devraient baisser sur le moyen terme et la demande financière revenir.

### EVOLUTION DU COURS DE FRANCO NEVADA DEPUIS SON INTRODUCTION EN BOURSE



Les sociétés de redevance sur l'or (royalty companies) offrent une exposition à l'or sans les risques opérationnels associés aux producteurs classiques. Elles reçoivent généralement un pourcentage de l'or produit par une opération minière en échange d'un financement initial. Leur flux de revenus peut dès lors être considéré comme relativement stable, dans la mesure où il est lié à la production d'un projet minier, plutôt qu'à sa rentabilité. Les sociétés de redevance reçoivent par ailleurs leurs revenus de nombreux projets, ce qui réduit leur exposition au risque géopolitique. L'histoire montre que sur le long terme, la performance de ces sociétés est nettement supérieure à celle de l'or, contrairement à ce qui est le cas pour les producteurs classiques. Ceci ne fut cependant pas le cas en 2023 où la hausse du cours de l'or était essentiellement due aux achats des banques centrales (qui achètent le métal et non pas des entreprises aurifères), alors que la demande financière était en baisse à cause de la montée des taux réels. A cela s'ajoutait le fait qu'avec Franco Nevada, la plus grande de ces sociétés souffrait d'un problème ponctuel au Panama.

# Résumé

En résumé, les marchés boursiers ont enregistré une remontée impressionnante depuis fin octobre de l'année dernière. Cette remontée s'explique par une hausse des multiples de valorisation, plutôt que par une augmentation des bénéfices des entreprises. De nombreux marchés ont ainsi atteint un nouveau plus haut, alors que les bénéfices estimés pour 2024 restent en-deçà de leur niveau de 2021. Le marché américain constitue une exception, mais uniquement grâce aux « 6 Magnifiques ».

La montée en puissance de la gestion indicielle a clairement modifié la dynamique sur les marchés. La gestion indicielle est dans une large mesure une gestion basée sur le momentum, les investisseurs achetant les valeurs qui ont le plus monté avec l'idée qu'elles vont continuer à monter. L'histoire financière montre que lorsqu'une telle approche l'emporte pendant longtemps sur une approche basée sur les fondamentaux, les marchés ont tendance à enregistrer des corrections importantes par la suite.

Le risque d'une correction est d'autant plus grand qu'est née une divergence croissante entre la réalité et ce qui semble escompté dans les cours. La hausse des marchés semble basée sur un recul de l'inflation, une amélioration de la croissance économique mondiale, un relâchement de la politique monétaire des banques centrales et une accélération de la croissance des bénéfices des entreprises. En réalité, l'inflation ne baisse plus (du moins pour le moment) et montre même des signes de remonter à nouveau, la conjoncture mondiale reste faible, les attentes d'une baisse rapide du taux directeur de la Réserve fédérale ont été déçues, les taux d'intérêt à long terme remontent et les bénéfices estimés sont revus à la baisse pour la plupart des marchés et secteurs.

Le Japon et l'or restent parmi nos plus fortes convictions. Pour les deux classes d'actifs, une correction n'est cependant pas à exclure. Le Japon est un marché cyclique, les résultats des entreprises constituant les principaux indices étant fortement liés à la conjoncture mondiale. Quant au métal jaune, sa hausse des dernières semaines pourrait inciter les banques centrales à ralentir leurs achats, à un moment où la remontée des taux longs risque de continuer à peser sur la demande financière.

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

[www.bdl.lu/noperspectives](http://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° **179** – 2<sup>e</sup> trimestre 2024

**Perspectives**

Clôture de rédaction :  
15/04/2024

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](http://www.bli.lu)