

Perspectives

Analyse des marchés financiers

Environnement macro-économique 3

- Une récession aux États-Unis pourrait devenir la surprise négative du second semestre.
- La persistance de l'inflation des services demeure la principale incertitude quant à la réalisation de l'objectif de 2%.
- La Réserve fédérale se montre de plus en plus confiante à pouvoir baisser ses taux directeurs durant la deuxième moitié de l'année.

Marchés financiers 9

- L'engouement des investisseurs pour les valeurs technologiques offre des opportunités à la gestion active.
- Entre la dissolution de l'Assemblée nationale en France et la forte révision à la hausse du déficit budgétaire américain, la question de la viabilité budgétaire est revenue à l'ordre du jour.
- Les actions japonaises et l'or continuent de bénéficier d'éléments structurels favorables.

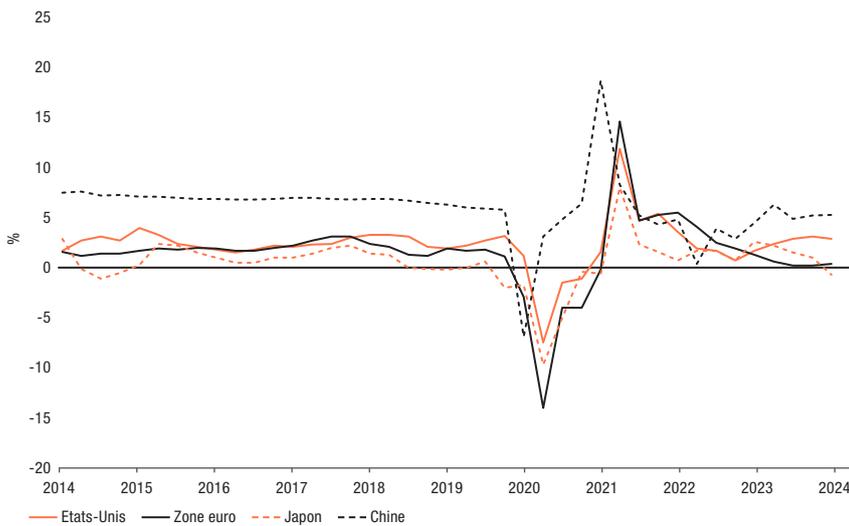
Visitez notre site internet
www.bli.lu

Une publication de
BLI - Banque de Luxembourg Investments



Environnement macro-économique

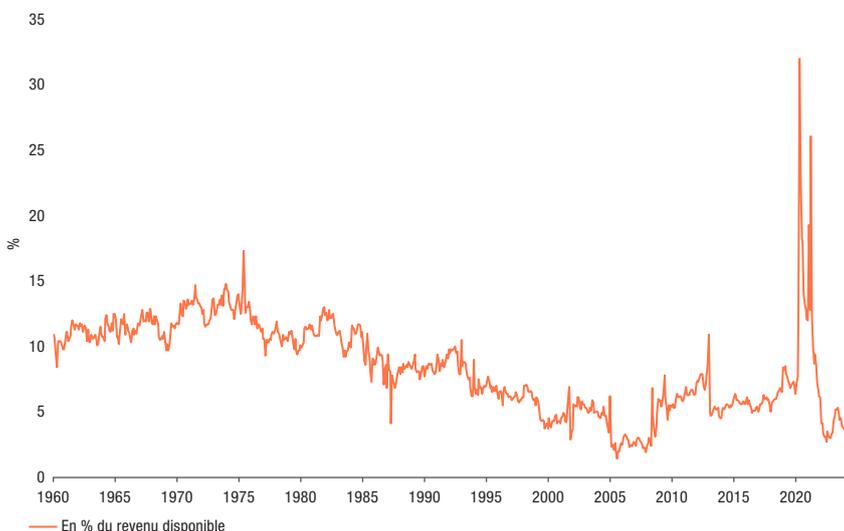
CROISSANCE ANNUELLE DU PIB RÉEL



Source : Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Economic and Social Research Institute Japan, National Bureau of Statistics of China, Bloomberg

Au cours des douze derniers mois, la croissance de l'économie mondiale est restée relativement stable. Aux États-Unis, le PIB réel a augmenté d'environ 3% par an, trimestre après trimestre, malgré la forte hausse des taux directeurs de la Réserve fédérale entre mars 2022 et juillet 2023. Le niveau élevé des dépenses publiques et le recours des ménages aux réserves accumulées durant la pandémie ont contribué à une résilience remarquable de l'activité économique malgré le resserrement de la politique monétaire. Dans la zone euro, l'économie croît peu en raison d'un soutien public moindre et de coûts énergétiques plus élevés depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie. En Chine, les autorités publiques ont stabilisé le taux de croissance du PIB réel à environ 5% malgré la faiblesse persistante du secteur immobilier. Au Japon, la croissance économique a ralenti, affectée par la baisse du pouvoir d'achat des ménages due à une inflation supérieure à la croissance des salaires. Globalement, la croissance de l'économie mondiale demeure faible, même si l'avènement d'une récession a été évité jusqu'à présent.

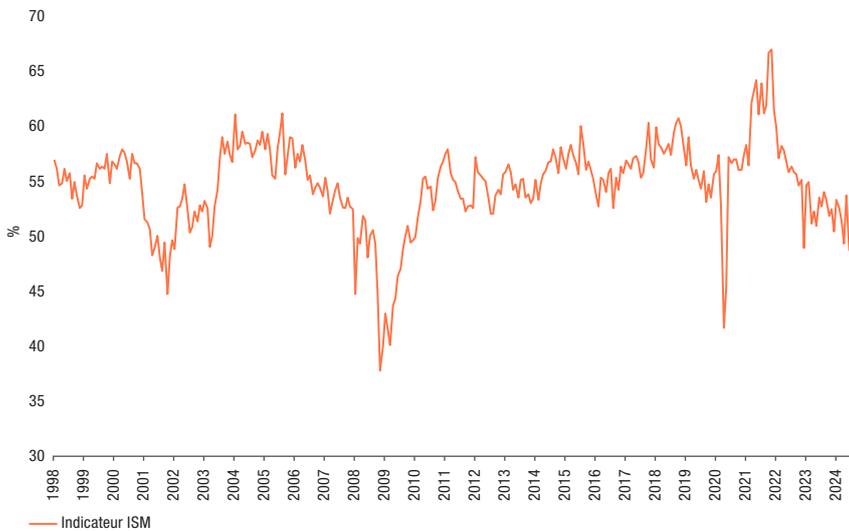
TAUX D'ÉPARGNE AUX ETATS-UNIS



Source : Bureau of Economic Analysis, Bloomberg

Le principal facteur suggérant une moindre résilience et, par conséquent, un ralentissement plus marqué de l'activité économique aux États-Unis est l'épuisement progressif des réserves excédentaires accumulées par les ménages durant la pandémie. D'après les principales études sur le sujet, ces réserves sont devenues négatives au cours du deuxième trimestre. Pour maintenir leur niveau de dépenses, les ménages sont désormais contraints de réduire leur taux d'épargne, lequel se rapproche de son niveau le plus bas depuis plus de 60 ans, à l'exception de la période de la bulle immobilière de 2005 à 2007, où la plupart des ménages estimaient que la constitution de nouvelles réserves était devenue superflue. Si l'on suppose que les salaires réels des ménages augmenteront d'environ 1% cette année, mais que les ménages ne pourront plus puiser dans leurs réserves excédentaires – alors que ces dernières avaient contribué à la croissance à hauteur de 2% par an au cours des deux dernières années – la consommation des ménages devrait diminuer au second semestre. Si ce recul n'est pas compensé par une augmentation des dépenses publiques, des investissements des entreprises ou des exportations nettes, cela entraînerait une contraction de l'activité économique.

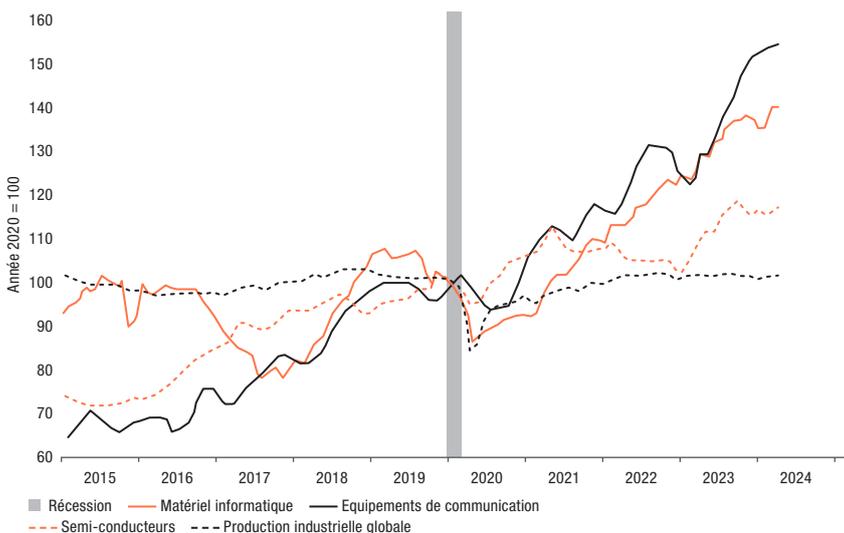
INDICE D'ACTIVITÉ DES SERVICES AUX ETATS-UNIS



Source : Institute for Supply Management, Bloomberg

Au-delà de la question de l'épuisement des réserves excédentaires, des signes de faiblesse conjoncturelle apparaissent sporadiquement, sans encore se généraliser. La consommation domestique commence à ralentir, principalement celle des ménages à faibles revenus, tandis que les couches sociales plus aisées ne sont pas encore au point de devoir réduire leur niveau de dépenses. L'activité dans le secteur immobilier montre également des signes de fléchissement. Les autorisations à bâtir et les mises en chantier des maisons unifamiliales diminuent à nouveau après une reprise notable en 2023, indiquant que les taux d'intérêt durablement élevés commencent à affecter plus sérieusement le secteur de la construction, alors que les ventes de logements existants n'ont jamais rebondi et restent à des niveaux historiquement bas. Du côté des entreprises, les investissements ralentissent en raison de la stagnation généralisée des bénéfices, des taux d'intérêt élevés, des prix tendus des biens d'équipement et des investissements massifs dans l'intelligence artificielle évinçant les autres dépenses. Enfin, en juin, l'indice d'activité des services établi par l'Institute for Supply Management (ISM) s'est considérablement contracté, ce qui pourrait annoncer le début d'une faiblesse généralisée des activités de services jusqu'ici résilientes.

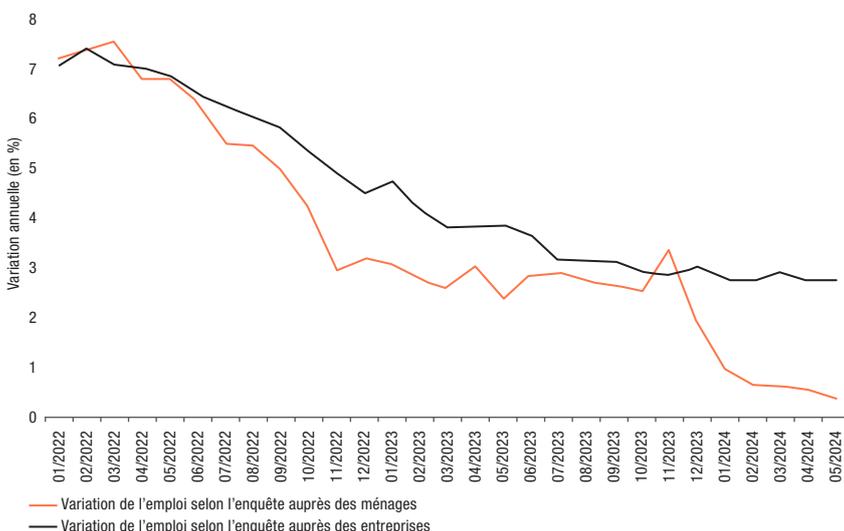
PRODUCTION INDUSTRIELLE AUX ETATS-UNIS



Source : Piper Sandler

À bien des égards, l'économie américaine montre désormais une image à double tranchant. Cette divergence est encore la conséquence des mesures de stimulation mises en place durant la pandémie. En effet, les interventions des autorités publiques n'ont pas bénéficié uniformément à tous les acteurs économiques, favorisant certains au détriment d'autres. Par exemple, les grandes entreprises ont davantage profité des aides publiques que les PME, qui expriment régulièrement moins de confiance dans les sondages comparativement à leurs homologues de plus grande taille. De plus, la hausse des taux d'intérêt a accru les revenus des entreprises à trésorerie excédentaire et des couches sociales plus aisées, tout en augmentant les coûts de financement des entreprises et des individus à court de liquidités. Par ailleurs, la forte croissance du secteur des technologies de l'information et des services de communication masque la stagnation de la production industrielle dans sa totalité. La performance robuste des acteurs privilégiés, bien que moins nombreux mais de taille significative, dissimule la détérioration sous-jacente de nombreux autres entreprises et individus, souvent moins visibles mais déterminants pour l'économie dans son ensemble.

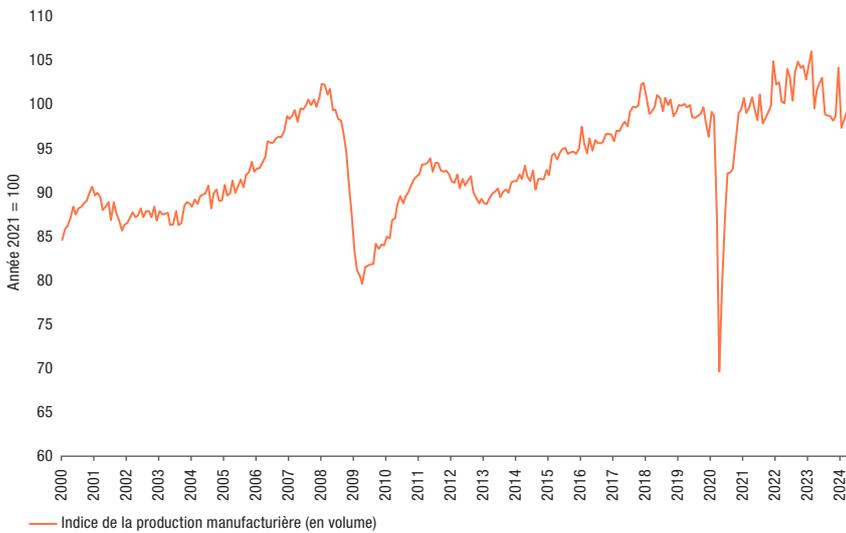
MARCHÉ DE L'EMPLOI AUX ETATS-UNIS



Source : Bureau of Labor Statistics, Jefferies

Le critère décisif pour évaluer si l'économie américaine entre en récession demeure l'évolution du marché de l'emploi. À cet égard, la divergence entre les deux principales enquêtes – l'une menée auprès des entreprises et l'autre auprès des ménages – complique l'analyse de la situation. La première différence concerne l'ajustement effectué dans l'enquête auprès des entreprises, qui estime l'effet net résultant, d'un côté, des gains d'emplois dus aux créations d'entreprises et, de l'autre, des pertes d'emplois dues aux fermetures. Cet ajustement a représenté la moitié de l'augmentation du nombre d'emplois au cours des douze derniers mois ; sans lui, les créations d'emplois auraient été de 120 000 par mois, au lieu de 240 000. La deuxième différence majeure est que les chiffres de l'emploi collectés auprès des entreprises comptabilisent tous les postes, même s'ils sont occupés par une même personne, alors que les individus occupant plusieurs postes sont comptés comme une seule personne employée dans l'enquête auprès des ménages. Ces différentes définitions mènent à des conclusions divergentes. Ainsi, selon l'enquête menée auprès des entreprises, le nombre d'emplois aux États-Unis a augmenté de 2,7 millions au cours des douze derniers mois. En revanche, l'emploi mesuré par les enquêtes auprès des ménages n'a augmenté que de 400 000 sur la même période. Par exemple, l'emploi total selon la deuxième approche n'a augmenté que de 0,2% en glissement annuel en mai, représentant la plus faible hausse depuis octobre 2013, à l'exclusion de la période 2020-2021 affectée par la pandémie.

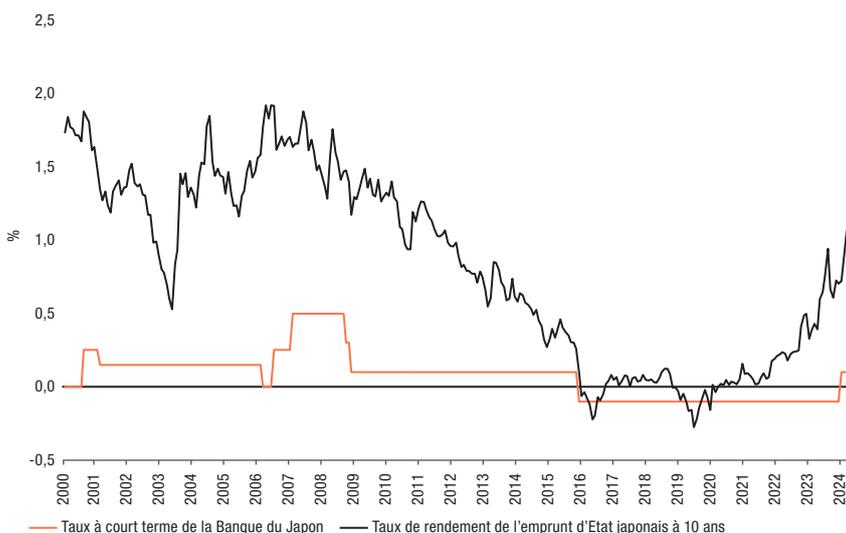
PRODUCTION INDUSTRIELLE DANS LA ZONE EURO



Source : Eurostat, Bloomberg

Les perspectives économiques de la zone euro restent mitigées. Bien que le secteur manufacturier ait montré des signes d'amélioration au cours du premier semestre, les indicateurs d'activité se sont à nouveau détériorés en fin de période. Cette embellie, de courte durée, résultait d'un soulagement temporaire des entreprises suite à la baisse des prix énergétiques, après des niveaux très élevés depuis le début de la guerre en Ukraine. La divergence entre le secteur manufacturier et les activités de services demeure marquée, avec une production industrielle (mesurée en volume, donc hors effet prix) en baisse, tandis que la consommation des ménages se montre plus robuste grâce à un marché de l'emploi relativement stable et une croissance salariale redevenue positive en termes réels après le ralentissement de l'inflation. Sur le plan public, les politiques budgétaires des gouvernements de la zone euro se révèlent globalement plus prudentes qu'aux États-Unis, limitant ainsi le soutien à la croissance après les dépenses massives liées à la pandémie. Le relâchement progressif de la politique monétaire par la Banque centrale européenne pourrait stimuler l'activité, mais son impact ne devrait se faire sentir qu'à un horizon de 12 à 18 mois en raison du décalage entre la mise en œuvre de la politique monétaire et son effet sur l'économie.

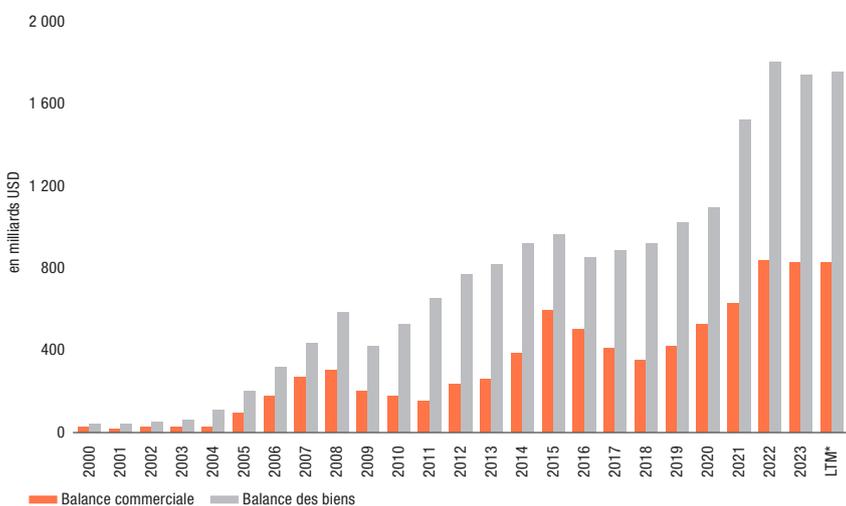
TAUX D'INTÉRÊT AU JAPON



Source : Bank of Japan, Bloomberg

L'économie japonaise continue de subir les effets d'une croissance salariale inférieure à l'inflation, réduisant ainsi le pouvoir d'achat des ménages et contribuant à la faible croissance actuelle. Cependant, les accords salariaux négociés au printemps dernier, plus favorables que ceux de l'année précédente, devraient soutenir une reprise de la croissance au cours de l'année. De plus, la normalisation probable de la politique monétaire devrait avoir un effet bénéfique sur l'activité économique, bien qu'elle entraîne des taux d'intérêt plus élevés. En effet, cette normalisation pourrait freiner la dépréciation massive du yen causée par l'écart de taux d'intérêt, notamment entre les bons du Trésor américain et japonais, et constituant un des principaux facteurs de la hausse des prix et de la perte de pouvoir d'achat des ménages. Mettre fin à la faiblesse du yen serait d'autant plus pertinent que le Japon est un importateur net d'énergie, affecté outre mesure par la volatilité accrue des prix des matières premières. De plus, des taux d'intérêt plus élevés exerceraient probablement peu d'effets restrictifs sur l'activité du secteur privé en raison de son faible niveau d'endettement. Néanmoins, le principal défi associé à une éventuelle normalisation de la politique monétaire réside dans le déficit budgétaire structurellement élevé et l'augmentation conséquente du coût du service de la dette publique.

EXCÉDENT COMMERCIAL DE LA CHINE

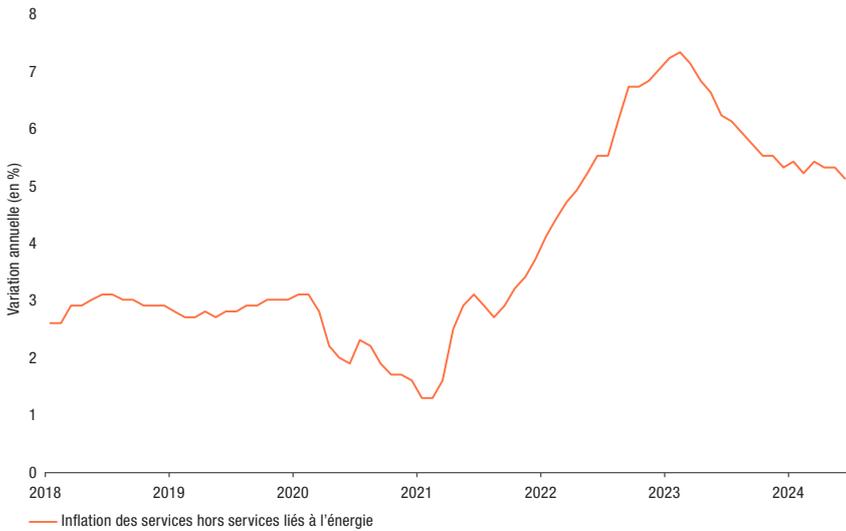


* LTM = 12 derniers mois jusque mai 2024

Source : CEIC Data, General Administration of Customs, Jefferies

Malgré les nombreuses mesures déployées par les autorités publiques, l'économie chinoise demeure en proie aux difficultés persistantes du secteur immobilier. Les ventes de logements continuent de chuter de plus de 20% en rythme annuel, même sur des bases de comparaison ayant elles déjà baissé de 40%. Pour stabiliser la situation, le gouvernement central a élargi son catalogue de mesures en abaissant le ratio minimum de mise de fonds propres à 15% pour les premiers acquéreurs et à 25% pour les résidences secondaires, contre respectivement 20% et 30% auparavant. De plus, les autorités à Pékin incitent les gouvernements locaux à acquérir les propriétés invendues des promoteurs pour les convertir en logements abordables. L'histoire montre que les bulles immobilières excessives nécessitent généralement, en l'absence de mesures encore plus radicales, des périodes prolongées avant que le marché retrouve un équilibre. Entretemps, les pouvoirs publics chinois semblent tabler sur les exportations afin d'atteindre leurs objectifs de croissance. En effet, l'excédent commercial de la Chine reste à un niveau élevé, malgré les efforts des pays occidentaux pour réduire leur dépendance à l'égard de la Chine en tant que centre de fabrication mondial. Aidées par la faiblesse du yuan et une inflation quasiment nulle, les exportations chinoises constituent un important pilier de croissance en attendant une stabilisation de la situation dans le secteur immobilier.

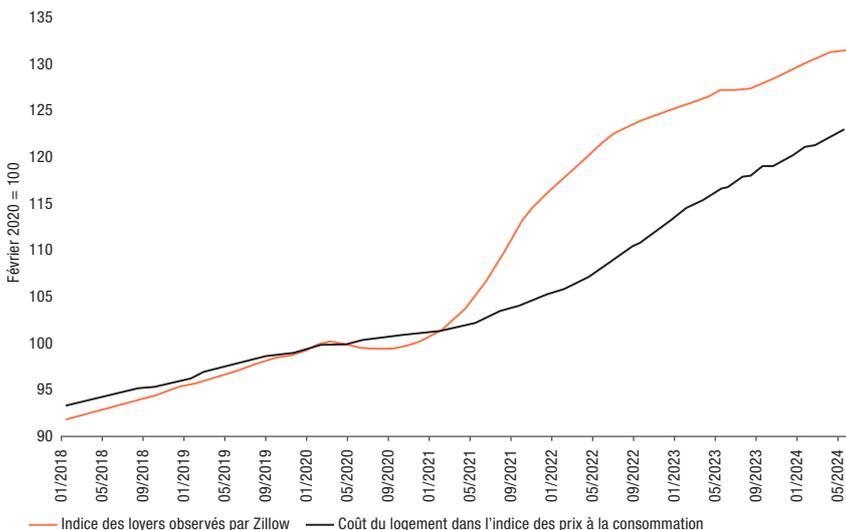
INFLATION DES SERVICES AUX ETATS-UNIS



Source : Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

Alors que les statistiques d'inflation américaines avaient été plutôt décevantes au cours du premier trimestre, elles se sont révélées plus rassurantes au second trimestre, confirmant ainsi la poursuite du processus de modération de la hausse des prix entamé en 2022. Néanmoins, l'inflation demeure supérieure à l'objectif de 2%, l'indice global ayant augmenté de 3% et celui hors énergie et alimentation de 3,3% au mois de juin. La persistance de l'inflation provient surtout des activités de services dont les prix continuent de croître à un rythme supérieur à 5%, tandis que l'inflation des biens, qui avait atteint un pic de 12% en 2022, s'inscrit même en baisse. Étant donné que les services (hors énergie) pèsent 60% dans l'indice global, contre seulement 20% pour les biens (hors énergie et alimentation) et 20% pour l'énergie et l'alimentation, l'inflation des services sera déterminante pour l'évolution future de l'indice global. En raison du lien généralement étroit entre l'inflation des services et le niveau de l'emploi, une augmentation du taux de chômage pourrait devenir nécessaire pour réduire la demande de services et ralentir la hausse de leurs prix. Cela semble d'autant plus probable dans l'ère post-pandémie, les consommateurs ayant semble-t-il fortement pris goût aux voyages, restaurants et autres loisirs, que seule une réduction de leurs moyens financiers devrait les amener à renoncer à ces activités tant convoitées.

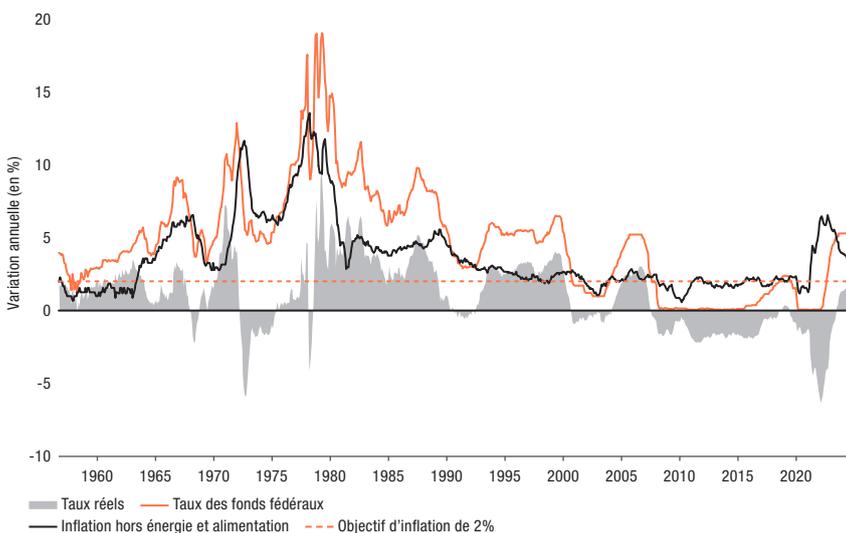
INFLATION DU COÛT DU LOGEMENT AUX ETATS-UNIS



Source : Bureau of Labor Statistics, Zillow Research, Jefferies

En raison de son poids élevé dans les indicateurs de prix, l'évolution du coût du logement revêt une importance particulière. En effet, ce dernier représente environ un tiers de l'indice global des prix à la consommation et près de 20% du déflateur des dépenses de consommation hors énergie et alimentation, l'indicateur de prix privilégié par la Réserve fédérale. Actuellement, l'inflation du coût du logement reste élevée, s'étant établi à 5,1% en juin. Tant que cette composante ne diminuera pas davantage, l'inflation globale peinera à atteindre l'objectif de 2%. En général, l'inflation du coût du logement présente un décalage d'environ un an par rapport aux variations réelles des nouveaux baux locatifs, telles que mesurées par l'indice des loyers de Zillow. Étant donné que l'indice de Zillow progresse à un rythme nettement plus modéré (+3,4% en mai), des espoirs ont émergé quant à un ralentissement imminent du coût du logement dans les indices. Cependant, ces espoirs pourraient être déçus en raison de la divergence observée entre les deux indicateurs durant la pandémie, lorsque l'indice de Zillow, et donc les loyers réels, augmentaient bien plus que le coût du logement dans les indices. Par conséquent, malgré le ralentissement de la hausse des loyers réels, la décre de coût de logement pourrait prendre plus de temps que ne le suggère l'évolution des loyers actuels.

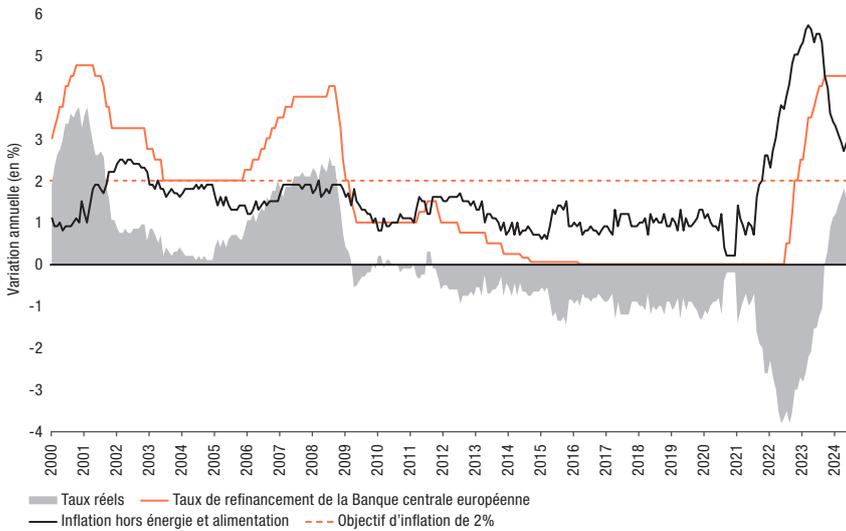
POLITIQUE MONÉTAIRE AUX ETATS-UNIS



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

En raison d'une inflation certes en baisse, mais toujours supérieure à l'objectif de 2%, et de l'absence de détérioration significative du marché de l'emploi, la Réserve fédérale américaine a laissé inchangés ses taux directeurs durant le deuxième trimestre. Ainsi, le taux des fonds fédéraux se trouve depuis juillet 2023 dans une fourchette de 5,25% à 5,50%. Néanmoins, au cours du second semestre, la situation pourrait évoluer. En effet, les responsables monétaires se montrent de plus en plus satisfaits du chemin déjà parcouru par l'inflation depuis les plus hauts atteints mi-2022. La publication récente de statistiques favorables pour le mois de juin pourrait avoir engendré la confiance suffisante auprès des membres du Comité monétaire quant à la réalisation de l'objectif de 2%. En outre, bien que marginal jusqu'à présent, le marché de l'emploi montre de premiers signes de faiblesse. Lors de ses dernières apparitions, le président Jerome Powell a rappelé que la Réserve fédérale dispose d'un double mandat, et que l'objectif du plein emploi était tout aussi important que celui de la maîtrise de l'inflation. Dans ce contexte, il a précisé qu'une réduction trop tardive ou trop faible des taux d'intérêt pourrait affaiblir indûment l'activité économique et l'emploi. Au vu de ces éléments, le relâchement monétaire devrait débiter durant le second semestre.

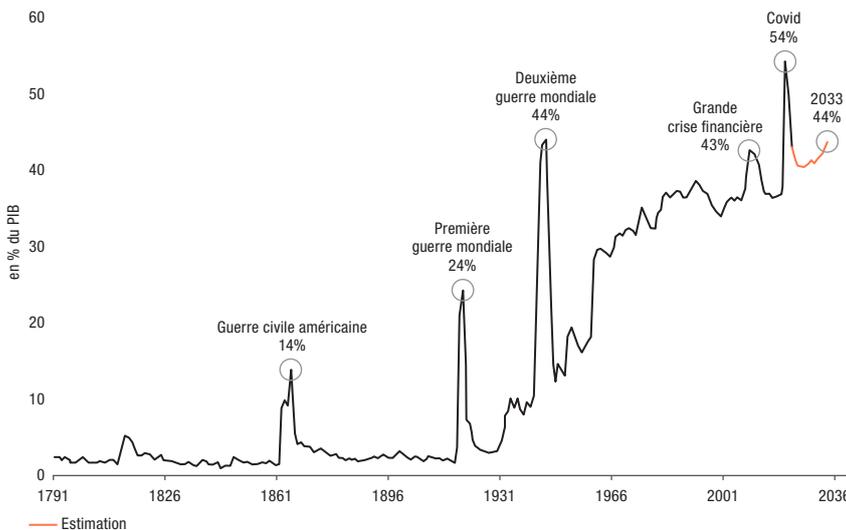
POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO



Source : European Central Bank, Eurostat, Bloomberg

Une fois n'est pas coutume, la Banque centrale européenne a précédé la Réserve fédérale américaine dans le cycle de relâchement monétaire. Lors de sa réunion début juin, le Conseil des gouverneurs a réduit les taux directeurs de 25 points de base, le taux de refinancement passant à 3,75% et le taux de dépôt à 4,25%. Les autorités monétaires de la zone euro ont ainsi réagi à la modération de l'inflation au cours des derniers mois dont l'évolution est comparable à celle observée aux Etats-Unis. En juin, le taux d'inflation global s'est établi à 2,5% contre un plus haut de 10,6% en octobre 2022. Hors énergie et alimentation, la progression des prix reste proche de 3%, en raison également de la persistance de l'inflation dans le secteur des services. En ce qui concerne les perspectives futures, la BCE n'a pas donné de guidance claire. Le consensus du marché table désormais sur une baisse additionnelle de 25 points de base lors de la réunion de septembre, bien que la présidente Christine Lagarde ait précisé lors de la conférence de presse début juin qu'elle ne s'engageait pas à ce que la baisse annoncée soit le début d'un cycle de baisses récurrentes. Etant donné la faible croissance conjoncturelle et le recul de l'inflation, un relâchement supplémentaire des taux d'intérêt durant le second semestre constitue le scénario le plus probable.

DÉPENSES PUBLIQUES AMÉRICAINES DEPUIS 1791



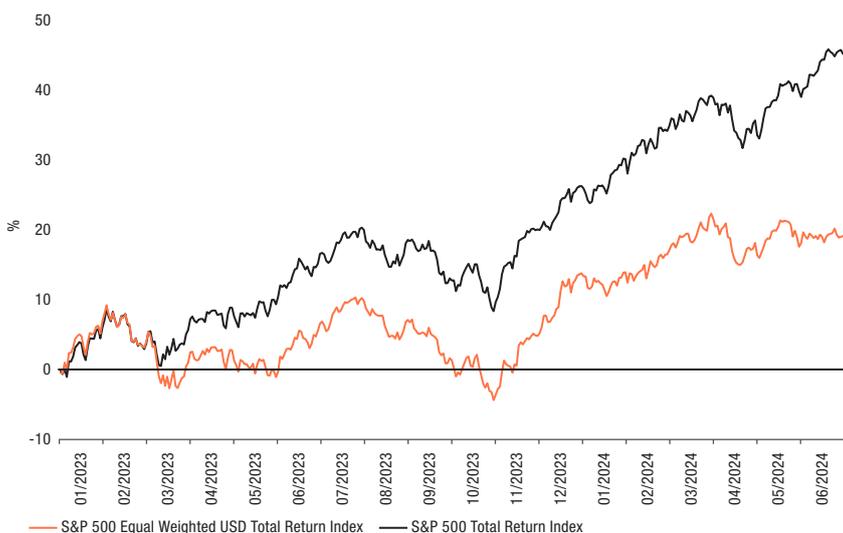
Source : BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

Le fait que l'économie américaine ne soit pas encore tombée en récession malgré l'inversion de la courbe des taux d'intérêt depuis plus d'un an et demi fait naître des espoirs selon lesquels des périodes de contraction du PIB ne surviendront plus. En effet, l'activité économique est devenue nettement moins cyclique au fil des dernières décennies en raison du caractère dominant des services moins cycliques par nature que l'industrie, de la corrélation souvent négative entre les différentes activités de services, d'une réduction structurelle des inventaires grâce aux systèmes de livraison juste-à-temps, du niveau élevé des dépenses publiques peu volatiles, des interventions massives des banques centrales en cas de crise financière ainsi que des mesures diverses comme les gages de garantie, les programmes de stimulation ou même l'envoi de chèques entrepris par les gouvernements visant à éviter tout mécontentement du public, le tout financé le cas échéant par les banques centrales. Pour ces raisons, la récession qui semble pointer son nez pourrait peut-être être évitée une fois de plus. Néanmoins, le prix à payer pour cela serait encore plus de tensions, plus d'instabilité, plus de déséquilibres, c'est-à-dire une configuration qui, certes, n'a pas affecté les marchés financiers durablement jusqu'à présent, mais qui reste en permanence une épée de Damoclès susceptible de tomber à tout instant.



Marchés financiers

S&P 500 ET S&P 500 ÉQUIPONDÉRÉ DEPUIS 2023



Source : Macrobond/Bloomberg

Les marchés boursiers ont poursuivi leur hausse sur le deuxième trimestre sous l'impulsion des grandes valeurs de croissance, notamment de la technologie et des services de communication. L'indice mondial a ainsi progressé de 3,4% en EUR sur le trimestre, portant sa hausse à 15,1% sur le semestre. Au niveau géographique, la meilleure performance a été enregistrée par l'Asie hors Japon. L'Europe a été à la traîne en raison notamment de la contre-performance du marché français suite à la dissolution de l'Assemblée nationale. La hausse des cours boursiers s'explique surtout par une nouvelle hausse des multiples de valorisation. Le fait que l'indice S&P 500 ait progressé de 15% sur le semestre, alors que l'indice S&P 500 équipondéré (les mêmes 500 valeurs mais pondérées de manière identique alors que dans le S&P 500 la pondération des valeurs est fonction de leur capitalisation boursière) n'a monté que de 5%, montre par ailleurs l'étréitesse de la hausse. Les valeurs technologiques continuent de profiter de l'euphorie entourant l'intelligence artificielle, mais le reste du marché a essentiellement fait du surplace.

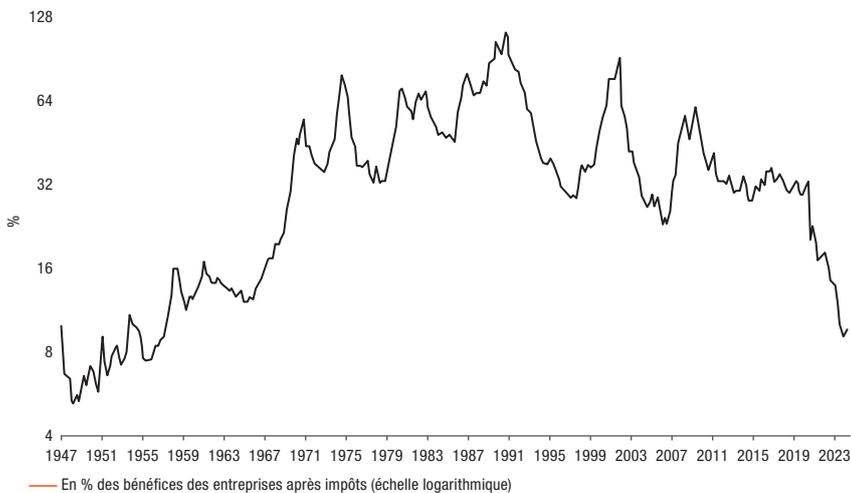
CAPITALISATION BOURSIÈRE DES 27 GRANDES ENTREPRISES DE SEMICONDUCTEURS COMPARÉE À CELLE DES SECTEURS ÉNERGIE ET MATÉRIAUX COMBINÉE



Source : Gavekal Research / Macrobond

Le thème de l'intelligence artificielle est véritablement entré dans les marchés boursiers au début de l'année dernière avec l'annonce de Microsoft qu'elle allait prendre une participation dans OpenAI. Cette annonce a insufflé une nouvelle dynamique au secteur de la technologie après sa forte baisse en 2022. Ce secteur se traite à une prime de quelque 50% par rapport au marché. Si le secteur mérite indubitablement une prime, la prime actuelle est le double de ce qu'elle fut historiquement. L'industrie des semiconducteurs constitue le principal bénéficiaire. Les 27 principales entreprises dans ce secteur ont aujourd'hui une capitalisation boursière qui dépasse celle des valeurs de l'énergie et des matériaux combinée. Le côté cyclique de cette industrie, son intensité capitalistique et le fait qu'elle soit sujette au risque de changements technologiques rapides (comme le montre l'exemple d'Intel) ne semble plus préoccuper les investisseurs, confiants que les ventes de ces sociétés vont augmenter de manière exponentielle.

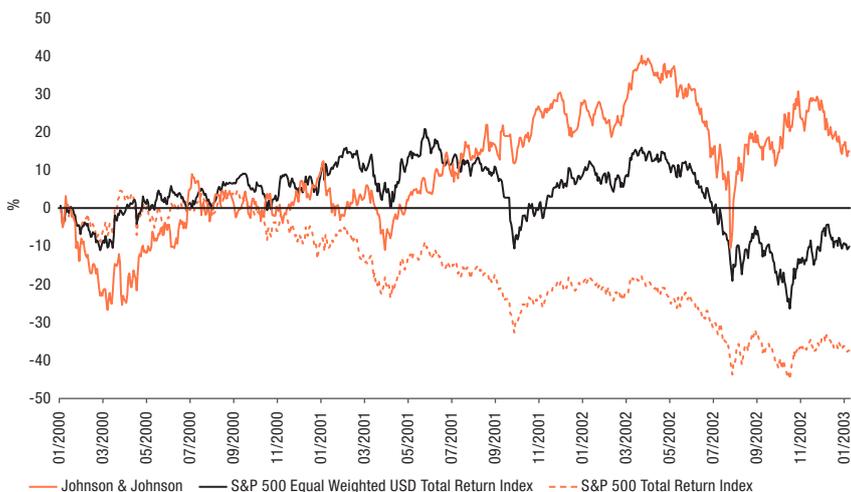
COÛT DE LA DETTE POUR LES ENTREPRISES AMÉRICAINES (HORS SECTEUR FINANCIER)



Source : Bureau of Economic Analysis / Gavikal Research

Derrière la hausse des grandes valeurs technologiques se cache un marché qui a de plus en plus de mal à continuer à monter. Fin juin, nous avons ainsi assisté à la situation inhabituelle de voir le S&P 500 enregistrer un nouveau plus haut, alors qu'il y avait davantage de valeurs enregistrant un plus bas sur 1 an que de valeurs enregistrant un plus haut. Le comportement du marché est en partie logique dans la mesure où si l'on exclut les grandes valeurs technologiques, les bénéfices des sociétés du S&P 500 sont en baisse sur les 12 derniers mois. En même temps, les attentes d'un relâchement de la politique monétaire de la Réserve fédérale ont dû être révisées à la baisse, enlevant un élément de support au marché. Après avoir continuellement sous-estimé le resserrement monétaire de la banque centrale américaine, les investisseurs ont surestimé la rapidité avec laquelle les autorités monétaires allaient relâcher leur politique. Côté positif, la situation financière des entreprises est en général très bonne. Bon nombre d'entre elles ont profité de la période de taux d'intérêt très bas pour se refinancer, de sorte que leur coût du service de la dette est aujourd'hui faible.

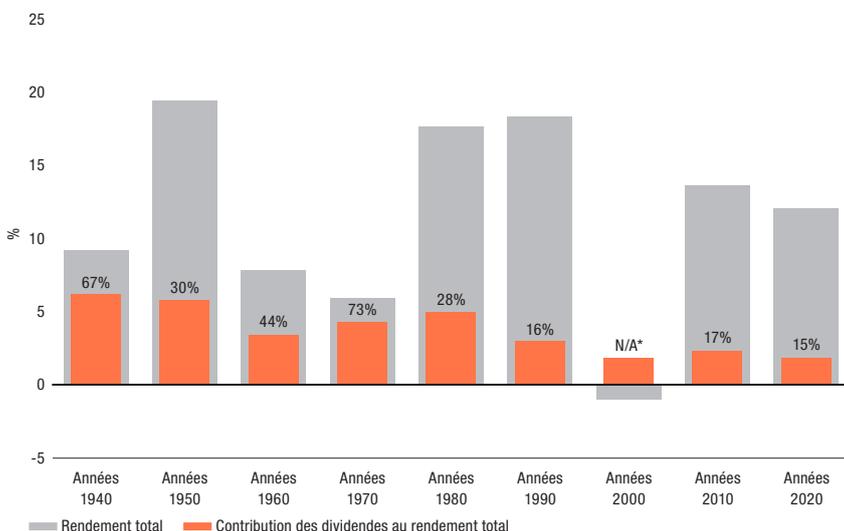
S&P 500, S&P 500 ÉQUIPONDÉRÉ ET JOHNSON & JOHNSON ENTRE 2000 ET 2002



Source : Macrobond/Bloomberg

Hors technologie, les multiples de valorisation des actions sont moins élevés et plus proches de leurs moyennes sur le long terme. Ceci offre des opportunités à la gestion active, même s'il est illusoire de penser qu'une telle gestion puisse durablement surperformer tant que l'engouement pour tout ce qui touche à la technologie reste aussi fort. Un investisseur a aujourd'hui le choix entre jouer la carte du momentum avec les risques que cela comporte ou opter pour une stratégie davantage axée sur les fondamentaux avec le risque de faire nettement moins bien que les principaux indices, du moins dans un premier temps. L'environnement actuel rappelle ainsi à certains égards celui de fin 1999. En 1999, il fallait investir dans les valeurs TMT (Technologie, Médias, Télécommunications) sous peine de fortement sous-performer les indices. Avec l'éclatement de la bulle Internet, les indices ont par la suite chuté de manière importante, mais de nombreuses valeurs de qualité ont échappé à cette baisse, rattrapant en l'occurrence tout le retard important accumulé sur la deuxième partie des années 1990 et surperformant les indices.

CONTRIBUTION DES DIVIDENDES AU RENDEMENT DES ACTIONS



Source : Hartford

Dans l'environnement actuel marqué par la gestion indicielle, les dividendes ont perdu de leur importance en termes de source de rendement. Alors que les dividendes représentent historiquement quelque 40% du rendement des actions, ce chiffre est aujourd'hui tombé à environ 10%, les investisseurs ne misant que sur l'appréciation des cours. Investir dans des entreprises payant des dividendes récurrents et en augmentation régulière constitue pourtant une des meilleures stratégies d'investissement, tout en procurant une protection contre l'inflation. Qui plus est, le dividende constitue un facteur tangible que les entreprises peuvent contrôler, contrairement à leur multiple de valorisation qui dépend de beaucoup d'éléments, souvent aléatoires. Et un investisseur peut mettre le dividende au centre de sa stratégie en sélectionnant des entreprises de qualité, bénéficiant d'avantages compétitifs et capables d'augmenter leur cashflow excédentaire. La gestion passive mise sur une poursuite de la hausse des multiples de valorisation, alors que ceux-ci sont déjà (très) élevés.

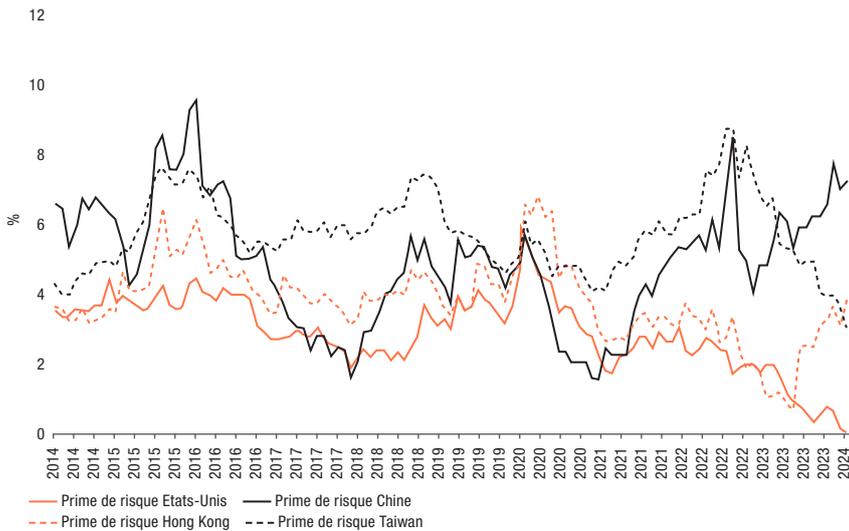
EVOLUTION DU MARCHÉ CHINOIS SUR 5 ANS



Source : Macrobond/Bloomberg

Malgré une hausse de quelque 15% entre février et mai, le marché chinois reste largement en-dessous de son niveau de 2021. Les mesures de réglementation mises en place par les autorités à l'égard d'un certain nombre de secteurs et les tensions géopolitiques ont refroidi les investisseurs étrangers. Si le risque réglementaire n'avait rien de nouveau en Chine, les investisseurs internationaux ont dû faire face à une vague réglementaire inédite menaçant de ralentir les perspectives de croissance des entreprises. En même temps, la faiblesse du secteur immobilier, qui représente 70% du patrimoine des ménages, a entamé la confiance des consommateurs domestiques. Le manque d'intérêt des investisseurs pour le marché chinois se reflète bien dans la prime de risque élevé offert par ce marché (rendement des actions – rendement des obligations d'État à 10 ans), qui a atteint des niveaux records par rapport à d'autres marchés. La valorisation du marché chinois est donc attrayante mais il convient de se montrer très sélectif. Dans leur ensemble, les entreprises chinoises se sont montrées incapables de traduire une croissance économique élevée en croissance importante de leur bénéfice par action.

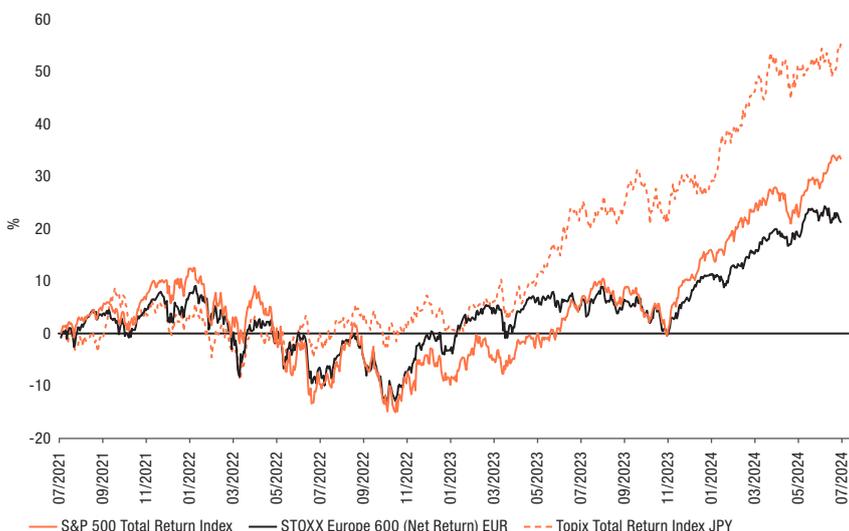
PRIME DE RISQUE DU MARCHÉ CHINOIS



Source : Bloomberg, MSCI

En Chine aussi, il existe toutefois des entreprises de qualité bénéficiant de solides avantages concurrentiels. Les modèles économiques des grandes entreprises actives dans le commerce en ligne, les jeux vidéo ou des médias sociaux semblent ainsi particulièrement forts. Les modèles économiques des grands acteurs dans le commerce en ligne et les médias sociaux se distinguent par la capacité de ces entreprises à monétiser leur base d'utilisateurs, base qui est protégée par les effets de réseau. Dans l'industrie des jeux vidéo, les entreprises dominantes conservent un avantage concurrentiel grâce à la solidité de leurs actifs intangibles, qui découle en grande partie de leurs propriétés intellectuelles de haute qualité dans le domaine des jeux vidéo sur PC et téléphones portables. Les bilans de ces entreprises sont par ailleurs très solides. Enfin, leurs modèles économiques à faible intensité capitalistique sont des générateurs de flux de trésorerie solides et récurrents, ce qui accentue leur flexibilité financière et met en évidence leur capacité à restituer des liquidités à leurs actionnaires.

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



Source : Macrobond/Bloomberg

Avec une hausse de plus de 20% sur le premier semestre, le marché japonais a fait mieux, en monnaie locale, que les marchés américain et européen. Nous avons, à de nombreuses reprises, insisté sur les arguments qui plaident en faveur de ce marché. Parmi ces arguments, il convient de citer en premier lieu l'amélioration de la gouvernance des entreprises. Cette amélioration se traduit dans une rentabilité sur capitaux investis plus importante et un meilleur traitement des actionnaires. En même temps, le Japon semble 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. Le principal risque pour le marché serait une détérioration importante de la conjoncture mondiale. Le Japon est un marché cyclique, les résultats des entreprises constituant les principaux indices étant fortement liés à la conjoncture mondiale.

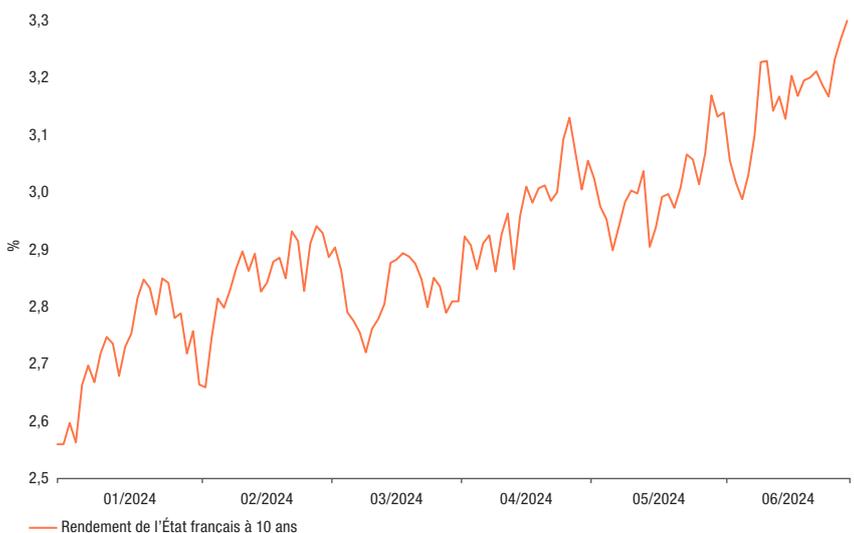
COURS DE CHANGE USD/JPY



Source : Macrobond/Bloomberg

Une grande partie de la bonne performance du marché japonais sur les dernières années a été détruite par la dépréciation du yen. La monnaie japonaise a continué à se déprécier au second trimestre, reculant de plus de 5% par rapport à l'euro et au dollar. Par rapport à ce dernier la monnaie nippone est ainsi tombée à son niveau le plus bas depuis le début des années 1990. Le yen pourrait rester volatil dans les mois à venir mais sa dépréciation semble toucher à sa fin. Entre le resserrement (timide) de la politique monétaire de la Banque du Japon et le relâchement des politiques monétaires de la Banque centrale européenne et de la Réserve fédérale, le différentiel d'intérêt avec l'euro et le dollar diminuera progressivement. Sur base de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat, le yen est par ailleurs fortement sous-évalué, ce qui pourrait provoquer la colère des partenaires commerciaux du Japon. Dans la mesure où le Japon demeure le plus grand créancier du monde, les autorités japonaises pourraient aussi encourager un rapatriement de capitaux pour stabiliser leur monnaie. Une telle stratégie pourrait s'avérer plus efficace que des interventions unilatérales. Par rapport à un resserrement monétaire, elle aurait par ailleurs l'avantage de ne pas augmenter le coût du service de la dette.

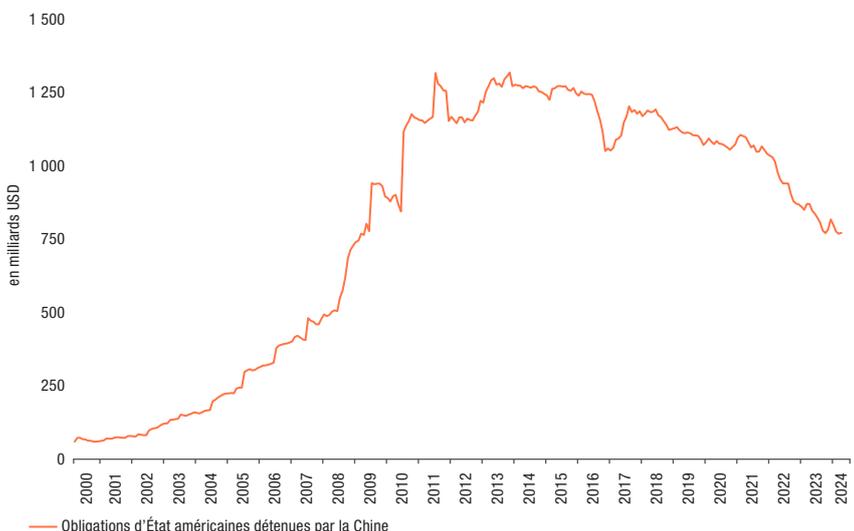
RENDEMENT DE L'EMPRUNT D'ÉTAT FRANÇAIS À 10 ANS



Source : Macrobond/Bloomberg

Le deuxième trimestre fut encore une fois moins bénéfique aux marchés obligataires. Le rendement de l'emprunt d'Etat américain à 10 ans a ainsi continué à monter en avril, avant de reculer par la suite sous l'impulsion des statistiques sur l'activité économique et l'inflation. Sur l'ensemble du deuxième trimestre, le rendement est passé de 4,2% à 4,4%. Dans la zone euro, les incertitudes politiques en France ont entraîné un écartement des rendements entre l'Allemagne et la France. Le taux de référence à 10 ans est ainsi passé de 2,3% à 2,5% en Allemagne, alors qu'il a augmenté de 2,8% à 3,3% en France. Entre la dissolution de l'Assemblée nationale en France et la forte révision à la hausse par le Bureau du budget du Congrès de son estimation pour le déficit budgétaire américain, la question de la viabilité budgétaire est revenue à l'ordre du jour. Il ne semble être qu'une question de temps avant que les investisseurs ne demandent une prime de risque supplémentaire, et donc des taux à long terme plus élevés, pour accepter de continuer à détenir les emprunts d'Etat des pays industrialisés. La notion que ces emprunts constituent des actifs sans risque est clairement remise en question étant donné la détérioration des finances publiques.

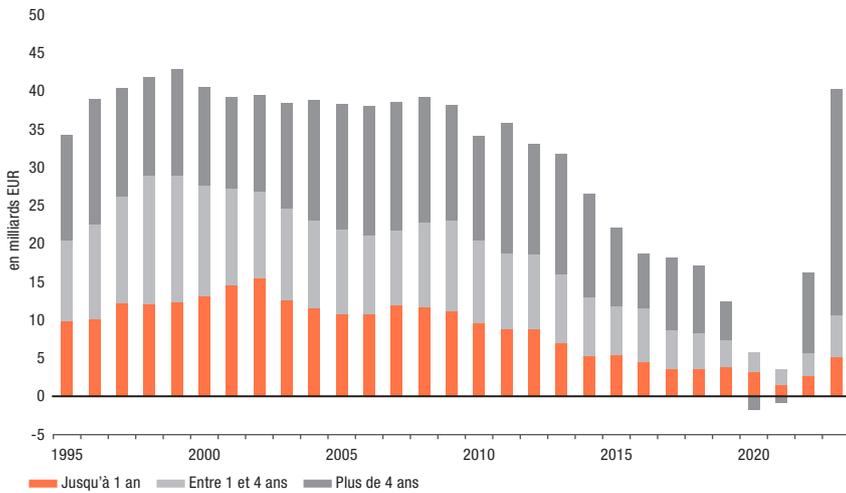
EMPRUNTS D'ÉTAT AMÉRICAINS DÉTENUS PAR LA CHINE



Source : Macrobond/Bloomberg

La méfiance grandissante des investisseurs étrangers par rapport aux emprunts d'Etat américains se reflète dans le fait que les excédents en \$ que beaucoup de pays détiennent grâce à leurs surplus commerciaux sont de moins en moins recyclés en emprunts d'Etat américains. Parmi les alternatives possibles figurent l'or, mais aussi les actions d'entreprises américaines de qualité. Ceci pourrait contribuer à expliquer la performance des grandes valeurs technologiques qui, en termes de capitalisation boursière, représentent une classe d'actifs à part, permettant de recycler des montants importants en \$. Elles sont liquides, bénéficient de facteurs structurels, commencent à payer des dividendes attrayants et rachètent leurs propres titres dont l'offre est ainsi en diminution constante, contrairement à celle d'emprunts d'Etat américains.

PAIEMENT D'INTÉRÊTS SUR LA DETTE FÉDÉRALE ALLEMANDE PAR MATURITÉ



Source : German Financial Agency, Incrementum AG

Une forte détérioration de la croissance aux Etats-Unis pourrait entraîner un net regain d'intérêt pour les emprunts d'Etat à long terme, offrant ainsi une opportunité aux investisseurs d'en sortir une fois pour toutes. Aujourd'hui déjà, les obligations indexées sur l'inflation sont à privilégier. Entre la réalité démographique, la nécessité de soutenir un système de Sécurité sociale largement sous-financé, des programmes publics ambitieux et la volonté d'augmenter les dépenses militaires, les dépenses publiques vont rester très élevées. En même temps, la pression sur les banques centrales s'intensifiera pour maintenir les taux à des niveaux relativement bas, sous peine de voir le coût du service de la dette exploser. Même l'Allemagne a ainsi dû payer 10 fois plus en tant qu'intérêts sur sa dette en 2023 qu'en 2021. Entre la volonté de maintenir les taux à des niveaux faibles et une inflation structurellement plus élevée, les taux d'intérêt réels vont diminuer.

COURS DE L'OR SUR 5 ANS



Source : Macrobond/Bloomberg

Le cours de l'or a continué sa progression au deuxième trimestre, dépassant même brièvement les 2.400 \$ en mai. La hausse du métal jaune est aujourd'hui aussi bien 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 sont moins 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, étant donné l'abandon progressif de toute discipline budgétaire dans les pays industriels, à commencer par les Etats-Unis.

AVOIRS DÉTENUS DANS LES ETC SUR L'OR



Source : Macrobond/Bloomberg

Le centre de gravité du métal jaune semble s'être définitivement déplacé à l'Est. La hausse du cours de l'or depuis novembre 2022 dans un contexte d'augmentation des taux réels montre que la corrélation historique entre ces derniers et le cours du métal jaune a été brisée. A l'Ouest, la hausse des taux réels a bien entraîné des ventes importantes de la part des investisseurs financiers, ainsi qu'en témoignent les sorties de capitaux dans les fonds sur l'or négociés en bourse (ETC). Ces sorties ont cependant été plus que compensées par l'augmentation de la demande physique, avec notamment les achats des banques centrales de l'Est. L'histoire montre que l'or a toujours eu tendance à se déplacer vers les pays où le stock de capital et l'épargne se développent. Une correction du cours de l'or n'est évidemment pas à exclure. La hausse des derniers mois pourrait inciter les banques centrales à ralentir leurs achats. Les statistiques sur les réserves de change de la Chine montrent ainsi que le pays n'a plus augmenté ses stocks de métal jaune en mai et en juin. Après avoir reculé de quelque 15% sur les deux premiers mois de l'année, les entreprises aurifères ont finalement commencé à participer au mouvement haussier, l'indice des mines d'or clôturant le premier semestre avec une hausse de 9% en \$.

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. 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. Côté positif, il convient de noter que de nombreuses valeurs ont déjà subi des corrections plus importantes et qu'en dehors des grandes valeurs technologiques, les multiples de valorisation sont plus raisonnables.

Une stratégie d'investissement prudente devrait aujourd'hui se concentrer sur des éléments que l'investisseur peut contrôler, tel que le dividende, plutôt que sur une hypothétique poursuite des multiples de valorisation. L'environnement économique et géopolitique qui se dessine pour les années à venir ne semble en effet pas propice à une telle poursuite, même si pour l'instant, la hausse des valeurs technologiques détourne l'attention des investisseurs des risques liés à cet environnement. En ce qui concerne l'environnement géopolitique, nous assistons aujourd'hui aux développements les plus importants depuis la dissolution de l'Union Soviétique. Mais alors que cette dissolution avait donné naissance à la notion d'un dividende de la paix, l'inverse est le cas aujourd'hui.

La détérioration des finances publiques dans les grands pays industrialisés est arrivée à un stade où elle inquiète les investisseurs et commence à rendre caduque la définition des emprunts d'Etat de ces pays comme actifs sans risque, surtout en tenant compte du parti pris des banques centrales de ces pays en faveur de l'inflation. Le fait que les marchés boursiers des pays industrialisés surperforment très largement leurs marchés obligataires n'est dès lors pas surprenant.

Les actions japonaises et l'or continuent de bénéficier d'éléments structurels favorables. Des corrections temporaires sont certainement possibles pour ces deux classes d'actifs mais devraient le cas échéant être considérées comme des opportunités d'achat.

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° 180 – 3^e trimestre 2024

Perspectives

Clôture de rédaction :
15/07/2024

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