

# Perspectives

## Analyse des marchés financiers

---

### Environnement macro-économique

3

- La résilience des activités de services repousse l'entrée en récession.
- Bien que l'inflation ralentisse, une détérioration plus notable des marchés de l'emploi paraît nécessaire pour atteindre l'objectif de 2%.
- Le resserrement monétaire des banques centrales semble se prolonger durant les mois d'été.

---

### Marchés financiers

9

- Les indices boursiers sont de plus en plus tirés à la hausse par un nombre limité de valeurs devenues très chères.
- Les perspectives pour le marché japonais sont favorables.
- L'or continue de bien résister à la hausse des taux réels.

---

Visitez notre site internet

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

---

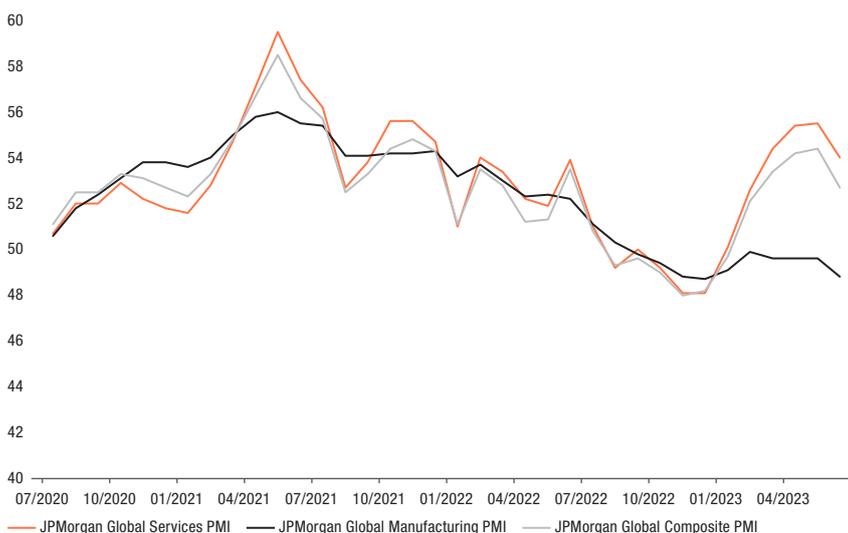
Une publication de

**BLI - Banque de Luxembourg Investments**



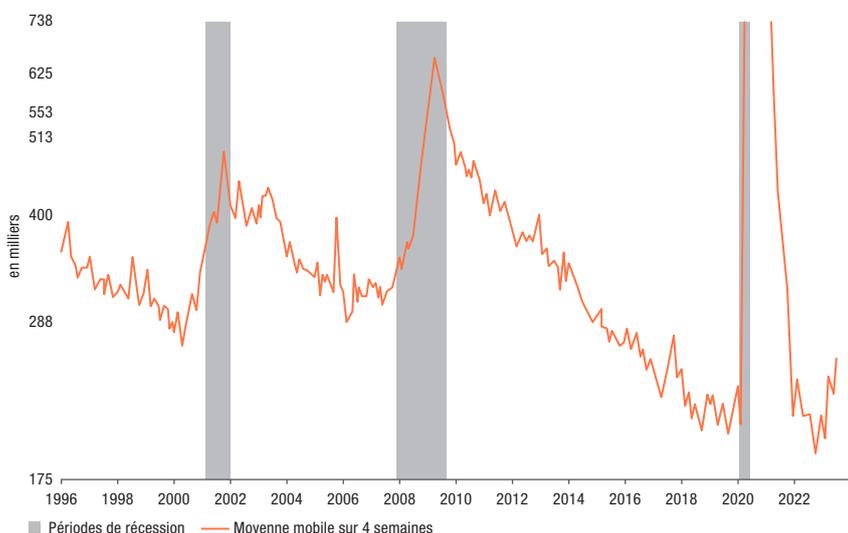
# Environnement macro-économique

## INDICES D'ACTIVITÉ MONDIALE



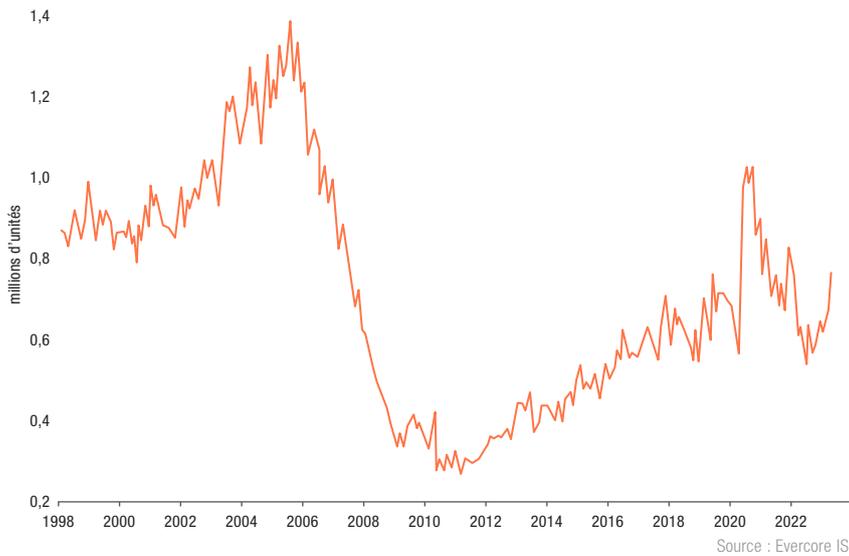
Bien que le ralentissement de la conjoncture mondiale entamé en 2022 se soit poursuivi durant le premier semestre, il n'a pas abouti à une récession jusqu'à présent. En effet, les activités de services qui occupent une part de plus en plus importante au sein des économies modernes et qui sont par nature nettement moins cycliques que les activités industrielles, continuent à afficher une résilience remarquable empêchant une contraction conjoncturelle. Il n'empêche que des divergences entre les principales régions économiques s'accroissent, pouvant signaler l'amorce d'un affaiblissement plus généralisé. Si l'économie américaine se révèle une fois de plus comme étant la plus robuste, les signes de faiblesses se multiplient en Europe et en Chine. Ainsi, dans la zone euro, la faiblesse du secteur manufacturier a été accompagnée à la fin du deuxième trimestre par une première détérioration plus significative des indicateurs d'activité des services malgré un marché de l'emploi toujours robuste. En Chine, la dynamique de rattrapage liée à la réouverture de l'économie en début d'année commence déjà à s'essouffler, remettant en question la réalisation de l'objectif de croissance annuelle du PIB de 5% sans mesures additionnelles de soutien public. Globalement, la survenue d'une récession, même si retardée quelque peu en raison de la résilience des activités de services, demeure le scénario le plus probable.

## DEMANDES INITIALES D'ALLOCATIONS DE CHÔMAGE AUX ÉTATS-UNIS



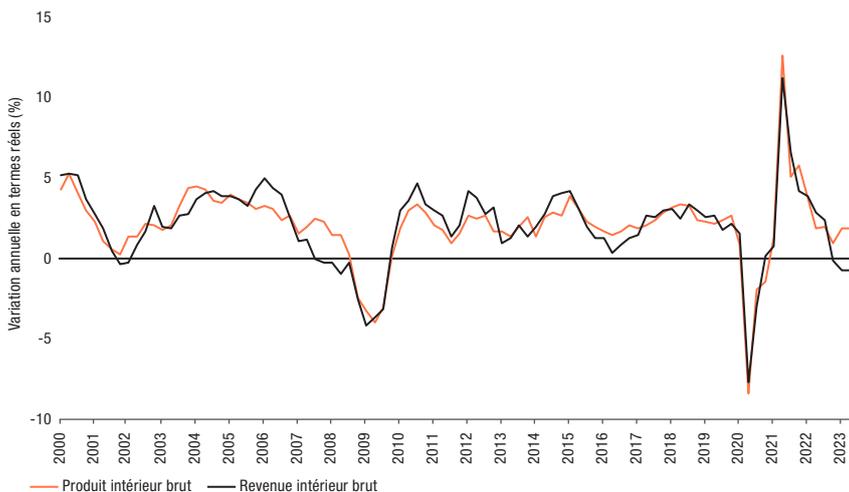
Jusqu'à présent, l'évolution économique aux États-Unis suit le parcours classique d'un ralentissement engendré par un resserrement monétaire de la Réserve fédérale. En raison de sa sensibilité élevée aux taux d'intérêt, le secteur immobilier réagit généralement en premier à un durcissement des conditions de financement. Ensuite, le ralentissement de l'activité dans le secteur de la construction et la moindre demande de biens d'investissement devant être financés à des coûts supérieurs entraînent une détérioration de l'activité dans le secteur manufacturier. Dans une troisième phase, les bénéfices de entreprises commencent à ralentir, la décélération des ventes et la progression des salaires mettant les marges bénéficiaires sous pression. Lors de la dernière étape, les entreprises réduisent les effectifs afin de préserver la rentabilité, suscitant une augmentation du taux de chômage. Cette dernière étape coïncide généralement avec le début de la récession, la détérioration du marché de l'emploi affectant également les activités de services en raison d'une réduction généralisée des dépenses de consommation par les ménages. Aux États-Unis, une hausse des demandes initiales d'allocations de chômage à 300000 par semaine est considérée comme le seuil critique qui pourrait déclencher la contraction économique.

## VENTES DE MAISONS NEUVES AUX ÉTATS-UNIS



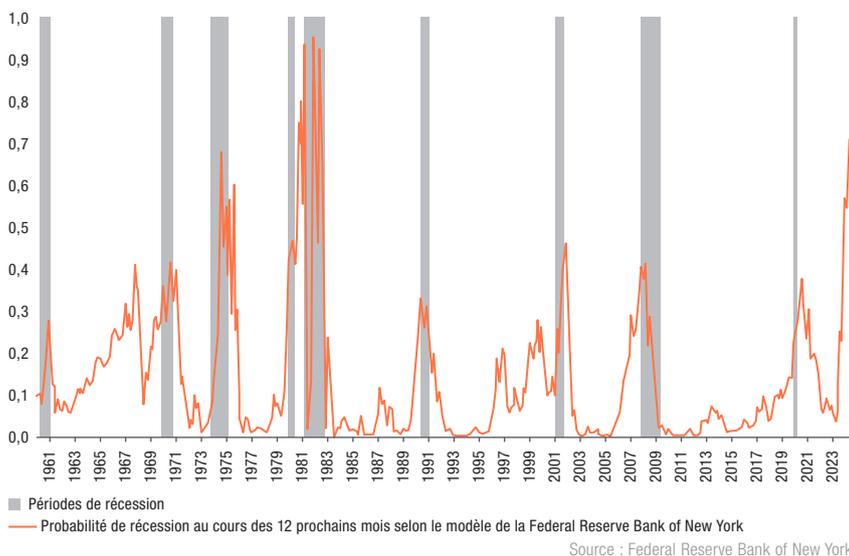
Au deuxième trimestre, le marché immobilier américain a affiché des signes encourageants de reprise, semant l'espoir d'une ré-accélération de la croissance conjoncturelle. Néanmoins, cette reprise qui se limite principalement aux ventes de maisons neuves doit être relativisée étant donné le contexte dans lequel elle se produit. En effet, les propriétaires immobiliers, dont la grande majorité ont profité de la faiblesse des taux longs au cours des dernières années pour verrouiller leurs coûts de financement à de faibles niveaux, ne sont pas prêts à vendre leur logement existant, sans quoi ils seraient contraints d'emprunter à des taux supérieurs lors de l'achat d'un nouveau bien. C'est pourquoi les transactions sur le marché secondaire se sont effondrées, alors que les prix ont peu reculé. Par conséquent, les ménages voulant acquérir un bien sont contraints de se lancer sur le marché primaire malgré un niveau d'accessibilité au logement qui n'a jamais été aussi bas. Actuellement, les coûts de financement supérieurs résultant de la hausse des taux d'intérêt sont partiellement supportés par les entreprises de construction qui ont généré des bénéfices exceptionnellement élevés durant le boom pandémique. Cette situation ne pourra perdurer. Si les taux d'intérêt venaient à ne pas rebaisser, le rebond actuel des ventes de maisons neuves ne pourrait guère persister.

## PRODUIT INTÉRIEUR BRUT ET REVENU INTÉRIEUR BRUT AUX ÉTATS-UNIS



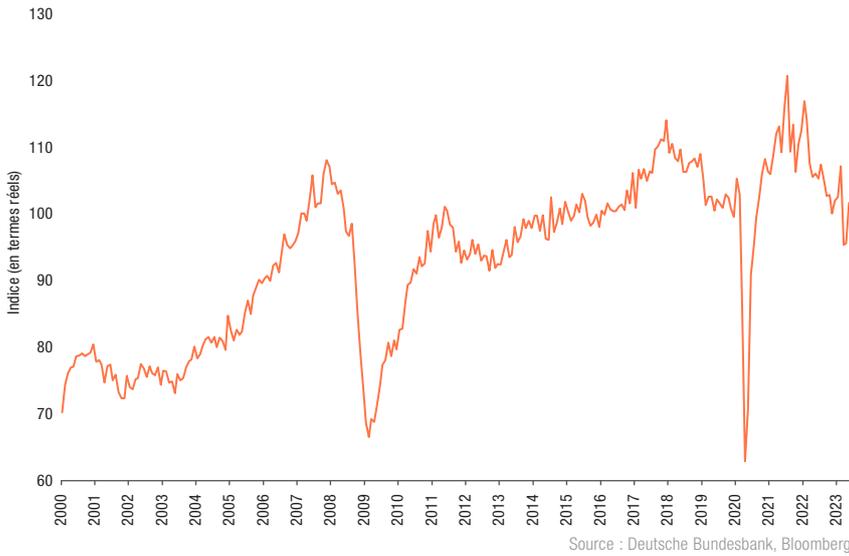
Le Bureau of Economic Analysis (BEA) publie deux mesures de la production nationale qui, en théorie, devraient être équivalentes. La mesure traditionnelle de la production nationale est le produit intérieur brut défini comme la valeur totale des biens et services finaux évaluée du côté de la production. La deuxième mesure de la production nationale est le revenu intérieur brut qui correspond à la somme de tous les revenus générés par les ménages, les entreprises et le gouvernement, comme les salaires, les bénéfices, les impôts, les cotisations sociales, les intérêts, les dividendes, les loyers, etc. Actuellement, il existe une différence substantielle entre les deux statistiques, le revenu intérieur brut ayant déjà entamé une tendance baissière alors que le produit intérieur brut continue à progresser. Certaines études suggèrent que le revenu intérieur brut pourrait être un meilleur indicateur, ses estimations préliminaires semblant généralement être plus proches des estimations finales des deux mesures. Lors de la dernière récession en 2008-2009, le revenu intérieur brut signalait effectivement à l'avance la baisse d'activité alors que le produit intérieur brut ne réagissait qu'avec un certain décalage. Si cette évolution se répétait, l'entrée en récession pourrait être imminente.

## PROBABILITÉ DE RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS



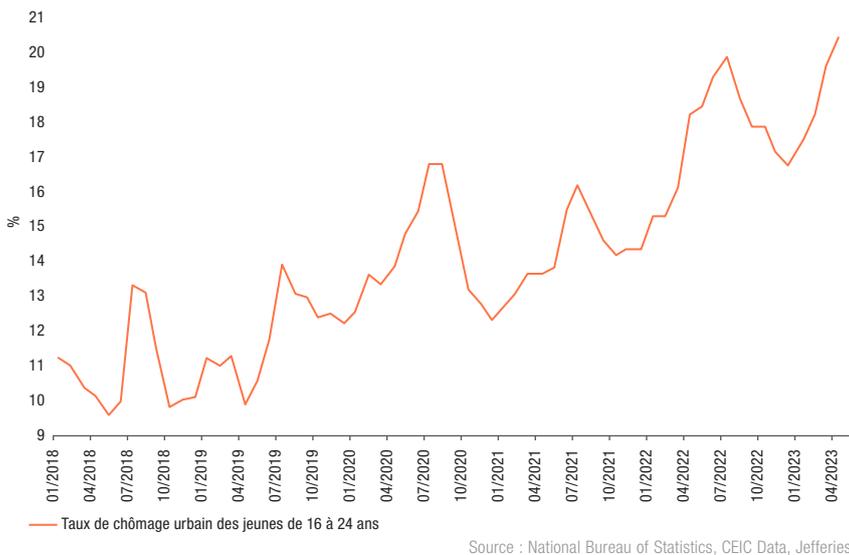
Le principal argument en faveur de la survenue d'une contraction économique demeure l'inversion de la courbe des taux d'intérêt qui a signalé toutes les récessions depuis la fin de la deuxième guerre mondiale. À cela s'ajoutent la chute de l'indice composite des indicateurs avancés du Conference Board, la plus forte baisse de la masse monétaire M2 depuis les années 1930, la contraction du bilan de la Réserve fédérale suite au resserrement quantitatif ainsi que le durcissement des conditions de crédits par le secteur bancaire. Bien que les cycles conjoncturels se ressemblent tous, ils ne sont jamais identiques et affichent des nuances qui peuvent être plus ou moins prononcées. Lors du cycle actuel, la réserve d'épargne excédentaire des ménages constituée durant la pandémie, la part croissante du marché peu réglementé de dette privée et le niveau élevé du déficit budgétaire constitué autant de facteurs susceptibles de retarder l'entrée en récession. Comme, en outre, les économies modernes axées sur les activités de services sont de moins en moins cycliques, le décalage traditionnel de 12 à 18 mois entre le début du resserrement monétaire et la contraction économique pourrait se rallonger au cours du cycle actuel.

## COMMANDES MANUFACTURIÈRES EN ALLEMAGNE



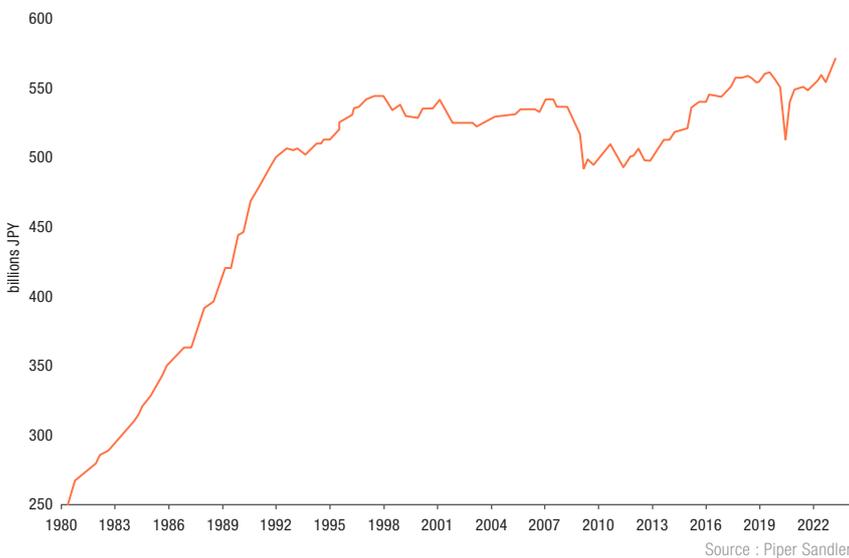
Bien que le cycle européen soit généralement retardé par rapport au cycle américain, le vieux continent affiche actuellement des signes de faiblesse économique plus marqués que les États-Unis. Une différence significative entre les deux régions constitue le niveau du déficit budgétaire qui est nettement plus élevé du côté américain. Par ailleurs, le surplus d'épargne que les ménages avaient accumulé durant la pandémie a été beaucoup plus important de l'autre côté de l'Atlantique, expliquant la résilience plus grande de la consommation domestique. Dans la zone euro, les activités de services montrent des premiers signes d'essoufflement, l'indice des directeurs d'achat en France venant de reculer en juin en-dessous de la barre des 50 délimitant expansion et contraction. En Allemagne, le secteur industriel est affecté par le ralentissement de la demande de biens manufacturés dans la plupart des régions, dont notamment la Chine, le plus grand partenaire commercial de la première économie européenne. Enfin, la remontée des taux d'intérêt devrait se matérialiser de manière plus directe sur le secteur de la construction dans les mois à venir en raison de l'expiration des projets n'ayant pas encore été impactés par le resserrement monétaire.

## CHÔMAGE DES JEUNES EN CHINE



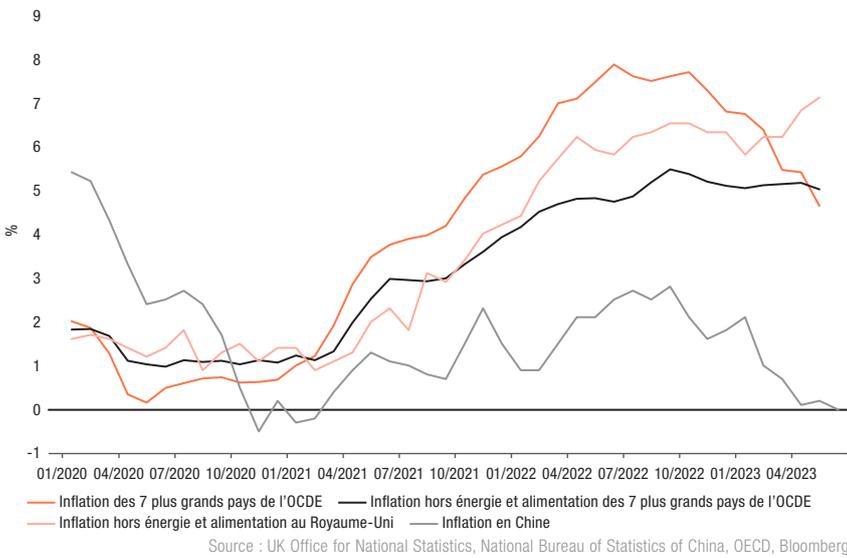
En Chine, la reprise d'activité après la réouverture de l'économie en début d'année semble s'essouffler plus vite qu'escomptée. Bien que les activités de services aient rebondi après la fin du confinement, le rebond s'avère nettement moins vigoureux qu'il ne le fut aux États-Unis et en Europe à l'époque. Il semble que la pandémie ait affecté d'une manière plus profonde la psychologie du consommateur chinois, déstabilisée par les multiples conséquences négatives de la politique restrictive des dernières années. Ainsi, le taux de natalité s'est effondré durant la pandémie, expliquant la baisse de la population chinoise en 2021 pour la première fois depuis 60 ans. Le taux de chômage des personnes âgées de 16 à 24 ans augmente, mettant en péril les perspectives économiques de la jeune génération. Le marché immobilier peine à se reprendre, l'investissement dans la pierre risquant de perdre son image de placement refuge immunisé contre des pertes éventuelles de valeur. Enfin, les tensions géopolitiques remettent en question le rôle de la Chine comme centre de production au niveau mondial, réduisant le potentiel des investissements directs de l'étranger. A défaut de nouvelles mesures publiques de soutien, la Chine peinera à atteindre son objectif de croissance du PIB de 5% en 2023.

## PIB NOMINAL AU JAPON



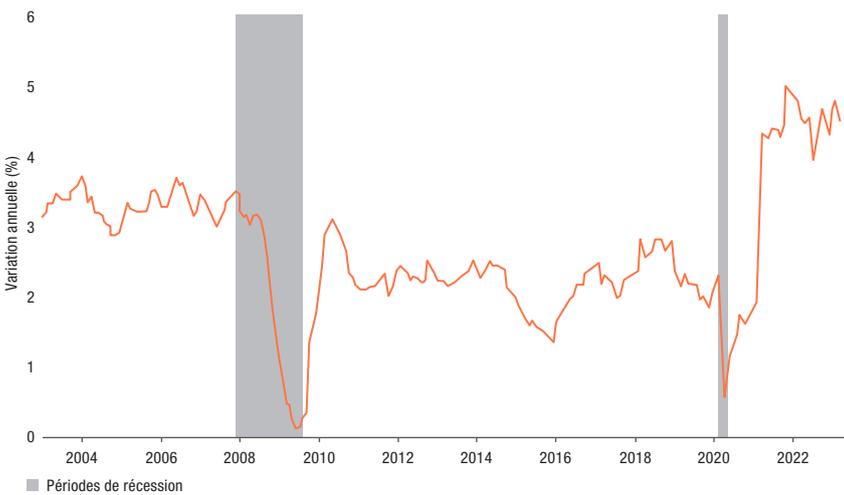
Bien que des facteurs démographiques continuent à grever le potentiel de croissance au Japon, les perspectives économiques à long terme semblent s'améliorer sur plusieurs fronts. En raison des tensions géopolitiques entre les États-Unis et la Chine, le Japon gagne en attractivité auprès des entreprises occidentales visant à sécuriser leurs chaînes de production tout en continuant à investir dans la région asiatique. Ensuite, la plupart des entreprises japonaises disposent de bilans extrêmement solides qui comportent peu de dettes et une abondance de liquidités pouvant être déployées à des fins d'investissements ou de paiements de salaires plus élevés. La récente nouvelle selon laquelle la bourse de Tokyo vise à radier les entreprises peu rentables de la cote à défaut d'une amélioration de leur rentabilité d'ici 2026 constitue un indice supplémentaire de la volonté des autorités publiques à augmenter la productivité au sein du pays. Enfin, les négociations salariales annuelles de printemps ont abouti aux plus fortes augmentations depuis le début des années 1990, faisant naître l'espoir de la fin définitive de la période de déflation ayant grevé l'activité depuis l'éclatement de la bulle immobilière et financière en 1989. Ayant dépassé son plus haut d'avant la pandémie au premier trimestre de cette année, le PIB nominal semble avoir définitivement quitté son corridor de fluctuation en place depuis une trentaine d'années.

## INFLATION



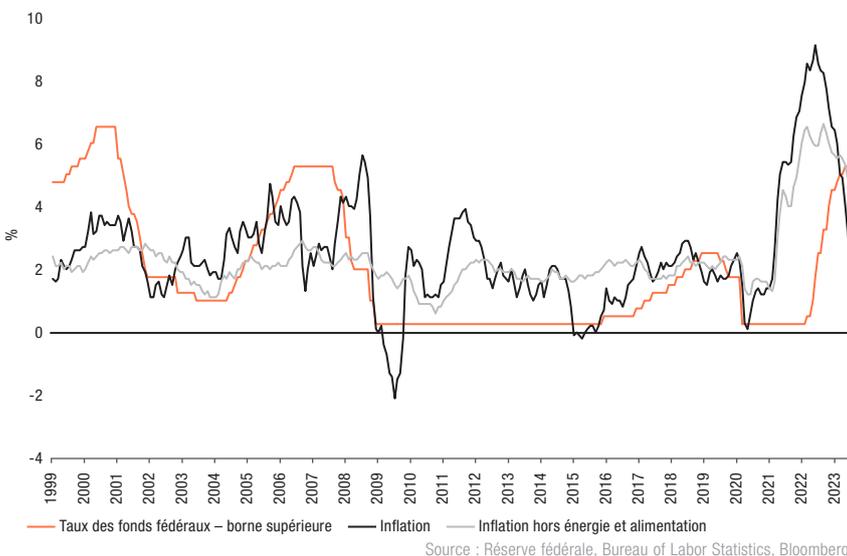
Le ralentissement de l'inflation se généralise à travers le monde. Il résulte de la baisse des prix des matières premières, de la chute des coûts du transport maritime, du rétablissement des chaînes d'approvisionnement et de l'atténuation de la hausse de prix des biens durables. Néanmoins, les différences régionales sont significatives, avec des implications sur la politique monétaire des banques centrales respectives. Ainsi, les pays émergents, qui n'avaient pas lancé de vastes programmes de soutien public durant la pandémie, enregistrent un ralentissement de l'inflation nettement plus marqué que les pays développés, où les indicateurs de prix excluant l'énergie et l'alimentation se montrent plus coriaces. A titre d'exemple, citons la Chine dont le taux d'inflation a reculé à 0% en juin, alors que l'inflation hors énergie et alimentation au Royaume-Uni a accéléré à 7,1% en mai. Dans les prochains mois, les banques centrales des pays émergents pourraient dès lors être amenées à relâcher leur politique monétaire afin de relancer l'activité, alors que leurs consœurs dans le monde développé pourraient se voir contraintes de poursuivre le resserrement monétaire, afin d'éviter le développement d'une spirale inflationniste engendrée par des augmentations salariales excessives.

## DÉFLATEUR DES DÉPENSES DE CONSOMMATION DE SERVICES HORS ÉNERGIE ET LOGEMENT AUX ÉTATS-UNIS



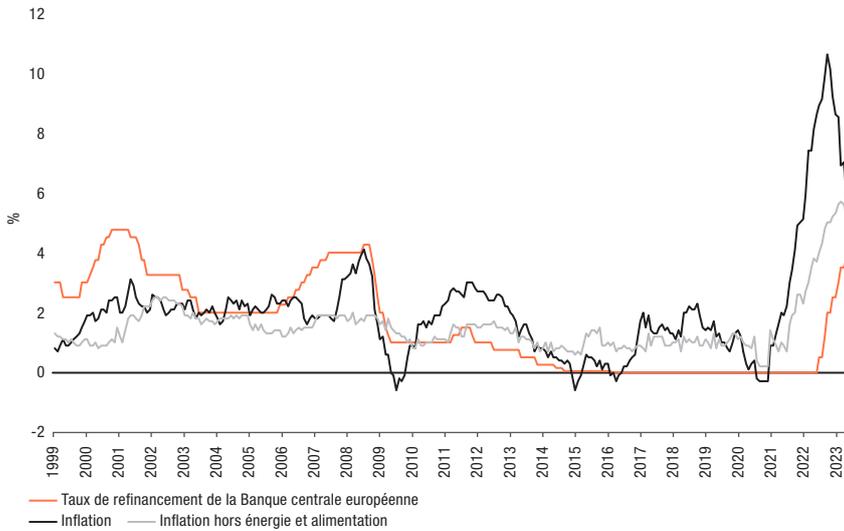
Aux Etats-Unis, la baisse des prix pétroliers a également engendré un ralentissement notable de l'inflation qui a reculé à 3,0% en juin contre un plus haut de 9,1% un an auparavant. Hors énergie et alimentation, la détente des prix est toutefois moins flagrante, l'inflation de base passant de 6,6% en septembre de l'année passée à 4,8% actuellement. Néanmoins, la composante importante des coûts de logement affiche généralement un retard par rapport à l'évolution réelle des loyers qui ont déjà considérablement reculé au cours des derniers mois. C'est pourquoi le président de la Réserve fédérale Jerome Powell a même mentionné l'utilisation d'un indicateur supplémentaire, le déflateur des dépenses de consommation de services hors énergie et logement, qui toutefois, à son tour, s'avère assez tenace. Tout cela suggère qu'un retour de l'inflation à l'objectif de 2% nécessite un ralentissement plus marqué des augmentations salariales, permettant une atténuation des coûts unitaires de main-d'oeuvre qui, historiquement, ont affiché une corrélation particulièrement étroite avec le taux d'inflation. En l'absence d'une détérioration significative du marché de l'emploi, l'atteinte de l'objectif d'inflation de 2% semble peu réaliste.

## POLITIQUE MONÉTAIRE AUX ÉTATS-UNIS



Au cours du deuxième trimestre, la Réserve fédérale américaine a considérablement ralenti le rythme du resserrement monétaire entamé en mars 2022. Ainsi, après une hausse de 25 points de base de son principal taux directeur début mai, les responsables monétaires ont fait une pause au mois de juin, laissant inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 5,00% - 5,25%. La pause avait comme objectif de mieux pouvoir évaluer l'impact des hausses de taux d'intérêt sur l'activité économique qui tend à réagir avec un certain retard au durcissement des conditions de financement. Par ailleurs, la crise bancaire au mois de mars suite à la faillite de Silicon Valley Bank pourrait avoir accentué la vigilance du Comité monétaire à éviter un resserrement excessif mettant en péril d'autres acteurs du secteur financier. Enfin, le ralentissement de l'inflation a déjà bien avancé au cours des derniers mois, même s'il a été facilité par des effets de base très favorables qui vont se dégrader durant la seconde moitié de l'année. Afin d'atteindre l'objectif d'une inflation à 2%, une détérioration plus notable du marché de l'emploi paraît nécessaire. Vu la situation actuelle, les autorités monétaires semblent envisager une hausse supplémentaire des taux d'intérêt de 25 points de base durant le troisième trimestre.

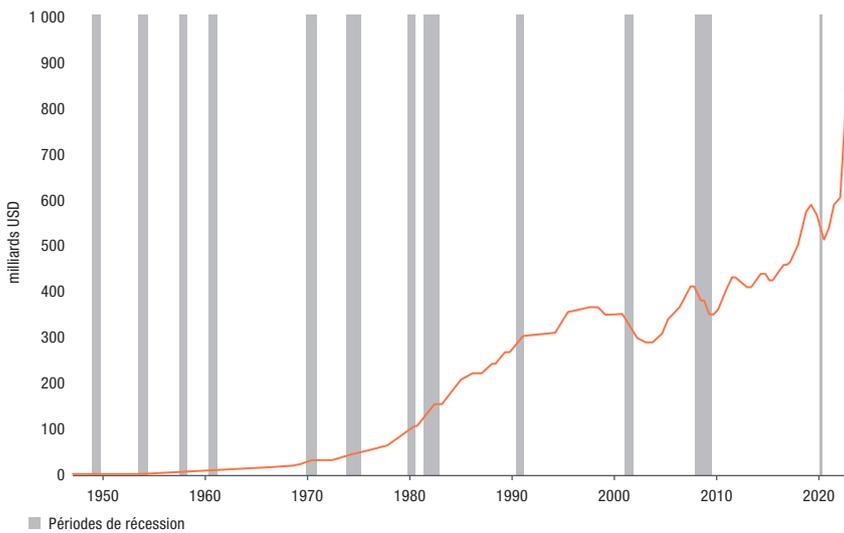
## POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO



Source : Banque centrale européenne, Eurostat, Bloomberg

Bien que la Banque centrale européenne ait également ralenti son rythme de hausses des taux d'intérêt à des tranches de 25 points de base au cours du deuxième trimestre, elle n'a pas opté pour une pause jusqu'à présent. Les autorités monétaires européennes avaient débuté leur cycle de resserrement un peu plus tard que leurs homologues américaines, le taux de refinancement de la BCE se situant désormais à 4%. Par ailleurs, les pressions salariales semblent être plus intenses du côté européen, ce qui pourrait expliquer pourquoi les indicateurs de prix hors énergie et alimentation ont à peine reculé jusqu'à présent. Plus les gouvernements accordent ou acceptent des hausses salariales visant à compenser l'inflation, plus la BCE pourrait être contrainte à resserrer la vis monétaire. Jusqu'à présent, ni le secteur bancaire, ni le secteur de la construction n'affichent des signes de tensions majeurs, ce qui est surprenant vu l'ampleur du resserrement. Tant que les symptômes de crise continueront à faire défaut, les autorités monétaires européennes semblent disposées à augmenter leurs taux directeurs afin d'engendrer une détente plus nette des prix et d'accélérer le rapprochement de l'inflation vers l'objectif de 2%.

## PAIEMENTS D'INTÉRÊTS DU GOUVERNEMENT AMÉRICAIN



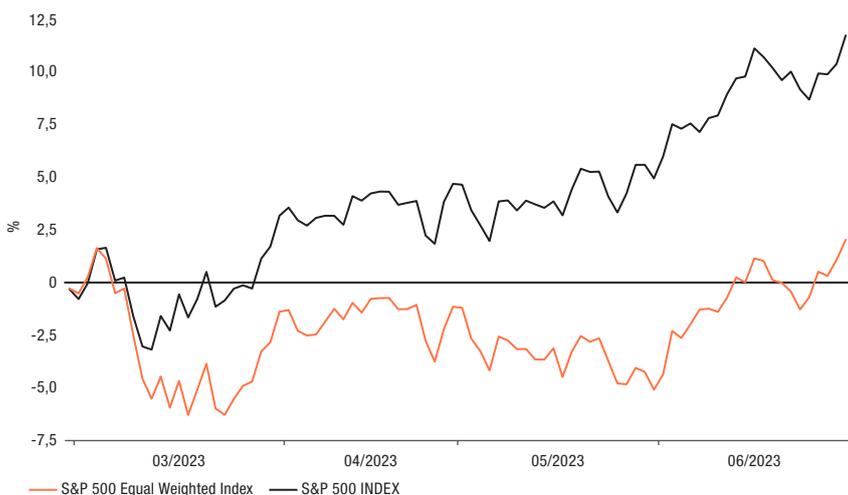
Source : Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of St. Louis

En raison du resserrement monétaire de la Réserve Fédérale, les paiements d'intérêts dus sur la dette publique vont considérablement croître aux Etats-Unis dans les années à venir. Au fur et à mesure que le trésor américain devra refinancer les emprunts venant à échéance, le coût du service de la dette augmentera peu importe la durée des nouvelles émissions en raison de la hausse des taux d'intérêt à court et à long terme. Néanmoins, l'impact du renchérissement du coût du service de la dette publique sur la croissance économique n'est pas clair. D'une part, les intérêts plus élevés conduiront à une augmentation du déficit budgétaire réduisant la capacité financière du gouvernement à soutenir l'activité conjoncturelle. D'autre part, les intérêts payés constituent des revenus pour les détenteurs des obligations susceptibles d'augmenter leur pouvoir d'achat. Si l'augmentation du déficit budgétaire résultant du paiement des intérêts plus élevés est monétisée par la Réserve fédérale, le renchérissement du coût du service de la dette pourrait même contribuer à accentuer les pressions inflationnistes. Bien que ce raisonnement ignore l'effet restrictif de la hausse des taux sur l'activité des acteurs économiques endettés du secteur privé, il souligne l'augmentation des risques inflationnistes dans un environnement dans lequel la discipline budgétaire n'est plus considérée comme une nécessité économique.



# Marchés financiers

## ÉVOLUTION DES INDICES S&P 500 ET S&P 500 ÉQUIPONDÉRÉ DEPUIS FIN FÉVRIER



Source : Bloomberg

Les marchés boursiers ont fortement rebondi au premier semestre. Leur hausse a surtout été alimentée par les valeurs de croissance. Aux États-Unis notamment, les grandes valeurs de la technologie ont connu des progressions spectaculaires de leur cours de bourse, permettant à l'indice Nasdaq d'enregistrer une remontée sans précédent. Dans la mesure où ces valeurs figurent également dans l'indice S&P 500, ce dernier a également pleinement profité de l'engouement des investisseurs pour le thème de l'Intelligence Artificielle. L'Europe a quant à elle également bénéficié de ses acteurs technologiques et, surtout, de ses géants du luxe. Il importe ainsi de noter le caractère très étroit de la hausse du premier semestre sur les marchés américain et européen, les principaux indices étant tirés par un nombre limité de valeurs.

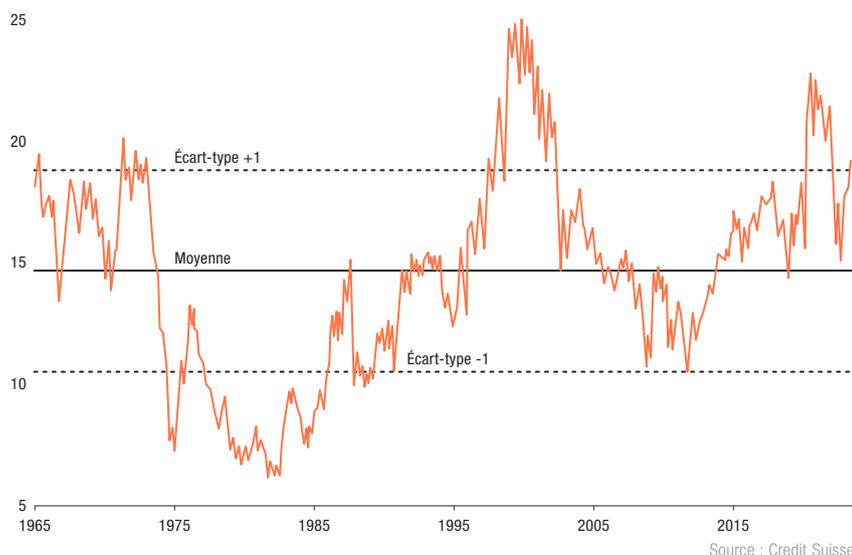
## ÉVOLUTION DU COURS DE CISCO DEPUIS 2000



Source : Bloomberg

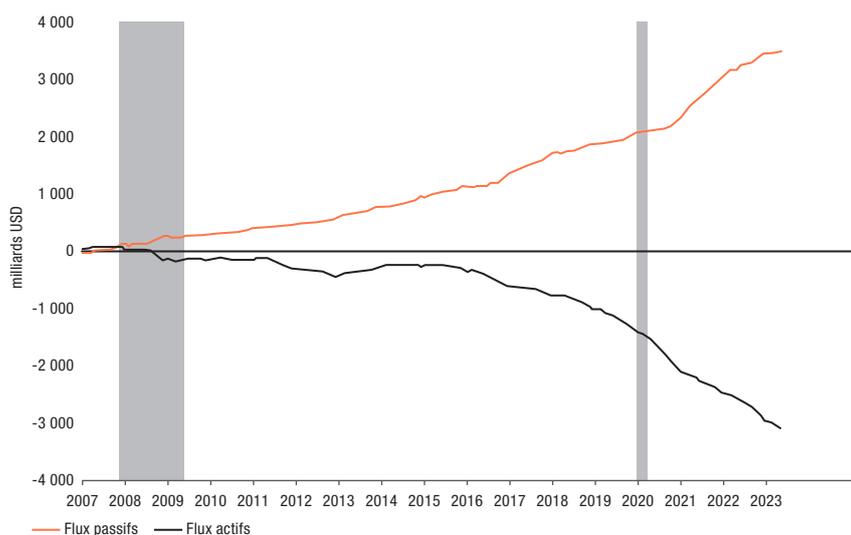
Le caractère relativement étroit du rallye boursier est d'autant plus inquiétant que la forte performance des valeurs technologiques est essentiellement due à la hausse de leurs multiples de valorisation, par opposition à la croissance de leurs bénéfices. A l'image de ce qui s'était produit à la fin du dernier siècle, on assiste ainsi à un début de bulle spéculative sur le thème de l'intelligence artificielle. Si cette technologie est indiscutablement appelée à jouer un rôle important, elle s'accompagnera, tout comme ce fut le cas pour l'Internet il y a 20 ans, d'un cycle classique en bourse. L'engouement actuel pour tout ce qui touche au thème va progressivement laisser la place à une évaluation plus réaliste entraînant une correction de bon nombre de valeurs, suivie de l'émergence des entreprises gagnantes.

## RATIO COURS/BÉNÉFICES ESTIMÉS DE L'INDICE S&P 500



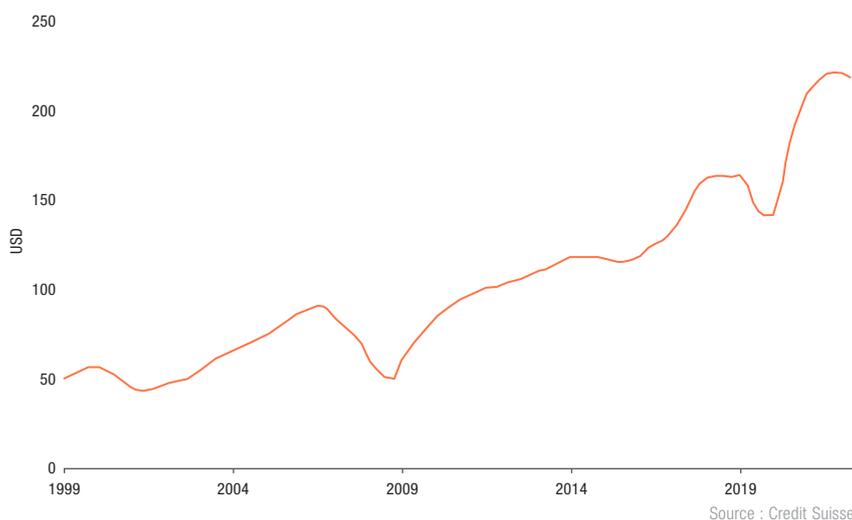
Le reste du marché a également bénéficié d'une hausse des multiples, même si le phénomène a été moins marqué que pour le secteur de la technologie. L'année 2023 contraste ainsi avec les deux années précédentes où les marchés avaient subi une baisse des multiples de valorisation. Derrière ce re-rating se trouve en premier lieu la disparition (temporaire ?) des craintes de stagflation, notamment aux Etats-Unis. La croissance américaine a ainsi fait preuve d'une bonne résilience au premier semestre, aidée par un secteur des services robuste. En même temps, l'inflation a continué à reculer, même si l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) demeure un problème. Ceci a fait naître l'idée d'un atterrissage en douceur de l'économie, accompagné d'une fin du resserrement monétaire de la Réserve fédérale.

## FLUX DANS LES FONDS ACTIONS



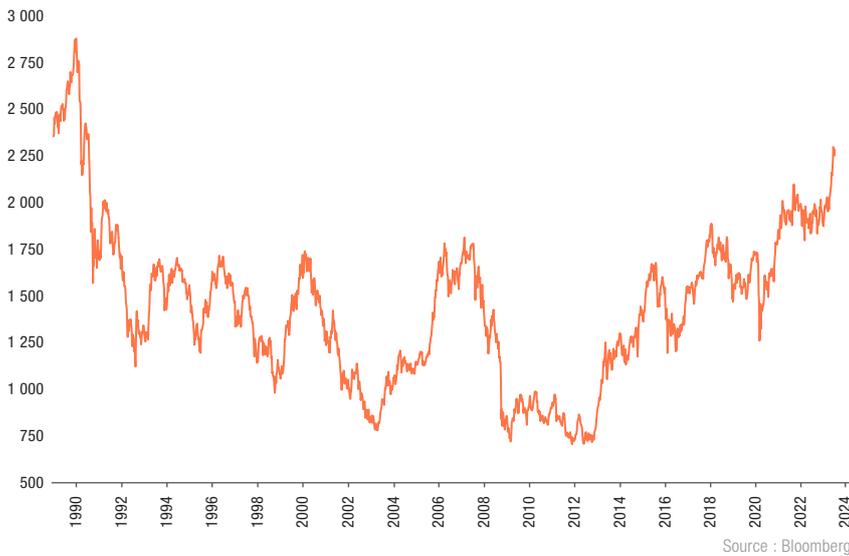
Le fait que les marchés boursiers ont jusqu'à présent réussi à très bien résister à la hausse des taux d'intérêt peut surprendre. Après tout, le resserrement monétaire actuellement en cours est le plus important depuis le début des années 1980, avec une hausse de plus de 500 points de base dans le cas de la Réserve fédérale. On aurait pu penser qu'une telle hausse entraîne une baisse beaucoup plus importante des multiples de valorisation, d'autant plus que ces multiples furent élevés début 2022. La réalité est cependant que les multiples de valorisation ont beaucoup moins d'importance dans un environnement dominé par la gestion indicielle. Alors que des taux d'intérêt plus élevés amènent un gérant actif à relever le taux d'actualisation utilisé dans son modèle de valorisation et à réduire dès lors la valeur intrinsèque de l'entreprise analysée, un gérant passif ne tient pas vraiment compte de ce genre de considérations. Il en résulte une sorte d'inélasticité en termes d'offre et de demande, avec une demande récurrente à travers des programmes d'achats récurrents ou les rachats de titres des entreprises face à une offre relativement statique, du moins tant que l'appétit au risque reste présent.

## LES BÉNÉFICES DES ENTREPRISES DU S&P 500 RESTENT LARGEMENT AU-DESSUS DE LEUR TENDANCE LONG TERME



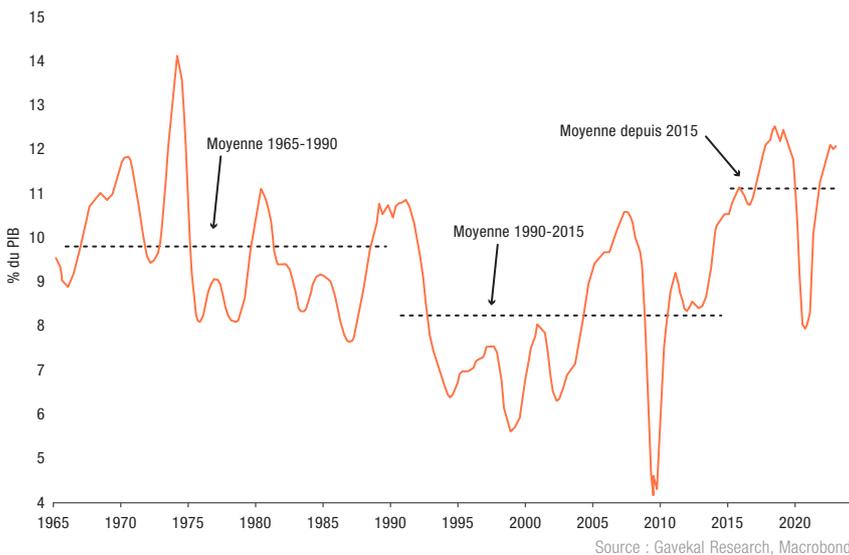
En termes de valorisation, le marché américain est revenu à un ratio cours/bénéfices estimés d'environ 19, son niveau le plus élevé depuis la crise financière. Ceci à un moment où les marges bénéficiaires restent proches de leur plus haut, où les taux d'intérêt se situent également à leur niveau le plus élevé depuis la crise et où le taux d'inflation reste largement supérieur à son niveau moyen des 30 dernières années. A noter néanmoins que le multiple de valorisation de l'indice S&P 500 n'est pas nécessairement une bonne mesure pour la valorisation des actions dans leur ensemble, étant donné le degré de concentration des grandes valeurs dans cet indice. D'un point de vue technique, le comportement du marché n'est pas non plus rassurant, avec moins de 30 % des valeurs surperformant l'indice, pourcentage le plus faible depuis mars 2000. Enfin, une fin prochaine éventuelle du resserrement monétaire de la Réserve fédérale ne constitue pas nécessairement un argument favorable pour les actions. L'histoire montre en effet que le dernier relèvement des taux directeurs de la Réserve fédérale a généralement été suivi par une décélération importante des bénéfices des entreprises.

### ÉVOLUTION DE L'INDICE TOPIX



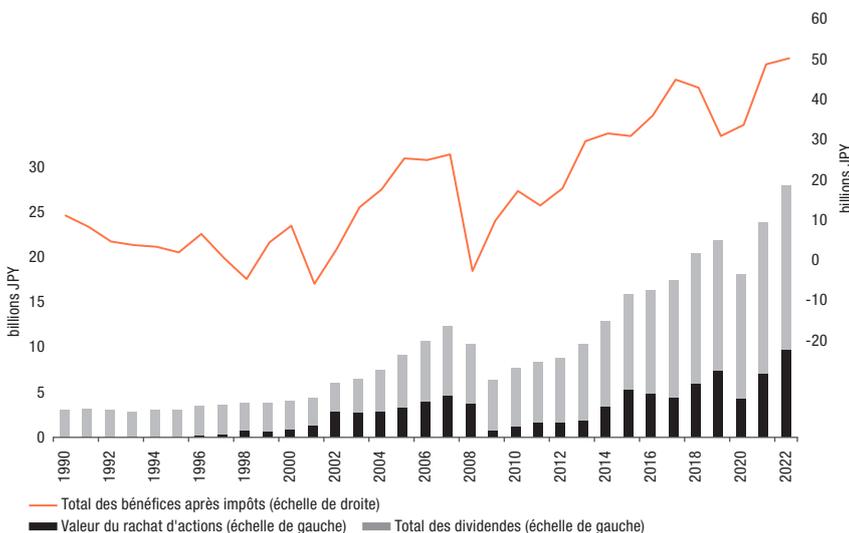
Le marché japonais semble enfin être sorti de sa torpeur. En monnaie locale, la bourse nipponne a enregistré la meilleure performance sur le premier trimestre, après avoir déjà surperformé en 2022. En euro, sa performance a toutefois été en partie annihilée par la dépréciation du yen. Fin juin, l'indice Nikkei a ainsi dépassé les 33.000 pour la première fois depuis 1990. Quant à l'indice Topix, il reste quelque 25 % en-dessous de son niveau de fin 1989. En incluant les dividendes, l'indice se situe cependant près de 30 % au-dessus du niveau. La bourse japonaise a connu quelques faux départs depuis l'éclatement de sa bulle spéculative début 1990, mais semble aujourd'hui durablement engagée sur une tendance haussière. La récente visite de Warren Buffett et sa décision d'augmenter ses participations dans un certain nombre de sociétés semble avoir ravivé l'intérêt des investisseurs pour ce marché.

### RENTABILITÉ DES SOCIÉTÉS JAPONAISES HORS SECTEUR FINANCIER



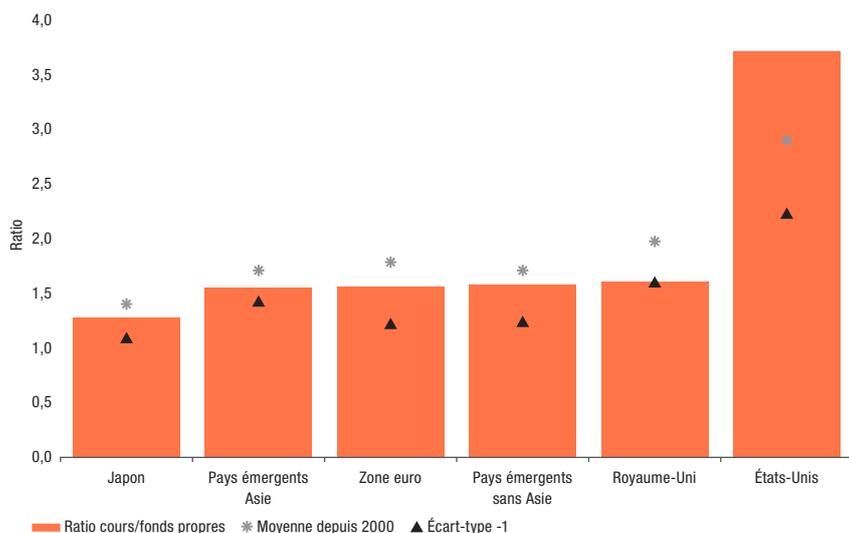
Le principal argument en faveur du marché japonais réside dans l'augmentation de la rentabilité des sociétés et dans la meilleure allocation de leur capital. Pendant de longues années, le marché japonais représentait en quelque sorte l'image miroir du marché américain, obsédé par la création de valeur pour les actionnaires. Au Japon, le concept de création de valeur pour l'actionnaire ne figurait par contre pas parmi les priorités des dirigeants, ainsi qu'en témoignaient entre autres les nombreuses participations croisées ou les liquidités importantes détenues dans les bilans. Cette mentalité a commencé à changer avec l'arrivée au pouvoir de Shinzo Abe et la mise en place de son programme connu sous le nom d'Abenomics. Depuis lors, la rentabilité des entreprises japonaises a continuellement augmenté pour se rapprocher des niveaux internationaux.

### DIVIDENDES ET RACHATS DE TITRES AU JAPON



La tendance vers une plus grande création de valeur pour les actionnaires devrait se poursuivre dans les années à venir. La bourse de Tokyo vient ainsi d'annoncer un nombre d'initiatives pour forcer les entreprises se traitant en-dessous de leurs fonds propres à remédier à cette situation. Le nombre d'actionnaires actifs proposant des changements lors des assemblées a nettement augmenté. Le gouvernement a par ailleurs annoncé des exemptions fiscales pour encourager les investisseurs particuliers à investir en bourse. Plutôt que de chercher à augmenter coûte que coûte leurs parts de marché, les entreprises japonaises visent aujourd'hui la rentabilité des capitaux employés et sont prêtes à partager les fruits de cette nouvelle orientation avec leurs actionnaires à travers des augmentations de dividende ou rachats de titres.

## RATIO COURS/FONDS PROPRES DES PRINCIPAUX MARCHÉS



Source : Gavekal Research, Macrobond

La valorisation du marché japonais reste par ailleurs attrayante, que ce soit par rapport à sa propre histoire, par rapport au marché obligataire ou par rapport aux autres marchés actions. Alors que la surperformance du marché américain depuis la crise financière repose en partie sur l'augmentation des multiples de valorisation, ces mêmes multiples ont baissé au Japon. De plus, le marché regorge d'entreprises figurant parmi les leaders mondiaux dans leur secteur respectif et présentant des bilans de très haute qualité. Le Japon pourrait par ailleurs aussi être l'un des gagnants du « friendshoring », terme utilisé par la secrétaire au Trésor américain, Janet Yellen, pour décrire une tendance à favoriser la relocalisation des chaînes de production vers des pays amis. Un élément de nature à temporairement interrompre la tendance haussière du marché japonais serait une forte contraction de l'économie mondiale étant donné que les bénéfices des entreprises japonaises sont fortement exposés au cycle mondial.

## ÉVOLUTION DU COURS DE CHANGE EUR/JPY



Source : Bloomberg

La fin de la politique monétaire actuellement menée par la Banque du Japon pourrait constituer un autre catalyseur pour le marché des actions. Contrairement à ses principales homologues, la Banque du Japon n'a pas procédé à un resserrement de sa politique monétaire, malgré la hausse de l'inflation. Elle a même laissé en place le mécanisme de contrôle de la courbe des taux en plafonnant le taux à 10 ans à 0,5 %. Le yen en a subi les frais, la monnaie nippone perdant plus de 15 % par rapport au dollar et à l'euro depuis fin 2021. Elle semble aujourd'hui largement sous-évaluée. Le nouveau gouverneur de la Banque du Japon, Kazuo Ueda, n'a pas encore changé de politique monétaire depuis son arrivée au pouvoir en avril, mais la politique actuelle est de moins en moins tenable. Un éventuel changement entraînerait en principe une hausse des taux obligataires et une appréciation du yen. Le premier effet inciterait les investisseurs institutionnels locaux à réorienter leurs portefeuilles vers les actions, le deuxième à moins investir à l'étranger, tout en encourageant les investisseurs étrangers à revenir au Japon.

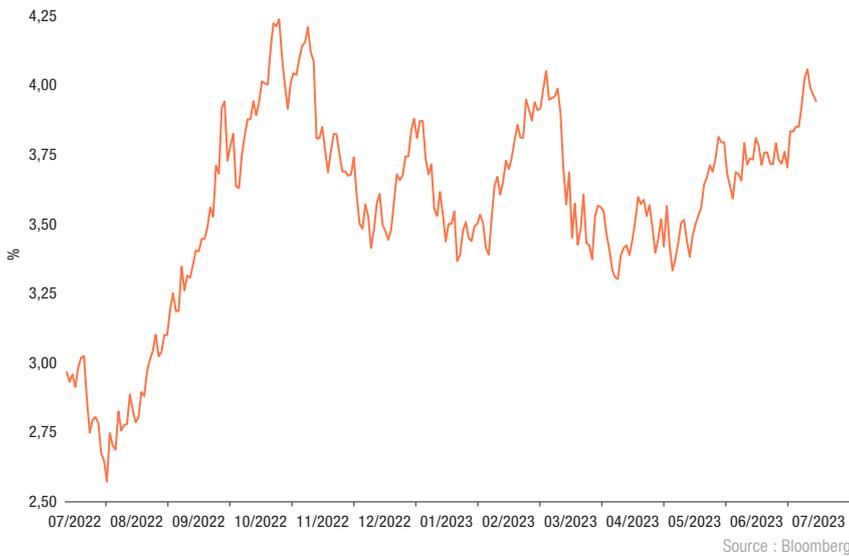
## ÉVOLUTION SUR 5 ANS DES MARCHÉS CHINOIS ET INDIEN



Source : Bloomberg

Le marché chinois n'a pas réussi à échapper à la morosité à laquelle le pays fait face depuis deux années. La remontée liée à la réouverture de l'économie du pays n'a ainsi été que de courte durée, le marché ayant été vite rattrapé par les tensions géopolitiques d'une part et la crise du marché immobilier local de l'autre. La baisse des prix dans ce secteur pèse sur la confiance des ménages, de sorte que la réouverture de l'économie n'a pas produit les résultats attendus. Les attentes des investisseurs concernant le marché chinois semblent aujourd'hui tellement faibles que le marché chinois pourrait surprendre agréablement sur la deuxième partie de l'année. Les amendes contre Tencent et Ant Group annoncées début juillet semblent ainsi marquer la fin de la campagne de régulation du secteur technologique alors que la visite de la secrétaire au Trésor américain à Pékin pourrait marquer un début de rapprochement entre la Chine et les États-Unis. L'Inde de son côté a profité des tensions géopolitiques et de la volonté des grandes entreprises internationales de diversifier leurs chaînes d'approvisionnement en dehors de la Chine. D'autant plus que le pays ne respecte pas l'embargo occidental contre la Russie et bénéficie dès lors du pétrole russe bon marché.

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



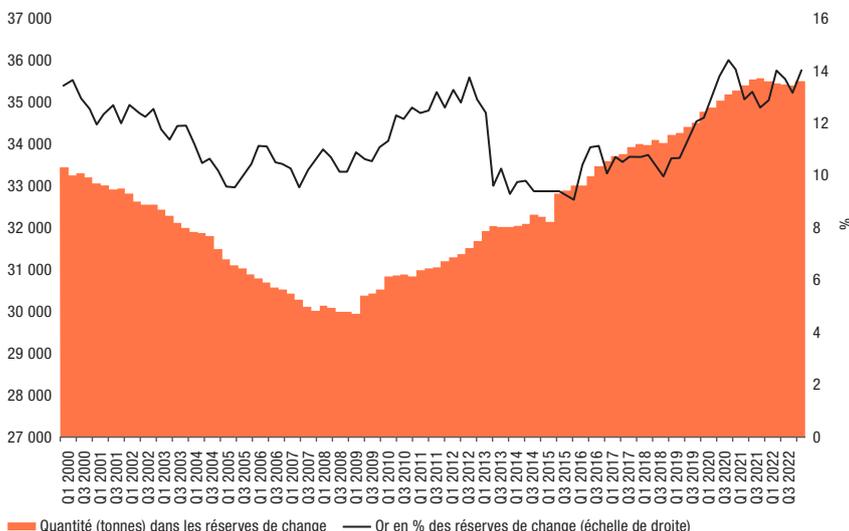
Après une des pires années de leur histoire, les marchés obligataires se sont stabilisés sur le premier semestre. Après avoir atteint un plus-haut de 4,25 % début octobre, le rendement de l'emprunt d'Etat américain à 10 ans était ainsi retombé à 3,3 % début avril. Dans la zone euro, les taux longs ont par contre continué à fluctuer autour de leur niveau d'octobre. Les récentes déclarations des responsables des banques centrales américaine et européennes ont entraîné une légère remontée des taux d'intérêt à long terme, mais ont surtout encore accentué le mouvement d'inversion des courbes des taux. Aux Etats-Unis, le taux à 1 an a ainsi atteint son niveau le plus élevé depuis fin 2000, alors que le taux à 10 ans est resté en-dessous de son niveau atteint en octobre de l'année dernière. Une inversion tellement importante de la courbe des taux signale en temps normal une récession à venir, les investisseurs s'attendant à une baisse importante des taux courts une fois la récession au rendez-vous. Les emprunts d'Etat devraient bénéficier de signes plus clairs d'un ralentissement de la conjoncture mondiale au second semestre.

### ÉVOLUTION DU COURS DE L'OR



Après avoir approché son plus haut historique début avril, le cours de l'or s'est quelque peu déprécié. Au vu de la corrélation historiquement étroite entre le cours du métal jaune et le niveau des taux d'intérêt en termes réels (ajustés pour l'inflation), les dégâts effectués par la remontée de ces derniers (hausse des taux nominaux et recul de l'inflation) restent néanmoins étonnamment limités. Après tout, le rendement sur l'emprunt d'Etat américain indexé à l'inflation est remonté à son niveau le plus élevé depuis la crise financière. Ceci tend à prouver que d'autres facteurs sous-tendent l'évolution du cours de l'or. Parmi ces facteurs, il convient de signaler en premier lieu l'intérêt retrouvé des banques centrales. Alors que la part de l'or dans les réserves de change était passée de 13,5 % à 9,5 % au début de ce siècle et se situait toujours à ce niveau en 2015, elle est depuis lors remontée à quelque 14 %. Une grande partie de la demande actuelle venant de pays comme La Russie ou la Turquie, qui font face à des sanctions ou à une inflation particulièrement élevée. A cela s'ajoute la possibilité de voir l'or jouer un rôle important dans le système financier que certains pays sont en train de mettre en place comme alternative au système actuel basé sur le dollar.

### PART DE L'OR DANS LES RÉSERVES DE CHANGE



Nonobstant le resserrement monétaire actuellement en cours, le cours de l'or reflète également la prise de conscience des investisseurs que les taux d'intérêt ne pourront pas être maintenus à des niveaux élevés pendant longtemps. Entre la hausse des taux d'intérêt et la diminution des recettes fiscales, les intérêts à payer sur la dette accaparent une part croissante des recettes des Etats. En même temps, les principaux pays industrialisés ont abandonné toute rigueur fiscale et se sont lancés dans de vastes programmes d'augmentation des dépenses publiques. Ceci à un moment où les tendances démographiques deviendront de plus en plus onéreuses. La nécessité de contrôler le coût du service de la dette et de financer des déficits publics sans cesse croissants fera en sorte que la fenêtre actuellement ouverte pour les banques centrales pour se montrer restrictives va rapidement se fermer. Une hausse continue de l'offre de monnaies-papier devrait logiquement entraîner une dépréciation de ces monnaies par rapport à l'or dont l'offre est relativement constante.

# Résumé

En résumé, il semble irréaliste de penser que la remontée des marchés boursiers au premier semestre marque le début d'un nouveau cycle haussier pour les actions. Les deux facteurs à l'origine de la performance des marchés boursiers, les bénéfices des entreprises et les multiples de valorisation de ces bénéfices, restent aujourd'hui à des niveaux historiquement élevés et pointent vers des rendements très limités dans des années à venir, du moins pour les principaux indices occidentaux. La hausse de ces indices repose sur un nombre limité de valeurs devenues très chères.

Le comportement des marchés sur le premier semestre a cependant à nouveau montré que le facteur déterminant pour l'évolution à court terme des marchés boursiers n'est pas le niveau du taux d'intérêt, mais les attentes en matière de bénéfices des entreprises. L'émergence de l'intelligence artificielle a à cet égard introduit une dynamique narrative très puissante en termes d'amélioration future de la productivité.

En tant qu'investisseur, il importe de plus en plus de faire un choix entre performance relative à court terme et protection et croissance du capital sur le long terme. Le deuxième objectif nécessite par définition de détenir des valeurs moins populaires et donc moins chères, même si ces valeurs peuvent être par moments préjudiciables à la performance relative. Les marchés asiatiques offrent à cet égard des alternatives intéressantes, à commencer par le Japon.

Les marchés obligataires devraient bénéficier d'un ralentissement de la conjoncture mondiale et du recul de l'inflation. A noter toutefois que les comparaisons en matière d'inflation deviendront moins favorables au second semestre, à cause de l'effet de base.

L'or continue d'avoir sa place dans un portefeuille diversifié. Dans la mesure où l'or ne produit pas d'intérêts, un investissement dans le métal jaune doit être vu comme une assurance et non pas comme un placement à court terme.

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° **176** – 3<sup>e</sup> trimestre 2023

**Perspectives**

Clôture de rédaction :  
14/07/2023

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