

Perspectives

Analyse des marchés financiers

Environnement macro-économique

3

- Les turbulences dans le secteur bancaire renforcent le risque de récession.
- L'inflation des services, tenace jusqu'à présent, ralentira en cours d'année lorsque la situation sur les marchés de l'emploi se détériorera.
- Le resserrement monétaire des banques centrales touche à sa fin.

Marchés financiers

9

- A moins de penser que les grandes valeurs technologiques vont reprendre leur leadership en bourse, la surperformance du marché américain semble derrière nous.
- La tendance structurelle vers une meilleure allocation du capital des entreprises reste le principal argument en faveur du marché japonais.
- Le cours de l'or s'approche de son niveau record de 2020.

Visitez notre site internet

www.bli.lu

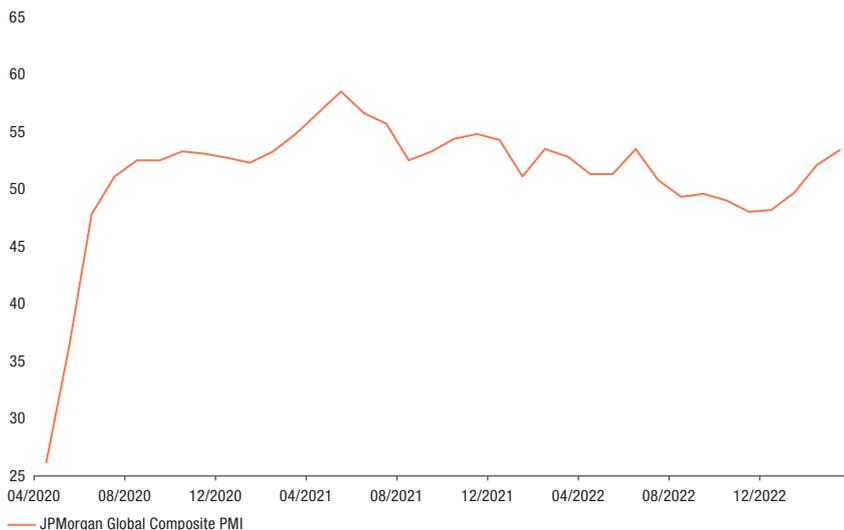
Une publication de

BLI - Banque de Luxembourg Investments



Environnement macro-économique

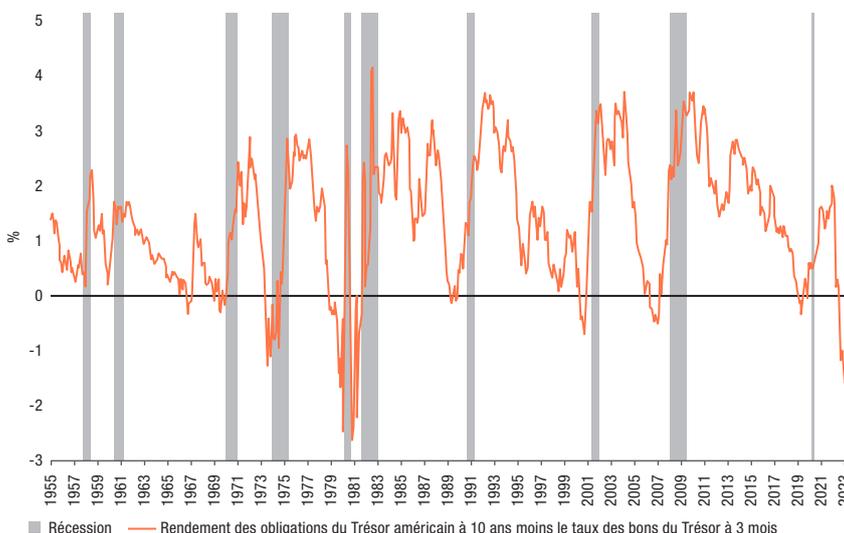
INDICE COMPOSITE D'ACTIVITÉ MONDIALE



Source : S&P Global, Bloomberg

Au premier trimestre, l'économie mondiale a continué de faire preuve d'une résilience remarquable en dépit des tensions géopolitiques intenses et du durcissement monétaire agressif des banques centrales. Le caractère résilient de l'activité provient principalement de la stabilité des marchés du travail, la plupart des pays demeurant en situation de plein emploi. En effet, les activités de services bénéficient, depuis la fin des mesures de confinement, d'un niveau de demande qui ne semble pas s'amenuiser, la privation des activités de loisirs et des voyages durant la pandémie ayant déclenché un besoin de rattrapage apparemment incessant. En outre, en raison de la moindre cyclicité des activités de services comparée à celle de la production manufacturière, l'activité économique est devenue structurellement plus résiliente face à tous types d'obstacles. Néanmoins, malgré son caractère plus stable, la situation conjoncturelle devrait se retourner durant le second trimestre. Les signes actuels de détérioration comme la faiblesse du secteur immobilier, le ralentissement des commandes manufacturières et le retournement des bénéfices des entreprises sont généralement suivis par une dégradation du marché de l'emploi marquant le début de l'entrée en récession.

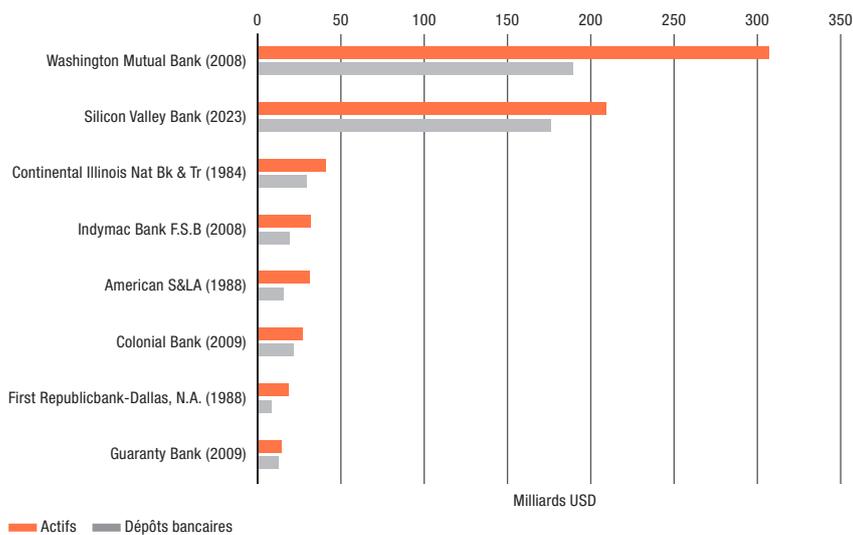
COURBE DES TAUX D'INTÉRÊT AUX ÉTATS-UNIS



Source : Federal Reserve, US Treasury, Jefferies

Les autorités publiques américaines semblent avoir engagé l'activité économique dans un cycle de « boom and bust ». Après la croissance record en 2021 suite aux mesures de soutien fiscales et monétaires d'une ampleur sans précédent, le resserrement monétaire agressif de la Réserve fédérale depuis mars 2022 et la fin des programmes d'aide publique posent les conditions pour un ralentissement conjoncturel majeur au cours de cette année. La courbe des taux d'intérêt ayant été historiquement de loin le meilleur indicateur précurseur, son degré d'inversion actuel plaide de manière décisive en faveur de l'avènement d'une récession. Chaque fois que la différence entre le taux à 10 ans et celui à 3 mois fut négative durant plus de trois mois, l'économie s'est contractée par la suite. Une exception lors du cycle actuel serait d'autant plus surprenante que l'inversion de la courbe des taux a dépassé début avril 150 points de base, un niveau seulement atteint au début des années 1980 lors du durcissement monétaire record de la Réserve fédérale sous la présidence de l'illustre Paul Volcker. En raison du décalage habituel de 12 à 18 mois entre le début du resserrement d'un côté et l'entrée en récession de l'autre, la campagne de hausse des taux d'intérêt entamée en mars 2022 devrait entraîner un premier recul du PIB au troisième voire quatrième trimestre au plus tard.

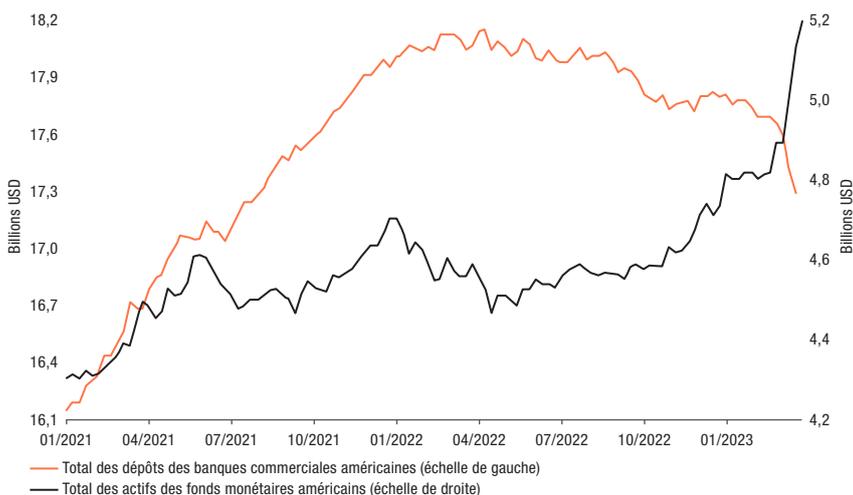
PLUS GRANDES FAILLITES BANCAIRES DE L'HISTOIRE AMÉRICAINE



Source : Federal Deposit Insurance Company, Wall Street Journal

Les turbulences dans le secteur bancaire depuis la faillite de Silicon Valley Bank augmentent la probabilité d'une récession en cours d'année. L'écroulement de la banque californienne a résulté du durcissement monétaire de la Réserve fédérale combiné à une gestion actif-passif déficiente de son bilan. Ayant accumulé un volume de dépôts important lors du boom technologique durant la pandémie, Silicon Valley Bank avait investi les fonds récoltés en obligations d'Etat aux rendements très bas à l'époque. Faute d'avoir couvert son portefeuille de titres contre une éventuelle remontée des taux d'intérêt, la banque fut obligée de réaliser d'importantes moins-values au moment où ses clients, affectés par le ralentissement d'activité dans le secteur technologique, se mettaient à retirer une partie des fonds déposés. L'annonce d'une augmentation de capital déclencha rapidement une fuite des capitaux irrémédiablement fatale pour le sort de Silicon Valley Bank, devenant ainsi la deuxième faillite bancaire la plus importante de l'histoire américaine. La panique s'est aussitôt propagée, déclenchant le transfert massif de dépôts des banques de taille moyenne vers les acteurs majeurs qualifiés de systémiques, et donc a priori trop grands pour faire faillite.

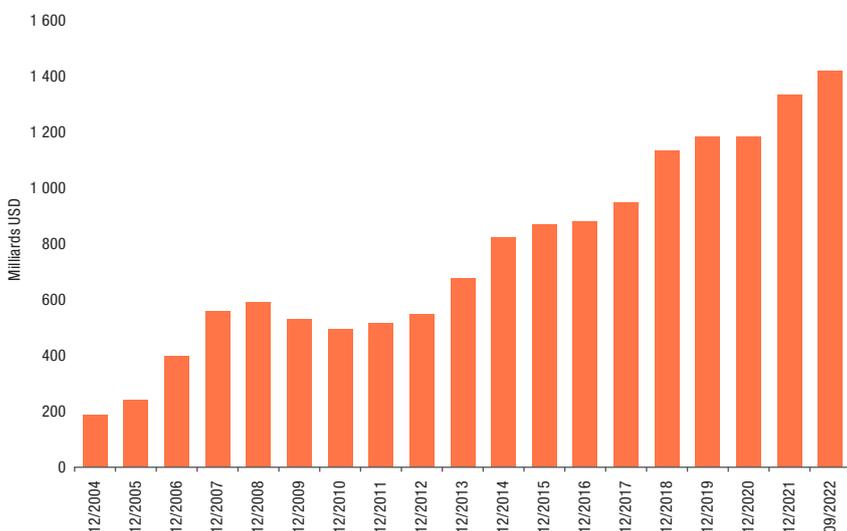
DÉPÔTS BANCAIRES ET ACTIFS DES FONDS MONÉTAIRES AUX ÉTATS-UNIS



Source : Federal Reserve, Investment Company Institute, Bloomberg, Jefferies

Afin de mettre fin à l'hémorragie des banques de taille moyenne, les autorités publiques américaines ont étendu la garantie des dépôts de la Silicon Valley Bank défaillante au-delà de la limite des 250000 USD couverte par la FDIC (Federal Deposit Insurance Company). Par ailleurs, la Réserve fédérale a mis en place une ligne de crédit supplémentaire permettant aux banques d'accéder à des liquidités au cas où les clients venaient à retirer des dépôts à grande échelle. Bien que ces mesures semblent avoir freiné les transferts de fonds des petits vers les grands acteurs au sein du secteur bancaire, elles ne vont guère inverser la tendance des ménages remplaçant leurs dépôts par des placements en fonds monétaires offrant des taux de rendement supérieurs. La fuite des dépôts pourrait contraindre les banques à offrir des taux de rémunération plus élevés, baissant ainsi leur marge d'intérêt, et à limiter le volume des nouveaux crédits en vue d'éviter un déséquilibre entre encours de crédits à l'actif de leur bilan et dépôts au passif. Cette évolution finira inévitablement par ralentir le niveau de croissance conjoncturelle en raison d'une réduction significative des possibilités de financement de tous les agents économiques.

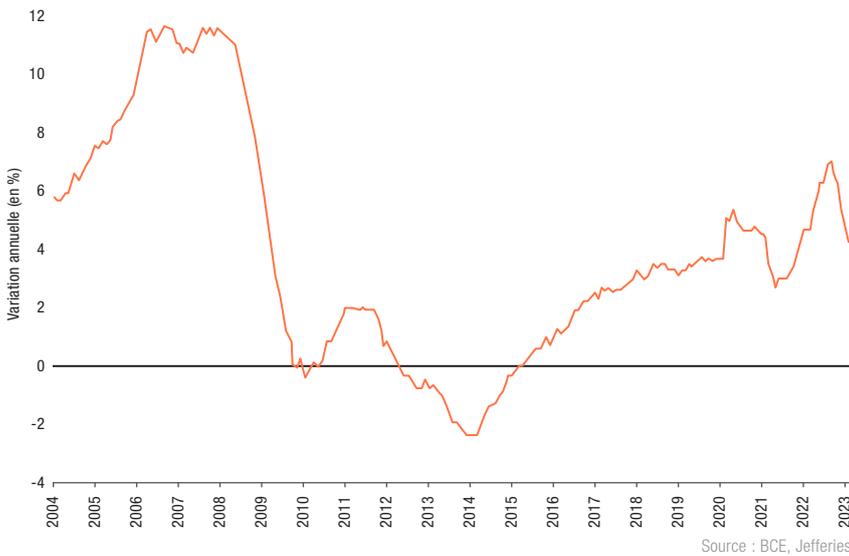
ENCOURS DES PRÊTS À EFFET DE LEVIER AUX ÉTATS-UNIS



Source : Federal Reserve – Financial Stability Report, S&P Global, Jefferies

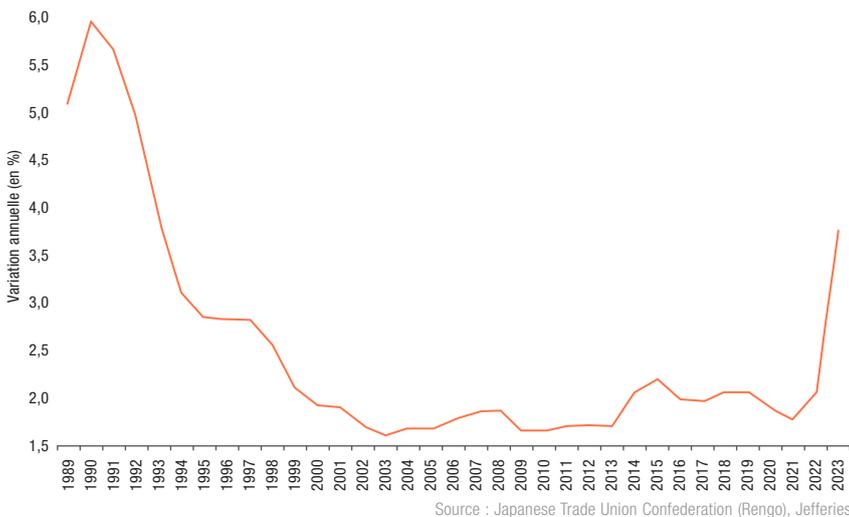
Au-delà des risques financiers au sein du secteur bancaire, la forte croissance des fonds de capital-investissement (ou « private equity ») constitue une source additionnelle de crise potentielle suite au resserrement monétaire agressif de la Réserve fédérale. En effet, les prêts à effet de levier, qui sont des prêts accordés à des entreprises déjà fortement endettées, sont la principale source de financement du capital-investissement. Cette industrie est susceptible de causer à tout instant un incident majeur en raison d'un cadre réglementaire nettement moins strict que celui appliqué aux banques commerciales traditionnelles. Par ailleurs, la plupart des prêts à effet de levier sont émis à taux variable et donc très sensibles à des changements de politique monétaire. Finalement, tous les acteurs impliqués dans l'industrie du capital-investissement ont intérêt à retarder la découverte des prix le plus longtemps possible, qu'il s'agisse du prêteur de capitaux, du gestionnaire de fonds ou de l'investisseur final. Le resserrement monétaire produira dès lors son impact avec un certain décalage, dans un contexte de conditions financières des fonds paraissant toujours favorables alors que la dégradation des fondamentaux des entreprises sous-jacentes a déjà bien avancé.

CROISSANCE DES PRÊTS AU SECTEUR PRIVÉ DANS LA ZONE EURO



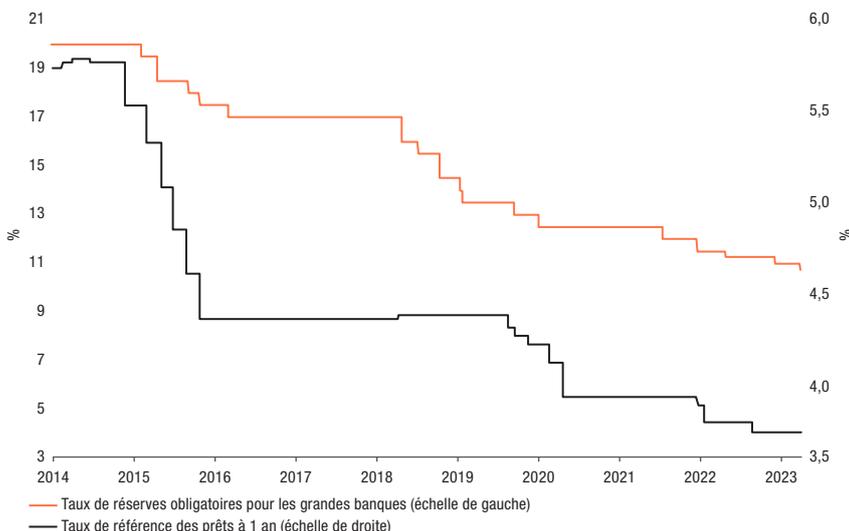
Dans la zone euro, la situation économique est comparable à celle des Etats-Unis. La résilience actuelle de la conjoncture résulte principalement du comportement favorable du marché de l'emploi qui ne montre pas encore de signes de détérioration. La consommation de services demeure à un niveau élevé et les ventes au détail continuent de progresser en termes nominaux bien qu'elles aient entamé une tendance baissière en termes réels. Contrairement aux Etats-Unis, la production industrielle a même légèrement rebondi en raison de la chute des prix du gaz après un hiver plus doux que prévu. Malgré la résilience actuelle, la décélération conjoncturelle devrait s'intensifier dans les mois à venir. L'activité dans le secteur immobilier se met à ralentir considérablement dans la plupart des pays, même si la part relativement élevée des crédits à taux fixe devrait empêcher l'avènement d'une crise comparable à celle de 2008 lorsque les crédits à taux variables étaient largement prédominants. Les turbulences dans le secteur bancaire ont également atteint le continent européen, les autorités suisses ayant été contraintes d'orchestrer d'urgence la fusion de Crédit Suisse, en péril, avec son concurrent UBS, afin d'empêcher sa mise en liquidation. Ces turbulences renforceront la réticence des banques à encourir des risques additionnels et accentueront la modération de la croissance des prêts au secteur privé déjà observée depuis le quatrième trimestre 2022.

AUGMENTATION DU SALAIRE MOYEN LORS DES NÉGOCIATIONS SALARIALES DE PRINTEMPS AU JAPON



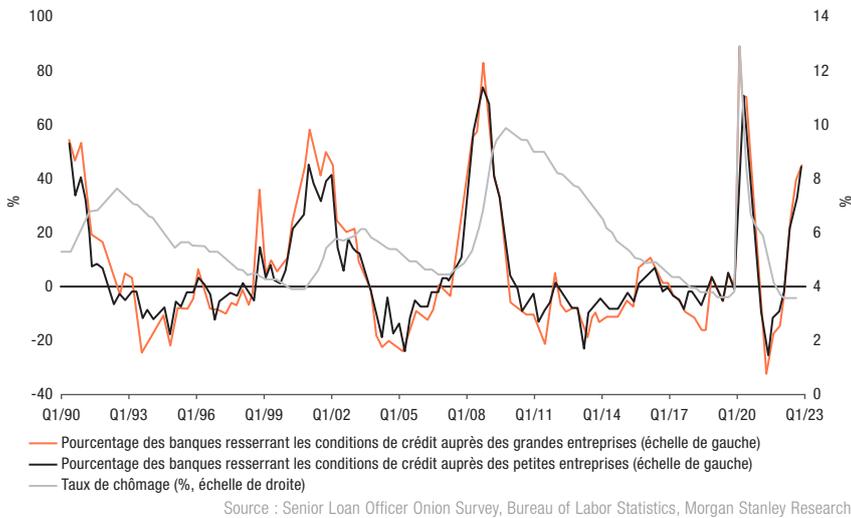
Après avoir pris les rênes de la Banque du Japon au début du mois d'avril, le nouveau gouverneur Kazuo Ueda n'a pas mentionné une volonté de modifier le caractère ultra-accommodant de la politique monétaire pratiquée par son prédécesseur. Néanmoins, la plus haute instance monétaire japonaise est confrontée à un dilemme qui pourrait s'accroître. D'un côté, l'objectif d'inflation de 2% pourrait être mis en péril par les négociations salariales annuelles de printemps ayant abouti à des augmentations moyennes préliminaires de 3,8%, ce qui correspond à la plus forte hausse depuis trois décennies, dont une augmentation de 2,25% du salaire de base. D'autre part, le taux d'inflation japonais se situe loin des niveaux élevés enregistrés tant aux Etats-Unis qu'en Europe et a entamé une tendance baissière récemment. Par ailleurs, malgré le bas niveau des taux d'intérêt à long terme, la majorité des crédits immobiliers au Japon sont conclus à taux variable et donc fortement sensibles au moindre durcissement monétaire. Enfin, l'abandon de la gestion de la courbe des taux d'intérêt exposerait le secteur bancaire japonais à un risque de gestion d'actif-passif du bilan similaire à celui des banques américaines et européennes, risque que le Japon pourrait être tenté d'éviter après les déboires de Silicon Valley Bank et de Crédit Suisse. Lors de la prochaine réunion de la Banque du Japon fin avril, le nouveau gouverneur Ueda est censé fournir plus d'éclaircissements concernant la future stratégie monétaire du pays.

POLITIQUE MONÉTAIRE EN CHINE



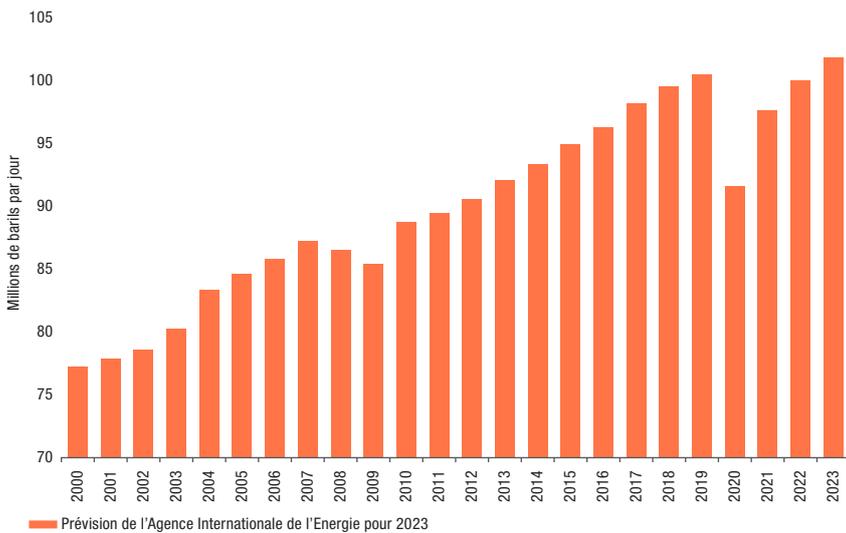
La visibilité concernant l'ampleur de la reprise post-pandémie en Chine est relativement faible. Suite à la réouverture de l'économie après la période prolongée de confinement, les activités de services domestiques rebondissent conformément aux attentes. Le secteur industriel peine cependant à redémarrer, affecté par le ralentissement de la demande étrangère. Dans le secteur immobilier, la situation se stabilise, les ventes de logements existants ayant réatteint les niveaux pré-pandémie. Les achats de terrains par les promoteurs immobiliers, déterminants pour une reprise d'activité du secteur de la construction, semblent encore prématurés, affichant généralement un décalage de neuf mois par rapport à la reprise du marché secondaire. Bien que, contrairement au monde occidental, l'inflation et, partant, les taux d'intérêt demeurent à de faibles niveaux, les autorités publiques chinoises veillent à éviter une croissance trop forte des crédits, privilégiant des mesures de soutien modérées, à l'image de la réduction récente de 25 points de base du taux de réserves obligatoires des banques. Relancer l'activité sans accroître outre mesure les risques financiers semble constituer la feuille de route du gouvernement de Pékin.

RESSERREMENT DES CONDITIONS DE CRÉDIT ET TAUX DE CHÔMAGE AUX ÉTATS-UNIS



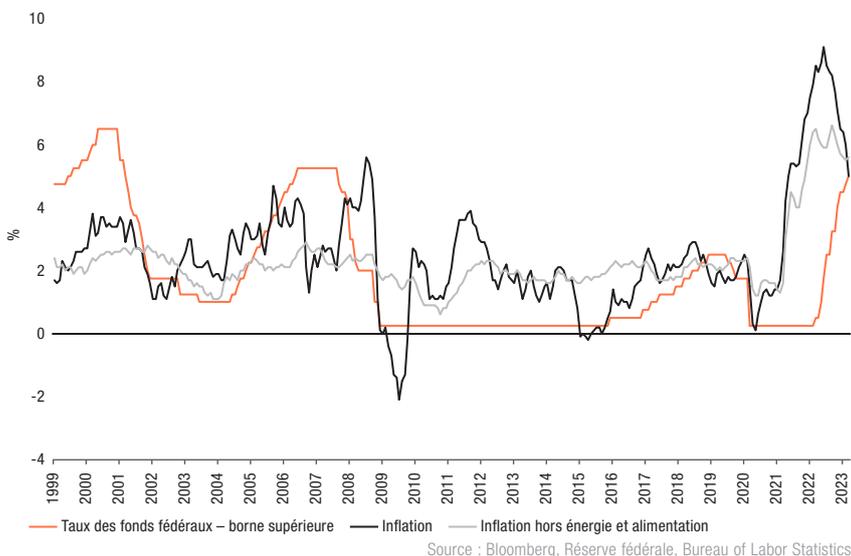
Après la forte poussée des prix en 2022, les taux d'inflation se trouvent désormais en phase de ralentissement. La modération des tensions inflationnistes touche avant tout l'énergie, les produits alimentaires et de nombreux biens de consommation, alors que l'inflation des services reste pour l'heure tenace. Ainsi, aux États-Unis, le taux d'inflation global a baissé de 9,1% en juin de l'année passée à 5,0% en mars, alors que l'inflation de base (hors énergie et alimentation) dominée par les services a seulement reculé de 5,9% à 5,6%. D'ici la fin de l'année, la situation devrait toutefois évoluer, et ce principalement pour deux raisons. Tout d'abord, la composante lourde des coûts de logement devrait entamer une phase de modération vu l'atténuation graduelle des loyers. Ensuite, le durcissement actuel des conditions de crédit du secteur bancaire est généralement suivi par une augmentation du taux de chômage impliquant un ralentissement de la croissance des salaires, cette dernière étant fortement corrélée à l'inflation de base. Si le marché de l'emploi se détériore comme prévu, l'inflation des services, coriace jusqu'à présent, se mettra à ralentir.

DEMANDE MONDIALE DE PÉTROLE



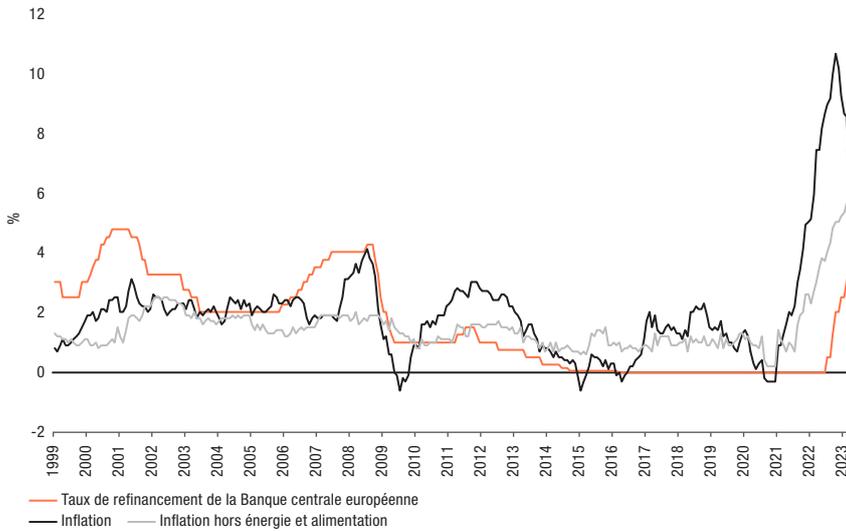
La décision récente de l'OPEP+ de réduire la production de pétrole de 1,16 million de barils par jour reflète une discipline inédite des pays exportateurs de pétrole et de leurs alliés. Cette réduction fait suite à un abaissement de la production de 2 millions de barils par jour décidée en octobre 2022 et vise à éviter un effondrement des cours en anticipation d'une récession mondiale. Ces actions illustrent la perte d'influence progressive des États-Unis sur l'Arabie Saoudite qui, avec les autres membres du Conseil de coopération du Golfe, se rapproche de plus en plus de la Chine dont les besoins énergétiques sont fortement croissants. L'élaboration de contrats prévoyant de payer le brut saoudien en renminbi ainsi que le rapprochement spectaculaire entre l'Arabie Saoudite et l'Iran négocié par la Chine, témoignent également de l'évolution des alliances sur le plan géopolitique. La décision de l'OPEP+ de réduire la production de pétrole pourrait dès lors affecter doublement les pays occidentaux en contrecarrant les actions désinflationnistes de leurs banques centrales, tout en accentuant la faiblesse de l'économie mondiale à un moment où celle-ci s'apprête à entrer en récession.

POLITIQUE MONÉTAIRE AUX ÉTATS-UNIS



Lors de ses deux réunions du premier trimestre, la Réserve fédérale américaine a relevé la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 points de base pour la porter à 4,75% - 5,00%. Depuis le début du resserrement monétaire amorcé en mars 2022, la fourchette cible a dès lors été relevée de 475 points de base, un ordre de grandeur qui, historiquement, a toujours fini par déclencher une crise financière. Dans les mois à venir, les responsables monétaires américains devront dès lors trouver un équilibre entre l'atteinte des objectifs d'inflation d'un côté et la stabilité du secteur bancaire de l'autre. La ténacité de l'inflation des services plaide en faveur de la poursuite du resserrement monétaire afin d'effacer définitivement l'ancrage d'attentes inflationnistes croissantes. À l'opposé, la fuite des dépôts bancaires déclenchée par la faillite de Silicon Valley Bank et accentuée par les taux de rémunération supérieurs des fonds monétaires annonce une fin rapide de la hausse des taux d'intérêt. La solution pragmatique vers laquelle la Réserve fédérale semble s'orienter consiste, à défaut d'événements nouveaux, à augmenter une dernière fois la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 points de base en mai, avant de temporiser et d'observer l'impact du durcissement monétaire sur l'activité économique en général, et plus particulièrement sur la sphère financière.

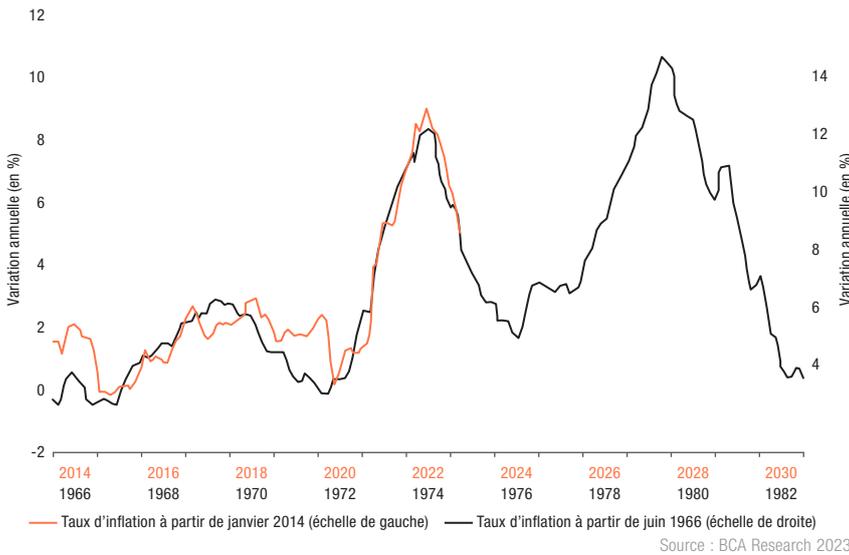
POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO



Source : Bloomberg, Banque centrale européenne, Eurostat

Le cycle européen étant décalé de quelques mois par rapport au cycle américain, l'inflation hors énergie et alimentation dans la zone euro se trouve toujours dans sa phase ascendante, suggérant une période de resserrement encore plus longue côté européen. Néanmoins, depuis le sauvetage en urgence du Crédit Suisse, les responsables de la Banque centrale européenne se montrent plus réservés dans leur guidance aux marchés. Lors de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle le taux de refinancement de la BCE a été remonté de 50 points de base à 3,5%, la présidente Christine Lagarde s'est même complètement abstenue de guider les marchés, préférant attendre la publication des prochaines statistiques d'inflation et suivre l'évolution de la situation dans le secteur bancaire avant de se prononcer de manière plus précise. A défaut d'un nouvel incident, les taux directeurs de la BCE devraient tout de même continuer à remonter, plutôt par tranches de 25 points de base, contre 50 jusqu'ici. Néanmoins, bien que les autorités monétaires ne se lassent pas d'insister sur la solidité actuelle des banques comparée à la situation précédant la crise de l'euro en 2012, les autorités sont parfaitement conscientes que la probabilité de turbulences financières reste élevée. Il en résulte que même du côté européen, une hausse éventuelle des taux en mai pourrait se révéler a posteriori comme la dernière lors du cycle de resserrement actuel.

INFLATION AUX ÉTATS-UNIS



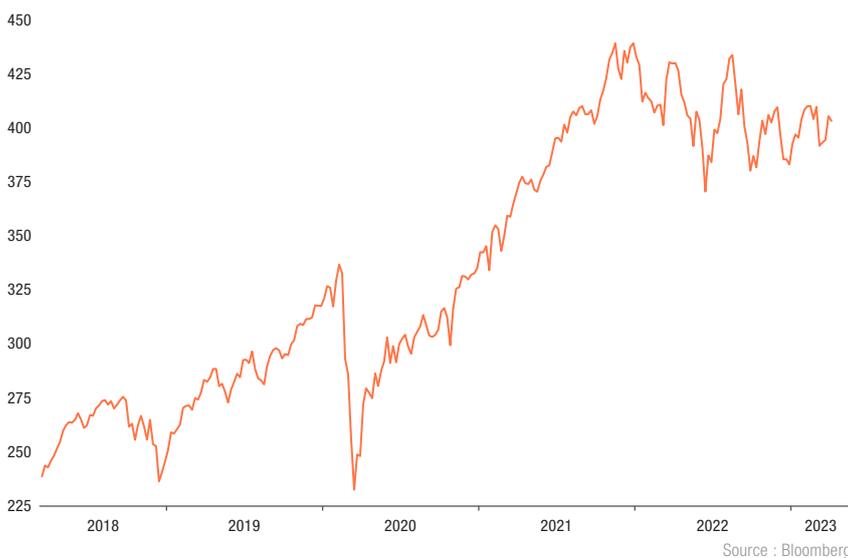
Source : BCA Research 2023

Bien que l'inflation ralentisse au cours de cette année, elle pourrait se révéler à la fois plus volatile et en moyenne plus élevée durant la décennie à venir. Des quatre tendances déflationnistes des 20 dernières années, seule la digitalisation semble persister. Les trois autres tendances, à savoir la mondialisation, les politiques fiscales restrictives et l'excédent des ressources en main-d'œuvre et matières premières sont progressivement évincées par des tensions géopolitiques, des politiques fiscales expansives et un déficit en ressources humaines et naturelles. L'économie mondiale semble parcourir une phase de transition structurelle correspondant à un changement de régime arrivant tous les demi-siècles. La période actuelle rappelle les années 1970, lorsque les Etats-Unis mettaient fin à la convertibilité du dollar en or et négociaient avec les pays arabes l'introduction du pétrodollar, modifiant de ce fait le système monétaire en place depuis les accords de Bretton Woods après la deuxième guerre mondiale. Les évolutions récentes suggèrent que le système monétaire actuel basé sur le dollar comme monnaie de réserve ultradominante touche graduellement à sa fin. De telles phases de transitions sont généralement caractérisées par une forte volatilité à tous les niveaux, que ce soient l'inflation, les taux d'intérêt ou la valeur des actifs financiers, et incorporent de ce fait beaucoup de risques, mais également nombre d'opportunités.



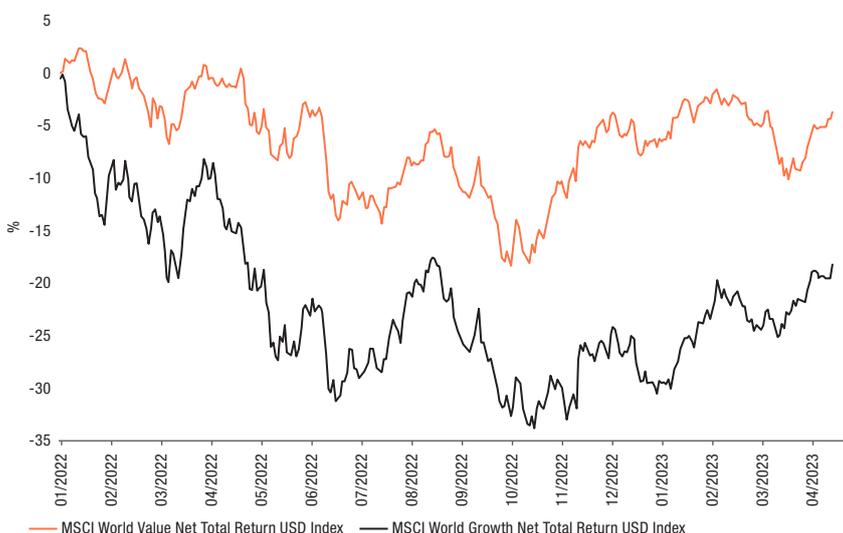
Marchés financiers

INDICE MSCI WORLD EN EURO



Après leur baisse de 2022, les marchés financiers ont rebondi au premier trimestre. Le mois de janvier leur a notamment été très favorable. Le recul de l'inflation laissait entrevoir une fin prochaine du resserrement monétaire des banques centrales alors que les signes persistants de résilience de l'activité économique nourrissaient les attentes d'un atterrissage en douceur de l'économie mondiale. Le mois de février a été moins porteur, à cause de chiffres moins encourageants sur l'inflation témoignant notamment de la ténacité de l'inflation de base (hors énergie et alimentation). Le mois de mars a ensuite été marqué par les tensions dans le secteur bancaire. Si ces tensions ont fortement pesé sur le secteur bancaire et entraîné une légère baisse du marché européen, elles n'ont pas empêché l'indice mondial des actions de progresser, aidé par le recul des taux obligataires. Sur l'ensemble du premier trimestre, les marchés européens ont enregistré la meilleure performance, alors que les marchés asiatiques ont été quelque peu à la traîne.

ÉVOLUTION DES INDICES MSCI WORLD GROWTH ET VALUE EN DOLLAR



A l'intérieur des marchés boursiers, la diminution de l'aversion au risque des investisseurs et le recul des taux obligataires ont particulièrement bénéficié aux valeurs de la croissance et notamment aux valeurs technologiques. Aux Etats-Unis, 3 valeurs - Apple, Nvidia et Microsoft - ont représenté plus de la moitié de la hausse de l'indice S&P 500 sur le trimestre. Leur performance s'expliquait en l'occurrence essentiellement par une hausse de leur multiple de valorisation. A l'autre extrême, les secteurs généralement associés au style 'value' ont été délaissés. La baisse du cours du pétrole a ainsi pesé sur le secteur de l'énergie, l'écroulement de Silicon Valley Bank aux Etats-Unis et la reprise de Crédit Suisse en Europe sur celui de la finance et les inquiétudes grandissantes sur la croissance américaine sur celui des matériaux de base. L'indice MSCI World Growth a ainsi surperformé l'indice MSCI World Value de 13 % au premier trimestre, après avoir sous-performé de près de 25 % l'année dernière.

PART DES 6 GRANDES VALEURS TECHNOLOGIQUES DANS LE S&P 500



La hausse du secteur de la technologie a fait que la part des 6 'grands' de la technologie (Apple, Meta, Alphabet, Amazon, Netflix et Microsoft) dans l'indice S&P 500 a de nouveau augmenté, passant de 18 % début janvier à 22 % fin mars. Elle avait atteint un plus haut de 26 % en septembre 2020. Comme c'est généralement le cas, les investisseurs semblent regarder dans le rétroviseur et assumer que les gagnants du passé récent seront également les gagnants du futur. Les valeurs technologiques ont été les grands gagnants des années qui ont suivi la crise financière. Leur capacité à montrer une forte progression de leur bénéfice dans un environnement de croissance économique modérée a fait qu'elles étaient, et sont toujours, considérées comme des valeurs à durée élevée. En tant que telles, elles ont bénéficié d'un réajustement à la hausse de leurs multiples de valorisation dans un contexte de taux d'intérêt historiquement faibles et profité d'un double effet : hausse du bénéfice et hausse du multiple que les investisseurs étaient prêts à payer pour ce bénéfice. De plus, la tendance vers la gestion passive a entraîné un effet de 'hausse entraînant la hausse' et fait que plus les cours de ces valeurs et leur pondération dans le S&P 500 augmentaient, plus elles attiraient des capitaux.

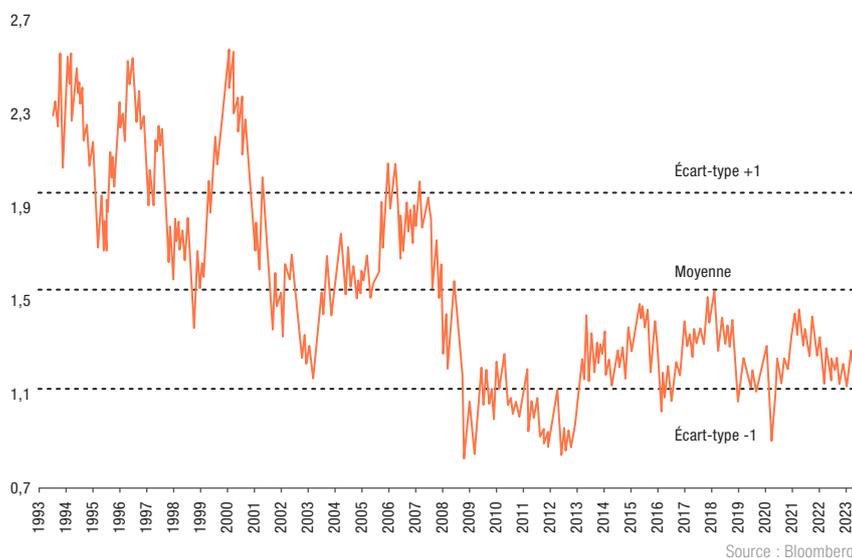
BÉNÉFICE ET VALORISATION D'ALPHABET, APPLE ET MICROSOFT

	Bénéfice par action		Rapport cours/bénéfice	
	2012	2022	2012	2022
Apple	1,58	6,11	15	23
Microsoft	2,69	9,16	11	28
Alphabet	0,87	4,56	20	20

Source : Bloomberg

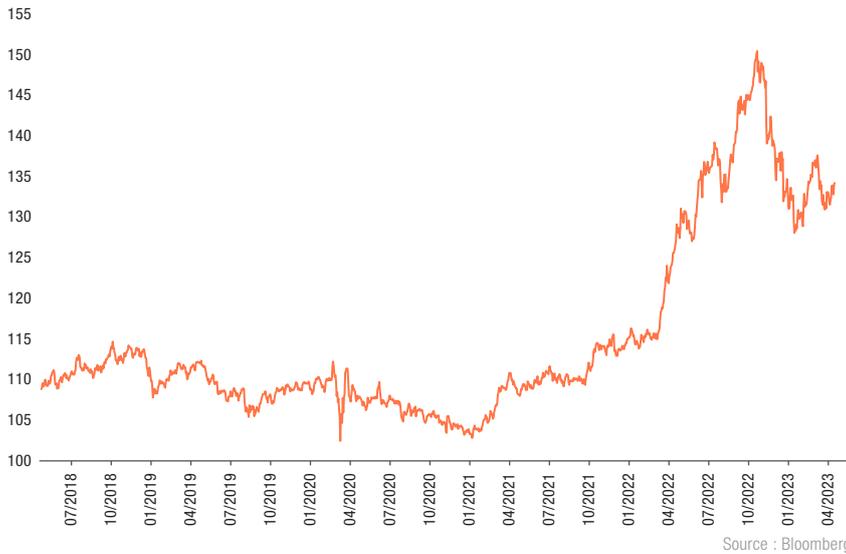
A moins de penser que l'environnement des années à venir va être identique à celui des dernières années, il ne semble pas réaliste de miser sur une nouvelle période durable de surperformance des valeurs technologiques. S'il est trop tôt pour parler d'un changement de paradigme et si une baisse supplémentaire des taux obligataires est toujours possible en cas de ralentissement économique prononcé, force est de constater que le temps d'un environnement marqué par une inflation durablement faible et stable et des taux d'intérêt historiquement bas semble révolu. Le principal argument plaidant contre le retour d'un leadership durable des quelques grandes valeurs de la technologie repose toutefois sur le bon sens et réside dans l'effet de base : les bénéfices de ces entreprises et leurs multiples de valorisation sont aujourd'hui nettement plus élevés qu'en 2009. Sans un tel retour, il est par ailleurs difficile de voir le marché américain continuer à faire beaucoup mieux que les autres marchés.

RATIO COURS/FONDS PROPRES DE L'INDICE TOPIX



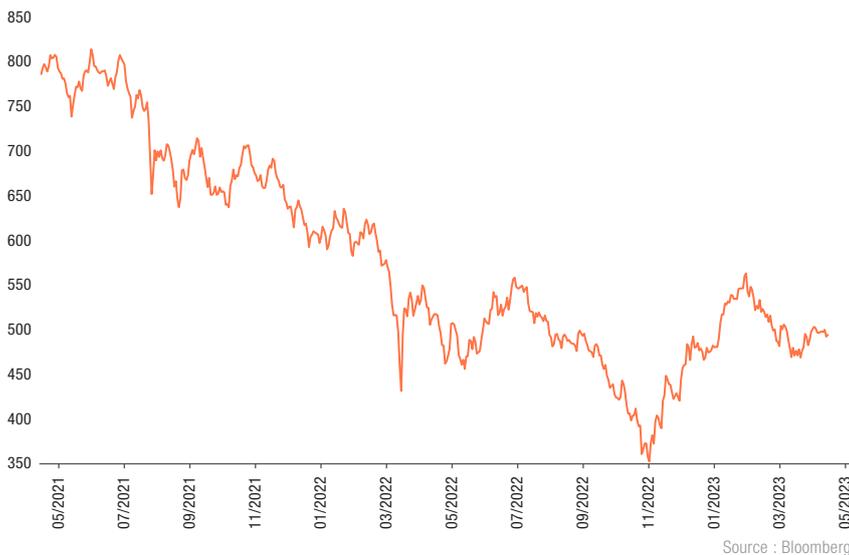
La tendance structurelle vers une meilleure allocation du capital des entreprises reste le principal argument en faveur du marché japonais. Alors que pendant longtemps, le Japon fut l'image miroir des États-Unis en termes de traitement des actionnaires, les choses ont commencé à changer au cours de la première décennie de ce siècle. La rentabilité des entreprises nippones s'améliore continuellement et elles acceptent d'en faire profiter leurs actionnaires à travers la hausse de leur dividende et le rachat de leurs titres. La décision récente de la bourse japonaise d'encourager des réformes chez les entreprises qui se traitent en-dessous de leurs fonds propres va dans la même direction. Ceci n'a pas encore été honoré par les investisseurs et le marché japonais se traite à des multiples de valorisation attrayants en absolu et en relatif (par rapport aux obligations et par rapport aux autres marchés actions). A cela s'ajoute le fait que pour beaucoup d'observateurs, le yen est fortement sous-évalué. Le marché japonais offre ainsi la combinaison rare d'un potentiel d'appréciation des cours et de la devise.

COURS DE CHANGE DU YEN CONTRE LE DOLLAR



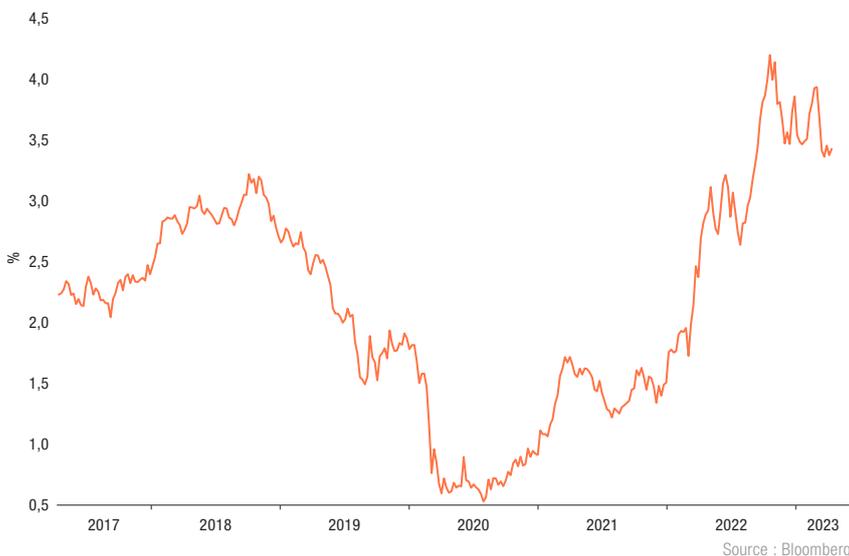
Il sera intéressant de voir si la politique monétaire de la Banque du Japon va changer avec l'arrivée de Kazuo Ueda comme nouveau gouverneur. Un maintien de la politique actuelle serait difficile à justifier dans un environnement où les principaux objectifs déclarés de la politique monétaire des dernières années, hausse de l'inflation et croissance des salaires, semblent avoir été atteints. Une éventuelle normalisation de la courbe des taux inciterait également les investisseurs institutionnels locaux à procéder à une réallocation de leurs actifs. A l'heure actuelle, l'allocation en actions des fonds de pension et des compagnies d'assurance-vie est estimée à respectivement 8 % et 6 %, et ce malgré la large surperformance des actions depuis la mise en place fin 2012 d'un ensemble de politiques connues sous le terme d'Abenomics et le fait que le rendement du dividende des actions dépasse celui des emprunts d'Etat. Une telle normalisation de la courbe des taux s'accompagnerait en principe d'une appréciation du yen et limiterait ainsi l'appétit des investisseurs japonais pour les actifs étrangers.

INDICE MSCI CHINA EN DOLLAR



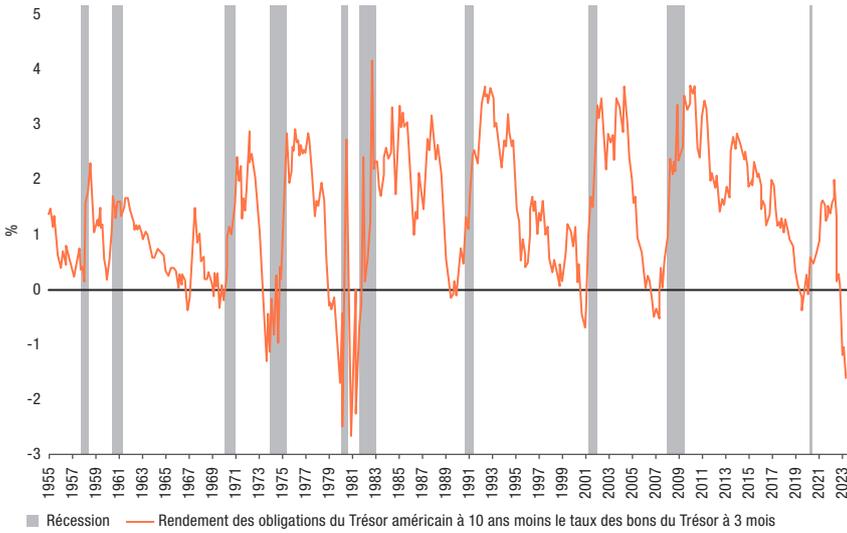
L'abandon de la stratégie sanitaire 'zéro-Covid' et la réouverture de l'économie avaient entraîné un fort rebond du marché chinois entre début novembre et début février. Depuis lors, le marché a de nouveau abandonné une partie de cette hausse. De nombreux investisseurs continuent à se méfier du marché chinois depuis les mesures prises par les autorités chinoises à l'encontre de certains secteurs et l'aggravation des tensions entre la Chine et les Etats-Unis. Ils restent ainsi largement absents de ce marché malgré le fait que la Chine représente un tiers de l'indice des pays émergents. Les autorités chinoises s'efforcent depuis quelques temps à convaincre les investisseurs de leur volonté de poursuivre des politiques favorables au marché et de leur intention de garantir les droits de propriété. La décision de séparer l'entreprise Alibaba en six entités a ainsi été bien accueillie par les marchés. Il reste cependant que le marché chinois obéit à des règles différentes de celles du marché américain. Les objectifs du Parti communiste priment sur les droits et intérêts des actionnaires, ce qui se traduit par une prime de risque plus élevée demandée par les investisseurs et donc des multiples de valorisation plus bas.

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



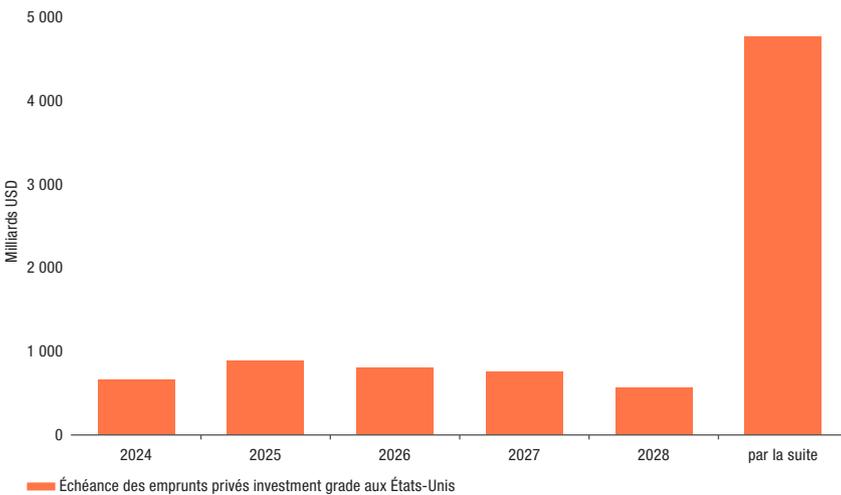
Après leur recul historique de 2022, les marchés obligataires se sont rétablis au premier trimestre. Le recul de l'inflation, le ralentissement conjoncturel, les anticipations sur une fin rapide du resserrement monétaire des banques centrales et les tensions dans le secteur bancaire apparues en mars ont été à l'origine de ce rétablissement qui avait en fait déjà démarré en octobre de l'année dernière. Après avoir enregistré un plus haut de 4,25 % fin octobre 2022, le rendement de l'emprunt d'Etat américain à 10 ans avait terminé l'année à 3,87 %. Il a continué à reculer sur le premier trimestre pour s'établir à 3,47 % fin mars. La situation est différente dans la zone euro où les taux à 10 ans allemand et français sont aujourd'hui toujours pratiquement au même niveau qu'en octobre. Entre la poursuite de la hausse des taux directeurs de la Réserve fédérale et la baisse des taux longs, l'inversion de la courbe des taux américains s'est intensifiée. L'écart entre le taux à 10 ans et le taux à 3 mois est ainsi passé de 200 points de base à moins 140 points de base depuis avril 2022. Un tel écart négatif n'avait plus été enregistré depuis le début des années 1980.

COURBE DES TAUX AUX ÉTATS-UNIS



La poursuite du ralentissement économique devrait continuer à soutenir les cours des emprunts d'Etat en 2023. Dans un environnement où les tendances démographiques, les contraintes environnementales, les dépenses militaires et les revendications sociales entraînent des besoins de financement toujours croissants des Etats et où l'inflation risque d'être structurellement plus élevée, les perspectives à plus long terme semblent par contre nettement moins favorables pour cette classe d'actifs. Pour éviter qu'une hausse trop importante des taux obligataires ne fasse exploser le coût de la dette publique, les banques centrales pourraient abandonner leur objectif de réduction de la taille de leur bilan et se remettre à acheter des emprunts, sachant qu'elles détiennent aujourd'hui déjà entre 20 % (Réserve fédérale) et 50 % (Banque du Japon) des emprunts d'Etat de leur pays respectif. Dans un tel scénario, les rendements réels offerts par ces emprunts deviendraient largement négatifs. Les emprunts d'Etat auraient dès lors à nouveau peu de sens pour un investisseur rationnel.

ÉCHÉANCE DES EMPRUNTS PRIVÉS « INVESTMENT GRADE » AUX ÉTATS-UNIS



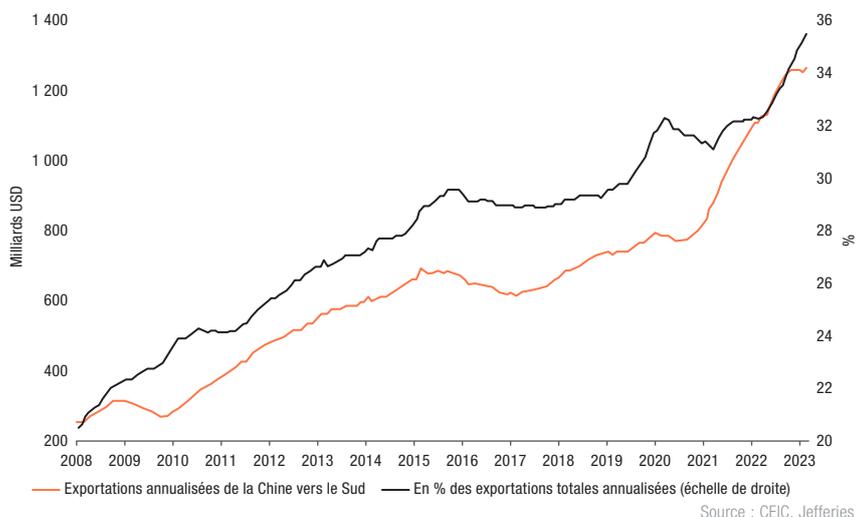
Les emprunts du secteur privé ont jusqu'à présent bien résisté à la hausse des taux d'intérêt et au ralentissement de la conjoncture. Après avoir augmenté sur la première moitié de l'année dernière, le différentiel d'intérêt avec les emprunts d'Etat a de nouveau reculé et reste à un niveau bas. Il est vrai que de nombreuses entreprises ont profité du niveau particulièrement bas des taux d'intérêt des dernières années pour s'endetter à plus long terme. Il en résulte que relativement peu d'emprunts arriveront à maturité en 2023 et 2024 et que les besoins de financement sont dès lors relativement faibles. Il n'empêche que plus les taux d'intérêt resteront au niveau actuel, voire monteront davantage, plus le risque de voir des acteurs souffrir de problèmes financiers va augmenter. A cela s'ajoute le fait que de nombreux crédits ont vu leur origine dans le système bancaire parallèle, notamment dans le domaine du private equity. Dans la mesure où ce système est nettement moins réglementé et surveillé que le système bancaire traditionnel, il est difficile de se faire une idée de l'ampleur des risques.

COURS DE CHANGE EUR/USD



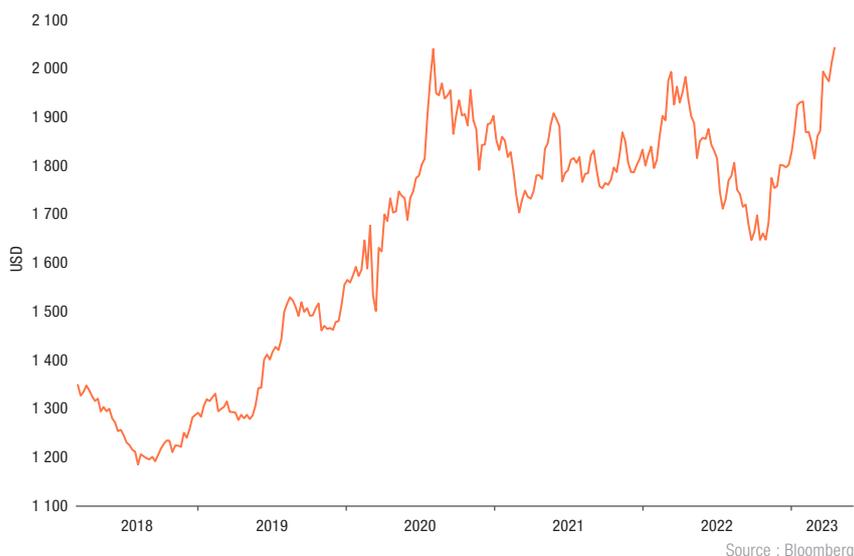
Après avoir poursuivi son appréciation démarrée fin 2020 sur les 3 premiers trimestres de l'année dernière, le dollar américain a depuis lors perdu plus de 10 % contre la monnaie unique. Les facteurs à l'origine de l'appréciation du billet vert sont en train de disparaître. La Réserve fédérale, qui avait commencé son resserrement monétaire avant les autres principales banques centrales, devrait aussi le terminer avant les autres. Si tel est le cas, le différentiel d'intérêt sur les taux courts entre le dollar et les autres monnaies se réduira. Quant au différentiel d'intérêt sur les taux long, il a déjà beaucoup diminué. Les problèmes rencontrés par le secteur bancaire ont par ailleurs amené la Réserve fédérale à injecter à nouveau des liquidités dans le système. Par ailleurs, la balance courante des Etats-Unis se détériorera si l'épuisement des gisements de gaz de schiste se confirme. Enfin, la réouverture de l'économie chinoise a permis à l'épargne en dollars des Chinois d'être réinjectée dans le système.

POURCENTAGE DES EXPORTATIONS CHINOISES ALLANT VERS DES PAYS DU SUD GLOBAL



Un mot actuellement très à la mode est celui de la dédollarisation. Ce mot décrit l'idée que de plus en plus le dollar sera remplacé par d'autres monnaies dans les transactions commerciales entre pays (notamment celles liées aux matières premières) et les réserves de change des banques centrales. Il est évident qu'à la suite de la fragmentation croissante de l'économie mondiale et à la décision des Etats-Unis d'utiliser de plus en plus le dollar comme une arme géopolitique, de nombreux pays sont aujourd'hui intéressés à réduire leur dépendance au dollar. La Chine essaie ainsi à développer ses relations et sa sphère d'influence au Moyen-Orient, à un moment où les relations entre l'Arabie Saoudite et les Etats-Unis se sont fortement détériorées. En particulier, elle vise à payer ses importations de matières premières en renminbi. Les pays d'Amérique Latine essaient de s'émanciper par rapport aux Etats-Unis et la guerre en Ukraine contribue à diviser le monde. Le réseau dollar commence dès lors à se contracter et cette tendance devrait s'accélérer. Même si aucune devise n'est encore capable de remplacer le dollar en tant que monnaie de réserve mondiale et même si le système dollar a été consolidé et renforcé par chacune des crises récentes, un système monétaire alternatif adossé aux matières premières et contrôlé par les producteurs commence à émerger dans certaines parties du monde.

COURS DE L'OR



Début avril, le cours de l'or s'est approché de son plus haut atteint en août 2020. Le métal jaune a en l'occurrence profité de la faiblesse du dollar, du recul des taux obligataires et d'une hausse de l'aversion au risque. Même si des corrections sont toujours possibles, la tendance haussière semble aujourd'hui bien établie. Le principal argument plaidant en faveur de l'or est que la nécessité de financer des déficits importants va entraîner une hausse continue de l'offre des principales monnaies-papier. Le resserrement monétaire actuellement en cours dans les pays du G7 risque ainsi de se terminer avant que les pressions inflationnistes ne soient durablement combattues. La valeur des monnaies de ces pays par rapport à une monnaie dure comme l'or va dès lors diminuer, d'autant plus que l'offre future du métal jaune sera quant à elle limitée par le manque d'investissements des dernières années.

INDICE VANECK DES ENTREPRISES AURIFÈRES



Les entreprises aurifères offrent un effet de levier pour bénéficier d'une appréciation supplémentaire du cours de l'or. L'indice des mines d'or a rebondi de quelque 60 % depuis fin septembre, mais reste 45 % en-dessous de son plus haut atteint en août 2011. Les entreprises aurifères paient actuellement encore leurs erreurs du passé. Elles avaient tendance à agir de manière procyclique en augmentant leurs investissements ou en procédant à des acquisitions lorsque le cours de l'or était élevé. Ces investissements et acquisitions s'avéraient par la suite souvent non rentables lorsque le cours du métal baissait à nouveau. Les entreprises du secteur semblent néanmoins avoir appris de ces erreurs et font aujourd'hui preuve d'une plus grande discipline en matière d'allocation du capital. Il importe toutefois d'être très sélectif dans ce secteur.

Résumé

En résumé, l'impact du resserrement monétaire démarré par les banques centrales en mars de l'année dernière commence à devenir de plus en plus visible. Le ralentissement de la conjoncture devrait dès lors se poursuivre et une entrée en récession semble possible dans la seconde moitié de l'année ou au début 2024. Si tel était le cas, les marchés boursiers risqueraient de connaître un second mouvement de baisse lié à la contraction des bénéfices, alors que celui de l'année dernière était lié à la contraction des multiples.

A moins de penser que les grandes valeurs technologiques vont reprendre leur leadership en bourse, la surperformance du marché américain semble derrière nous. Une telle reprise de leadership nécessiterait un retour vers l'environnement qui avait caractérisé les années 2009 à 2021, marqué par une croissance modérée, une inflation stable et des taux d'intérêt de plus en plus bas. La possibilité de voir un nouvel environnement structurel émerger, avec une inflation plus élevée entraînant une croissance nominale plus forte, aura par contre des implications positives pour d'autres marchés, et notamment les marchés asiatiques.

Les emprunts d'Etat devraient continuer à bénéficier du ralentissement conjoncturel et du recul de l'inflation en 2023, même si les taux à long terme anticipent déjà en partie la détérioration de l'activité économique et la fin du resserrement monétaire des banques centrales. Leurs perspectives à long terme semblent par contre peu favorables, étant donné les besoins de financement des Etats et le risque d'une inflation durablement plus élevée.

L'or continue d'avoir sa place dans un portefeuille diversifié, surtout étant donné la possibilité de voir les banques centrales abandonner leur resserrement monétaire de manière prématurée. Un investissement dans le métal jaune doit cependant 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

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° **175** – 2^e trimestre 2023

Perspectives

Clôture de rédaction :
17/04/2023

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