

Perspectives

Analyse des marchés financiers

Environnement macro-économique

3

- Si l'histoire est un bon guide, le resserrement monétaire finira par déclencher une récession malgré la résilience actuelle de l'activité conjoncturelle.
- Une détérioration plus notable des marchés de l'emploi paraît nécessaire pour un retour de l'inflation à 2%.
- Plutôt que de guider vers des hausses additionnelles de taux d'intérêt, les banques centrales suggèrent une politique monétaire durablement plus restrictive.

Marchés financiers

9

- Les indicateurs ayant traditionnellement caractérisé le début d'un nouveau marché haussier sont absents dans la hausse des indices en 2023.
- Les valeurs défensives de qualité ont été affectées par la remontée des taux d'intérêt à long terme et sont aujourd'hui attrayantes.
- Le lien traditionnel entre le cours de l'or et les taux réels semble rompu.

Visitez notre site internet

www.bli.lu

Une publication de

BLI - Banque de Luxembourg Investments



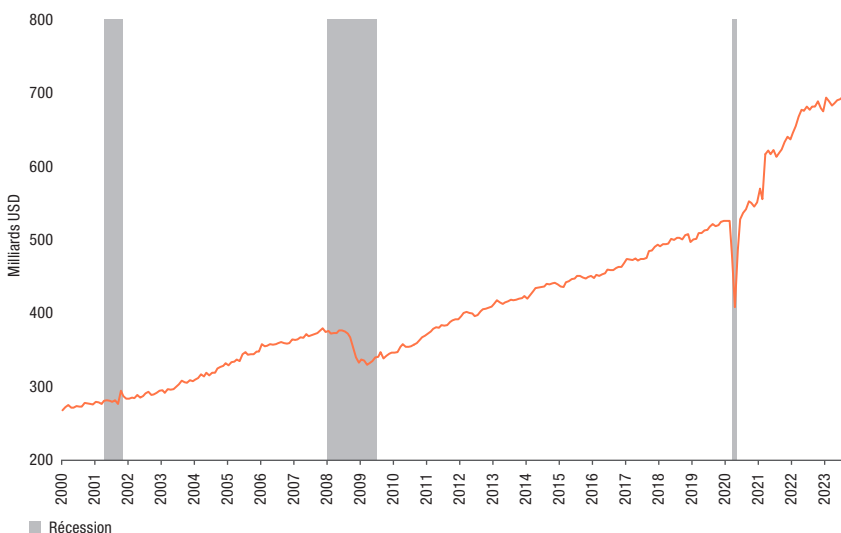
Environnement macro-économique

CROISSANCE DU PIB RÉEL



Bien que le ralentissement de la conjoncture mondiale se poursuive, des poches de résilience persistent, empêchant l'avènement d'une récession. Globalement, ce sont toujours les activités de services qui tiennent bon, l'effet de rattrapage suite à la période étendue de privation de loisirs s'étant poursuivi durant les mois d'été. Au niveau géographique, la région la plus robuste demeure les Etats-Unis, la consommation des ménages restant ferme malgré le renchérissement du coût de la vie et la forte hausse des taux d'intérêt. Dans la zone euro, l'exposition plus élevée au secteur manufacturier et une facture énergétique plus lourde pèsent davantage sur l'activité, qui se retrouve au bord de la récession à la fin du troisième trimestre. En Chine, le taux de croissance du PIB supérieur à 6% au deuxième trimestre résulte d'une base de comparaison annuelle très favorable, l'activité ayant quasiment stagné durant le confinement il y a un an. Un climat généralisé d'incertitude à la suite des tensions géopolitiques et du caractère modéré des mesures publiques de soutien semble empêcher un rebond plus significatif de l'économie chinoise. Au Japon, la conjoncture évolue plutôt favorablement, soutenue par les augmentations de salaires les plus élevées depuis trois décennies, ainsi que la faiblesse du yen.

VENTES AU DÉTAIL AUX ETATS-UNIS



Source : U.S. Census Bureau, Bloomberg

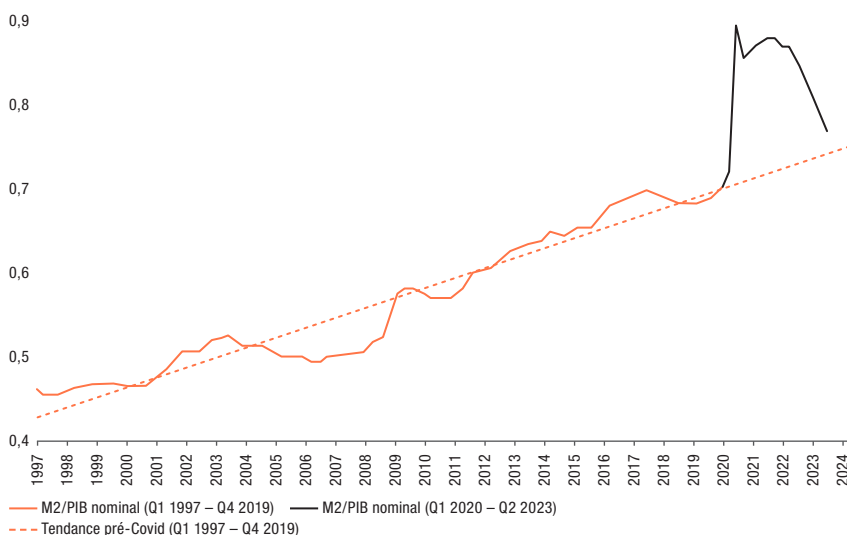
Aux Etats-Unis, la consommation domestique demeure le principal moteur de la croissance économique. En effet, l'entrée en force affichée par les dépenses des ménages au mois de juillet fut telle qu'une croissance positive du PIB sur l'ensemble du troisième trimestre semble quasiment assurée. Ce n'est pas la première fois que les Américains surprennent par leur volonté inébranlable de consommer encore et encore, nonobstant le renchérissement significatif du coût de la vie et le durcissement des conditions de financement. L'offre sans cesse croissante de nouveaux services de consommation, souvent peu corrélés entre eux et accessibles même à des budgets plus restreints, renforce en outre le caractère robuste de la principale composante du PIB américain. En plus de la consommation privée, les dépenses publiques constituent un facteur de soutien devenu permanent, bien que le niveau élevé du déficit budgétaire, s'établissant à 8% du PIB, résulte davantage d'une réduction des recettes que d'une expansion des dépenses. Les investissements des entreprises se mettent par contre à stagner, subissant l'impact de la hausse des taux d'intérêt et du ralentissement de la croissance des bénéfices. Enfin, les exportations sont affaiblies par la force du dollar et le ralentissement de la demande mondiale, ne constituant guère un facteur de soutien dans l'environnement économique actuel.

ECART ENTRE LE DÉBUT D'INVERSION DE LA COURBE DES TAUX D'INTÉRÊT ET L'ENTRÉE EN RÉCESSION AUX ETATS-UNIS

Récession	Début d'inversion de la courbe des taux d'intérêt	Début de la récession	Ecart (nombre de mois)
Janvier 1970 – Novembre 1970	Déc-68	Janv-70	13
Décembre 1973 – Mars 1975	Juin-73	Déc-73	6
Février 1980 – Juillet 1980	Nov-78	Févr-80	15
Août 1981 – Novembre 1982	Oct-80	Août-81	10
Août 1990 – Mars 1991	Juin-89	Août-90	14
Avril 2001 – Novembre 2001	Juill-00	Avril-01	9
Janvier 2008 – Juin 2009	Août-06	Janv-08	17
Mars 2020 – Avril 2020	Juin-19	Mars-20	9
Moyenne des 8 récessions			11,6 (354 jours)
Récession 2023-2024 (écart moyen)	Nov-22	Oct-23	11,6
Récession 2023-2024 (écart maximal)	Nov-22	Avril-24	17

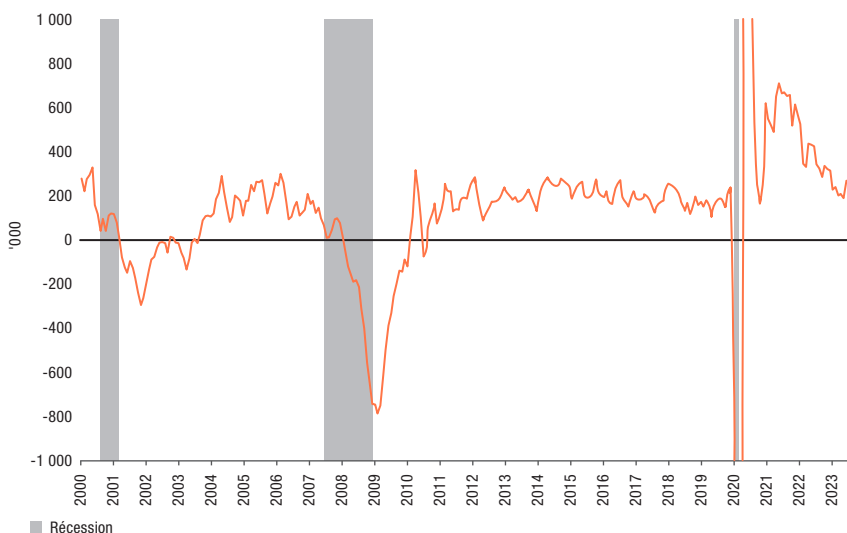
Source : Federal Reserve Bank of St. Louis, US Treasury, NBER, Jefferies

MASSE MONÉTAIRE ET PIB NOMINAL AUX ETATS-UNIS



Source : Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis, Jefferies

CRÉATIONS D'EMPLOIS AUX ETATS-UNIS



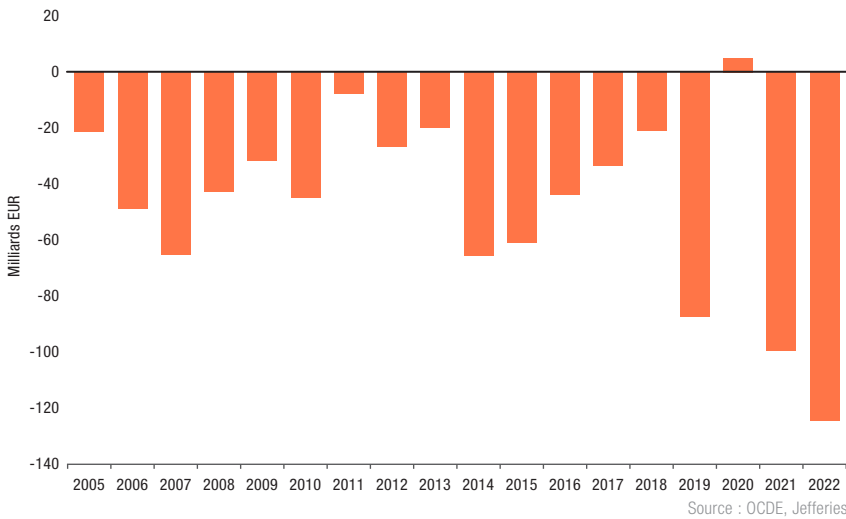
Source : Bureau of Labor Statistics, Bloomberg

Le comportement favorable de la consommation des ménages et l'absence de détérioration du marché de l'emploi incitent de plus en plus d'observateurs à réviser leur estimation de l'avènement d'une récession aux États-Unis malgré le signal d'alerte provenant des deux indicateurs précurseurs les plus fiables par le passé. En effet, une inversion de la courbe des taux d'intérêt durant au moins trois mois et un recul de minimum 1% en glissement annuel de l'indice composite des indicateurs avancés du Conference Board ont correctement prédit chacune des huit récessions de la période d'après-guerre. Néanmoins, le décalage entre le début de l'inversion de la courbe des taux et l'entrée en récession peut varier significativement, allant de 6 mois lors du premier choc pétrolier en 1973 à 17 mois lors de la crise financière de 2008. Si le décalage moyen de 11,6 mois devait s'appliquer au cycle actuel, la contraction de l'activité débuterait au courant du mois d'octobre de cette année. Si l'écart approchait le niveau maximal de 17 mois enregistrés lors de la crise des « sub-primes », le PIB afficherait encore deux trimestres additionnels de croissance positive avant d'entamer une phase de repli à partir d'avril 2024.

Plusieurs facteurs plaident en faveur d'un laps de temps plus long que par le passé entre le début de l'inversion de la courbe des taux d'intérêt et l'entrée en récession. La surabondance de liquidités au sein du système financier suite au stimulus monétaire et fiscal record durant la pandémie constitue le premier facteur susceptible de prolonger la durée du cycle actuel. Cela étant dit, la hausse des taux d'intérêt et la contraction du bilan de la Réserve fédérale ont engendré le recul le plus important de la masse monétaire depuis les années 1920, corrigeant en grande partie l'excès constitué précédemment. Ensuite, comparés à ceux des cycles antérieurs, les taux d'intérêt se situent malgré leur remontée à des niveaux plutôt modérés en termes réels, ce qui réduit leur impact restrictif sur l'activité conjoncturelle. Troisièmement, tant les ménages que les entreprises ont profité de la période de taux d'intérêt extrêmement bas durant l'ère Covid pour rallonger la durée de leurs dettes, réduisant ainsi leur sensibilité au durcissement des conditions monétaires. Enfin, les déficits budgétaires de la plupart des pays occidentaux, même si en baisse par rapport au pic atteint durant la pandémie, se situent toujours à des niveaux élevés, d'autant plus que les économies ne se trouvent pas actuellement en situation de récession.

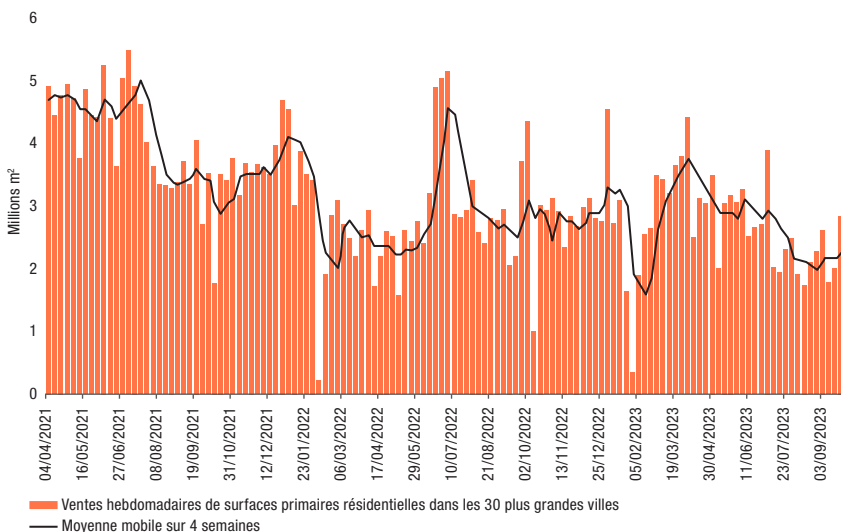
L'évolution du marché de l'emploi demeure le facteur clé susceptible de déterminer l'issue finale du ralentissement économique actuel. Jusqu'à présent, les signes de détérioration restent plutôt modérés, ce qui explique pourquoi la thèse de l'atterrissage en douceur a progressivement pris le dessus. Les principaux signes de faiblesse proviennent du ralentissement tant des créations d'emplois que du nombre de postes intérimaires, ces derniers constituant souvent un bon indicateur précurseur. Néanmoins, les bases de comparaison sont toutes fort élevées, relativisant partiellement le ralentissement récent qui, de plus, fut remis en question par la réaccélération des dernières statistiques publiées pour septembre. Les demandes d'allocations au chômage demeurent également à des niveaux très bas, suggérant que les entreprises qui désespéraient de pouvoir trouver de la main-d'œuvre durant le boom de la pandémie, hésitent à procéder à des licenciements malgré la détérioration de leur rentabilité. Cela étant dit, il ne faudra pas oublier que le marché de l'emploi a de tout temps fait office d'indicateur retardé, reflétant la performance économique du passé et donnant peu d'indices concernant l'évolution future. Si les récents signes timides de modération de la consommation des ménages devaient se confirmer, le marché de l'emploi ne resterait guère aussi ferme qu'il ne l'a été jusqu'à présent.

FLUX NETS D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN ALLEMAGNE



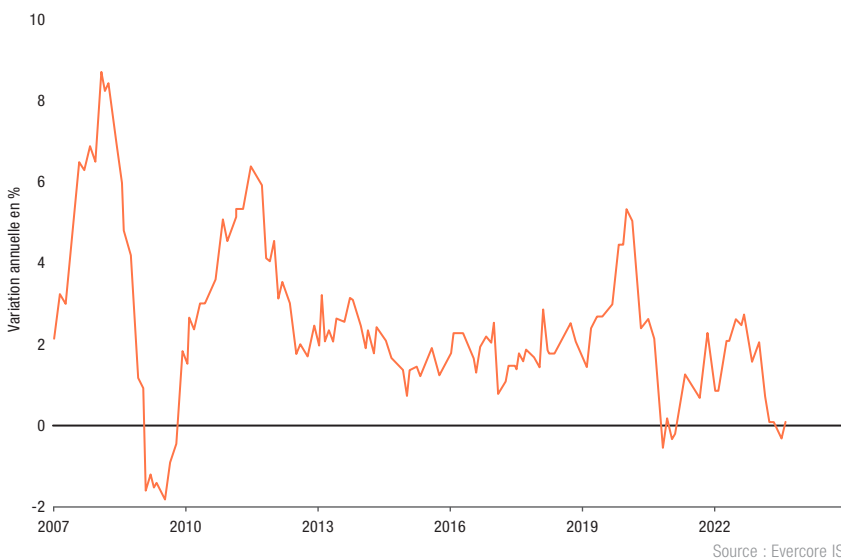
Dans la zone euro, le ralentissement économique s'avère nettement plus prononcé qu'aux États-Unis. Des coûts énergétiques plus élevés depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie et un déficit budgétaire un peu moins excessif pénalisent le taux de croissance du vieux continent qui semble proche de la récession à la fin du troisième trimestre. Le principal « enfant à problèmes » est devenu l'Allemagne qui a perdu son rôle de locomotive de la zone euro. Au-delà du ralentissement cyclique auquel la première puissance économique européenne ne peut naturellement pas échapper, vu l'importance de son secteur industriel, le pays est également affecté par des problèmes plus profonds, qui le rendent de moins en moins attractif pour des investissements nouveaux, la principale source de croissance à long terme. Depuis des années, les investissements des entreprises étrangères en Allemagne sont inférieurs à ceux des entreprises allemandes à l'étranger, et ce phénomène s'accroît. Des infrastructures publiques vétustes, un manque chronique de personnel qualifié, une bureaucratie de plus en plus lourde et la montée de l'extrême droite constituent autant de facteurs signalant la nécessité de remettre en question un modèle économique qui est trop axé sur le succès des exportations et qui a perdu de vue le besoin permanent d'une amélioration des conditions de travail à l'intérieur même du pays.

VENTES DE LOGEMENTS EN CHINE



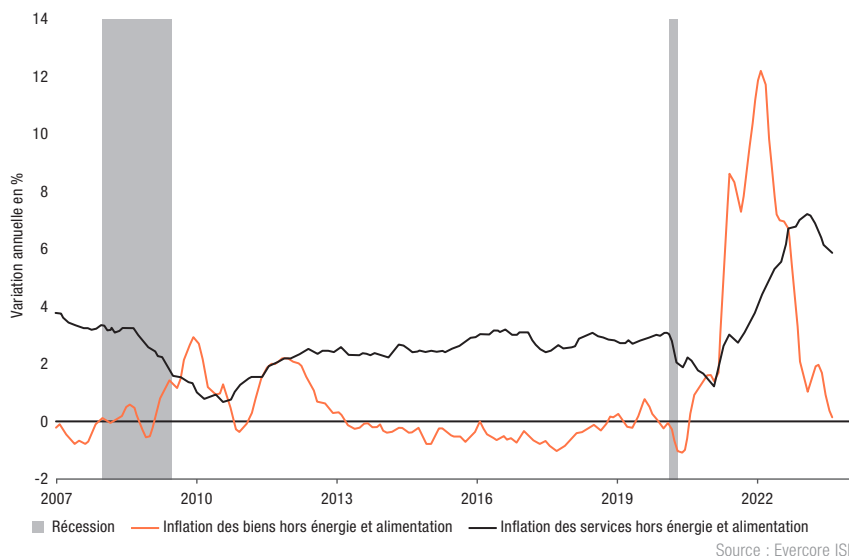
En Chine, la situation économique demeure compliquée. Après que le rebond économique post-Covid se soit rapidement estompé en début d'année, les autorités publiques ont multiplié les mesures de soutien afin de relancer l'activité. Mais au lieu de mettre en place de vastes programmes impliquant une forte augmentation de l'endettement, les pouvoirs publics ont préféré procéder par étapes successives en ajustant les leviers ici et là, avec des effets sur la conjoncture qui sont globalement restés mitigés. Cela ne veut pas dire que la croissance économique est complètement atone, le tourisme domestique à titre d'exemple ayant réatteint le niveau d'avant la pandémie. Il n'empêche qu'une véritable dynamique de croissance ne semble pas prête à s'installer, vu la poursuite d'un sentiment généralisé d'incertitude au sein de la population résultant des tensions géopolitiques persistantes et des difficultés à stabiliser le marché immobilier toujours en détresse. A l'entame du quatrième trimestre, le gouvernement de Pékin a d'ailleurs laissé entrevoir qu'il préparait des mesures additionnelles de soutien afin d'assurer la réalisation de l'objectif d'une progression du PIB de 5% en 2023.

INFLATION EN CHINE



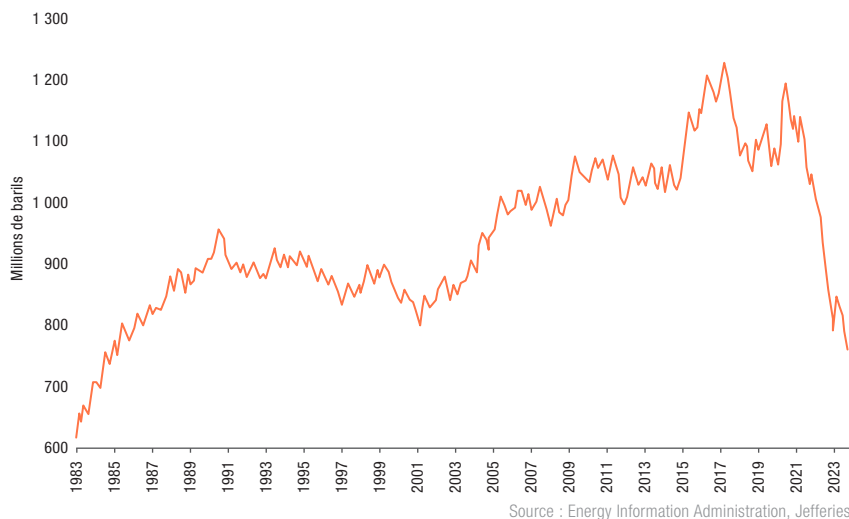
La stagnation de l'inflation en Chine depuis le mois d'avril a incité bon nombre d'observateurs à se demander si le pays pourrait entrer dans une période prolongée de déflation similaire à celle enregistrée par le Japon pendant une trentaine d'années, après l'éclatement de la bulle financière et immobilière en 1990. En effet, les similitudes entre la Chine d'aujourd'hui et le Japon de l'époque paraissent nombreuses : une bulle immobilière massive difficile à dégonfler, une abondance de créances douteuses au sein des bilans des banques, le défi de passer d'une économie tirée par les investissements et les exportations à une économie portée par la consommation domestique, la détermination à vouloir éviter des crises financières ce qui, généralement, tend à ralentir les processus d'assainissement, un secteur automobile en effervescence attaquant les marchés à l'étranger, une évolution démographique réduisant le potentiel de croissance économique et un taux d'inflation proche de 0%. Cela étant dit, le régime autocratique de Xi Jinping n'est certes pas comparable à la démocratie solidement ancrée au Japon, faisant en sorte que le gouvernement de Pékin va recourir à des leviers autres que ceux actionnés par les autorités nipponnes, avec un résultat pouvant diverger considérablement de celui observé au Japon.

INFLATION AUX ETATS-UNIS



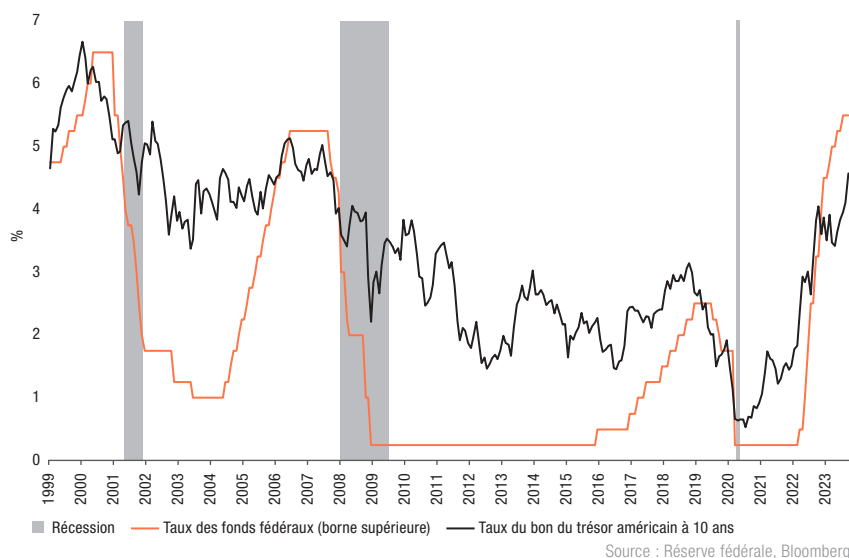
Conformément aux attentes, l'inflation a considérablement ralenti au cours de cette année. Ainsi, aux États-Unis, la hausse des prix a reculé d'un sommet de 9,1% en juin 2022 à 3,7% en septembre 2023. Dans la zone euro, l'inflation avait atteint son pic à 10,6% en octobre 2022, pour baisser à 4,3%. Les hausses de prix touchant les biens de consommation se sont particulièrement atténuées, alors que l'inflation des services, étroitement liée à l'évolution des salaires, s'est avérée plus tenace, réduisant ainsi la modération de l'inflation hors énergie et alimentation. A partir des niveaux actuels, les prévisions pour l'évolution future de l'inflation deviennent plus compliquées. Si on prend le cas des États-Unis, l'inflation de la composante du coût du logement, faisant à peu près 30% du taux d'inflation global et réagissant généralement avec un léger décalage par rapport à l'évolution des derniers loyers demandés, devrait se détendre considérablement dans les mois à venir et pourrait même devenir négative à partir du deuxième semestre de 2024. Si, de son côté, le marché de l'emploi devait rester ferme, la ténacité de l'inflation des services hors coût du logement, une cible explicitement mentionnée par le président de la Réserve fédérale Jerome Powell, pourrait par contre ralentir considérablement la tendance désinflationniste actuelle. Puis reste encore la composante énergétique qui, elle aussi, est exposée à de multiples incertitudes.

STOCKS TOTAUX DE PÉTROLE BRUT AUX ETATS-UNIS (Y COMPRIS LA RÉSERVE STRATÉGIQUE)



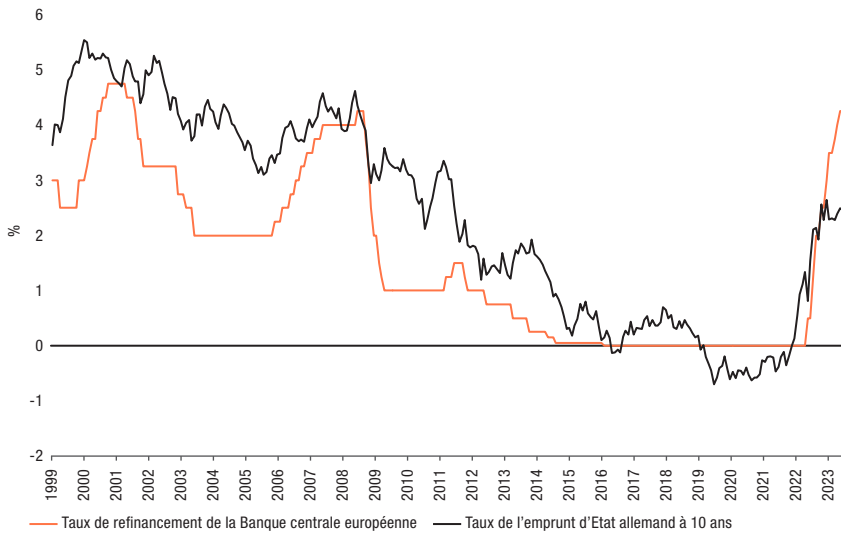
Au cours du troisième trimestre, les prix du pétrole brut ont rebondi de quasiment 30%, inversant leur tendance baissière en place depuis juin 2022. Depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les incertitudes concernant l'évolution des prix énergétiques ont considérablement augmenté. Alors qu'une fin prochaine du conflit russo-ukrainien n'est toujours pas en vue, un deuxième chantier majeur vient de s'ouvrir au Proche-Orient après les attaques de l'organisation islamiste palestinienne Hamas sur Israël. Actuellement, il est trop tôt pour pouvoir estimer si la confrontation va rester confinée aux deux protagonistes en question, ou si elle pourrait s'étendre à d'autres pays, comme par exemple l'Iran, un des principaux sponsors du Hamas. Dans le cas d'un élargissement du conflit, une hausse supplémentaire des prix pétroliers serait plus que probable. S'ajoute à cela le plus bas niveau des stocks totaux de pétrole brut aux États-Unis (y compris la réserve stratégique) depuis le milieu des années 80, accentuant la précarité de l'équilibre entre offre et demande. La vigilance accrue de la Russie et de l'Arabie Saoudite, qui n'hésitent pas à réduire la production au moindre signe d'affaiblissement de la demande, dans une économie mondiale où les combustibles fossiles représentent toujours 82% de la consommation totale d'énergie primaire, contribue également à maintenir les prix sous tension.

POLITIQUE MONÉTAIRE AUX ETATS-UNIS



La Réserve fédérale américaine a procédé à une hausse additionnelle de ses taux directeurs au troisième trimestre, augmentant la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 5,25% – 5,50%. Bien que, lors de la dernière réunion du comité monétaire en septembre, le président Jerome Powell n'ait pas exclu une remontée supplémentaire des taux directeurs, son principal message portait davantage sur les perspectives à plus long terme, en suggérant des taux d'intérêt durablement plus élevés. En refroidissant ainsi les espoirs d'un relâchement monétaire significatif en 2024, et peut-être même au-delà, le plus haut responsable monétaire américain a déclenché un redressement supplémentaire des taux d'intérêt à long terme aux niveaux les plus élevés depuis août 2007. Des taux longs proches de 5% et un taux hypothécaire fixe sur 30 ans de presque 8%, pourraient constituer des conditions monétaires suffisamment restrictives pour empêcher la Réserve fédérale de remonter encore plus les taux à court terme. Une éventuelle dernière hausse des taux directeurs au cours de cette année dépendra principalement de l'évolution de l'inflation et du marché de l'emploi au quatrième trimestre.

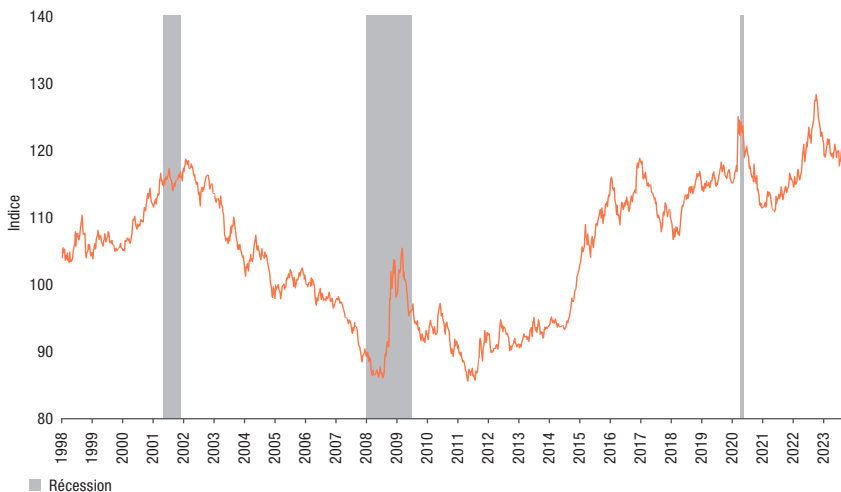
POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO



Source : Banque centrale européenne, Bloomberg

La Banque centrale européenne a poursuivi la hausse de ses taux directeurs à deux reprises au troisième trimestre, portant le taux de dépôt à 4% et le taux de refinancement à 4,5%. Lors de la réunion de septembre, la présidente Christine Lagarde a déclaré pour la première fois que les taux d'intérêt avaient désormais atteint un niveau suffisamment élevé qui, si maintenu suffisamment longtemps, devrait permettre le retour de l'inflation vers l'objectif de 2%. Bien que le niveau des taux dans la zone euro soit toujours inférieur à celui aux États-Unis, ces propos suggèrent la fin du cycle de resserrement monétaire de la BCE. En effet, contrairement aux États-Unis, les signes de récession sont plus marqués en Europe, l'Allemagne présentant les indices les plus apparents. En outre, la faiblesse du marché immobilier est encore plus prononcée côté européen, la plupart des indicateurs suggérant un effondrement de l'activité dans le secteur de la construction en 2024. Par conséquent, les responsables monétaires européens semblent vouloir éviter un durcissement additionnel des conditions monétaires bien que la croissance des salaires demeure élevée dans la plupart des pays de la zone euro. Le retour de l'inflation vers l'objectif de 2% dépendra dès lors de l'ampleur de la récession qui semble se profiler.

INDICE DU DOLLAR AMÉRICAIN PONDÉRÉ EN FONCTION DES ÉCHANGES COMMERCIAUX



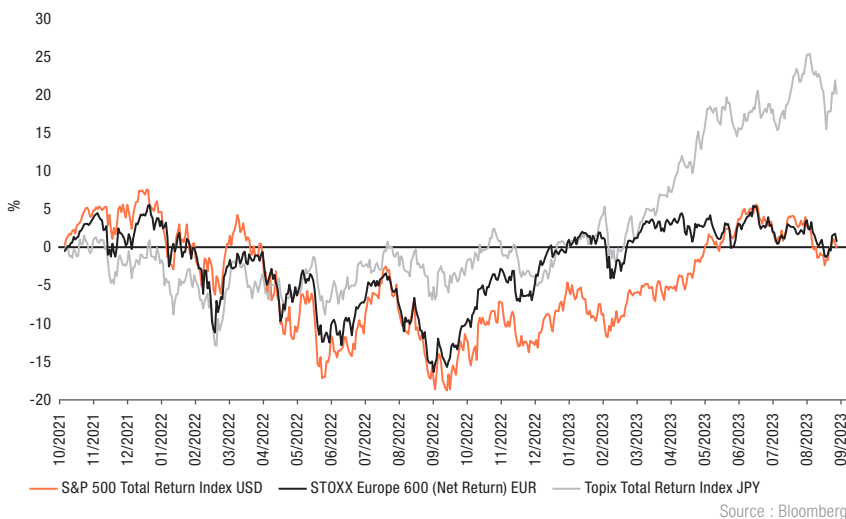
Source : Federal Reserve, Cornerstone Macro

Actuellement, la situation de l'économie mondiale ressemble fortement à celle de la période marquant la fin des années 1990 et le début des années 2000. A l'époque, les politiques monétaires des principales banques centrales étaient également restrictives, les taux d'intérêt à court et à long terme augmentaient, les prix pétroliers s'appréciaient et le dollar se renforçait contre la plupart des autres devises mondiales. Une autre similitude était la thèse selon laquelle la hausse des taux d'intérêt n'allait pas déclencher une récession, la révolution technologique engendrant des gains de productivité durablement élevés empêchant l'activité de se contracter. Aujourd'hui, ce sont les activités de services peu cycliques et de plus en plus dominantes au sein de nos économies modernes qui sont censées empêcher une récession. A l'époque, bien que la consommation domestique américaine fût également très résiliente, elle finit par ne plus pouvoir empêcher une contraction du PIB, qui fut certes modérée, mais suffisante pour déclencher une deuxième vague baissière sur les marchés boursiers, engendrant ainsi des chutes significatives des cours des actions affectant même ceux épargnés jusque-là. Cette fois-ci encore, il y a de fortes chances que le resserrement monétaire finisse par prendre le dessus et déclenche une récession, au terme de laquelle un nouveau cycle de croissance pourra advenir.



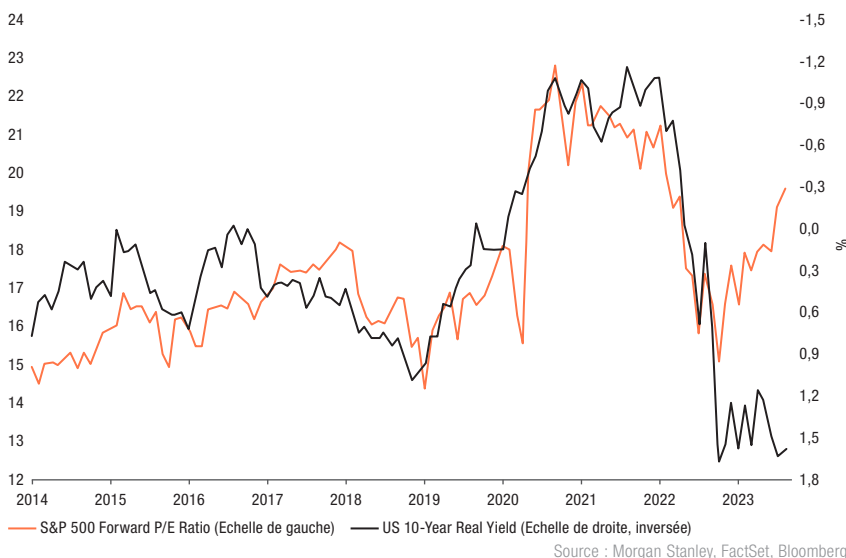
Marchés financiers

EVOLUTION DES MARCHÉS AMÉRICAIN, EUROPÉEN ET JAPONAIS SUR 2 ANS



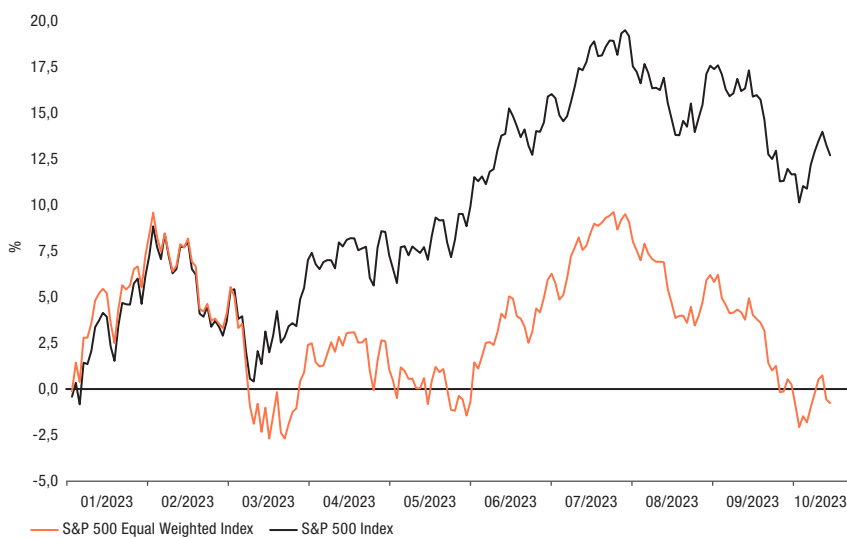
Les marchés boursiers ont marqué une pause au cours du troisième trimestre, l'indice mondial actions régressant de quelque 0,5 % en euro et de 3,5 % en USD. En monnaie locale, le marché japonais a connu la meilleure performance, avec une progression de près de 2,5 %, alors que les marchés américain et européen étaient en baisse de respectivement 3,3 % et 2,1 %. A l'intérieur des marchés l'engouement pour la thématique de l'intelligence artificielle s'est quelque peu calmé, entraînant une baisse du secteur de la technologie. Le secteur de l'énergie a par contre profité du rebond des prix pétroliers. A noter par ailleurs la mauvaise performance des valeurs de consommation de base, affectées par la remontée des taux longs et par des craintes sur un éventuel impact négatif sur leur chiffre d'affaires de la nouvelle classe de médicaments amaigrissants.

TAUX RÉELS ET RATIO COURS/BÉNÉFICE DU MARCHÉ AMÉRICAIN



La plupart des indices ont corrigé de quelque 5 % à 10 % depuis leur niveau le plus haut mais continuent à enregistrer des performances positives sur l'année. La hausse des indices boursiers depuis le début de l'année repose essentiellement sur la hausse des multiples de valorisation, et non pas sur une hausse des bénéfices des entreprises. Ces derniers sont aujourd'hui quelque 10 % en-dessous des prévisions des analystes d'il y a un an. L'augmentation des coûts salariaux et financiers ne pointe par ailleurs pas vers une amélioration des marges bénéficiaires. Les analystes tablent par contre sur une hausse de quelque 14 % des bénéfices des sociétés du S&P 500 en 2024 et 2025. Une telle croissance des bénéfices est rare en temps normal. Elle semble particulièrement irréaliste au vu du ralentissement de la conjoncture mondiale.

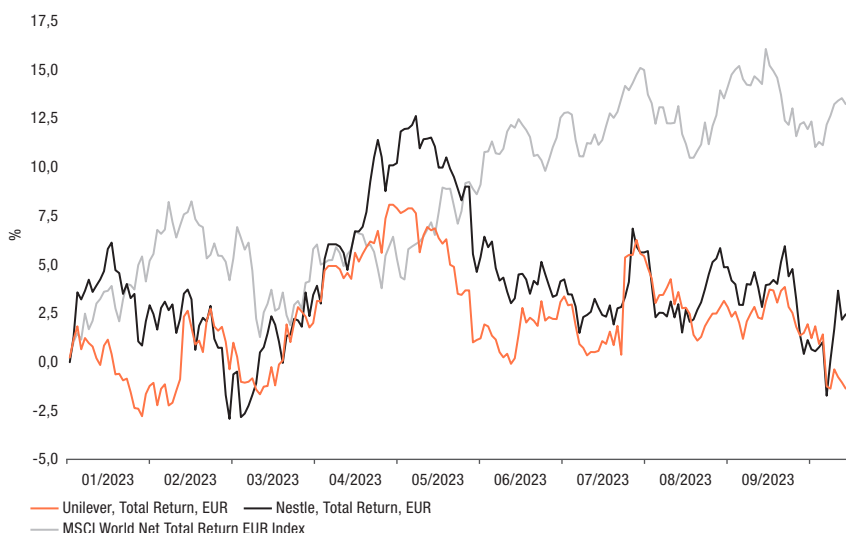
S&P 500 ET S&P 500 ÉQUIPONDÉRÉ



Source : Bloomberg

Une hausse des multiples est très rare dans un environnement où les taux d'intérêt à court et long terme augmentent. Elle s'explique par le fait que les intervenants ont progressivement écarté le scénario de récession de l'économie américaine au profit d'un scénario d'atterrissage en douceur. La hausse des indices est par ailleurs très étroite et se limite à un nombre relativement restreint de valeurs, à commencer par les valeurs technologiques qui ont pleinement profité de l'engouement autour de l'intelligence artificielle. Aux Etats-Unis notamment, le ratio entre le S&P 500 équipondéré et le S&P 500 est tombé à son niveau le plus bas depuis la pandémie. Les indicateurs ayant traditionnellement caractérisé le début d'un nouveau marché haussier, une surperformance des actions de petite capitalisation et un nombre important de titres participant à la hausse, sont ainsi absents dans la hausse des indices en 2023. Ceci semble montrer que le rebond des cours boursiers observé depuis octobre de l'année dernière n'est qu'un rallye temporaire à l'intérieur d'un marché baissier.

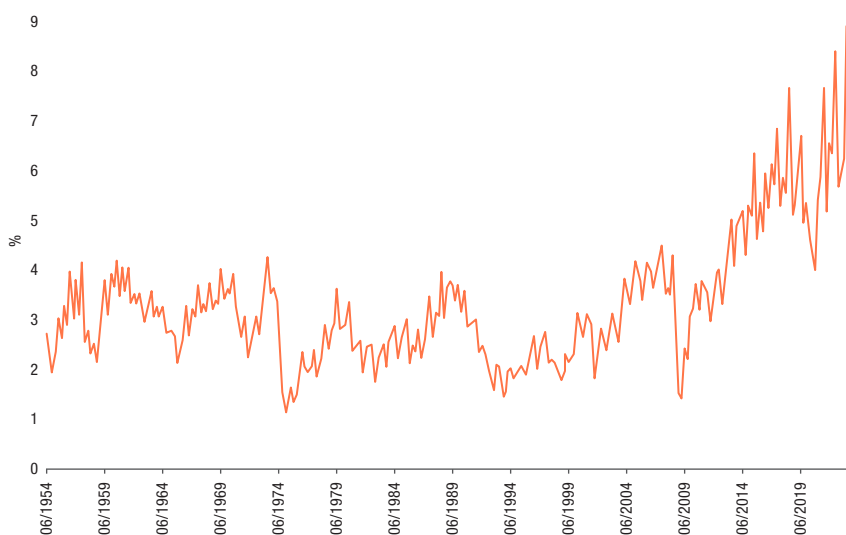
SOUS-PERFORMANCE DE NESTLÉ ET UNILEVER DEPUIS AVRIL



Source : Bloomberg

La faiblesse des secteurs défensifs, telles que la santé ou la consommation de base, offre des opportunités d'achat. Dans la mesure où les entreprises dans ces secteurs offrent généralement une bonne visibilité en matière de bénéfices, leurs actions sont généralement considérées comme des actifs à durée élevée. En tant que tel, elles sont souvent délaissées dans des périodes de remontée des taux longs, l'argument étant qu'une telle remontée augmente le taux d'actualisation de leurs bénéfices futurs et diminue dès lors leur valeur présente. A noter qu'une telle remontée des taux longs ne les affecte aucunement en tant qu'entreprise étant donné qu'elles sont en général faiblement endettées et peu affectées par un éventuel ralentissement conjoncturel que la hausse des taux pourrait induire. En tant que valeurs défensives, elles ont en outre été délaissées dans un environnement où le consensus s'est dirigé vers un scénario d'atterrissage en douceur de l'économie. Leurs qualités défensives devraient retrouver la faveur des investisseurs en cas de remise en question d'un tel scénario. Ce n'est pas pour rien que bon nombre de ces entreprises figurent parmi les 'dividend aristocrats', groupe composé d'entreprises ayant un historique de versement de dividendes croissants sur plusieurs décennies, indépendamment du contexte économique.

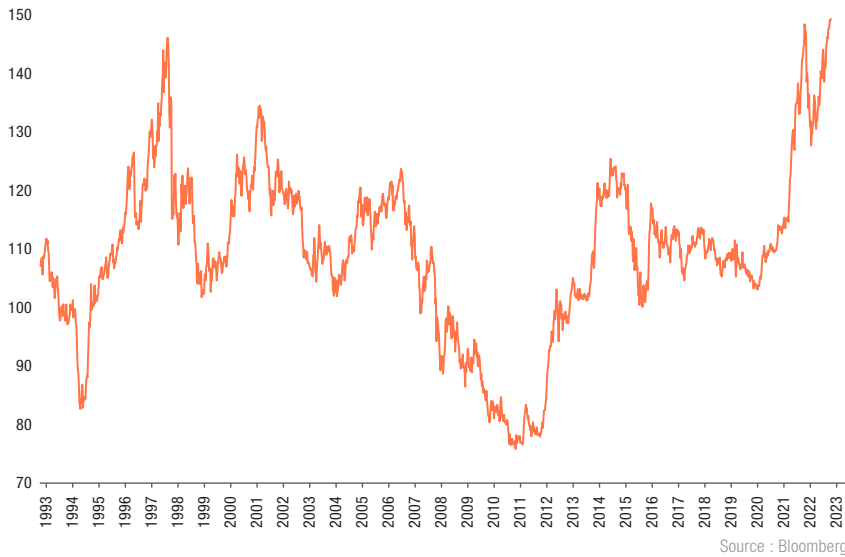
MARGES BÉNÉFICIAIRES DES SOCIÉTÉS JAPONAISES



Source : CLSA, MoF

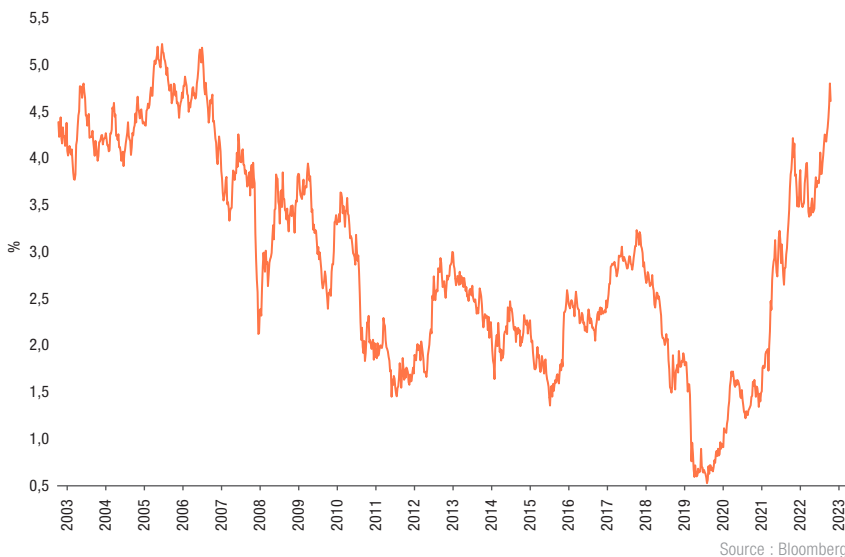
Le marché japonais continue de surperformer la plupart de ses homologues. L'argument principal en faveur du marché japonais a trait à l'amélioration de la gouvernance d'entreprise. Par le passé, les entreprises japonaises étaient davantage préoccupées par l'augmentation de leurs parts de marché que par la maximisation de leurs profits. Ceci se traduisait par des investissements élevés, une mauvaise allocation du capital et une rentabilité faible. Les choses ont changé et les entreprises font aujourd'hui preuve d'une grande discipline en matière d'allocation de capital. L'augmentation de la rentabilité sur capitaux employés et une croissance du bénéfice par action plus importante que dans le reste du monde en sont le résultat. Les entreprises japonaises enregistrent aujourd'hui des marges bénéficiaires proches de leur plus-haut historique alors que leurs dépenses d'investissement nettes sont faibles. Ceci leur laisse énormément d'argent à retourner à leurs actionnaires. En même temps, la pression de ces actionnaires augmente, avec l'apparition d'investisseurs activistes.

COURS DU CHANGE DU YEN PAR RAPPORT AU DOLLAR



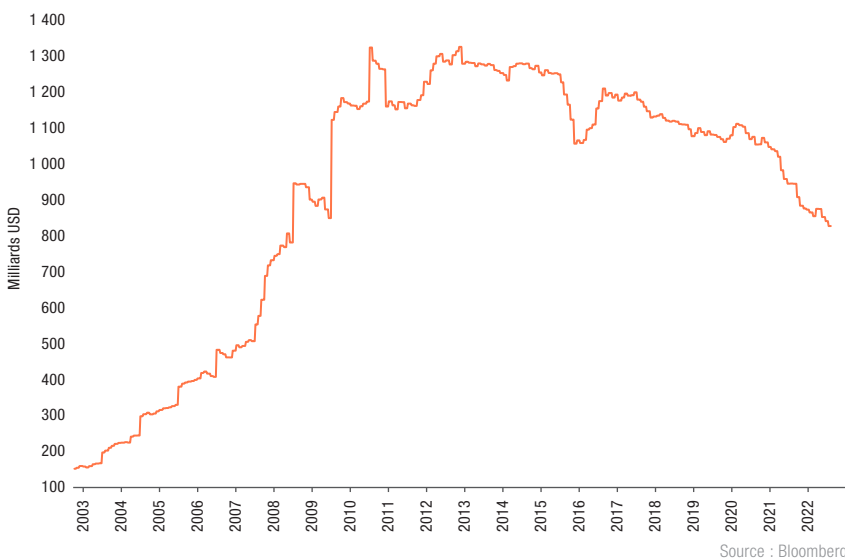
La bonne performance du marché japonais en monnaie locale a été en partie annihilée par la dépréciation du yen. Depuis le début de l'année dernière, ce dernier a perdu plus de 20 % de sa valeur par rapport à l'euro et au dollar. La chute du yen s'explique par l'augmentation du différentiel d'intérêt avec les autres monnaies, la Banque du Japon refusant jusqu'à présent de resserrer sa politique monétaire. Les choses devraient cependant changer dans les mois à venir, avec la fin du resserrement monétaire à l'Ouest et la possibilité de voir la Banque du Japon modifier sa politique monétaire sous son nouveau gouverneur. La politique de contrôle de la courbe des taux semble notamment de moins en moins tenable. Une telle modification de la politique monétaire entraînerait une hausse des taux obligataires et une appréciation du yen. Contrairement à ce que l'on pourrait croire, ces développements seraient favorables pour le marché boursier. Le premier inciterait les investisseurs institutionnels locaux à réorienter leurs portefeuilles vers les actions, le deuxième à rapatrier des capitaux de l'étranger.

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



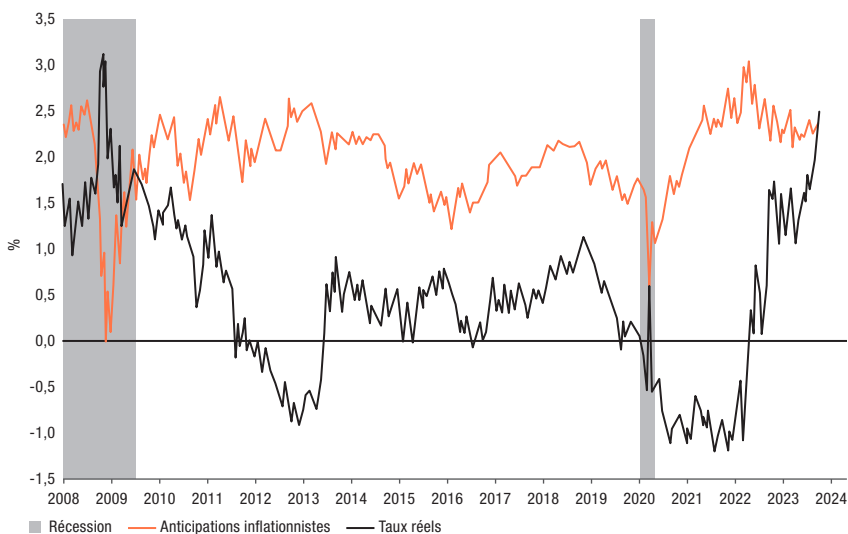
Le fait marquant du troisième trimestre fut la poursuite de la remontée des taux d'intérêts à long terme qui avait démarré en avril. La résilience de l'activité économique aux Etats-Unis et les déclarations des banques centrales allant dans le sens d'un maintien de leurs taux directeurs à un niveau élevé pendant plus longtemps ont entraîné un net redressement des taux longs. Le taux de référence à 10 ans est ainsi passé de 3,84 % à 4,57 % aux Etats-Unis, son niveau le plus élevé depuis 2007, et de 2,39 % à 2,84 % en Allemagne. Aux Etats-Unis, la courbe des taux est dès lors devenue moins inversée. Dans la mesure où les attentes d'un relâchement rapide de la politique monétaire de la Réserve fédérale ont été refroidies, il y avait moins de raisons à ce que les taux longs s'établissent à des niveaux largement inférieurs aux taux courts. Depuis son plus-haut de 2020, l'indice des emprunts d'Etat américain à longue échéance a ainsi reculé de moitié. Une telle chute n'a jamais été enregistrée par le passé. Ceci illustre cependant aussi les excès des marchés obligataires en 2020/2021, avec des rendements largement négatifs en termes réels.

EMPRUNTS D'ETAT AMÉRICAINS DÉTENUS PAR LA CHINE



Il est difficile de savoir avec certitude si la hausse récente des taux obligataires est due à une insuffisance de la demande ou à un excès d'offre d'emprunts. De plus en plus d'observateurs s'inquiètent des besoins sans cesse croissants des Etats, besoins qui se traduisent par une dette publique élevée et des déficits budgétaires importants. Aux Etats-Unis, le déficit budgétaire s'élève ainsi à quelque 8 % du PIB, malgré un taux de chômage historiquement bas, une situation jamais vue par le passé. Se pose dès lors la question de savoir qui va acheter tous les emprunts censés financer ces déficits, surtout à un moment où les banques centrales ont arrêté leurs achats d'obligations et déclarent au contraire vouloir réduire la taille de leurs bilans. Quant aux pays émergents, leurs achats d'emprunts d'Etat américains sont en net recul. Malgré un surplus commercial historiquement élevé, la Chine n'a ainsi pas augmenté ses achats d'emprunts américains, préférant recycler son surplus en pétrole et en or. La façon dont le marché obligataire américain réagira à des chiffres économiques plus mauvais sera dès lors intéressante à observer. Un recul des taux longs confirmerait que les emprunts d'Etat américains maintiennent leur caractère de valeur refuge en cas de récession.

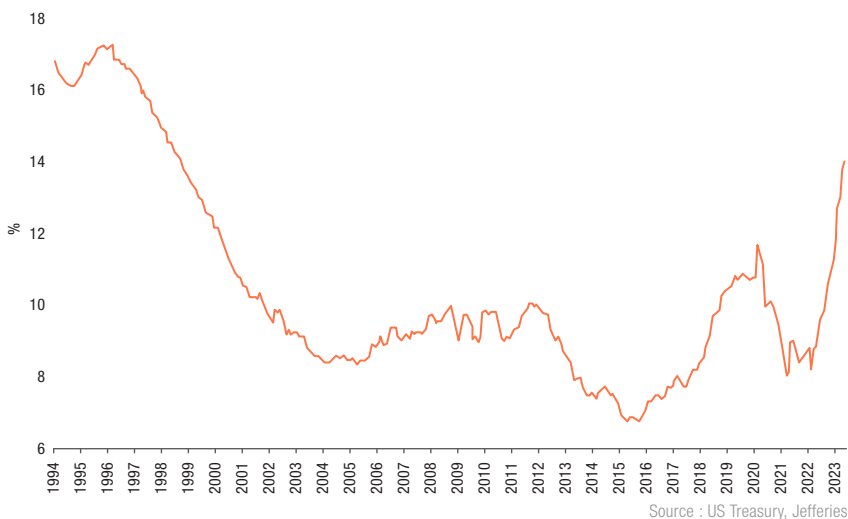
ANTICIPATIONS INFLATIONNISTES ET TAUX RÉELS AUX ETATS-UNIS



Source : Minack Advisors, Federal Reserve, Bloomberg, NBER

La remontée des taux d'intérêt à long terme ne semble néanmoins pas soutenable. L'économie américaine est souvent considérée comme une économie de taux longs, l'idée étant que l'évolution des taux longs est nettement plus importante pour l'activité économique que celle des taux courts. Entre hausse des taux, ralentissement de la croissance et recul de l'inflation, les taux longs et le taux directeur de la Réserve fédérale sont aujourd'hui supérieurs à la croissance nominale. Ceci crée une dynamique économique et fiscale dangereuse. Sur le plan financier, la hausse des taux longs commence par ailleurs à avoir un impact sur les emprunts du secteur privé et sur le coût du crédit pour les petites entreprises. En même temps, les signes de problèmes croissants dans le domaine de la private equity s'accroissent. A cet égard, il importe de noter que l'industrie du private equity ne s'est développée que sur les quelques dernières décennies, c'est-à-dire dans un environnement où les taux d'intérêt ont soit reculé, soit se sont établis à un niveau faible. De manière plus générale, de nombreux crédits ont vu le jour dans le système bancaire parallèle au cours des dernières années, alors que ce système est nettement moins réglementé. Plus les taux d'intérêt resteront au niveau actuel, plus le risque d'un accident financier va augmenter.

PAIEMENT D'INTÉRÊTS SUR LA DETTE PUBLIQUE AMÉRICAINE EN % DES RECETTES FISCALES



Source : US Treasury, Jefferies

Etant donné la trajectoire du déficit fiscal dans les pays industrialisés, un retour à une politique monétaire plus expansive et à un nouvel assouplissement quantitatif semble préprogrammé à plus long terme. Les derniers mois ont ainsi montré que le marché semble avoir du mal à absorber les émissions d'obligations du Trésor américain sans l'aide de la Réserve fédérale. Entre politiques budgétaires expansives, financement de la transition énergétique, hausse des dépenses militaires et dépenses liées au vieillissement de la population, les besoins de financement des Etats ne feront que croître, entraînant un flux continu d'émissions d'emprunts sur le marché. En temps normal, ceci conduirait à une forte hausse des taux réels. Une telle hausse des taux réels signifierait cependant qu'une part de plus en plus importante des recettes fiscales devrait être consacrée au paiement d'intérêts sur la dette publique, situation difficilement tenable. Afin de réduire la pression sur les taux, il faudra que les banques centrales se remettent à acheter des emprunts. Dans un tel scénario, les marchés obligataires des pays émergents s'imposeraient de plus en plus comme une alternative à ceux des pays industrialisés. La forte surperformance de ces marchés depuis 2020, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et de raffermissement du dollar pourrait étonner, mais s'explique par des politiques monétaires et budgétaires nettement plus orthodoxes.

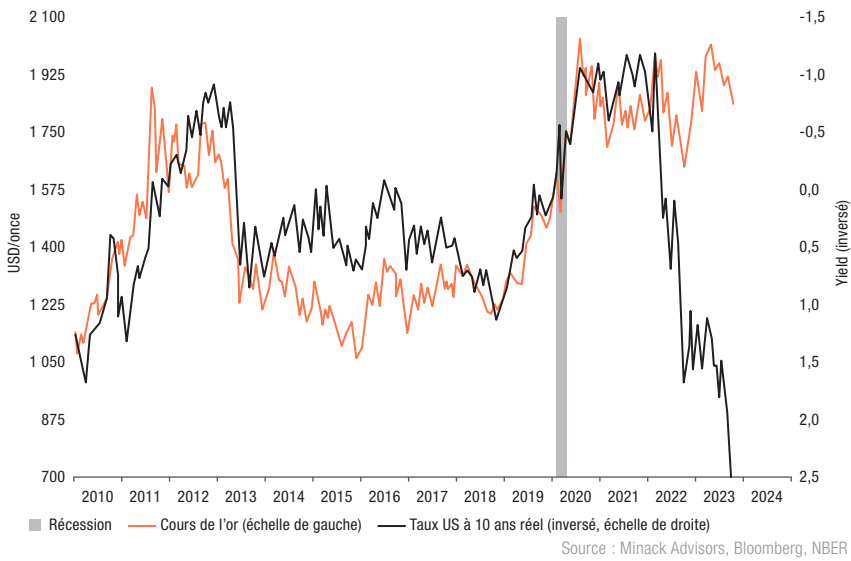
COURS DE L'OR



Source : Bloomberg

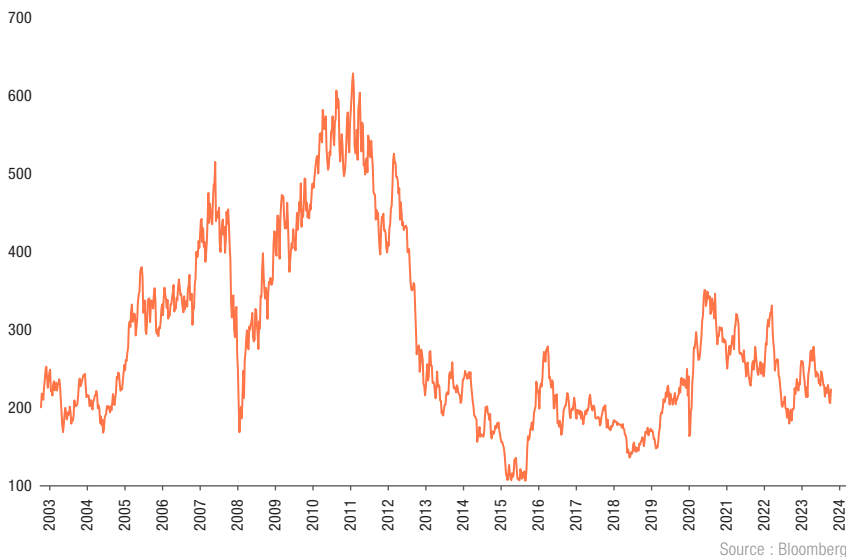
La remontée des taux d'intérêts et la force du dollar ont pesé sur le cours de l'or qui est passé de 2.050 à 1.820 \$/once entre début mai et début octobre, avant que la dégradation du contexte géopolitique ne le ramène au-dessus des 1.900 \$. Au vu de la corrélation historiquement étroite entre le cours du métal jaune et le niveau des taux d'intérêt en termes réels (ajustés pour l'inflation) et de la fermeté du dollar, les dégâts effectués par la remontée des taux réels (hausse des taux nominaux et recul de l'inflation) et du billet vert restent néanmoins limités. Le prix moyen de l'or devrait ainsi enregistrer un niveau record en 2023. Ceci tend à prouver que d'autres facteurs sous-tendent l'évolution du cours de l'or. Une première explication pourrait résider dans le fait que les investisseurs ne pensent pas que les taux réels puissent rester au niveau actuel pendant longtemps et que soit les taux nominaux vont baisser, soit l'inflation va remonter, faisant à nouveau baisser les taux réels. Ce dernier scénario correspondrait notamment à un contexte où la nécessité de financer des déficits croissants l'emporterait sur la volonté de la Réserve fédérale de maintenir l'inflation à un niveau bas. Comme indiqué supra, la fenêtre actuellement ouverte pour les banques centrales pour se montrer restrictives va progressivement se fermer.

COURS DE L'OR ET TAUX RÉELS



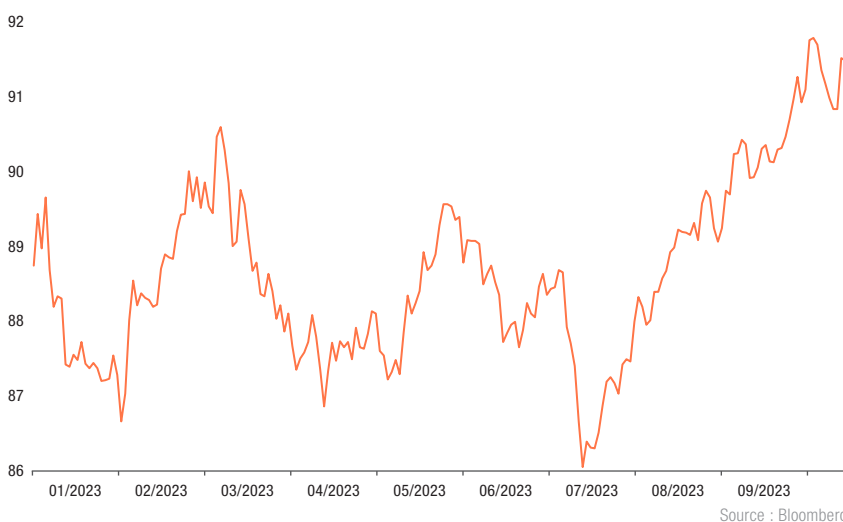
Une deuxième explication pourrait résider dans le fait que de nouveaux facteurs supportent aujourd'hui le cours de l'or, à commencer par les achats des banques centrales. Dans un monde multipolaire, où les liens géopolitiques sont moins stables, le gel des réserves de change de la Russie a convaincu de nombreux pays qu'il peut être important de détenir une part croissante de ses réserves de change dans un actif neutre, sans risque de contrepartie. Ceci semble une des raisons derrière le fait que les achats d'or des banques centrales ont atteint en 2022 leur niveau le plus élevé en plus de 50 ans. Si la demande d'investissement est bien affectée par le niveau des taux réels, sa faiblesse est donc plus que compensée par la demande physique (notamment en provenance des pays émergents) et les achats des banques centrales. Les achats ont été particulièrement élevés dans le cas des banques orientales. Outre la diversification de leurs réserves de change, leurs achats pourraient également être motivés par une éventuelle réintroduction de l'or dans l'architecture monétaire mondiale, sous l'impulsion de la Chine qui vise à établir une alternative au système financier basé sur le dollar. L'or se déplace ainsi de plus en plus vers l'Est.

EVOLUTION DE L'INDICE DES MINES D'OR SUR 20 ANS



Les entreprises aurifères ont sous-performé le cours de l'or. L'indice des mines d'or se situe aujourd'hui quelque 50 % en-dessous de son plus haut atteint en août 2011, nonobstant un cours de l'or nettement plus élevé. Les entreprises aurifères continuent ainsi à payer leurs erreurs du passé, malgré le fait qu'elles font aujourd'hui preuve d'une plus grande discipline en matière d'allocation du capital. Leur sous-performance récente s'explique toutefois aussi par la diminution de leurs marges bénéficiaires. Depuis le premier trimestre 2020, le cours de l'or a ainsi monté de quelque 20 %, alors que les coûts de production ont progressé de plus de 30 %, sous l'impact de la hausse des coûts salariaux et des coûts de l'énergie. Les entreprises de royalties offrent une manière d'investir dans l'industrie aurifère avec moins de risques opérationnels. Elles fournissent du financement à un producteur pour la construction d'une mine en échange d'un pourcentage sur les revenus ou sur la production de cette mine. Elles ne sont par contre pas exposées à une éventuelle hausse des coûts d'exploitation de la mine. Elles offrent également une diversification plus importante, étant donné qu'elles détiennent généralement des redevances sur un nombre important de mines.

EVOLUTION DE L'INDICE DU DOLLAR PONDÉRÉ PAR LES ÉCHANGES COMMERCIAUX



Dans la mesure où les taux longs ont davantage augmenté aux Etats-Unis que dans les autres pays, le dollar a bénéficié d'un élargissement du différentiel d'intérêt pour s'apprécier. Il est intéressant de noter que l'appréciation du dollar a été plus importante contre les monnaies des pays industrialisés que contre les monnaies des pays émergents. La faible appréciation du dollar par rapport à ces monnaies et la forte chute des cours des emprunts d'Etat américains pourraient confirmer qu'une part importante du monde est en train de s'écarter du système financier basé sur le dollar avec les emprunts d'Etat américains dans son centre. Si le dollar a bénéficié d'un différentiel d'intérêt plus important, le yen a subi le sort inverse, tombant à son niveau le plus bas contre dollar en plus de 30 ans. Sa forte chute a entraîné une hausse des prix à l'importation et diminué le pouvoir d'achat des ménages. La pression sur la Banque du Japon pour changer sa politique monétaire augmente dès lors. La monnaie nipponne est aujourd'hui fortement sous-évaluée et les récentes interventions des autorités japonaises en sa faveur semblent montrer qu'elles ne sont pas prêtes à tolérer une dépréciation supplémentaire.

Résumé

En résumé, le risque d'un ralentissement prononcé de la conjoncture mondiale demeure bien présent, avec la possibilité d'une entrée en récession dans le quatrième trimestre de l'année, voire au début 2024. Un positionnement défensif reste dès lors approprié. Un tel positionnement défensif se justifie d'autant plus que le scénario alternatif d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine est devenu le consensus et semble aujourd'hui intégré dans les cours.

Le resserrement monétaire des banques centrales touche à sa fin, mais un relâchement rapide ne semble pas à l'ordre du jour, à moins d'une dégradation rapide de la conjoncture mondiale. Si l'économie américaine réussit un atterrissage en douceur malgré un relèvement de plus de 5 % du taux directeur de la Réserve fédérale, les investisseurs devront par contre réviser à la hausse leur estimation sur le taux neutre et s'habituer à un environnement de taux d'intérêt durablement plus élevés. Aucun de ces scénarios ne semble particulièrement favorable aux marchés boursiers, à un moment où les multiples de valorisation ont remonté. Contrairement à ce qui fut le cas il y a quelques années, les investisseurs peuvent par ailleurs aujourd'hui trouver des rendements intéressants au sein des marchés monétaires et obligataires.

A l'intérieur des marchés boursiers, les valeurs défensives de qualité devraient retrouver la faveur des investisseurs, d'autant plus que leur valorisation relative est redevenue attrayante après leur sous-performance des derniers mois. Au niveau régional, les marchés asiatiques devraient profiter du recul des taux longs, d'une dynamique économique plus favorable à moyen et long terme et de niveaux de valorisation plus faibles. L'évolution de la gouvernance d'entreprise vers une meilleure prise en considération des actionnaires continuera à faire du marché japonais un des marchés les plus intéressants pour les années à venir. Une forte contraction de la conjoncture mondiale pourrait toutefois temporairement interrompre sa tendance haussière, étant donné que les bénéficiaires d'un grand nombre de sociétés nippones sont fortement exposés au cycle mondial.

A court terme, le cours de l'or pourrait rester volatil étant donné les tensions sur les taux longs aux Etats-Unis et la fermeté du dollar. La tendance haussière sur le cours du métal jaune semble néanmoins bien établie. Un investissement dans le métal jaune ne doit de toute façon jamais être vu 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° 177 – 4^e trimestre 2023

Perspectives

Clôture de rédaction :
16/10/2023

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