

# Perspectives

## Analyse des marchés financiers

---

### Environnement macro-économique

3

- La remarquable résilience de l'économie américaine semble se maintenir.
- Les autorités chinoises mettent en œuvre des mesures afin de stabiliser le marché immobilier et relancer la dynamique de croissance.
- L'atténuation de l'inflation a amorcé un cycle d'assouplissement monétaire des deux côtés de l'Atlantique.

---

### Marchés financiers

9

- La rotation observée sur les marchés boursiers au troisième trimestre devrait se poursuivre.
- Le principal risque pour les marchés boursiers est à l'heure actuelle d'ordre géopolitique.
- Le thème principal pour les marchés obligataires pour les années à venir sera de rechercher des alternatives aux emprunts d'Etat des pays industrialisés.

---

Visitez notre site internet

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

---

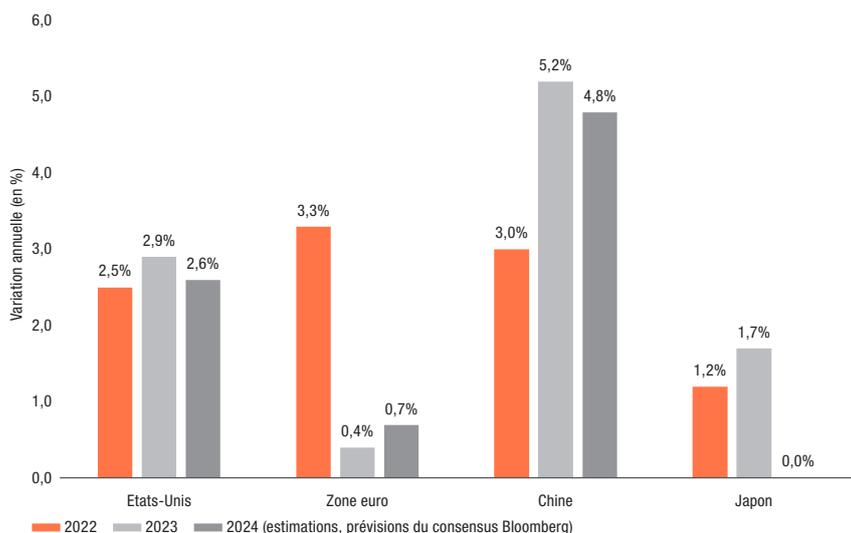
Une publication de

**BLI - Banque de Luxembourg Investments**



# Environnement macro-économique

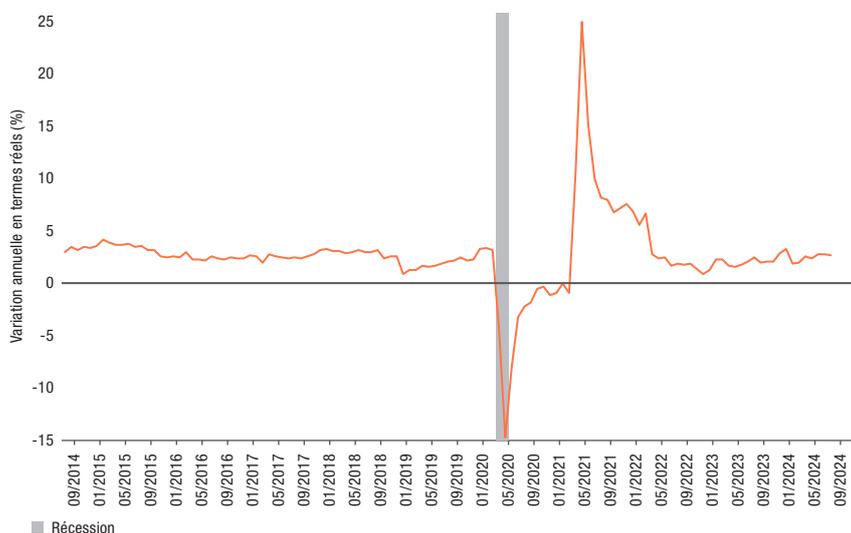
## CROISSANCE RÉELLE DU PIB



Source : Bloomberg

Bien que la croissance de l'économie mondiale ait été relativement modeste tout au long de cette année, un effondrement majeur de l'activité, lié à une récession dans l'une des grandes économies, ne s'est pas produit, malgré le resserrement monétaire significatif observé aux États-Unis et en Europe entre mars 2022 et septembre 2023. Toutefois, il est indéniable que la conjoncture mondiale repose fortement sur la consommation intérieure américaine, qui continue de croître à un rythme régulier d'environ 3% par an en termes réels, et ce malgré une légère dégradation du marché de l'emploi. En revanche, en dehors des États-Unis, l'activité économique a été nettement moins dynamique. Dans la zone euro, les signes d'amélioration apparus au printemps n'ont pas été confirmés, les derniers indicateurs d'activité révélant la poursuite de la faiblesse dans le secteur manufacturier, ainsi qu'une légère dégradation dans les services. En Chine, les difficultés persistantes du secteur immobilier, qui ont miné la confiance des ménages, ont poussé les autorités à annoncer récemment un ensemble de mesures pour relancer l'économie. Au Japon, la montée de l'inflation a érodé le pouvoir d'achat des ménages, empêchant ainsi une reprise significative de la consommation intérieure au cours de cette année.

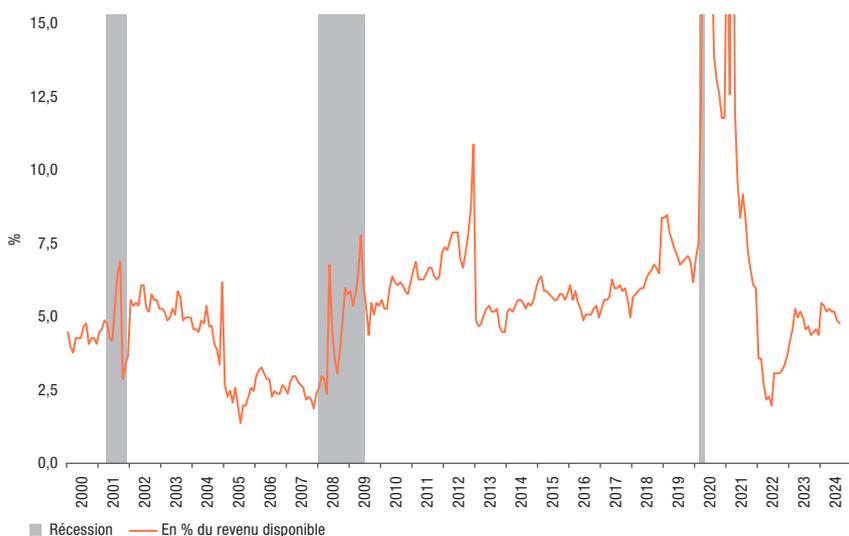
## DÉPENSES DE CONSOMMATION DES MÉNAGES AUX ETATS-UNIS



Source : Bureau of Economic Analysis, Bloomberg

Depuis deux ans, la consommation intérieure aux États-Unis s'impose presque comme le seul moteur de la croissance économique mondiale. En dépit de nombreux obstacles, les ménages américains ont su maintenir une demande vigoureuse. Parmi ces obstacles, le plus notable reste la hausse significative des taux d'intérêt de la Réserve fédérale, qui a conduit à un resserrement généralisé des conditions de crédit. Ce durcissement a particulièrement affecté les petites et moyennes entreprises, qui avaient été incapables de refinancer leurs dettes sur les marchés de capitaux à des taux historiquement bas observés durant la pandémie. La hausse des coûts de financement a comprimé leurs marges bénéficiaires, entraînant une vague de faillites. Petit à petit, les signes d'un affaiblissement du marché de l'emploi se sont multipliés, avec une baisse des postes intérimaires, des départs volontaires et des heures supplémentaires. En juillet, le ralentissement marqué des créations d'emplois et la remontée du taux de chômage laissaient présager une hausse plus durable de ce dernier. Toutefois, dès les mois suivants, la situation s'est retournée : le taux de chômage a de nouveau reculé et les créations d'emplois ont repris de la vigueur. Dans ce contexte, un maintien de la croissance annuelle réelle de la consommation intérieure américaine autour de 3% devient un scénario de plus en plus plausible.

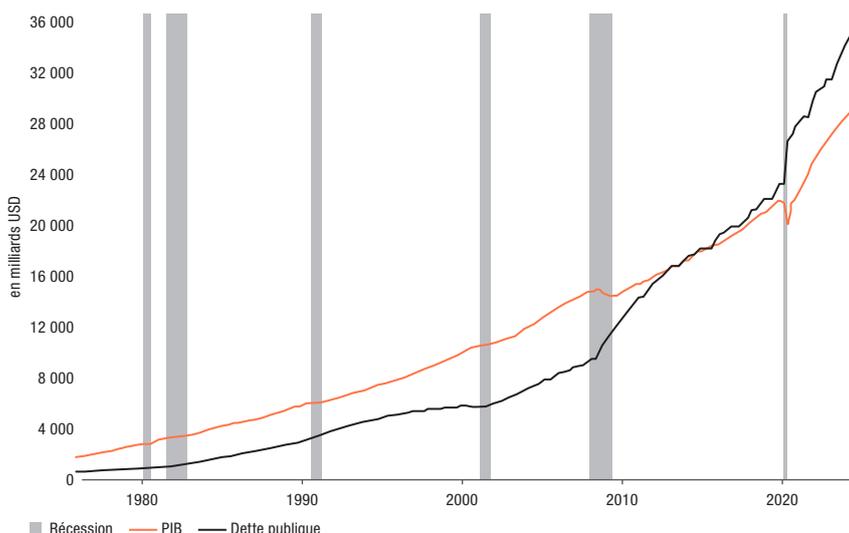
## TAUX D'ÉPARGNE AUX ETATS-UNIS



Source : Bureau of Economic Analysis, Bloomberg

Lors de la publication de la révision annuelle des comptes nationaux américains en septembre, le Bureau of Economic Analysis a nettement relevé les estimations de croissance du PIB pour les années antérieures. Ainsi, la croissance du PIB pour 2023 a finalement été revue à 2,9%, contre 2,5% auparavant, et celle de 2022 à 2,5%, au lieu de 1,9%. Plus intéressant encore, la révision du revenu national brut (RNB) — qui, en ajoutant les revenus des résidents, reflète également la valeur de la production nationale — a attiré l'attention. Habituellement, un écart entre le RNB et le PIB est résorbé par une révision à la baisse de ce dernier. Toutefois, cette fois-ci, le RNB a été fortement rehaussé, stimulé par une hausse plus marquée que prévue des transferts publics, des intérêts et dividendes et des bénéfices des entreprises. Cette révision a permis de réévaluer le taux d'épargne à 4,8%, loin du 2,9% initial, qui aurait rappelé les creux atteints lors de la bulle immobilière de 2005-2007. Cela remet en question la supposée érosion des réserves des consommateurs américains et révèle que la situation financière des ménages et des entreprises est moins fragile que les statistiques des mois précédents ne le laissaient entrevoir.

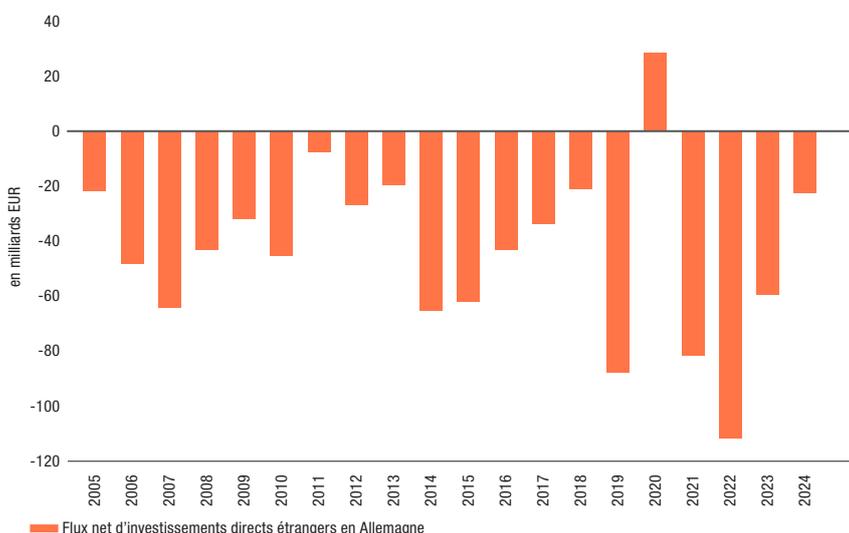
## DETTE PUBLIQUE ET PIB AUX ETATS-UNIS



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

L'éventualité d'une récession, qui aurait logiquement dû découler de l'inversion de la courbe des taux d'intérêt, du repli prolongé de l'indice composite des principaux indicateurs avancés, ainsi que de la pression exercée sur les marges des petites et moyennes entreprises, principales pourvoyeuses d'emplois aux États-Unis, ne semble finalement pas se concrétiser. Si l'essor des services au détriment du secteur manufacturier contribue sans conteste à réduire la fréquence des récessions, c'est surtout l'envolée de l'endettement public depuis la crise financière de 2008 qui joue un rôle central. Bien que chaque unité de dette génère désormais de moins en moins d'unités de PIB, le volume global des nouveaux emprunts publics soutient néanmoins les revenus des ménages et des entreprises, les rendant ainsi mieux armés pour surmonter des difficultés passagères. Malgré les risques associés à un endettement public croissant, la perspective d'un changement de cap à l'approche des élections présidentielles de novembre reste quasiment inexistante. En effet, les deux candidats à la présidence prônent la poursuite d'une politique de dépenses publiques débridées, sans souci de rigueur budgétaire. Ainsi, l'accroissement continu de la dette publique constitue un facteur supplémentaire réduisant la probabilité d'une contraction économique l'année prochaine, malgré les signaux contraires émis par les indicateurs avancés historiquement les plus fiables.

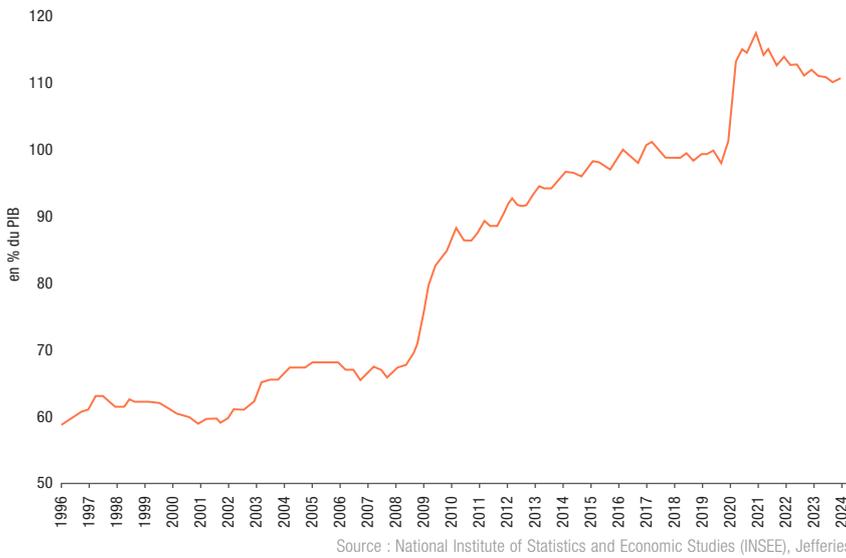
## INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN ALLEMAGNE



Source : Deutsche Bundesbank, Jefferies

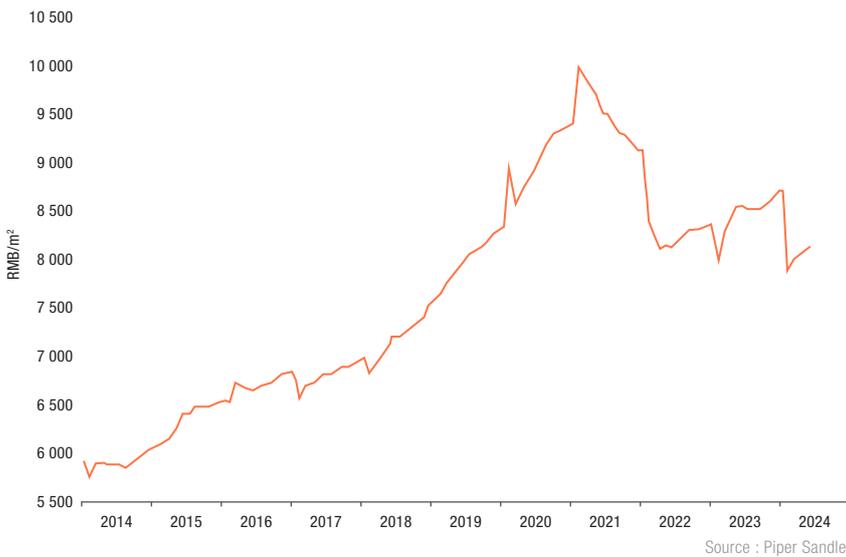
En zone euro, la situation conjoncturelle demeure compliquée. Malgré une croissance modeste du PIB en 2023, l'amélioration du rythme de progression reste marginale. Ce sont désormais les économies du cœur de la zone euro qui suscitent des inquiétudes, tandis que les pays de la périphérie, bénéficiant notamment des transferts financiers Nord-Sud au sein de l'Union européenne et du boom touristique post-pandémie, affichent une dynamique plus favorable. À l'inverse, l'Allemagne et la France sont confrontées à des difficultés croissantes. Première puissance économique de la zone, l'Allemagne fait face à des problèmes structurels résultant de choix stratégiques discutables au cours des deux dernières décennies. Une trop grande dépendance à l'égard des exportations, au détriment des investissements domestiques, a conduit à une infrastructure vétuste, générant des dysfonctionnements persistants dans des secteurs clés tels que les transports routiers et ferroviaires, la digitalisation et l'éducation, ainsi qu'au niveau de la gestion des flux migratoires. Par ailleurs, une politique énergétique inadéquate, basée sur l'importation de gaz russe et l'abandon du nucléaire, a provoqué une hausse des coûts, menaçant la rentabilité de nombreuses industries. Après les élections législatives de 2025, l'Allemagne devra impérativement mettre en place des réformes pour enrayer le processus de désindustrialisation qui affaiblit son potentiel de croissance depuis de nombreuses années.

### DETTE PUBLIQUE EN FRANCE



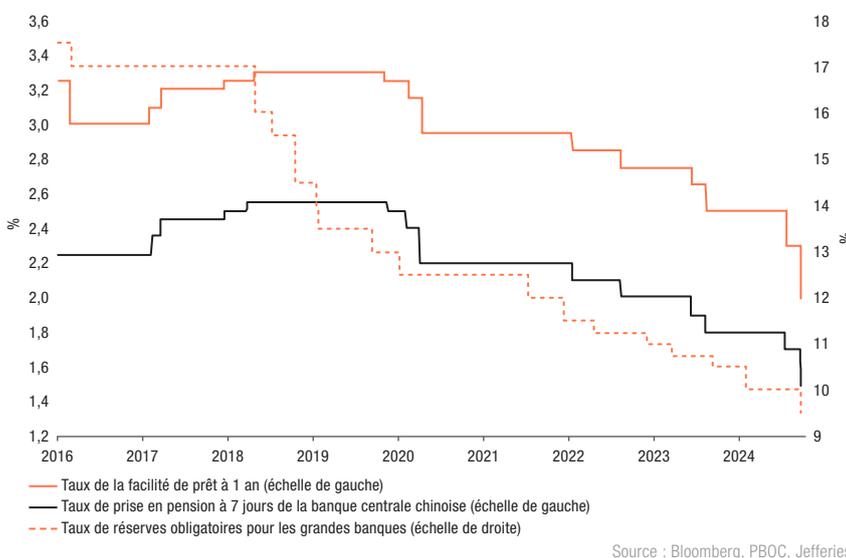
Bien que la nature des difficultés françaises diffère quelque peu de celles de l'Allemagne, la situation n'en est pas moins préoccupante. Depuis la convocation des élections législatives en juin, à la suite du scrutin européen, la France se trouve confrontée à une instabilité politique marquée. Aucun des grands blocs politiques – ni la gauche, ni le centre, ni l'extrême droite – n'ayant obtenu de majorité, le gouvernement dirigé par Michel Barnier est constamment menacé de chute. Cette fragilité oblige le Premier ministre à rechercher des compromis sur l'ensemble du spectre politique. Parallèlement, les finances publiques sont sous forte pression. La dette publique, qui a considérablement augmenté ces dernières années, et un déficit budgétaire qui avoisine désormais 6% du PIB, mettent à mal la stabilité budgétaire du pays. Les marchés financiers ont rapidement réagi à cette situation, avec un désengagement progressif des investisseurs vis-à-vis de la dette française. En conséquence, sur les marchés obligataires, l'écart de rendement de la France avec l'Allemagne a atteint des niveaux comparables à celui de l'Espagne, remettant en question la position au sein du noyau dur de la deuxième plus grande économie de la zone euro. Ce climat politique tendu en France est d'autant plus inquiétant qu'il s'inscrit dans une tendance plus large, avec des situations similaires se multipliant, comme par exemple en Autriche, aux Pays-Bas, en Italie et en Belgique, où la montée de partis populistes devient la norme à des degrés d'urgence variés. La zone euro semble ainsi s'engager sur une trajectoire tumultueuse pour les années à venir.

### PRIX DES MAISONS EXISTANTES EN CHINE



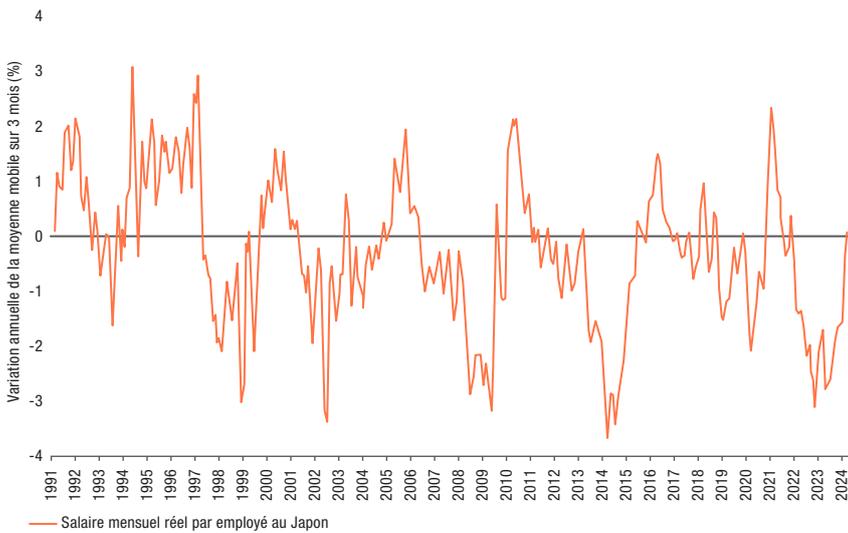
Actuellement, la Chine fait face à trois défis majeurs : le déclin démographique, la faiblesse des investissements directs étrangers et la crise immobilière. À long terme, l'évolution démographique représente indéniablement l'enjeu le plus important pour l'Empire du Milieu. Le vieillissement et la diminution de la population, exacerbés par un déséquilibre hommes-femmes issu de la politique de l'enfant unique, freinent le potentiel de croissance économique et imposent la mise en place urgente de systèmes de protection sociale efficaces. Par ailleurs, les tensions géopolitiques et la volonté des pays occidentaux de sécuriser leurs chaînes d'approvisionnement réduisent les flux d'investissements étrangers à destination de la Chine, qui reste toutefois le principal centre manufacturier mondial. Enfin, la crise du secteur immobilier, vital pour l'économie, constitue l'urgence la plus pressante à court terme. La poursuite de la chute des ventes de logements, malgré des bases de comparaison déjà très faibles, le recul des prix des biens existants, et les retards dans la livraison d'habitations pourtant intégralement payées, sapent la confiance des ménages, empêchant ainsi tout rebond significatif de la consommation intérieure. Miser sur les exportations pour atteindre les objectifs de croissance, dans un contexte marqué par le risque accru de mise en place de barrières tarifaires réciproques, ne semble donc pas être une stratégie viable.

### TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE RÉSERVES OBLIGATOIRES EN CHINE



Pour atteindre l'objectif officiel d'une croissance réelle de 5% cette année, les autorités chinoises ont réagi en septembre en déployant un ensemble de mesures monétaires et fiscales destinées à stabiliser le marché immobilier et à relancer l'activité économique. Parmi les actions monétaires, on note une réduction immédiate du taux de réserves obligatoires des banques de 50 points de base, suivie d'une réduction supplémentaire de 25 à 50 points de base prévue d'ici la fin de l'année. Le taux de prise en pension à 7 jours a été abaissé de 0,2%, tandis que le taux de la facilité de prêt à un an a été réduit de 0,3%, marquant ainsi sa plus forte diminution depuis son instauration en 2016. Par ailleurs, les propriétaires immobiliers pourront renégocier leurs taux de financement à la baisse d'ici janvier, et l'apport de fonds propres requis pour l'achat de résidences secondaires sera abaissé à 15%, aligné sur celui des résidences principales. De plus, la banque centrale a mis en place des lignes de crédit pour faciliter l'achat d'actions par les institutions financières et le rachat de leurs propres titres par les entreprises. Au niveau des mesures d'ordre fiscal, le ministère des finances a mentionné la possibilité d'une augmentation notable du déficit et de la dette publique sans encore donner des indications plus concrètes concernant la nature précise et l'ampleur du soutien.

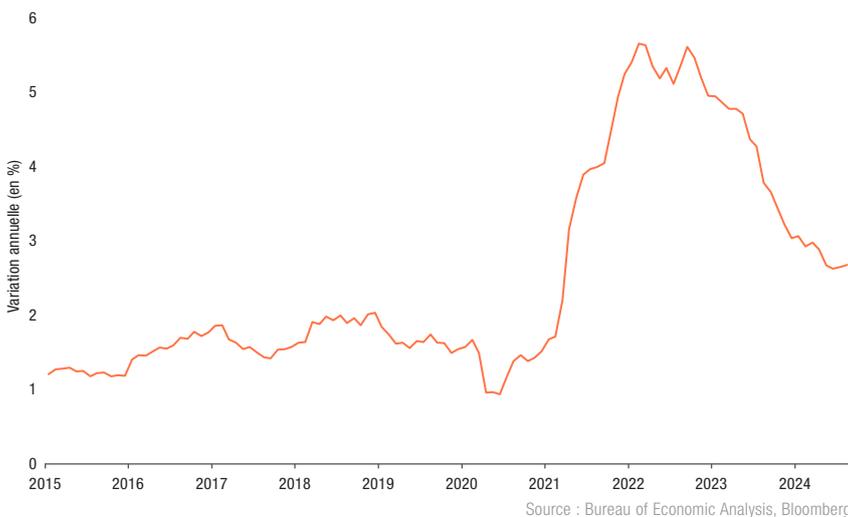
## SALAIRES AU JAPON



Source : Ministry of Health, Labour and Welfare, Jefferies

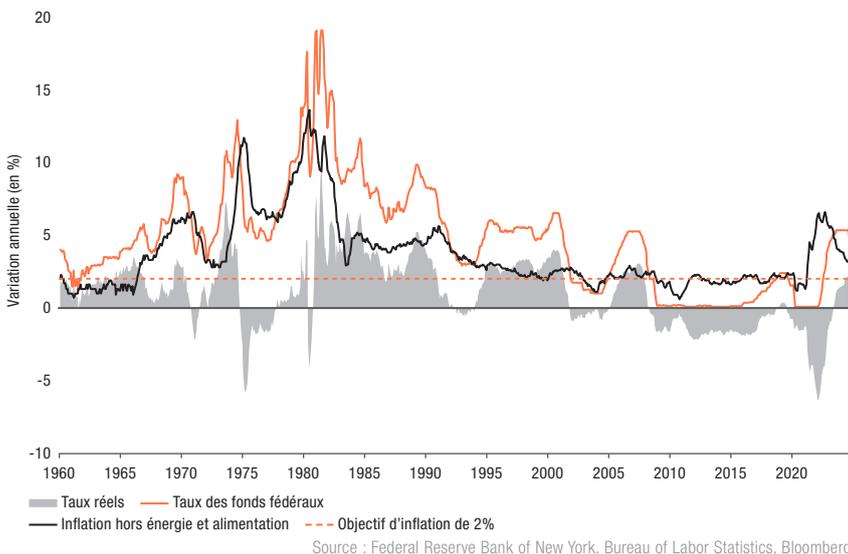
Au Japon, la croissance économique a été principalement freinée par la hausse de l'inflation, réduisant le pouvoir d'achat des ménages en termes réels. Néanmoins, suite aux augmentations salariales négociées au printemps et à la modération progressive de l'inflation, les salaires ont recommencé à croître en termes réels au début de l'été, une première depuis 2022. Il est néanmoins étonnant de constater à quel point les autorités japonaises hésitent à normaliser la politique monétaire, malgré l'impact négatif de la faiblesse du yen sur la consommation intérieure. La volatilité boursière, déclenchée par un premier pas vers la normalisation en juillet, coïncidant avec un rapport défavorable sur l'emploi aux États-Unis, semble déjà avoir refroidi l'élan des décideurs politiques et monétaires. De plus, un pays aussi dépendant des exportations que le Japon devrait s'efforcer de maintenir une monnaie forte, incitant ainsi les entreprises à rester compétitives par l'innovation plutôt que par une devise sous-évaluée. Toutefois, même le nouveau Premier ministre, Shigeru Ishiba, autrefois sceptique à l'égard d'une politique monétaire trop expansionniste, a tempéré les attentes d'un resserrement monétaire imminent. Si le yen devait de nouveau s'affaiblir, la relance de la consommation domestique resterait incertaine.

## DÉFLATEUR DES DÉPENSES DE CONSOMMATION HORS ÉNERGIE ET ALIMENTATION AUX ETATS-UNIS



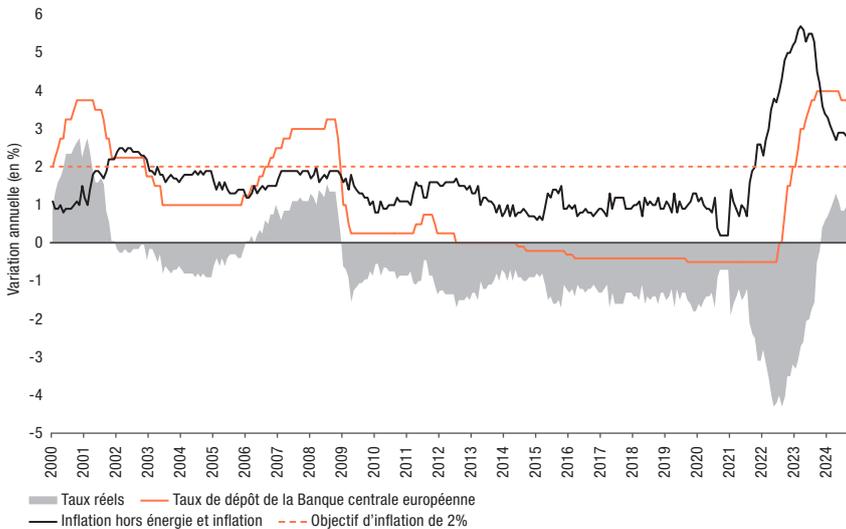
Au cours des deux dernières années, le rétablissement post-Covid des chaînes d'approvisionnement et le resserrement monétaire des banques centrales ont considérablement freiné la progression des prix. Au troisième trimestre, cette modération de l'inflation s'est maintenue. Du côté des biens, l'inflation est proche de zéro, tandis que du côté des services, elle demeure beaucoup plus tenace en raison de la résilience des marchés de l'emploi, même dans les économies à faible croissance. Aux États-Unis, la progression de l'indicateur favori de la Réserve fédérale, le déflateur des dépenses de consommation hors énergie et alimentation, commence toutefois à stagner. Si la résilience économique se prolonge et qu'une récession est évitée, la croissance des salaires pourrait s'avérer trop vigoureuse pour permettre une atténuation supplémentaire de l'inflation, compromettant ainsi l'atteinte durable de l'objectif de 2% fixé par la Réserve fédérale. Dans ce scénario, le seuil de 2% pourrait se transformer en un plancher difficile à franchir à la baisse, conduisant à une inflation structurellement plus élevée en l'absence d'un retour rapide à une politique monétaire plus restrictive. Compte tenu des niveaux d'endettement élevés, une attitude durablement plus accommodante de la banque centrale, tolérant une inflation légèrement supérieure, n'est certainement pas à exclure.

## POLITIQUE MONÉTAIRE AUX ETATS-UNIS



En septembre, la Réserve fédérale américaine a amorcé un nouveau cycle d'assouplissement monétaire. En abaissant d'emblée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 50 points de base, les responsables ont voulu marquer le coup, signalant que, dans le cadre de leur double mandat, la priorité serait désormais donnée à l'objectif du plein emploi. Rassurée quant à la poursuite de la baisse de l'inflation vers la cible de 2%, la Fed se concentre désormais sur le marché de l'emploi, dont les premiers signes de fragilité l'ont poussée à agir avec fermeté afin de prévenir une récession. Toutefois, cette stratégie n'est pas exempte de risques et rappelle la période de 1967 à 1969, lorsque les autorités monétaires avaient également enclenché un cycle de baisse alors que le marché de l'emploi restait robuste, posant ainsi les bases d'une inflation structurellement plus élevée. Aujourd'hui, la persistance de l'inflation dans le secteur des services, stabilisée autour de 4% sans signe d'apaisement supplémentaire, représente la principale menace. Si la consommation domestique continue de résister, l'inflation des services pourrait ne pas diminuer davantage, obligeant ainsi la Réserve fédérale à mettre fin plus rapidement que prévu à son cycle d'assouplissement monétaire.

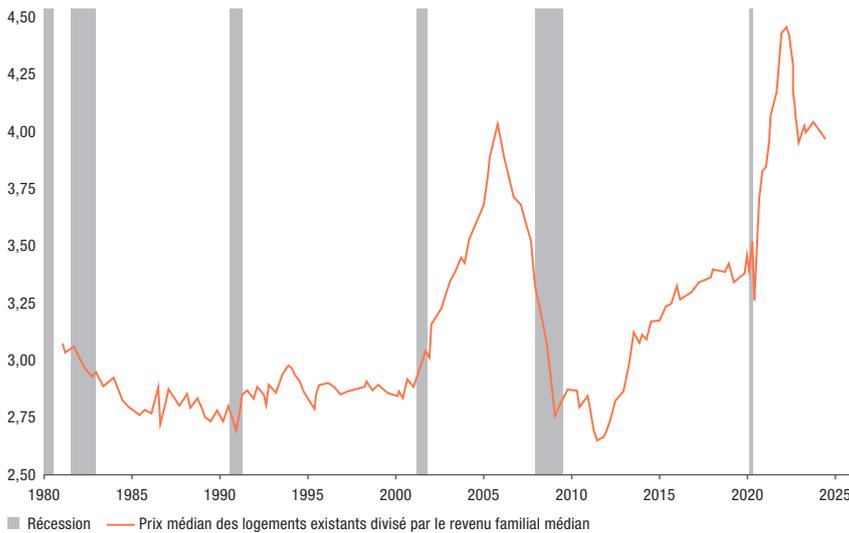
### POLITIQUE MONÉTAIRE EN ZONE EURO



Source : European Central Bank, Eurostat, Bloomberg

La Banque centrale européenne (BCE) avait déjà initié son cycle de baisse des taux en juin, en réduisant le taux de dépôt de 25 points de base. En septembre, elle a poursuivi son assouplissement monétaire avec une nouvelle réduction de 0,25%, ramenant le taux de dépôt à 3,5%. La désinflation dans la zone euro suit un schéma similaire à celui observé aux États-Unis, avec un ralentissement progressif de l'inflation globale. Toutefois, l'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie et l'alimentation, reste plus résiliente en raison de la persistance des tensions inflationnistes dans le secteur des services. En septembre, l'inflation globale est ainsi tombée sous le seuil des 2%, atteignant 1,8%, tandis que l'inflation sous-jacente s'est maintenue à 2,7%. Etant donné que la Banque centrale européenne, contrairement à la Réserve fédérale, a comme seul mandat l'objectif de la stabilité des prix, elle se montre plus réservée dans sa guidance officielle, réitérant que l'atteinte de la cible de 2% n'est pas encore assurée. Néanmoins, vu la faiblesse de l'activité économique, particulièrement en Allemagne et en France, plusieurs responsables monétaires ont récemment laissé entrevoir l'intention de réduire les taux directeurs de 25 points de base lors de chacune des deux dernières réunions du Conseil des gouverneurs prévues avant la fin de l'année.

### PRIX IMMOBILIERS AUX ETATS-UNIS



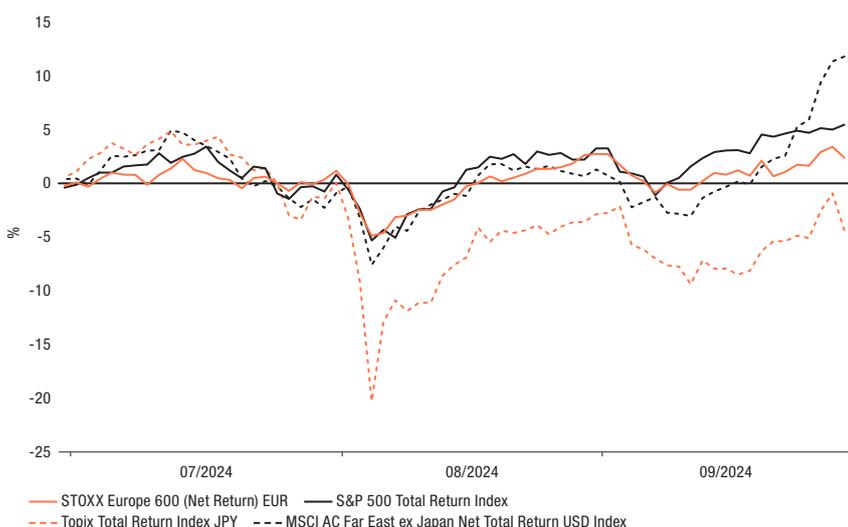
Source : Piper Sandler

Le relâchement monétaire entamé par la Réserve fédérale américaine à un moment où la croissance économique est toujours ferme et la consommation domestique résiliente, favorise la survenue d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine. Bien que la prévention d'une contraction de l'activité constitue en apparence l'option à privilégier, elle a le désavantage de bloquer la mise en route du processus d'assainissement qui est inhérent à une économie de marché et qui empêche la formation de déséquilibres majeurs comme ceux auxquels le monde est confronté aujourd'hui. En revanche, le relâchement monétaire pourrait une fois encore jouer le rôle de catalyseur, exacerbant les inégalités déjà existantes. Des taux d'intérêt plus bas, s'ils n'ont qu'un impact modéré sur la croissance économique, risquent surtout de faire monter les prix des actifs financiers et immobiliers, dans un contexte où l'accessibilité au logement constitue déjà une des principales sources de mécontentement public. A l'opposé, si l'assouplissement monétaire parvient à stimuler la demande, une hausse de l'inflation pourrait en résulter, affectant sévèrement les populations les plus vulnérables. Ainsi, même si une politique monétaire plus accommodante semble, en surface, être la voie à privilégier pour éviter une récession, cette stratégie comporte néanmoins des risques significatifs.



# Marchés financiers

## EVOLUTION DES MARCHÉS BOURSISERS SUR LE DEUXIÈME TRIMESTRE



Source : Macrobond/Bloomberg

Le troisième trimestre fut favorable aux marchés financiers malgré une volatilité élevée par moments. Des chiffres économiques plus faibles aux Etats-Unis et une hausse des taux d'intérêt de la Banque du Japon ont ainsi fortement pesé sur les indices au début du mois d'août, mais le relâchement de la politique monétaire de la Réserve fédérale, des déclarations plus accommodantes de la Banque du Japon et les mesures de relance annoncées fin septembre par les autorités chinoises ont permis aux marchés de rapidement regagner le terrain perdu. L'indice mondial actions a ainsi progressé de 2,1% en EUR et de 6,3% en USD. En termes de régions, la meilleure performance fut enregistrée par les marchés d'Asie ex Japon, aidés par le rallye du marché chinois en fin de trimestre. A l'autre extrême, le marché japonais fut le seul à enregistrer une baisse, affecté par l'appréciation du yen et par la nomination de Shigeru Ishiba comme nouveau Premier ministre. En termes de secteurs, les segments qui avaient le plus souffert de la hausse des taux ont généralement connu la meilleure performance. Aux Etats-Unis, les secteurs de type 'value' et les petites capitalisations ont ainsi notamment surperformé les grandes valeurs technologiques.

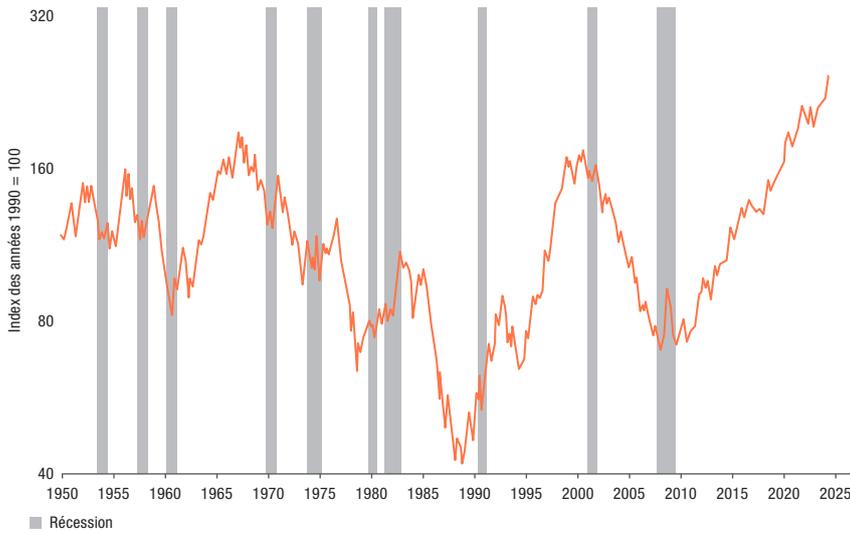
## SOUS-PERFORMANCE DES MAGNIFICENT 7 DEPUIS JUILLET



Source : Macrobond/Bloomberg

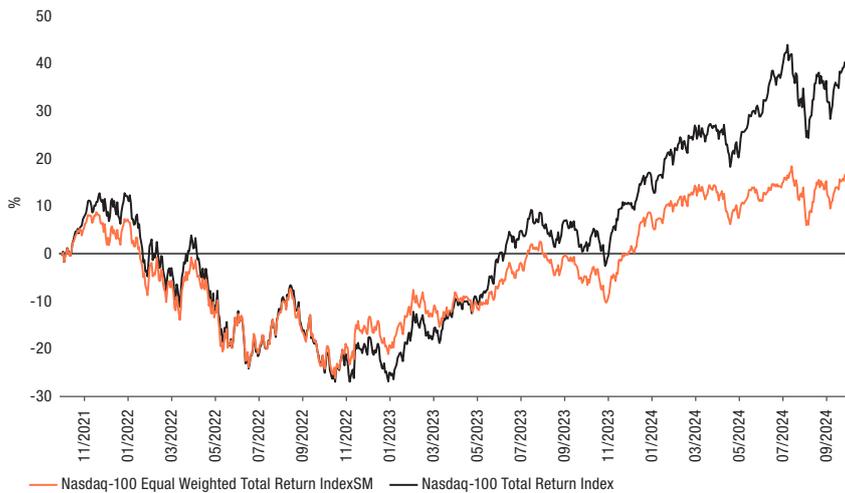
Au sein des marchés boursiers, un début de rotation s'est effectué sans que l'on puisse savoir à l'heure actuelle si cette rotation s'avérera durable. Cette rotation pourrait être caractérisée comme le passage des valeurs de croissance à multiple de valorisation élevé vers les valeurs délaissées. Aux Etats-Unis, l'indice S&P 500 équilibré a ainsi enregistré une performance supérieure à celle de l'indice S&P 500, dominé par les grandes valeurs de la technologie. En même temps, les secteurs du style 'value' ont surperformé ceux du style 'growth' et l'indice Russell 2000 des petites capitalisations boursières a fait mieux que l'indice S&P 500. Cette surperformance s'explique par des multiples de valorisation nettement plus bas, la baisse des taux directeurs de la Réserve fédérale et l'anticipation d'une accélération de la conjoncture mondiale avec le relâchement monétaire des banques centrales occidentales et le stimulus fiscal annoncé par la Chine. Les grandes entreprises technologiques américaines semblent par ailleurs confrontées à une volonté politique croissante de contester la domination qu'elles exercent sur leurs marchés et de réglementer davantage leurs activités.

## 15 ANNÉES DE SURPERFORMANCE DU MARCHÉ AMÉRICAIN



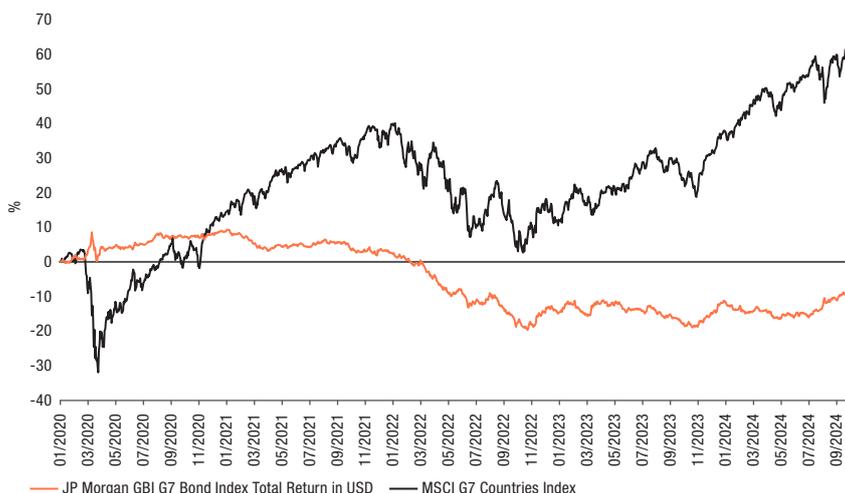
La rotation décrite supra ne s'est pas seulement observée au niveau des secteurs mais également au niveau des régions. Pour la première fois depuis longtemps, les marchés asiatiques hors Japon se retrouvent ainsi à l'avant du peloton, aidés par le rallye du marché chinois en fin de trimestre. Nonobstant cette surperformance, les marchés asiatiques se trouvent encore quelque 10% en-dessous de leur niveau de début 2021, alors que l'indice mondial a entretemps doublé (chiffres en USD). La surperformance de ces marchés pourrait cependant se poursuivre dans un environnement de baisse des taux aux Etats-Unis et d'affaiblissement du dollar. Les multiples de valorisation sont en général plus bas et le potentiel de croissance des bénéficiaires plus élevé. En fin de compte, les perspectives de l'indice principal de la région, l'indice MSCI Asie hors Japon, dépendent toutefois en large mesure de l'évolution des marchés chinois et indien ainsi que de celle d'un nombre limité de grandes valeurs technologiques, telles que Taiwan Semiconductor ou Samsung Electronics, étant donné le poids élevé de ces régions/valeurs dans la composition de cet indice.

## EVOLUTION DES INDICES NASDAQ 100 ET NASDAQ 100 ÉQUIPONDÉRÉ SUR 3 ANS



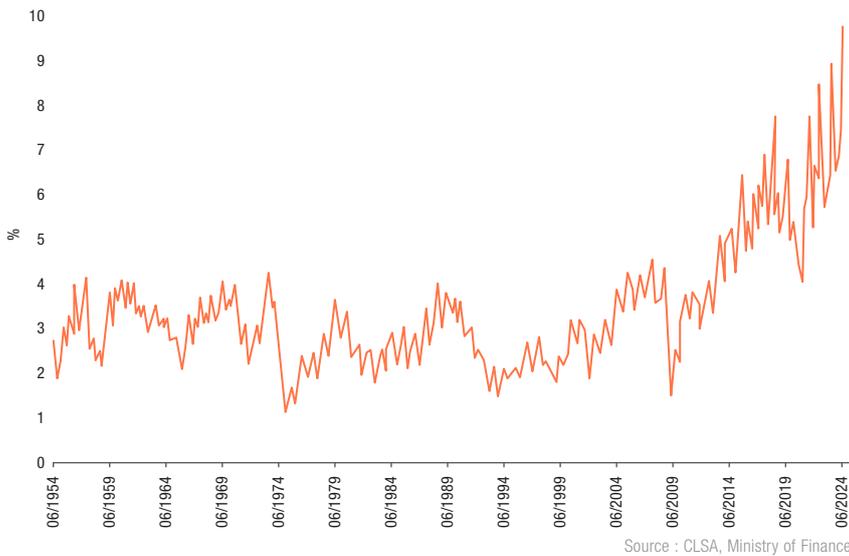
La hausse de l'indice S&P 500 sur les deux dernières années donne une idée quelque peu erronée de ce qui s'est passé sur les marchés boursiers. Si l'on exclut les grandes valeurs technologiques et quelques cas spécifiques tels qu'Eli Lilly et Novo Nordisk avec leurs médicaments contre l'obésité, on constate que de nombreuses valeurs n'ont que peu participé à la hausse. Des indices comme le Russell 2000 (entreprises de petite capitalisation) ou même le S&P 500 équipondéré, voire le marché suisse en Europe n'ont que récemment dépassé leur niveau de fin 2001, voire restent toujours en-dessous de ce niveau. Et même dans le secteur de la technologie, l'indice Nasdaq équipondéré a largement sous-performé l'indice Nasdaq, montrant à nouveau à quelle mesure la hausse des indices repose sur les fameuses '7 Magnifiques' qui, dans l'indice Nasdaq, représentent plus de 40%. Ceci relativise quelque peu le niveau parfois élevé des multiples de valorisation et suggère que les opportunités d'investissement se trouvent dorénavant plutôt à l'extérieur des grandes valeurs technologiques.

## EVOLUTION DES MARCHÉS BOURSIERS ET OBLIGATAIRES DES PAYS DU G7 DEPUIS LA PANDÉMIE



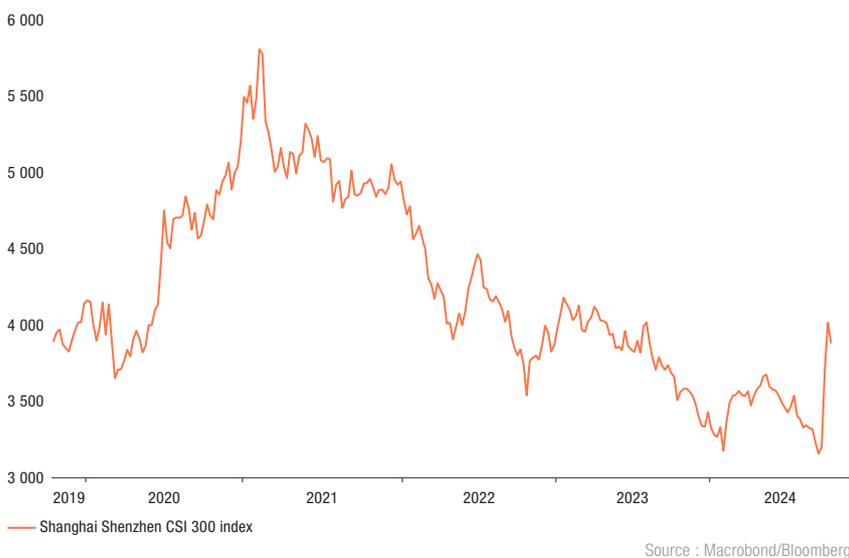
Le rapport offre/demande continue à plaider en faveur des actions par rapport aux obligations, et plus spécifiquement en faveur des actions d'entreprises de qualité par rapport aux emprunts d'Etat. La persistance de déficits budgétaires élevés entraînera une augmentation des émissions d'emprunts d'Etat, alors que l'offre d'actions de qualité ne fait que baisser avec les acquisitions et les rachats de titres. Dans la mesure où les actions et les obligations sont les principales classes d'actifs détenues par les investisseurs, le manque d'attrait des deuxièmes devrait continuer à bénéficier aux premiers. Les entreprises de qualité sont par ailleurs souvent mieux placées pour s'adapter à l'évolution de l'environnement économique et paient généralement des dividendes attrayants et en augmentation, contrairement aux coupons des obligations qui sont fixes. Dans un environnement plus inflationniste, ceci constitue un avantage non négligeable.

## MARGES BÉNÉFICIAIRES BRUTES DES SOCIÉTÉS JAPONAISES



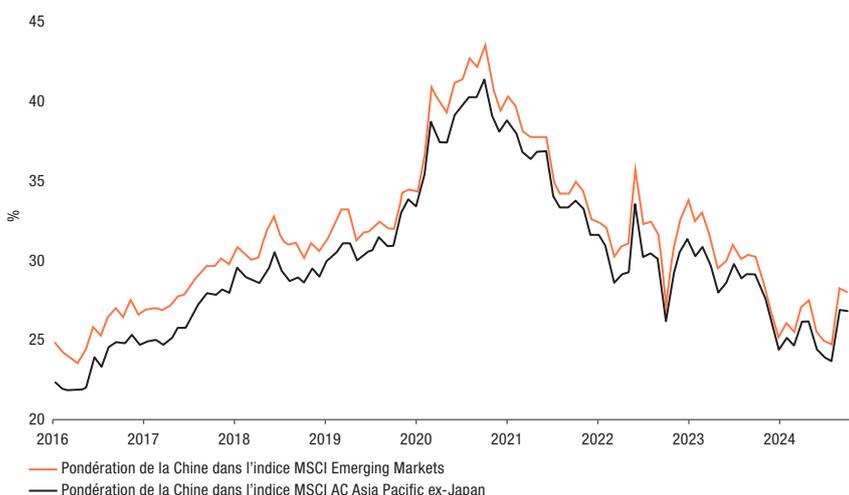
Après sa forte hausse du premier semestre, le marché japonais a reculé au troisième trimestre. Le marché a notamment connu un début d'août très mouvementé, la décision de la Banque du Japon de relever de 15 points de base (de 0,1% à 0,25%) et l'appréciation du yen qui en résultait entraînant une chute de plus de 20% de l'indice Topix en 3 jours. Il est à cet égard toujours fascinant de constater comment une appréciation modérée du yen et un léger relèvement des taux directeurs de la banque du Japon peuvent conduire à détruire, du moins temporairement, des milliards d'euros en termes de capitalisation boursière. Le marché japonais s'est néanmoins rapidement relevé par la suite. Le principal argument en faveur de ce marché reste l'amélioration de la gouvernance d'entreprise et l'augmentation de la rentabilité des entreprises qui en résulte. L'histoire a par ailleurs montré que le marché japonais peut très bien évoluer dans des périodes d'appréciation du yen, à condition que cette appréciation ne soit pas trop rapide et trop brutale. Une appréciation du yen pourrait même conduire à un rapatriement de capitaux qui pourraient ensuite être investis en actions.

## EVOLUTION DU MARCHÉ CHINOIS SUR 5 ANS



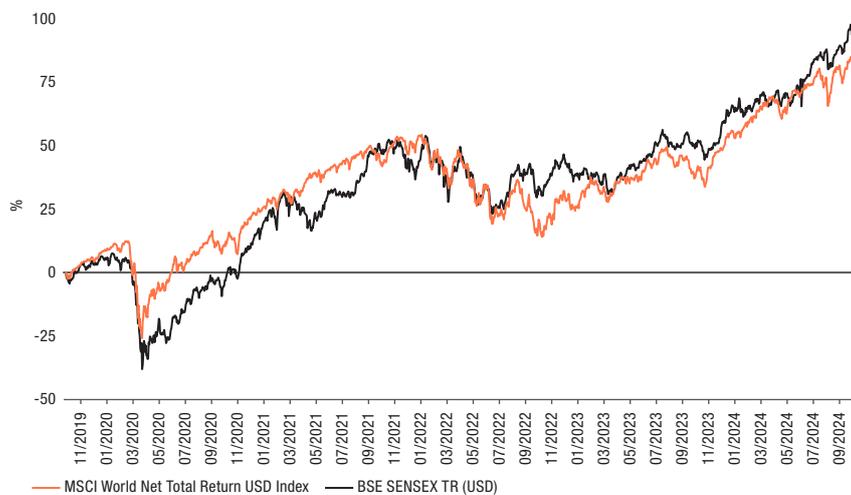
Le marché chinois est sorti de sa torpeur fin septembre après l'annonce des autorités d'un ensemble de mesures destinées à stimuler l'économie et à soutenir les marchés financiers domestiques. L'indice CSI 300 a ainsi progressé de plus de 30% en quelques jours. L'ampleur du rallye traduit le degré de pessimisme qui avait auparavant englouti le marché chinois. De nombreux investisseurs avaient délaissé le marché, refroidis par les tensions géopolitiques entre les Etats-Unis et la Chine, les mesures prises par le Parti contre un certain nombre de secteurs et la faiblesse de l'activité économique avec notamment les problèmes du secteur immobilier. La valorisation des actions chinoises était dès lors devenue très faible, à commencer par les valeurs technologiques se traitant à une décote massive par rapport à leurs homologues étrangères. Il est aujourd'hui encore trop tôt pour savoir si le rallye de fin septembre marque le début d'un nouveau marché haussier, d'autant plus que les investisseurs ont souvent été déçus ces dernières années par le détail des mesures de stimulation de l'économie. L'histoire montre par ailleurs qu'un marché haussier débutant après un long déclin connaît généralement quelques faux départs avant de démarrer définitivement. Il reste que les autorités du pays ont clairement indiqué leur volonté de soutenir le marché, en améliorant la qualité des entreprises cotée et en les incitant à mieux traiter leurs actionnaires.

## PONDÉRATION DE LA CHINE DANS LES L'INDICE DES PAYS ÉMERGENTS ET DANS L'INDICE MSCI ASIA PACIFIC EX-JAPAN



Nous avons maintenu à plusieurs reprises qu'il y a essentiellement deux façons d'approcher le marché chinois. La première consiste à éliminer ce marché de son univers d'investissement dans la mesure où les règles de jeu sont différentes en Chine, les intérêts du Parti l'emportant clairement sur les intérêts des actionnaires. Cette approche semble avoir notamment été celle des grands investisseurs institutionnels américains comme le confirme la forte baisse de l'exposition des fonds de pension américains aux ADR chinois. La deuxième consiste à maintenir son marché dans son univers d'investissement, mais de n'y investir que quand les valorisations sont suffisamment basses. Cette condition est aujourd'hui remplie, les actions chinoises offrant une prime de risque particulièrement élevée. De plus, le fait que les intérêts du Parti l'emportent sur les intérêts des actionnaires ne veut pas dire pour autant que les deux sont nécessairement inconciliables. Au contraire, les autorités ont besoin d'un secteur privé dynamique pour atteindre leurs objectifs de croissance et de marchés financiers performants pour renforcer leur crédibilité et s'imposer comme centre d'un système financier concurrent à celui basé sur le dollar. Les mesures de soutien aux marchés mises en place par les autorités (encouragement des rachats de titres, possibilité de donner en tant que collatéral à un crédit des actions de qualité, ...) pointent ainsi vers un changement de paradigme, avec la fin de la vague de régulation et le retour au premier plan des fondamentaux.

## EVOLUTION DE L'INDICE SENSEX ET DU MARCHÉ MONDIAL EN USD SUR 5 ANS



Source : Macrobond/Bloomberg

Le marché indien a profité en quelque sorte des problèmes rencontrés par le marché chinois pour attirer des capitaux étrangers. Son poids dans l'indice des pays émergents est passé de 10% à 20% sur les 5 dernières années, alors que celui de la Chine est passé de plus de 40% à moins de 30%. Les arguments en faveur du marché indien ne manquent certainement pas. Le pays continue à se développer à un rythme effréné en enregistrant le taux de croissance le plus élevé des pays émergents. Qui plus est, les entreprises indiennes ont nettement amélioré leur profitabilité, de sorte que cette forte croissance économique se traduit par une forte croissance des bénéfices, contrairement à ce qui est souvent le cas dans les pays émergents. Le marché indien offre par ailleurs la profondeur et la liquidité recherchées par les investisseurs étrangers. En même temps, une culture boursière commence à se développer au niveau des ménages indiens, aujourd'hui encore faiblement investis en actions. Le seul bémol pour le marché indien se situe au niveau de sa valorisation. Après sa forte hausse des dernières années, le marché est aujourd'hui cher en absolu et en relatif (par rapport à sa propre histoire, aux autres marchés et au marché obligataire).

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



Source : Macrobond/Bloomberg

Après un premier semestre difficile qui avait vu les taux obligataires à long terme remonter de manière importante, des chiffres économiques plus faibles et le relâchement monétaire entrepris par les banques centrales occidentales ont permis aux marchés obligataires de s'améliorer au troisième trimestre. Le rendement de l'emprunt d'Etat à 10 ans est ainsi passé de 4,4% à 3,8% aux Etats-Unis et de 2,5% à 2,1% en Allemagne. Deux événements ont par ailleurs marqué le trimestre au niveau des emprunts d'Etat. Dans la zone euro, le différentiel d'intérêt entre l'Espagne et l'Allemagne est passé en-dessous de celui de la France, l'Espagne devenant ainsi le deuxième pays du Sud, après le Portugal, à bénéficier d'un coût de financement plus bas que la France. Cette dernière continue de souffrir d'une méfiance accrue des investisseurs à son égard en raison de la détérioration de ses finances publiques et d'un manque de stabilité politique. Aux Etats-Unis, l'inversion de la courbe des taux s'est terminée, le rendement de l'emprunt d'Etat à 2 ans passant à nouveau en-dessous de celui à 10 ans fin août.

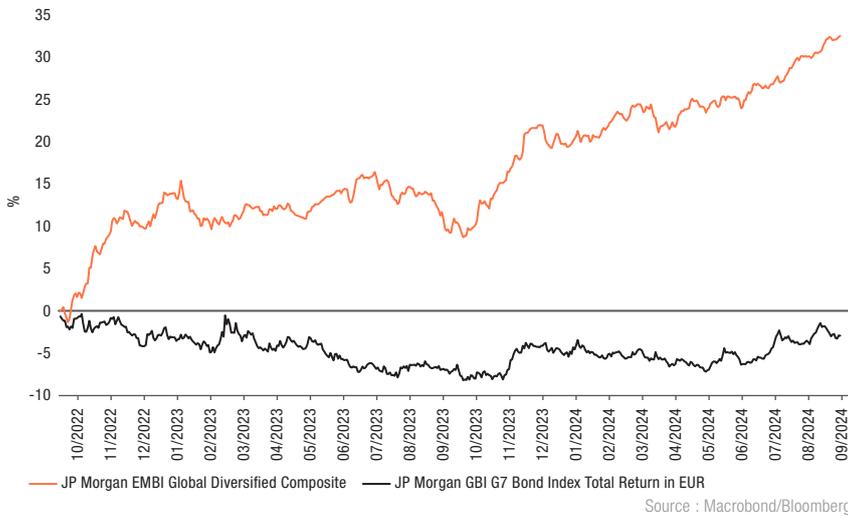
## ETATS-UNIS : PAIEMENTS D'INTÉRÊTS NETS SUR LA DETTE ET PRESTATIONS SOCIALES EN % DES RECETTES FISCALES



Source : Bureau of the Fiscal Service, CEIC

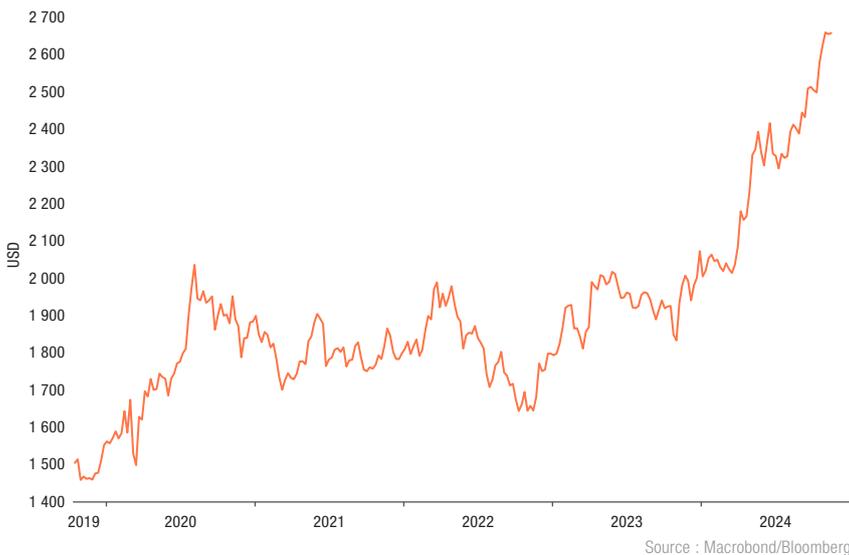
Le thème principal pour les marchés obligataires pour les années à venir sera de sortir des sentiers battus. Les emprunts qui constituent généralement les actifs de base dans les portefeuilles obligataires des investisseurs occidentaux, à savoir les emprunts d'Etat des pays du G-7, semblent aujourd'hui peu enclins à protéger le pouvoir d'achat de ces investisseurs. Entre une inflation structurellement plus élevée et la volonté des Etats de limiter le coût du service d'une dette publique de plus en plus importante en maintenant les taux d'intérêts à des niveaux relativement bas, les taux réels devraient à nouveau baisser (aux Etats-Unis), voire devenir négatifs (dans la zone euro). A cela s'ajoute un déséquilibre croissant entre l'offre et la demande pour ces emprunts. D'un côté, des déficits budgétaires importants vont entraîner une hausse de l'offre, de l'autre, la disparition progressive de certains grands investisseurs du passé telle la Chine va peser sur la demande. En cas de forte détérioration de la conjoncture mondiale, les emprunts d'Etats des pays industrialisés retrouveront encore temporairement leur rôle de valeur refuge. La notion que ces emprunts constituent des actifs sans risque est néanmoins clairement remise en question étant donné la détérioration des finances publiques.

## EVOLUTION DES MARCHÉS DES OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES DES PAYS DU G7 ET DES PAYS ÉMERGENTS EN EURO SUR 2 ANS



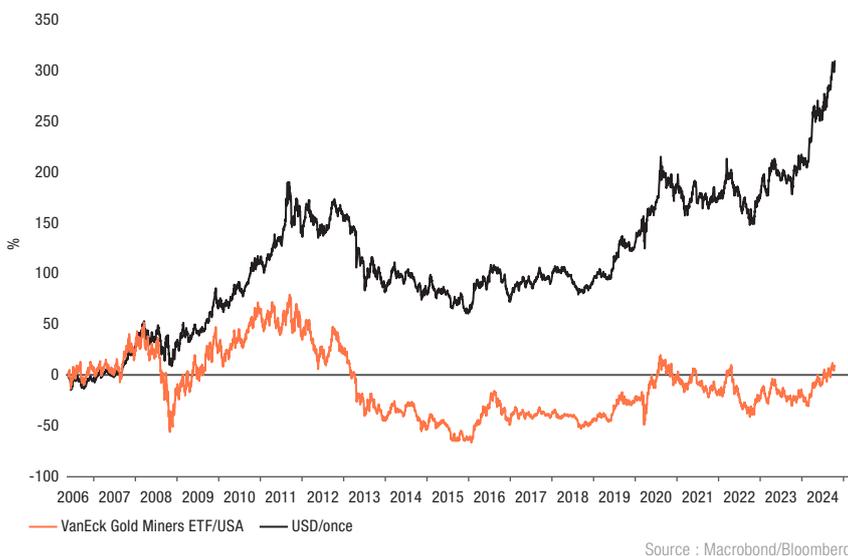
D'autres segments de l'univers obligataire paraissent nettement plus intéressants, à condition d'être prêt à accepter leur volatilité parfois plus importante. La crédibilité des émetteurs souverains des pays émergents a ainsi été renforcée par leur capacité à répondre à la succession de crises de différentes natures au cours des quatre dernières années et par leur volonté de maintenir des politiques monétaire et budgétaire responsables. A cet égard, il convient de noter la forte surperformance en dollar et en euro des marchés obligataires des pays émergents par rapport à ceux des pays industrialisés depuis la pandémie de 2020. Grâce à leurs échéances plus courtes et leurs coupons plus élevés, les émetteurs à haut rendement offrent quant à eux une intéressante source de décorrélation dans un contexte plus inflationniste qui rend incertaine l'évolution des taux. La solvabilité de ces émetteurs reposant désormais à nouveau sur leur qualité fondamentale et non plus sur l'injection de liquidités par les banques centrales, une approche basée sur leurs caractéristiques intrinsèques est redevenue possible. Enfin, dans un environnement économique plus incertain où l'inflation est une préoccupation, les obligations indexées sur l'inflation ont du sens. Contrairement aux obligations classiques, elles protègent le pouvoir d'achat de l'investisseur, les coupons et le remboursement du capital étant ajustés en fonction de l'évolution de l'inflation.

## EVOLUTION DU COURS DE L'OR



Le cours de l'or a continué à monter au troisième trimestre, dépassant les 2.600 USD par once en septembre. En 2023 et au premier semestre 2024 la hausse du métal jaune a été essentiellement tirée par la demande physique et notamment les achats des banques centrales orientales. Depuis le milieu de l'année est venue s'ajouter la demande financière, ainsi qu'en témoignent les entrées de capitaux enregistrées par les fonds aurifères négociés en bourse (ETC). Ce retour de la demande financière s'explique par le relâchement de la politique monétaire des banques centrales américaines et européennes. Entre la volonté de la Chine de mettre en place une alternative au système financier de Bretton Woods basé sur le dollar, les incertitudes géopolitiques, un environnement structurellement plus inflationniste et une dette publique élevée qui limite la capacité des banques centrales à resserrer leur politique monétaire, les arguments en faveur de l'or ne manquent certainement pas.

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



La hausse du cours de l'or n'a pas empêché les entreprises aurifères à être délaissées par les investisseurs. Ce n'est que depuis le deuxième trimestre de cette année que le cours de ces entreprises a commencé à monter. Le fait qu'en 2023 et sur une grande partie de 2024 les achats des banques centrales ont fait monter le cours de l'or, mais qu'en même temps la demande financière était négative a ainsi créé une situation intéressante pour les producteurs d'or : la variable la plus importante pour leurs résultats s'est développée de manière très favorable sans que le cours de leurs actions ne le reflète étant donné l'absence d'acheteurs. Ils offrent dès lors des opportunités, à condition d'accepter leur volatilité importante. Les sociétés de redevance sur l'or (royalty companies) offrent un effet de levier moins important sur l'or. Elles présentent cependant l'avantage de ne pas être exposées aux risques opérationnels associés aux producteurs classiques.

# Résumé

En résumé, les derniers mois ont vu l'état d'esprit des investisseurs changer de manière importante. Alors que le début du troisième trimestre fut marqué par des craintes sur l'évolution de la conjoncture américaine, les statistiques plus favorables sur le marché de l'emploi, la baisse des taux directeurs de la Réserve fédérale et les mesures de stimulation annoncées par les autorités chinoises ont amené les investisseurs à écarter le risque de récession, voire à anticiper une accélération de la conjoncture mondiale.

Une certaine complaisance s'est dès lors à nouveau installée sur les marchés boursiers. Elle incite à une certaine prudence, surtout à un moment où le risque géopolitique semble important. Côté positif, de nombreuses valeurs ont déjà subi des corrections importantes et le nombre de sociétés participant à la hausse des marchés est en train d'augmenter.

En termes de régions, le Japon et la Chine nous semblent attrayants. Des corrections temporaires sur ces marchés sont certainement possibles mais devraient le cas échéant être considérées comme des opportunités d'achat.

La baisse de 50 points de base des taux directeurs par la Réserve fédérale montre que pour les autorités monétaires américaines soutenir le marché de l'emploi est aujourd'hui plus important que de combattre durablement l'inflation. Ensemble avec la détérioration des finances publiques dans la plupart des pays industrialisés, ceci contribue à rendre caduque la définition des emprunts d'Etat de ces pays comme actifs sans risque.

L'environnement général reste favorable à l'or. Avec le début du relâchement monétaire des banques centrales occidentales, la demande financière pourrait venir s'ajouter à la demande physique. Si tel était le cas, les actions aurifères en bénéficieraient également.

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° 181 – 4<sup>e</sup> trimestre 2024

**Perspectives**

Clôture de rédaction :  
15/10/2024

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