

Perspectives

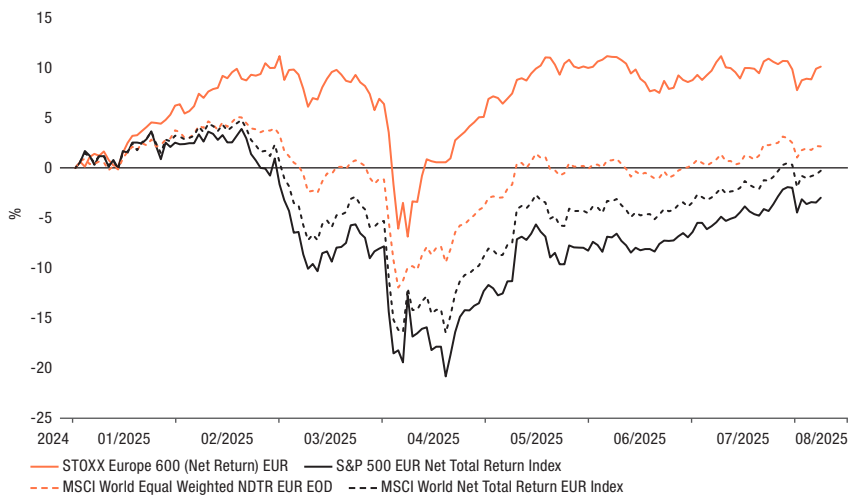
Analyse des marchés financiers

- L'indice mondial des actions se trouve à un plus haut historique malgré une croissance économique mondiale assez faible et la menace - et l'instauration partielle - de tarifs douaniers.
- La hausse des marchés boursiers sur les dernières années s'explique aussi par une méfiance accrue des investisseurs par rapport aux obligations et plus particulièrement aux emprunts d'Etat des pays industrialisés.
- Le marché américain est aujourd'hui très cher comparé à sa moyenne historique.
- Les perspectives à moyen et long terme du marché japonais restent excellentes.
- Le dollar devrait continuer à se déprécier.
- L'environnement actuel continue à plaider en faveur de l'or.

Visitez notre site internet
www.bli.lu

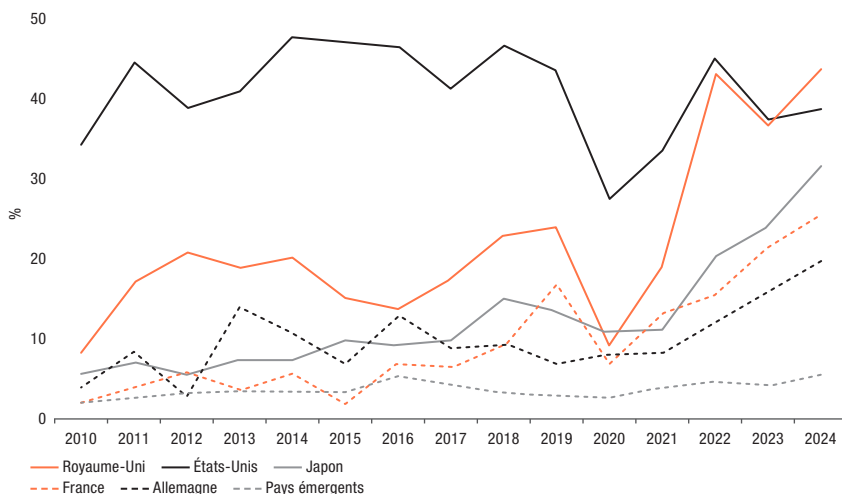
Une publication de
BLI - Banque de Luxembourg Investments

EVOLUTION DES INDICES MSCI WORLD, MSCI WORLD ÉQUIPONDÉRÉ, S&P500 ET STOXX 600 EN EUROS DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



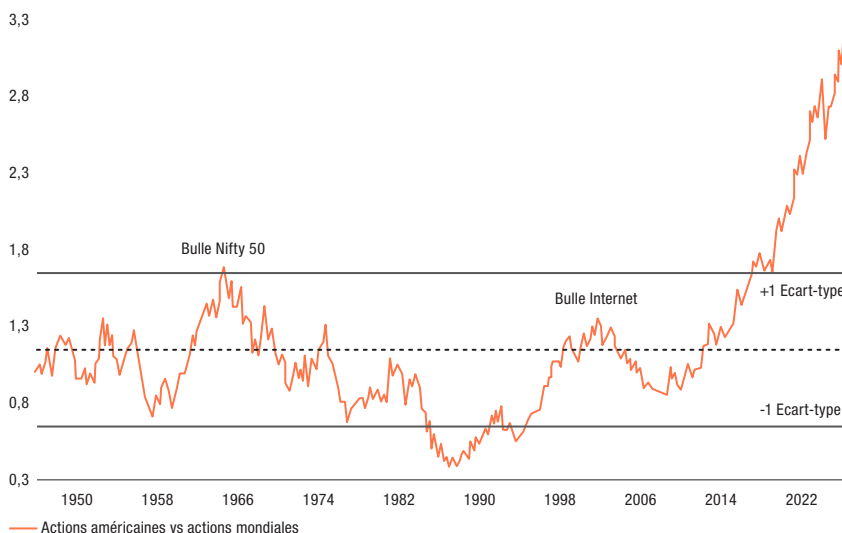
Malgré une forte correction entre le 19 février et le 8 avril autour des annonces tarifaires de l'administration Trump, les marchés boursiers enregistrent dans l'ensemble jusqu'à présent une belle progression en 2025, avec une surperformance des marchés européens et asiatiques par rapport au marché américain. Au niveau sectoriel, la technologie continue à afficher une forte croissance, alors que les secteurs défensifs tels que la santé ou la consommation de base sont à la traîne. L'indice mondial des actions se trouve à un plus haut historique malgré une croissance économique mondiale assez faible et la menace - et l'instauration partielle - de tarifs douaniers. Le fait que les tarifs mis en place soient a priori inférieurs à ceux annoncés par Donald Trump début avril semble avoir été suffisant pour que les investisseurs retrouvent leur optimisme, même si ces tarifs seront les plus élevés depuis 1934 et auront clairement un impact sur les deux principales variables économiques, la croissance et l'inflation. Le relâchement de la politique monétaire de plusieurs banques centrales, l'anticipation d'une politique monétaire plus accommodante aux États-Unis et la résilience des résultats des entreprises sur la première moitié de l'année figurent parmi les facteurs ayant contribué à la bonne performance des actions.

POURCENTAGE D'ENTREPRISES RACHETANT AU MOINS 1% DE LEURS ACTIONS



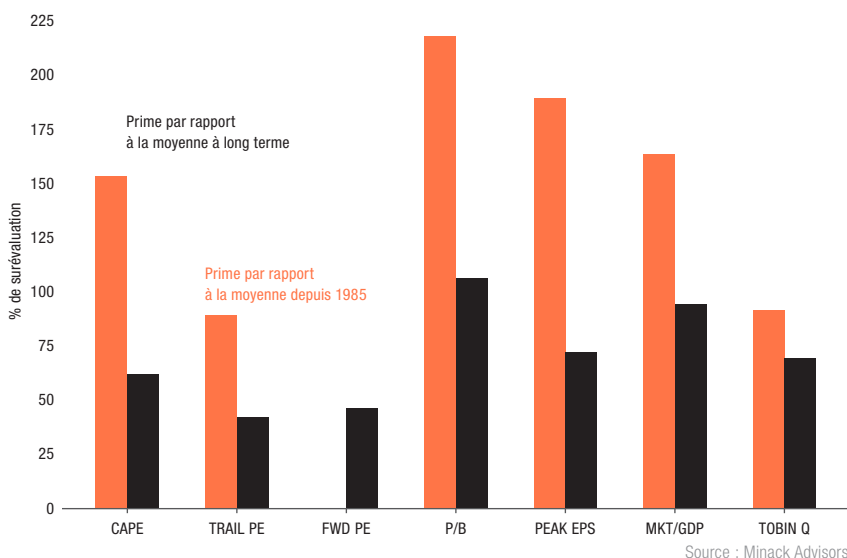
La hausse des marchés boursiers sur les dernières années peut néanmoins aussi s'expliquer par une méfiance accrue des investisseurs par rapport à la deuxième grande classe d'actifs, les obligations et plus particulièrement les emprunts d'Etat. Le niveau élevé de l'endettement public, la multiplication des annonces de dépenses publiques importantes et les déficits budgétaires en hausse dans la plupart des pays industrialisés, et notamment aux États-Unis, ont amené de nombreux investisseurs à se poser des questions sur la soutenabilité de la dette à un moment où les rendements offerts par les emprunts d'Etat des pays industrialisés restent souvent inférieurs à l'inflation. Face à la forte augmentation de l'offre obligataire, on trouve une offre d'actions qui s'inscrit en baisse, les entreprises de qualité rachetant massivement leurs propres titres. De nombreux investisseurs privilégient dès lors les actifs réels comme les actions qui deviennent plus rares et délaissent les actifs monétaires comme les obligations qui deviennent de plus en plus abondantes.

SURPERFORMANCE DU MARCHÉ BOURSIER AMÉRICAIN



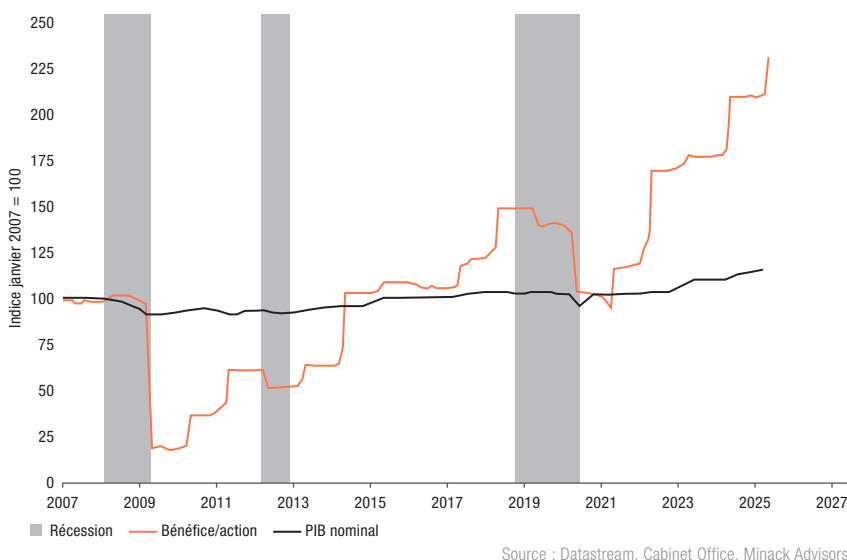
La surperformance du marché américain a été exceptionnelle sur les dernières années. Elle dépasse largement ce qui a été observé au cours de certaines bulles du passé. Le marché américain représente aujourd'hui quelque 70% de l'indice mondial et les investisseurs étrangers sont fortement exposés à ce marché. Au vu de la détérioration de la situation fiscale des États-Unis, beaucoup de ces investisseurs ont d'ailleurs préféré recycler les dollars issus de leurs excédents commerciaux avec les États-Unis en actions plutôt qu'en obligations. Il en résulte que pour un investisseur intéressé par la performance absolue et par la protection de son capital, le marché américain est devenu dangereux, car suracheté et cher. Pour un investisseur intéressé par la performance relative, il est par contre dangereux de sous-ponder ce marché dans un monde dominé par les flux passifs.

PRIME DU MARCHÉ AMÉRICAIN PAR RAPPORT À SA MOYENNE



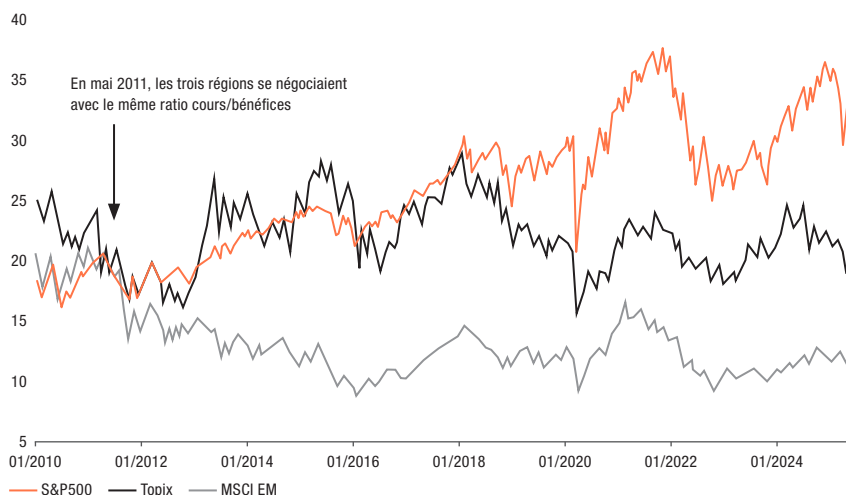
Les arguments souvent mis en avant en faveur du marché américain sont un plus grand dynamisme économique et le fait que les entreprises américaines dominent en grande partie l'économie digitale. En réalité, la surperformance de ce marché depuis 2017 s'explique essentiellement par la hausse de son multiple de valorisation, tout comme la croissance économique plus élevée des Etats-Unis s'explique avant tout par un déficit budgétaire nettement supérieur. Il en résulte que sur base de tous les critères de valorisation, le marché américain est aujourd'hui très cher par rapport à sa moyenne historique. Si les grandes valeurs technologiques méritent certainement une prime en termes de valorisation au vu de leur rentabilité élevée, la prime actuelle semble largement exagérée. D'autant plus que l'augmentation de leur rentabilité sur les dernières années s'explique en partie par le recours à un levier financier plus important. Quant au reste du marché, il se traite également à une prime significative par rapport aux entreprises non-américaines malgré une rentabilité très similaire.

JAPON : CROISSANCE DU PIB ET DES BÉNÉFICES PAR ACTION



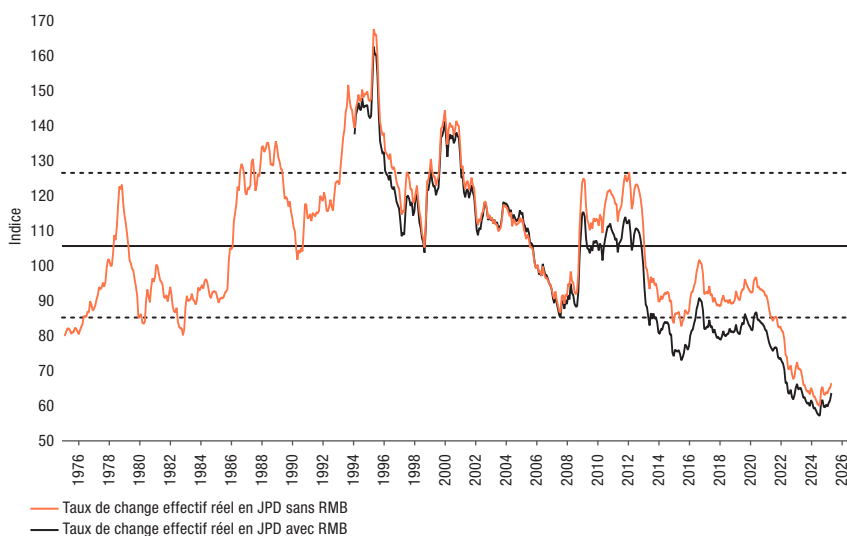
Les perspectives à moyen et long terme du marché japonais demeurent excellentes. L'amélioration de la gouvernance des entreprises et la fin de la déflation sont des éléments à soutenir ce marché dans les années à venir. Si le principe de la valeur pour l'actionnaire a été porté à un extrême aux Etats-Unis, il n'en est qu'à ses débuts au Japon. Pour autant, la direction vers un meilleur traitement des actionnaires semble irréversible, car réclamé par toutes les parties prenantes, la politique, la bourse de Tokyo, les investisseurs institutionnels domestiques et étrangers et les investisseurs privés japonais qui redécouvrent progressivement leur marché. Ceci se traduit par une hausse de la rentabilité sur capitaux investis, les entreprises nippones comblant progressivement leur écart par rapport à leurs homologues étrangères.

LE MARCHÉ JAPONAIS EST BON MARCHÉ PAR RAPPORT AU MARCHÉ AMÉRICAIN



La valorisation du marché japonais reste par ailleurs attrayante. Le marché se traite à quelque 15 fois les bénéfices attendus et offre un rendement du dividende proche de 2%. De nombreuses sociétés se négocient autour de leur valeur comptable, ce qui est rare pour un marché développé à forte capitalisation. La qualité des bilans est excellente avec des trésoreries nettes importantes et un faible endettement. Le Japon combine ainsi une valorisation modeste avec une exposition à des secteurs innovants, tels que la robotique, les semiconducteurs ou la transition énergétique et une décorrélation partielle des marchés occidentaux.

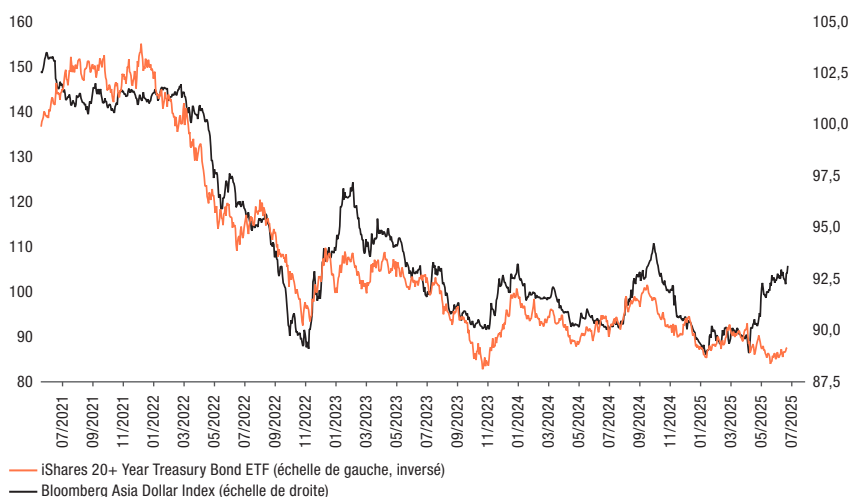
TAUX DE CHANGE EFFECTIF DU YEN



Source : Gavekal, Macrobond

Le yen s'est encore déprécié par rapport à l'euro en 2025 malgré le resserrement (timide) de la politique monétaire de la Banque du Japon et la baisse des taux directeurs de la Banque centrale européenne. La monnaie unique a en l'occurrence profité d'un regain d'optimisme sur la zone euro à la suite des élections allemandes. Il reste que le yen est aujourd'hui fortement sous-évalué, ce qui se traduit entre autres par une forte hausse du tourisme. Entre le recul de l'inflation et le statu quo, voire la hausse des taux directeurs de la Banque du Japon, les taux réels devraient graduellement remonter et soutenir la monnaie. La hausse des taux longs et une balance courante fortement excédentaire pourraient par ailleurs entraîner un rapatriement de capitaux. En attendant, la sous-évaluation du yen permet aux entreprises japonaises de mieux absorber la hausse des tarifs.

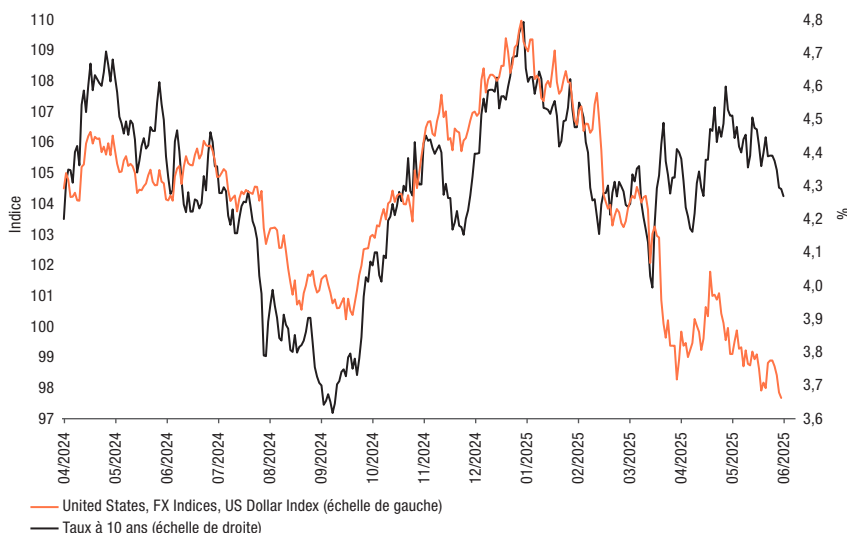
APPRÉCIATION DES DEVISES ASIATIQUES MALGRÉ LA REMONTÉE DES TAUX LONGS AMÉRICAINS



Source : Macrobond/Bloomberg

Pendant longtemps, les autres marchés asiatiques ont souffert d'un décalage entre la croissance du PIB (Produit Intérieur Brut) et la croissance du bénéfice par action de leurs entreprises. En d'autres mots, la forte croissance économique ne s'est pas traduite en valeur pour les actionnaires. Parmi les raisons, on peut notamment citer une mauvaise gouvernance des entreprises, de nombreuses augmentations de capital, des surcapacités dans de nombreux secteurs et une mauvaise allocation du capital orientée vers une croissance à tout prix. Les choses sont cependant en train de changer. Les réformes réglementaires mises en place dans des pays comme la Chine, la Corée du Sud ou l'Inde visent ainsi à améliorer la transparence, limiter les conflits d'intérêt et protéger les actionnaires minoritaires. Parallèlement à ces réformes, on retrouve une pression accrue exercée par les investisseurs institutionnels domestiques et internationaux pour des pratiques de gestion axées sur la création de valeur, pression qui se traduit par un accent plus fort mis sur la rentabilité sur capitaux investis, des augmentations de dividendes et/ou des rachats de titres. En même temps, on constate une montée en puissance des secteurs à valeur ajoutée plus élevée au détriment des secteurs cycliques à marges faibles. Tout ceci devrait permettre une meilleure conversion du potentiel de croissance économique en bénéfices pour les entreprises locales et leurs actionnaires. En attendant, ces marchés offrent un niveau de valorisation attrayant et un potentiel d'appréciation de la monnaie. Il est ainsi intéressant de noter que les devises de la région se sont récemment appréciées malgré la remontée des taux longs américains.

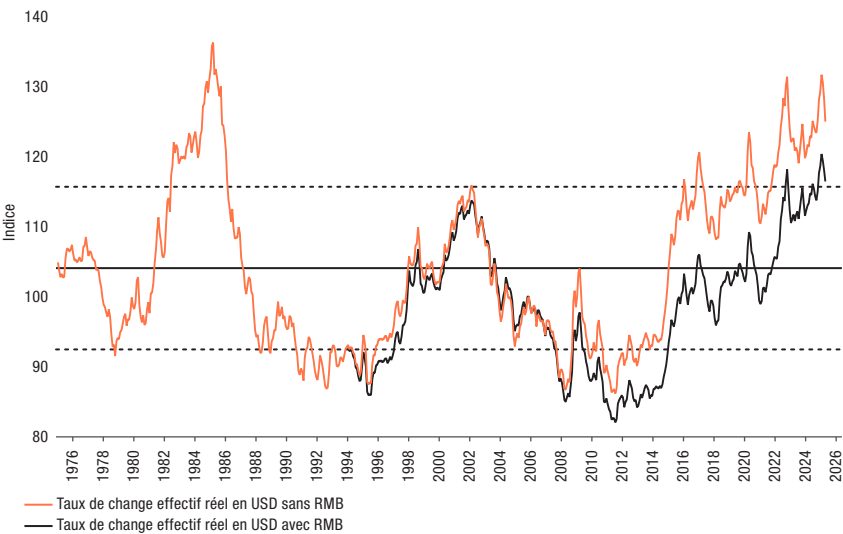
DÉCONNEXION ENTRE LE DOLLAR ET LES TAUX LONGS AMÉRICAINS



Source : Macrobond/Bloomberg

Depuis le début de l'année, l'euro s'est apprécié de plus de 12% par rapport au dollar. Cette appréciation pourrait surprendre dans la mesure où la Banque centrale européenne a relâché à plusieurs reprises sa politique monétaire alors que la Réserve fédérale a maintenu le statu quo sur ses taux. Le billet vert dispose ainsi d'un net avantage en termes de différentiel d'intérêt à court et long terme, mais s'est quand même assez fortement déprécié par rapport à la monnaie unique. Il n'a pas non plus bénéficié de la remontée des taux longs américains en avril et mai et de la reprise de la surperformance des valeurs de croissance américaines depuis avril, alors que par le passé son évolution fut fortement corrélée à celle de ces dernières. Sa baisse s'explique surtout par l'érosion du pouvoir d'attraction des États-Unis et par la perte de confiance dans le billet vert, l'administration Trump semblant clairement privilégier un dollar faible. Plutôt que de vendre leurs actifs américains, les investisseurs étrangers ont jusqu'à présent préféré couvrir le risque de change sur le dollar.

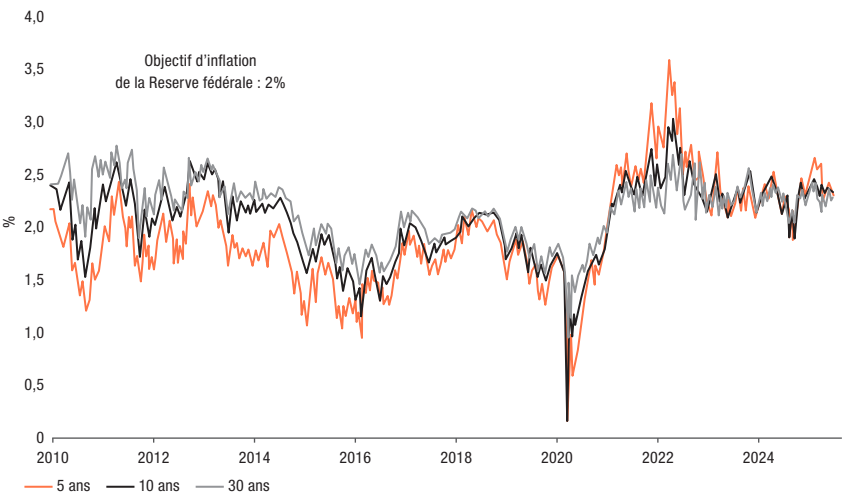
TAUX DE CHANGE EFFECTIF RÉEL DU DOLLAR



Source : Gavekal, Macrobond

La position d'investissement international nette des Etats-Unis est largement déficitaire et les étrangers reçoivent aujourd'hui nettement plus de revenus sur les actifs qu'ils détiennent aux Etats-Unis que les Etats-Unis sur les actifs qu'ils détiennent à l'étranger. La dégradation de la situation fiscale des Etats-Unis, le déficit important de leur balance courante, la remise en question de l'indépendance de la Réserve fédérale et la possibilité d'une mise en place d'une forme de répression financière pour contenir le coût du service de la dette pourraient amener les investisseurs étrangers à réévaluer le risque encouru à détenir des positions très importantes en dollars. Ceci rend le billet vert vulnérable, d'autant plus qu'il reste cher, nonobstant sa baisse des derniers mois.

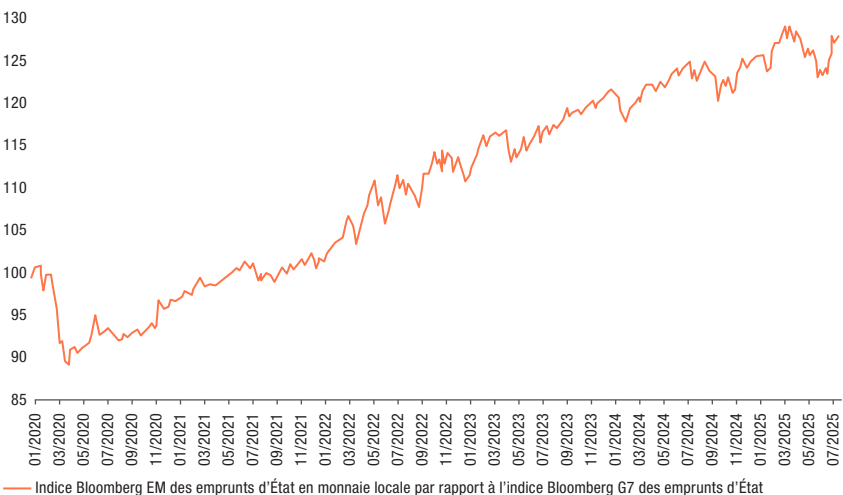
ATTENTES INFLATIONNISTES À MOYEN ET LONG TERME AUX ÉTATS-UNIS



Source : Gavekal Research, Macrobond

Dans un contexte de pressions inflationnistes accrues sur le moyen terme, les obligations indexées sur l'inflation sont à privilégier aux obligations classiques. Contrairement à ce qui se passe pour ces dernières, une hausse de l'inflation ne diminue pas le rendement réel des emprunts indexés sur l'inflation, les coupons et le remboursement du principal étant ajustés en fonction de l'évolution des prix à la consommation. Les obligations indexées sur l'inflation sont intéressantes pour un investisseur qui pense que l'inflation réalisée sera supérieure aux attentes. Ces attentes restent à l'heure actuelle étonnamment modérées au vu des politiques fiscales expansionnistes, des tensions géopolitiques et de la disparition graduelle des facteurs à l'origine de la désinflation des décennies écoulées avec notamment le resserrement des marchés du travail et les perturbations des chaînes d'approvisionnement. A noter aussi que le recours à l'inflation est traditionnellement le moyen privilégié du gouvernement pour combattre un endettement excédentaire, l'inflation diminuant le coût réel de ce dernier. Ce n'est dès lors pas un hasard si le gouvernement allemand a décidé fin 2023 de ne plus émettre d'obligations indexées sur l'inflation.

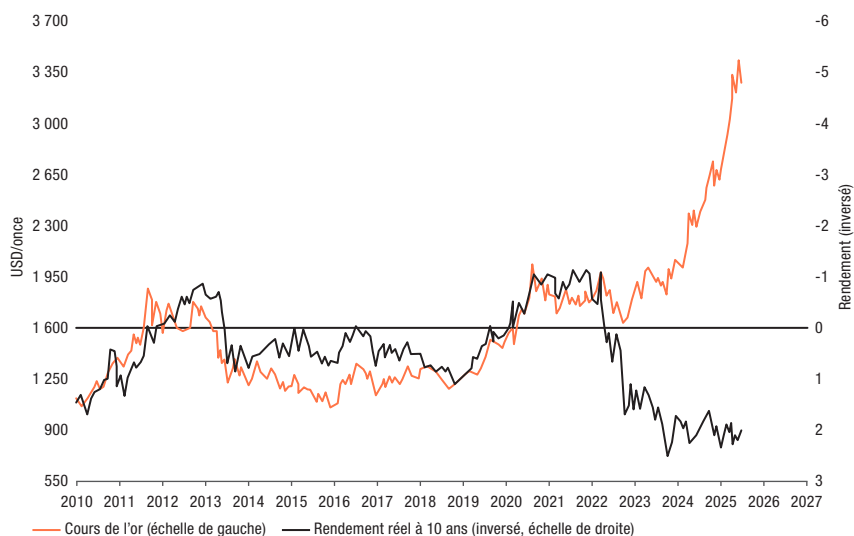
ÉVOLUTION DE L'INDICE DES EMPRUNTS D'ÉTAT DES PAYS ÉMERGENTS PAR RAPPORT À CEUX DES PAYS DU G7



Source : Bloomberg, Jefferies

Depuis 2020, les emprunts d'Etat des pays émergents surperforment largement ceux des pays industrialisés. Cette surperformance s'explique par une gestion macroéconomique nettement plus prudente et par une amélioration des fondamentaux de ces pays. Elle devrait dès lors se poursuivre. Sur le plan monétaire, les autorités de ces pays avaient ainsi pris de l'avance sur leurs homologues des pays industrialisés dans la lutte contre l'inflation et avaient maintenu des taux réels positifs. Sur le plan fiscal, elles ont évité les mesures de relance excessives. Leur dette publique est ainsi souvent inférieure à celle des pays industrialisés et plus soutenable au vu d'une population jeune et en expansion. La présence accrue d'investisseurs institutionnels locaux permet par ailleurs de plus en plus d'émissions en monnaie locale et réduit la dépendance aux devises des pays industrialisés et la vulnérabilité aux chocs externes, d'autant plus que les réserves de change de beaucoup de ces pays sont aujourd'hui confortables. En plus d'un rendement plus élevé, ces emprunts offrent un potentiel de gain de change étant donné la sous-évaluation de leurs monnaies.

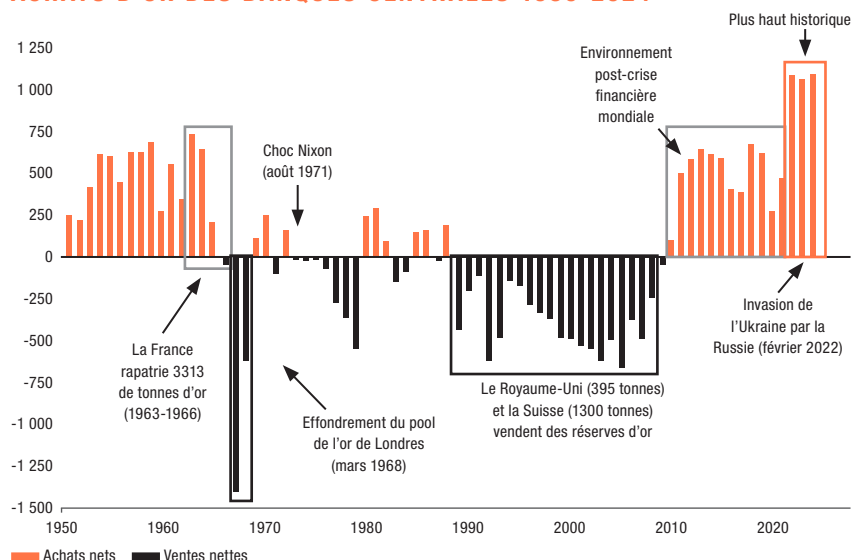
COURS DE L'OR ET TAUX À 10 ANS RÉEL AUX ÉTATS-UNIS



Source : Minack Advisors

Avec une appréciation de plus de 27% depuis le début de l'année, l'or poursuit sur sa lancée. Le métal jaune semble avoir durablement brisé sa corrélation négative avec les taux réels puisque son cours a pratiquement doublé dans un contexte de hausse des taux réels (et de dollar fort jusqu'à fin 2024). Dans la mesure où le métal jaune ne produit pas de flux de trésorerie, il avait par le passé tendance à baisser dans des périodes de remontée des taux d'intérêt, une telle remontée augmentant le coût d'opportunité d'un investissement en or. Dans un contexte de détérioration de la situation financière des pays occidentaux et de tensions géopolitiques et commerciales accrues, l'or produit toutefois un actif intangible que l'argent papier offre de moins en moins, à savoir la confiance. Il offre ainsi notamment une couverture contre le risque de monétisation de la dette par les banques centrales.

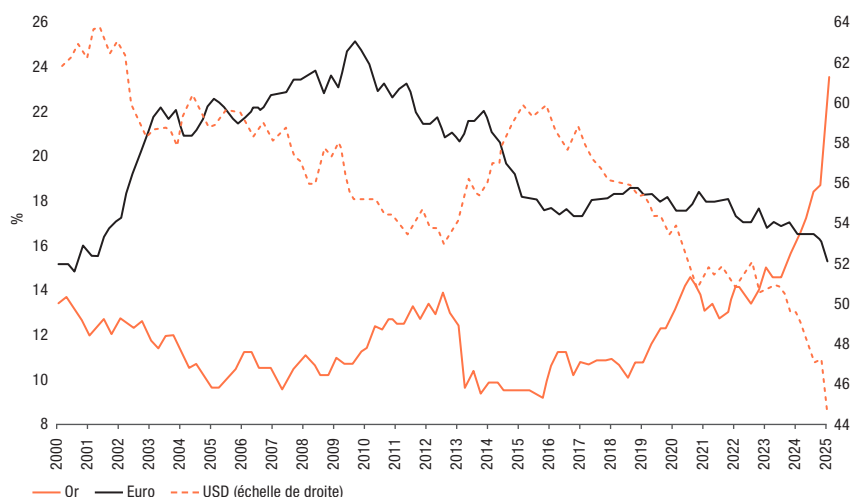
ACHATS D'OR DES BANQUES CENTRALES 1950-2024



Source : World Gold Council, Incrementum AG

La hausse du cours de l'or sur les dernières années s'explique essentiellement par la demande physique, et plus spécifiquement les achats des banques centrales orientales. La décision de l'Occident de geler une partie importante des réserves de change de la Russie en 2022 a profondément marqué un certain nombre de banques centrales et de gouvernements. Ces derniers visent désormais à réduire leur dépendance à l'égard du dollar et à investir leurs réserves de change dans un actif sans risque de contrepartie (et donc de défaut) et ne pouvant pas être saisi par une juridiction étrangère. Parallèlement à ceci, on constate une volonté croissante de nombreux pays de mettre en place une alternative au système financier actuel, basé sur le dollar et les emprunts d'Etat américain, et de disposer de systèmes de paiement alternatifs.

PART DE L'OR DANS LES RÉSERVES DE CHANGE MONDIALES OFFICIELLES



Source : World Gold Council, IMF, Jefferies

Dans un monde où la confiance dans les monnaies et les systèmes financiers se fragilise, l'or reste donc l'ultime actif sans passif. Depuis le milieu de l'année dernière, on note aussi un retour de la demande financière. Cette dernière avait bien réagi négativement à la hausse des taux réels, les actifs détenus par les ETF en or reculant entre avril 2022 et juin 2024. La perspective d'un nouvel assouplissement monétaire aux États-Unis a cependant provoqué un retour de l'intérêt des investisseurs institutionnels pour l'or. Ceci a aussi permis aux entreprises aurifères de participer davantage au mouvement haussier. Contrairement au passé, elles font à l'heure actuelle preuve d'une discipline financière renforcée en évitant les projets peu rentables, en contrôlant leurs coûts unitaires et en diminuant leur endettement. Dans un contexte de baisse du coût de l'énergie, elles assistent dès lors à une explosion de leur cash-flow excédentaire et en font profiter leurs actionnaires à travers des augmentations de dividendes et des rachats de titres.

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° **183** – 2^{ème} semestre 2025

Perspectives

Clôture de rédaction :
14/08/2025

Rédaction et éditeur responsable :
BLI - Banque de Luxembourg Investments
16, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Tél. : (+352) 26 26 99 1
info@bli.lu
www.bli.lu