

Perspectives

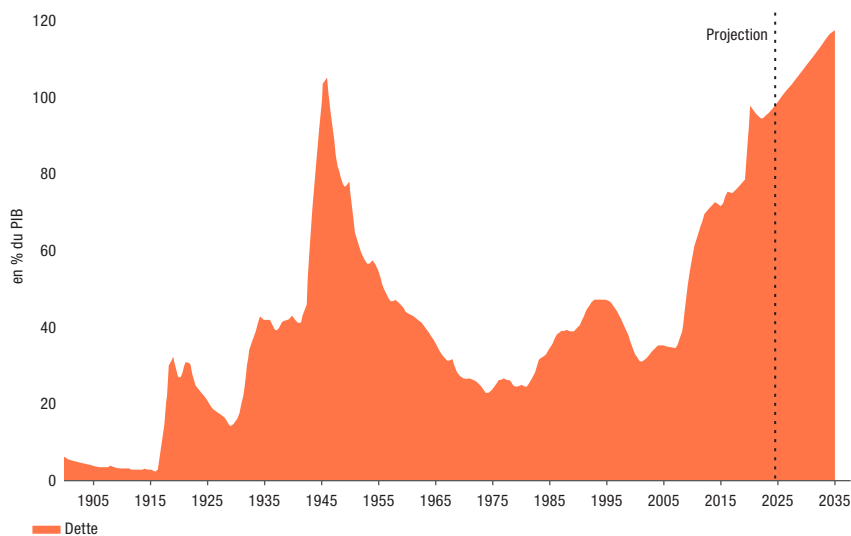
Analyse des marchés financiers

- L'environnement macroéconomique continue à plaider en faveur des actifs réels.
 - La montée en puissance de la gestion passive a profondément modifié le fonctionnement des marchés financiers.
 - Les investisseurs devraient faire preuve d'une certaine prudence à l'égard du marché américain.
 - Le Japon représente aujourd'hui l'une des opportunités d'investissement les plus attractives parmi les marchés développés.
 - L'or occupe une place importante au sein d'un portefeuille diversifié.
 - Les cours des matières premières profiteront d'un déséquilibre croissant entre l'offre et la demande à long terme.
-

Visitez notre site internet
www.bli.lu

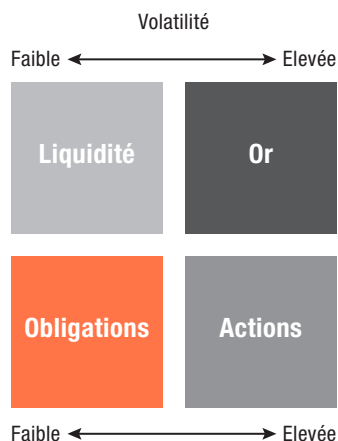
Une publication de
BLI - Banque de Luxembourg Investments

RATIO DE LA DETTE PUBLIQUE AMÉRICAINE PAR RAPPORT AU PIB



Pendant plus de quarante ans, le recul de l'inflation, la baisse continue des taux d'intérêt et l'accélération de la mondialisation ont créé un environnement exceptionnellement favorable aux actifs financiers. Aujourd'hui, le contexte macroéconomique a profondément changé. La plupart des économies développées sont confrontées à des niveaux d'endettement public historiquement élevés, au vieillissement de leur population et à des déficits budgétaires persistants. Dans un tel contexte, une remontée significative des taux d'intérêt rendrait les finances publiques de plus en plus difficiles à soutenir. Les banques centrales seront ainsi amenées à arbitrer entre deux objectifs souvent contradictoires : lutter contre l'inflation ou préserver la stabilité financière. Le scénario le plus probable est celui d'une période prolongée de répression financière, au cours de laquelle les taux d'intérêt nominaux resteraient durablement inférieurs à la croissance nominale de l'économie, et souvent à l'inflation, réduisant progressivement le poids réel de la dette publique. Dans un tel environnement, les investisseurs devraient privilégier les actifs réels (actions, or et matières premières) aux créances monétaires (liquidités et obligations) dont le pouvoir d'achat risque d'être progressivement érodé.

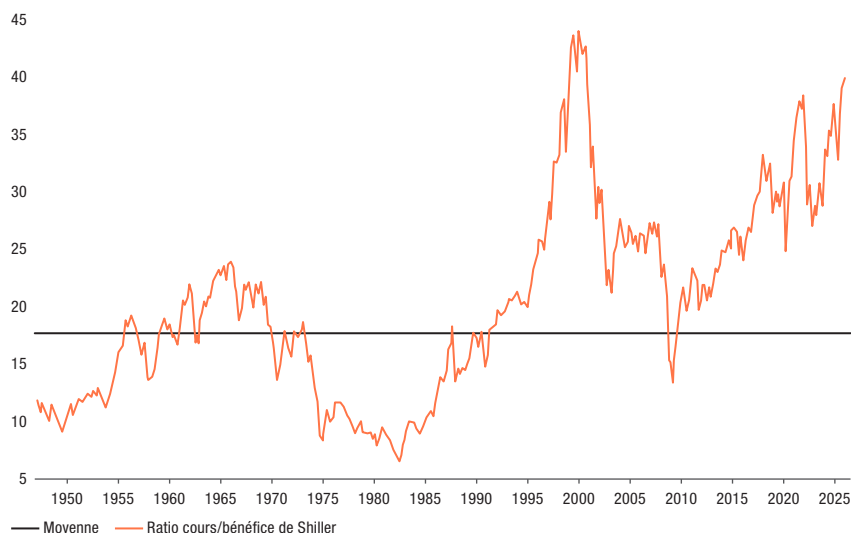
UN AUTRE REGARD SUR LES PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS



Investir majoritairement dans des actifs réels implique d'accepter des fluctuations de prix plus importantes à court terme, autrement dit une volatilité plus élevée. Cette volatilité est souvent assimilée au risque. Pourtant, pour l'investisseur de long terme, le véritable risque réside dans l'érosion progressive du pouvoir d'achat, voire dans la perte durable du capital. Des actifs qui paraissent stables en termes nominaux, comme les liquidités ou les obligations d'État à longue échéance, peuvent en réalité entraîner une perte substantielle de richesse réelle lorsque l'inflation dépasse durablement les rendements qu'ils procurent. Vu sous cet angle, la volatilité apparaît comme le prix à payer pour détenir des actifs productifs capables de préserver et d'accroître le patrimoine réel au fil du temps.

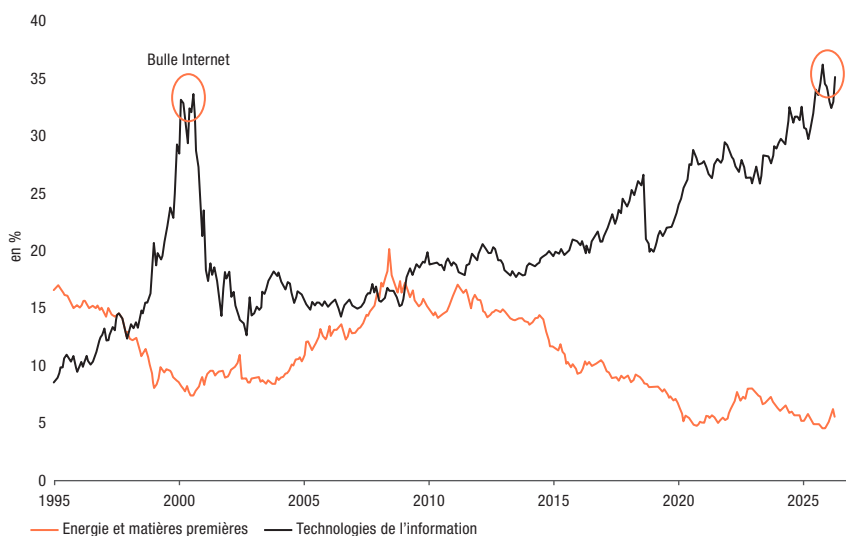
Source : BLI

RATIO COURS/BÉNÉFICE DE SHILLER POUR LE MARCHÉ AMÉRICAIN



Les actions demeurent la classe d'actifs la plus attractive pour les investisseurs de long terme, car elles représentent une participation dans des entreprises productives capables de faire croître durablement leur chiffre d'affaires, leurs bénéfices et leurs flux de trésorerie. Toutefois, l'environnement actuel exige un niveau de sélectivité bien supérieur à celui du passé. Les valorisations de certains segments du marché — en particulier celles des grandes entreprises technologiques américaines — intègrent désormais des anticipations de croissance extrêmement ambitieuses. Or, une entreprise exceptionnelle ne constitue pas nécessairement un investissement exceptionnel : tout dépend du prix auquel elle est acquise. Dans le même temps, la montée en puissance de la gestion passive a profondément modifié le fonctionnement des marchés financiers. Les capitaux se dirigent de plus en plus vers les composantes des grands indices, indépendamment de leur valorisation, de leur rentabilité ou de la qualité de leur allocation du capital. Cette dynamique renforce la domination des plus grandes capitalisations et favorise une concentration inhabituelle de la performance boursière. Mais elle crée également, ailleurs sur les marchés, des inefficiences de valorisation souvent importantes.

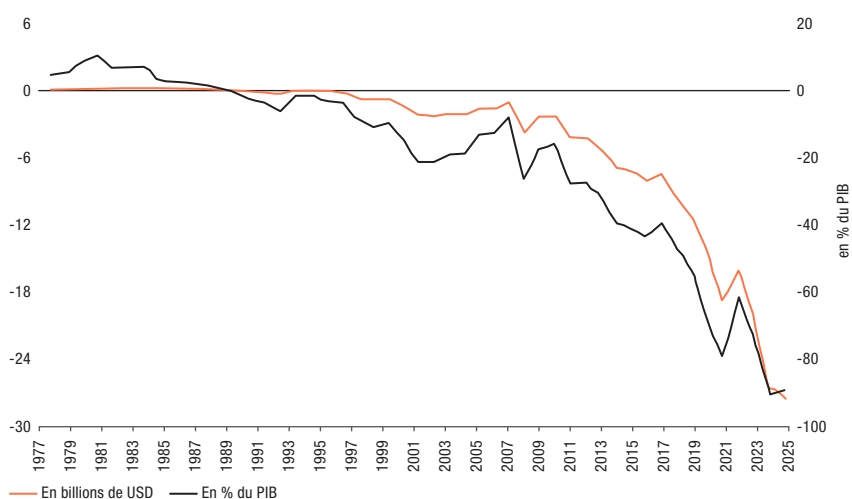
PONDÉRATIONS SECTORIELLES DU S&P 500



Source : LSEG, Incrementum AG

L'une des évolutions les plus marquantes de l'investissement au cours des dernières décennies est la tendance croissante à confondre le marché actions avec ses principaux indices boursiers. De plus en plus, les investisseurs évaluent la qualité d'un portefeuille presque exclusivement à l'aune de sa capacité à surperformer un indice de référence, tel que le S&P 500 ou le MSCI World. Pourtant, un indice n'est pas le marché. Il ne constitue qu'une construction statistique destinée à mesurer la performance d'un ensemble de sociétés selon des règles prédéfinies. Investir en actions est fondamentalement différent que d'investir dans un indice. En achetant une action, l'investisseur devient copropriétaire d'une entreprise dont la valeur dépend de sa capacité à innover, à allouer intelligemment son capital et à accroître durablement sa valeur intrinsèque. La véritable thèse d'investissement repose donc sur la qualité de l'entreprise elle-même, et non sur la place qu'elle occupe au sein d'un indice. Cette distinction revêt une importance particulière dans un monde dominé par la gestion passive. Les indices allouent les capitaux en fonction de la capitalisation boursière des entreprises, et non de leur qualité, de leur valorisation ou de leur capacité à créer de la valeur à long terme. Ils orientent ainsi mécaniquement des flux toujours plus importants vers les sociétés déjà les plus grandes, renforçant les phénomènes de concentration et, parfois, les excès de valorisation.

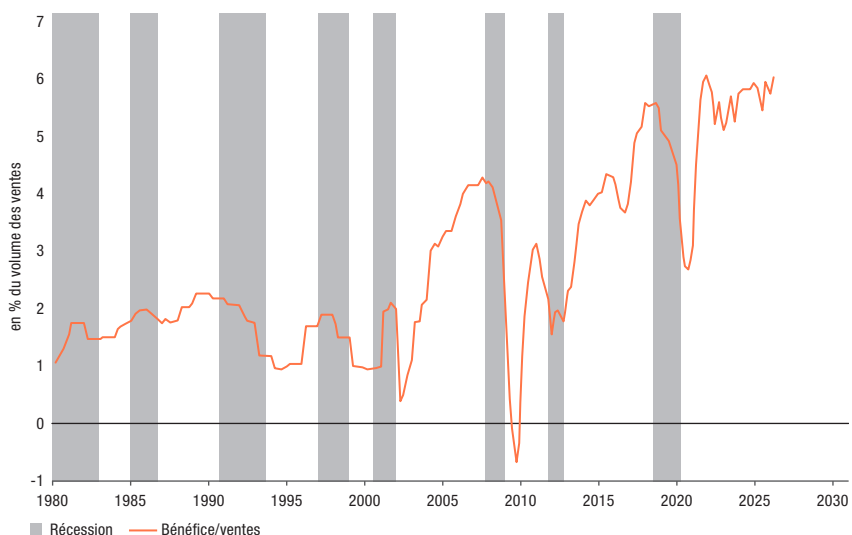
POSITION D'INVESTISSEMENT INTERNATIONALE NETTE DES ÉTATS-UNIS



Source : Bureau of Economic Analysis

Les États-Unis demeurent le berceau de nombreuses entreprises parmi les plus remarquables au monde et continuent de jouer un rôle de premier plan dans l'innovation, notamment dans les logiciels, les semi-conducteurs et l'intelligence artificielle. Les investisseurs ont aujourd'hui toutefois intérêt à adopter une approche plus nuancée à l'égard du marché américain. Depuis la crise financière mondiale, les actions américaines ont largement surperformé la plupart des autres marchés, portées par une croissance supérieure des bénéfices, une expansion des multiples de valorisation et d'importants flux de capitaux internationaux. Ce succès s'est traduit par des valorisations historiquement élevées et une concentration exceptionnelle de la performance boursière autour d'un nombre très limité d'entreprises. Parallèlement, les États-Unis affichent désormais une position extérieure nette fortement négative, ce qui signifie que les investisseurs étrangers détiennent une part considérable des actifs financiers américains. Si les flux internationaux de capitaux venaient progressivement à se rééquilibrer ou si les investisseurs choisissaient de diversifier davantage leurs portefeuilles au-delà des États-Unis, ce puissant soutien structurel pourrait progressivement se transformer en facteur défavorable.

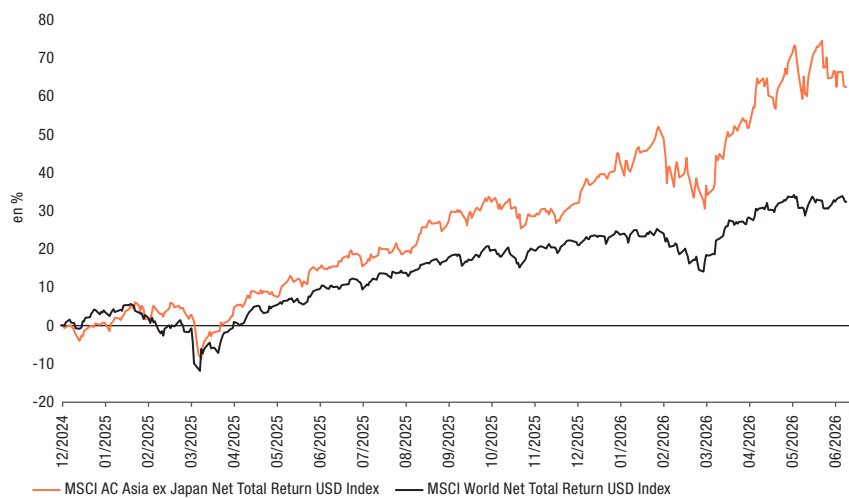
MARGES DU SECTEUR NON FINANCIER JAPONAIS



Source : Minack Advisors

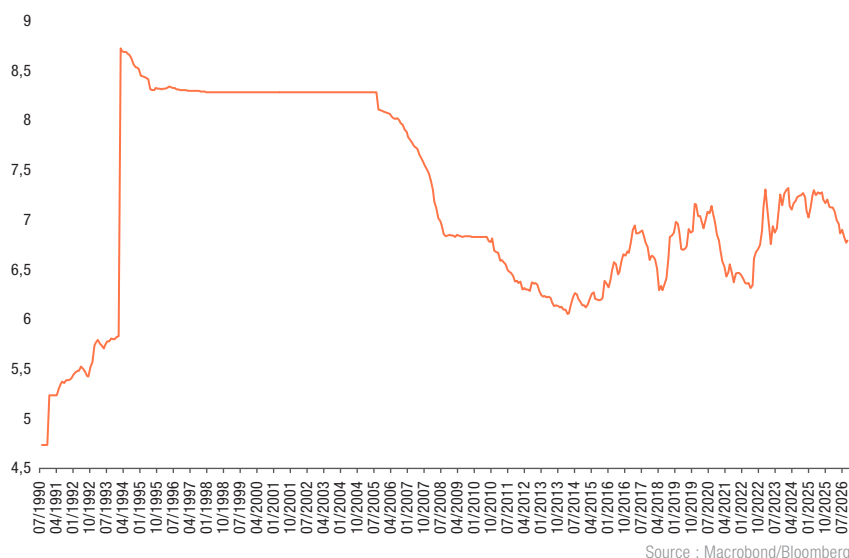
Le Japon représente aujourd'hui l'une des opportunités d'investissement les plus attractives parmi les marchés développés. Après plusieurs décennies de déflation et de croissance économique atone, le pays est entré dans une nouvelle phase de transformation structurelle, caractérisée par le retour d'une inflation modérée, une progression des salaires et un regain progressif de confiance des entreprises comme des investisseurs. Les sociétés japonaises demeurent des leaders mondiaux dans de nombreux secteurs industriels, technologiques et manufacturiers, tout en se négociant encore, pour beaucoup d'entre elles, à des valorisations attractives par rapport à leurs homologues internationales. Le Japon présente en outre une situation extérieure presque symétriquement opposée à celle des États-Unis. Alors que ces derniers affichent une position extérieure nette fortement négative, le Japon demeure le premier créancier mondial. À plus long terme, cette situation ouvre la possibilité d'un rapatriement significatif des capitaux japonais investis à l'étranger, un mouvement qui pourrait avoir des conséquences importantes sur les marchés financiers mondiaux, et tout particulièrement sur les marchés américains. Plus déterminante encore est la profonde transformation de la gouvernance d'entreprise actuellement à l'œuvre. Les réformes réglementaires, la pression croissante des investisseurs ainsi que les initiatives de la Bourse de Tokyo ont conduit un nombre croissant d'entreprises à améliorer leur efficacité dans l'allocation du capital, à réduire les participations croisées, à renforcer la rémunération des actionnaires et à accorder une importance accrue au rendement des capitaux propres ainsi qu'au coût du capital.

L'ASIE HORS JAPON AFFICHE UNE SURPERFORMANCE DEPUIS FIN 2024



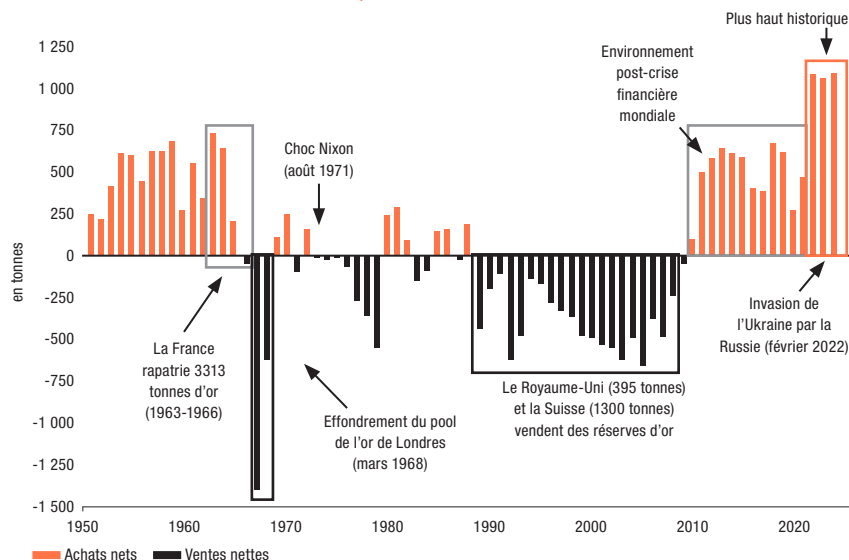
L'Asie hors Japon est progressivement devenue une région offrant une combinaison de plus en plus attractive de croissance, d'innovation et d'amélioration de la création de valeur pour les actionnaires. Si cette partie du monde continue de bénéficier de tendances structurelles particulièrement favorables — progression des revenus, urbanisation, digitalisation et essor des classes moyennes — elle connaît également une profonde évolution de la gouvernance et du comportement des entreprises. Celles-ci ne cherchent plus uniquement à accroître leur chiffre d'affaires ; elles accordent désormais une importance croissante à la rentabilité, à la qualité de l'allocation du capital et à la rémunération de leurs actionnaires. La transformation la plus importante réside sans doute dans le passage progressif d'une logique de dilution des actionnaires à une véritable culture de création de valeur pour les actionnaires. Dans de nombreux marchés asiatiques, les autorités de régulation, les Bourses et les investisseurs accordent désormais une attention croissante au rendement des capitaux propres, à l'efficacité du capital, aux politiques de dividendes et aux programmes de rachats d'actions. Parallèlement, l'émergence d'entreprises mondialement compétitives dans les semi-conducteurs, l'intelligence artificielle, l'automatisation industrielle, les technologies de la santé et les grandes marques de consommation renforce encore l'attractivité de la région.

TAUX DE CHANGE DOLLAR/RENMINBI



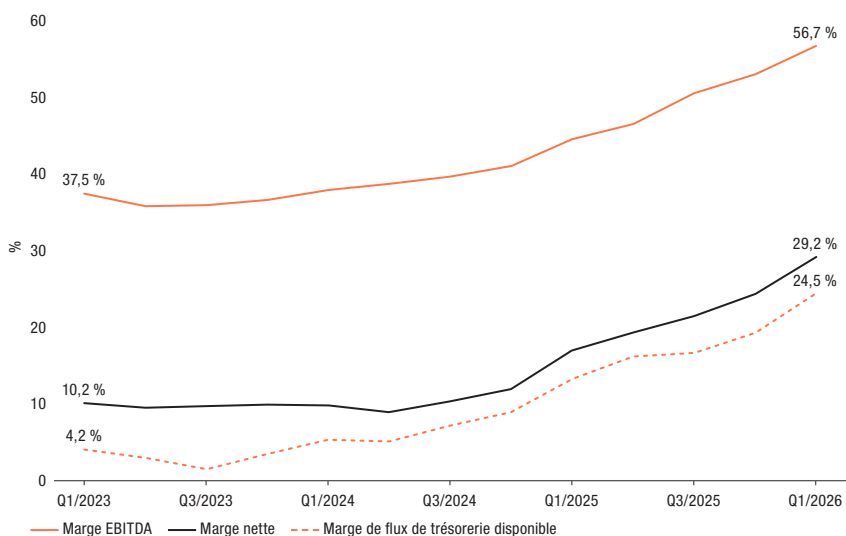
Depuis plus de vingt ans, de nombreux pays asiatiques ont fondé leur modèle de développement sur les exportations, favorisant des taux de change relativement compétitifs afin de soutenir leur industrie. Cet équilibre est toutefois en train d'évoluer. La Chine cherche progressivement à réorienter son modèle économique vers une croissance davantage tirée par la consommation intérieure, tandis que les États-Unis encouragent simultanément la relocalisation de capacités industrielles et la réduction de leurs déséquilibres extérieurs. Cette évolution des priorités économiques pourrait conduire, à long terme, à une dynamique des taux de change sensiblement différente de celle observée au cours des décennies précédentes, avec une appréciation graduelle du renminbi par rapport au dollar. Par ailleurs, plusieurs devises asiatiques apparaissent aujourd'hui nettement sous-évaluées au regard de leur pouvoir d'achat et d'autres indicateurs de valorisation de long terme. Le yen japonais constitue probablement l'exemple le plus frappant, évoluant à des niveaux de change réels historiquement faibles malgré la solidité de la position extérieure du Japon et l'importance de ses actifs détenus à l'étranger. À mesure que le renminbi chinois renforce son rôle dans les échanges commerciaux et financiers de la région, il pourrait exercer une influence croissante sur l'évolution des autres monnaies asiatiques.

ACHATS D'OR PAR LES BANQUES CENTRALES



L'or occupe une place singulière au sein d'un portefeuille, car il est à la fois un actif monétaire et un actif réel rare. Contrairement aux monnaies fiduciaires, il ne peut être créé par les gouvernements ou les banques centrales pour financer des déficits budgétaires persistants. Tout au long de l'histoire, les périodes de dépréciation monétaire, de répression financière et d'érosion de la confiance envers les monnaies papier et les institutions en général ont systématiquement renforcé son rôle de réserve de valeur. Aujourd'hui, alors que les niveaux d'endettement public atteignent des sommets historiques dans la plupart des économies développées, l'incitation pour les États à réduire progressivement le poids réel de leur dette par l'inflation et des taux d'intérêt réels négatifs n'a jamais été aussi forte. L'or bénéficie également d'une profonde évolution de l'environnement géopolitique. Le système monétaire international devient progressivement plus multipolaire, plusieurs économies émergentes cherchant à réduire leur dépendance au dollar américain pour leurs échanges commerciaux et la gestion de leurs réserves de change. Même si le dollar devrait conserver son statut de principale monnaie de réserve mondiale pendant encore de nombreuses années, sa domination exclusive s'érode progressivement. Les banques centrales — en particulier celles des pays émergents — sont ainsi redevenues d'importants acheteurs d'or, considéré comme un actif de réserve politiquement neutre et dépourvu de tout risque de contrepartie.

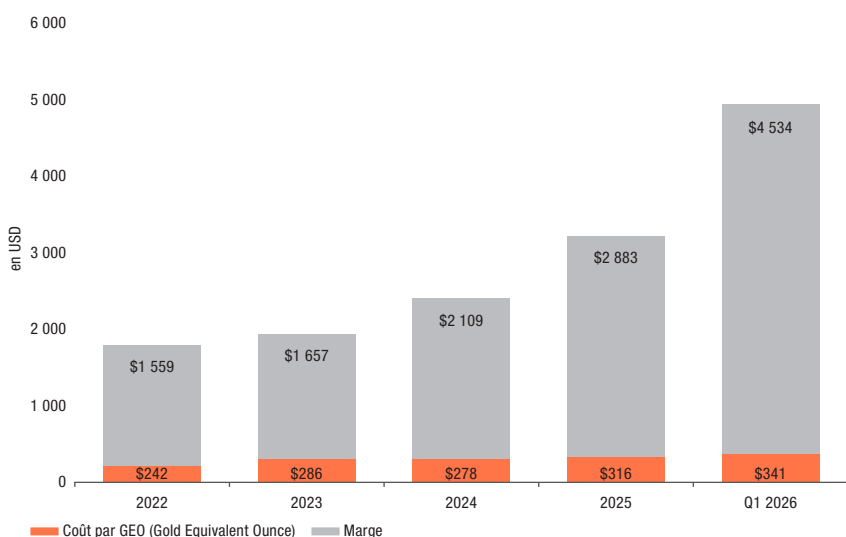
LES MARGES DES SOCIÉTÉS AURIFÈRES SONT EN HAUSSE



Source : FactSet, Incrementum AG

Les sociétés aurifères offrent une exposition amplifiée à l'évolution du prix de l'or. Alors même que le métal jaune a inscrit de nouveaux sommets historiques ces dernières années, les actions de nombreux producteurs ont nettement sous-performé, tant par rapport au cours de l'or que par rapport aux marchés actions dans leur ensemble. Cette divergence a laissé subsister des niveaux de valorisation historiquement attractifs, malgré une amélioration spectaculaire des fondamentaux du secteur. Les investisseurs peuvent aujourd'hui acquérir des producteurs de grande qualité à des multiples raisonnables, tout en bénéficiant de la tendance structurellement haussière du prix de l'or. Plus important encore, l'industrie aurifère a profondément changé. Après des années marquées par des acquisitions destructrices de valeur et des investissements excessifs, les équipes dirigeantes ont adopté une discipline financière beaucoup plus rigoureuse. Les bilans sont aujourd'hui nettement plus solides, les décisions d'investissement sont devenues plus sélectives et la génération de flux de trésorerie disponibles est désormais au cœur de la stratégie des entreprises. Dans la mesure où les coûts d'exploitation progressent généralement moins rapidement que le prix de l'or, toute hausse durable du métal se traduit par une expansion des marges, une augmentation des flux de trésorerie disponibles ainsi qu'une amélioration de la rémunération des actionnaires sous forme de dividendes et de rachats d'actions.

MARGES BRUTES DE FRANCO NEVADA



Source : Franco Nevada

Les sociétés de redevances (« royalties ») et de streaming représentent l'un des modèles économiques les plus attractifs de l'industrie minière. Plutôt que d'exploiter directement des mines, elles apportent des financements aux sociétés minières en échange d'une redevance sur leur production future ou du droit d'acquiescer une partie de cette production à un prix fixé à l'avance. Cette structure leur permet de bénéficier pleinement de la hausse des prix des matières premières tout en évitant l'essentiel des risques opérationnels inhérents à l'exploitation minière. En revanche, elles profitent directement de l'augmentation de la production et de la hausse des prix des matières premières. Leur activité se caractérise généralement par des marges opérationnelles exceptionnellement élevées, une forte génération de flux de trésorerie disponibles, un portefeuille d'actifs largement diversifié et des besoins d'investissement limités. Associées à la longue durée de vie des mines et au potentiel de création de valeur lié à de futures découvertes, ces caractéristiques font des sociétés de redevances et de streaming un moyen particulièrement attractif d'investir dans les métaux précieux et, plus largement, dans les matières premières.

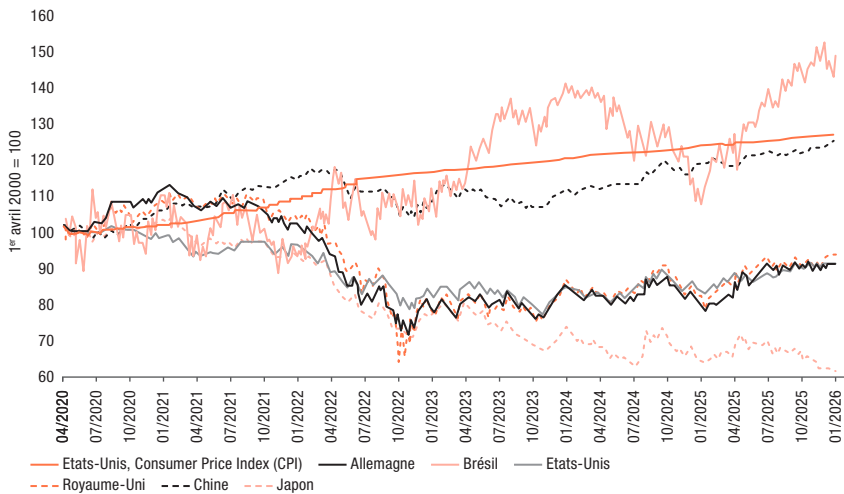
COURS DU CUIVRE



Source : Macrobond/Bloomberg

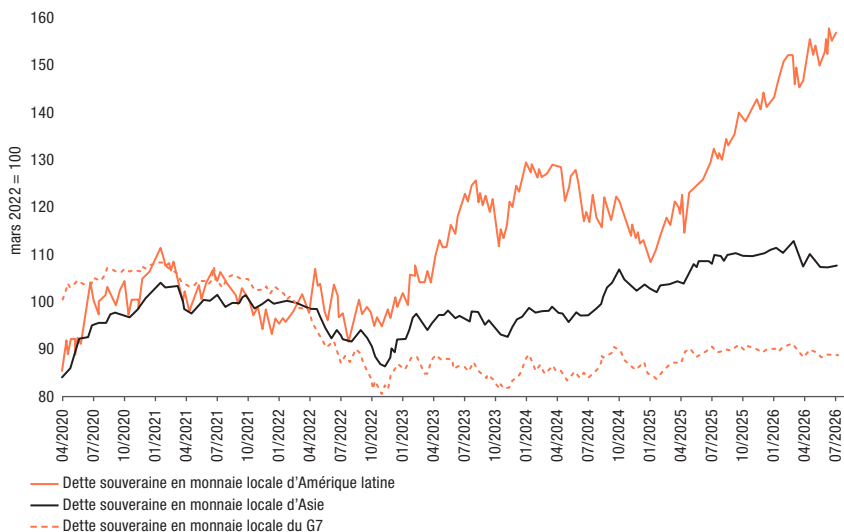
L'intérêt d'un investissement dans les matières premières repose sur un déséquilibre croissant entre l'offre et la demande à long terme. Après plus d'une décennie de sous-investissement consécutive au retournement du cycle des matières premières dans les années 2010, les capacités de production demeurent limitées pour de nombreuses ressources essentielles. Dans le même temps, la demande continue de progresser, portée par l'urbanisation des économies émergentes, l'élévation du niveau de vie, les investissements dans les infrastructures ainsi que la transition énergétique. Le développement de nouvelles mines, de nouveaux gisements pétroliers ou de nouvelles capacités de transformation nécessite souvent de nombreuses années, rendant l'offre relativement peu élastique. Les évolutions géopolitiques renforcent encore l'intérêt de cette classe d'actifs. La sécurité énergétique est redevenue une priorité stratégique à la suite des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales et de l'intensification des tensions géopolitiques. Parallèlement, l'électrification de l'économie, les énergies renouvelables, le stockage de l'électricité et le développement des infrastructures liées à l'intelligence artificielle exigent des quantités considérables de cuivre, d'aluminium, d'uranium, de nickel et de nombreux autres matériaux stratégiques.

LES OBLIGATIONS D'ÉTAT DU G7 ONT VU LEUR POUVOIR D'ACHAT S'ÉRODER



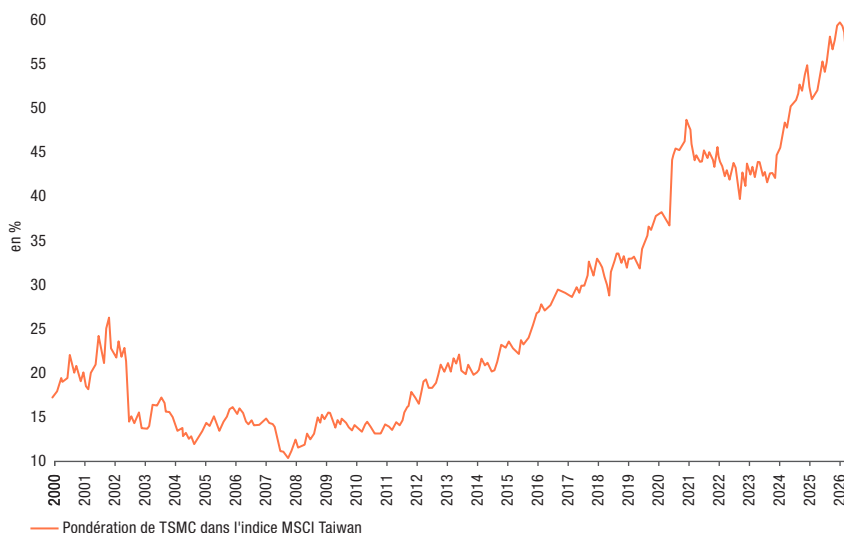
Le portefeuille traditionnel composé de 60 % d'actions et de 40 % d'obligations d'État a été conçu pour un monde caractérisé par une baisse régulière de l'inflation et des taux d'intérêt. Durant cette longue période, les obligations ont non seulement procuré des rendements réels attractifs, mais elles ont également joué un rôle essentiel de diversification lors des phases de correction des marchés actions. Ce modèle d'allocation s'est ainsi imposé comme une référence qui a dominé la construction de portefeuille pendant plusieurs décennies. Les décennies à venir devraient cependant être d'une nature fondamentalement différente. Si l'inflation s'installe durablement à un niveau plus élevé et si les gouvernements continuent de recourir à la répression financière pour stabiliser des niveaux d'endettement excessifs, les obligations d'État risquent de ne plus remplir leur mission historique de préservation du pouvoir d'achat. Plutôt que d'allouer 40 % d'un portefeuille à des actifs dont les rendements réels pourraient rester durablement faibles, voire négatifs, les investisseurs auraient intérêt à renforcer leur exposition aux actifs réels, productifs et rares. Une allocation stratégique composée d'environ 60 % d'actions mondiales, complétée par près de 20 % d'or, 10 % de matières premières diversifiées et 10 % d'obligations pourrait être mieux adaptée au nouveau régime macroéconomique qui se dessine.

LA DETTE LATINO-AMÉRICAINE A SURPERFORMÉ



Les obligations souveraines des marchés émergents méritent d'être analysées indépendamment de celles des pays développés. De nombreuses économies émergentes ont abordé le cycle actuel avec des finances publiques sensiblement plus solides et ont, dans l'ensemble, fait preuve d'une plus grande discipline monétaire au cours des dernières années. Plusieurs banques centrales de ces pays ont d'ailleurs engagé le resserrement de leur politique monétaire bien avant leurs homologues des économies développées, ce qui s'est traduit par des taux d'intérêt réels plus élevés et une crédibilité accrue dans la lutte contre l'inflation. Par ailleurs, de nombreuses devises émergentes apparaissent sous-évaluées au regard de leur pouvoir d'achat à long terme et offrent des écarts de rendement attractifs par rapport aux monnaies des pays développés. À mesure que l'économie mondiale devient plus multipolaire et que les flux de capitaux se diversifient au-delà des marchés traditionnels, certaines obligations souveraines des marchés émergents pourraient bénéficier à la fois de rendements plus élevés et d'une appréciation progressive de leur devise.

PONDÉRATION DE TSMC DANS L'INDICE MSCI TAIWAN



L'un des plus grands défis de l'investissement réside dans le fait que la préservation du patrimoine à long terme ne conduit pas toujours à la meilleure performance à court terme. Bien souvent, ces deux objectifs entrent même en contradiction. Les marchés financiers sont aujourd'hui largement dominés par les flux de liquidité, les effets de momentum et le sentiment des investisseurs, qui récompensent les thèmes les plus populaires bien avant que les fondamentaux ne justifient réellement les valorisations atteintes. Les investisseurs qui privilégient la préservation du pouvoir d'achat et la maîtrise du risque de perte permanente peuvent ainsi traverser de longues périodes de sous-performance relative, tandis que les actifs les plus spéculatifs poursuivent leur ascension. Réussir sur le long terme suppose d'accepter cette tension. L'objectif n'est pas de surperformer chaque trimestre, ni même chaque année, mais de construire des portefeuilles capables de créer durablement de la richesse réelle au travers de cycles économiques complets. Cela implique souvent la discipline d'investir dans des actifs encore délaissés avant qu'ils ne deviennent populaires, de maintenir une diversification lorsque la concentration semble momentanément récompensée et de refuser de payer n'importe quel prix, même pour les entreprises les plus remarquables.

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° **185** – 2^{ème} semestre 2026

Perspectives

Clôture de rédaction :
10/07/2026

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