

Perspectives

Analyse des marchés financiers

Environnement macro-économique

3

- Une récession mondiale paraît de plus en plus probable.
- La ténacité de l'inflation dans les services empêche une détente rapide de la hausse des prix.
- Les autorités monétaires américaines et européennes se montrent déterminées à poursuivre le resserrement monétaire malgré le ralentissement économique.

Marchés financiers

9

- Le recul des cours boursiers depuis le début de l'année ne constitue pas une opportunité d'achat.
- Les attentes en matière de bénéfices semblent notamment trop élevées compte tenu du ralentissement économique à venir.
- Le risque d'une forte hausse supplémentaire des taux obligataires semble par contre limité.

Visitez notre site internet

www.bli.lu

Une publication de

BLI - Banque de Luxembourg Investments



Environnement macro-économique

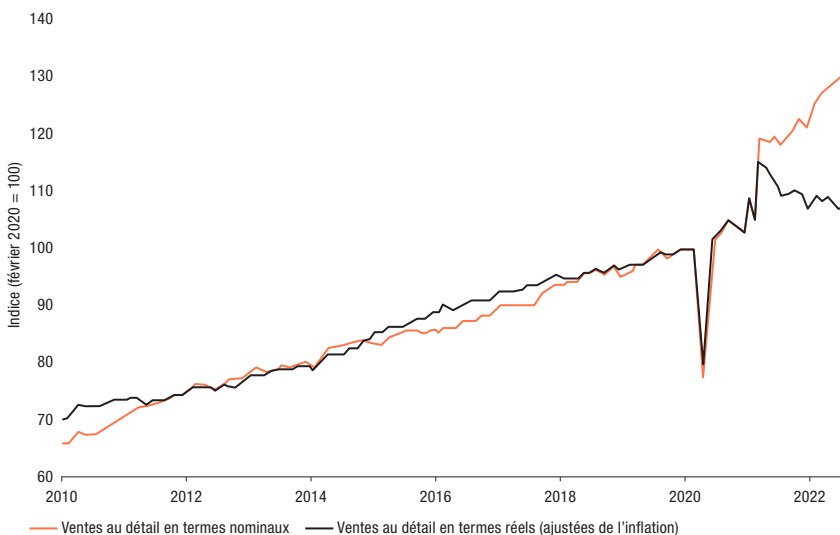
CROISSANCE RÉELLE DU PIB MONDIAL



Source : Evercore ISI, OCDE

Après la croissance fulgurante affichée en 2021, le ralentissement de la conjoncture mondiale entamé en début d'année s'intensifie. La fin des mesures publiques de soutien d'ordre fiscal et monétaire mises en place face à l'éclatement de la pandémie début 2020 ainsi que la flambée des coûts énergétiques suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie réduisent le pouvoir d'achat des ménages, pesant sur le niveau de la demande globale. En outre, la hausse des taux d'intérêt des banques centrales, qui se répercute généralement avec un décalage de 12 à 18 mois sur le niveau d'activité, commence à produire ses premiers effets négatifs, notamment dans les secteurs clés de la construction et de la promotion immobilière. Enfin, la sous-performance de l'économie chinoise peu susceptible d'atteindre ses objectifs officiels de croissance cette année, en raison de la politique du zéro Covid et de la faiblesse persistante du secteur immobilier, pèse également sur la croissance mondiale. Jusqu'à présent, la résilience des marchés de l'emploi a empêché le glissement vers la récession. Néanmoins, si l'histoire est un bon guide, un resserrement monétaire drastique des banques centrales conjugué à une forte hausse des coûts énergétiques constitue un mix peu propice à un atterrissage en douceur de l'économie mondiale.

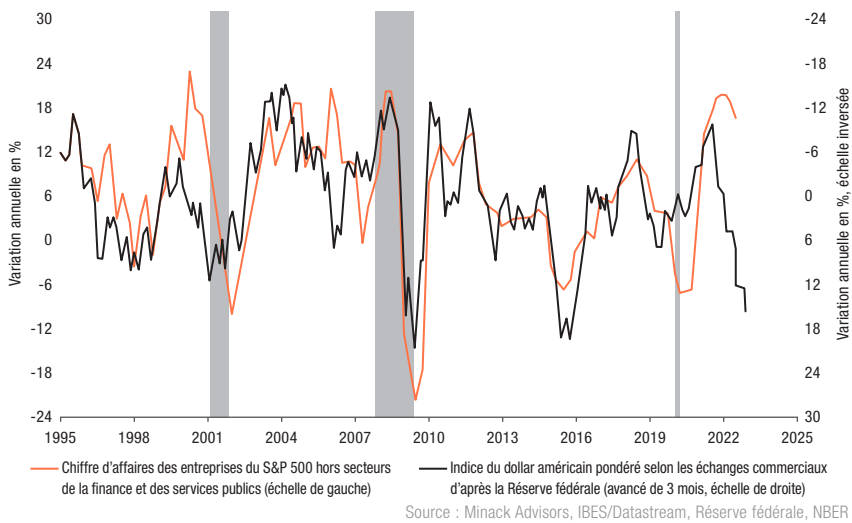
IMPACT DE L'INFLATION SUR LES VENTES AU DÉTAIL AUX ÉTATS-UNIS



Source : Oxford Economics / Haver Analytics

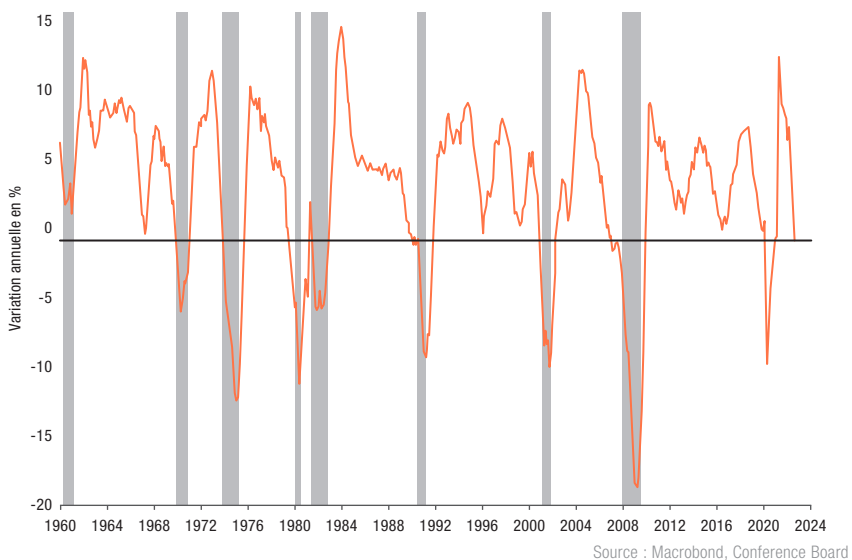
Bien que les États-Unis demeurent la locomotive de la conjoncture mondiale, des signes de faiblesse commencent également à apparaître. Ainsi, le PIB réel américain a reculé tant au premier qu'au deuxième trimestre, ce qui correspond à une récession selon la définition communément admise de deux trimestres consécutifs de baisse de l'activité. Néanmoins, l'origine de la faiblesse conjoncturelle suggère que le Bureau national de la recherche économique (NBER), l'organisme habilité à déterminer officiellement les périodes de récession aux États-Unis, n'ira guère jusqu'à classer comme tel le premier semestre 2022. En effet, le recul du PIB a résulté de la faiblesse conjointe des investissements des entreprises, des achats de logements des ménages ainsi que des dépenses publiques, alors que la consommation privée, soutenue par le plein emploi, a continué à afficher une croissance modérée. Ceci étant dit, la consommation affiche également de premières fissures, l'augmentation des ventes au détail provenant principalement de la hausse des prix, alors que les volumes en termes réels s'orientent déjà à la baisse. Lorsque les dépenses de services se normaliseront après l'euphorie des mois d'été, qui avait été suscitée par la fin des mesures de confinement, la consommation domestique pourrait à son tour entamer une phase de recul, rendant alors la récession inévitable.

VALEUR DU DOLLAR AMÉRICAIN ET CHIFFRE D'AFFAIRES DES ENTREPRISES DU S&P 500



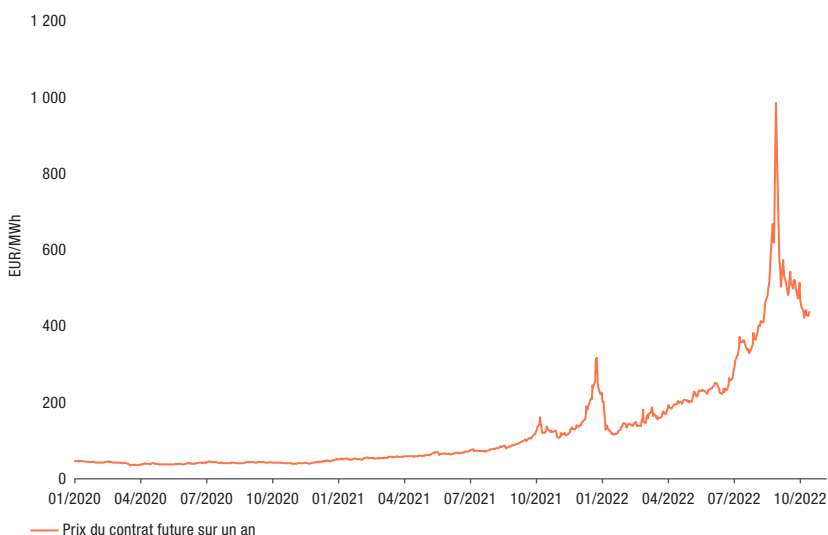
Les entreprises américaines constituaient un des principaux bénéficiaires des énormes mesures publiques de soutien en 2021, leurs chiffres d'affaires ayant considérablement augmenté pendant la reprise post-Covid. En outre, leurs marges bénéficiaires se sont fortement accrues, bien que celles-ci se situaient déjà à des niveaux largement supérieurs à leur moyenne à long terme avant l'éclatement de la pandémie en février 2020. Actuellement, la situation semble se retourner, les entreprises devant affronter une multitude de vents contraires. La fin des mesures publiques de soutien et le ralentissement de la consommation des ménages vont mettre les ventes sous pression, alors que, parallèlement, les coûts se redressent en raison de l'augmentation des frais d'énergie et de main-d'œuvre. L'évolution bénéficiaire sera en outre affectée par la hausse des taux d'intérêt ainsi que par la force du dollar, laquelle réduira la valeur des profits réalisés en dehors des Etats-Unis. La pression exercée sur les résultats des entreprises conduira forcément à un ralentissement notable des dépenses d'investissement, réduisant à leur tour le potentiel de croissance de l'économie américaine.

INDICE COMPOSITE DES INDICATEURS AVANCÉS AUX ÉTATS-UNIS



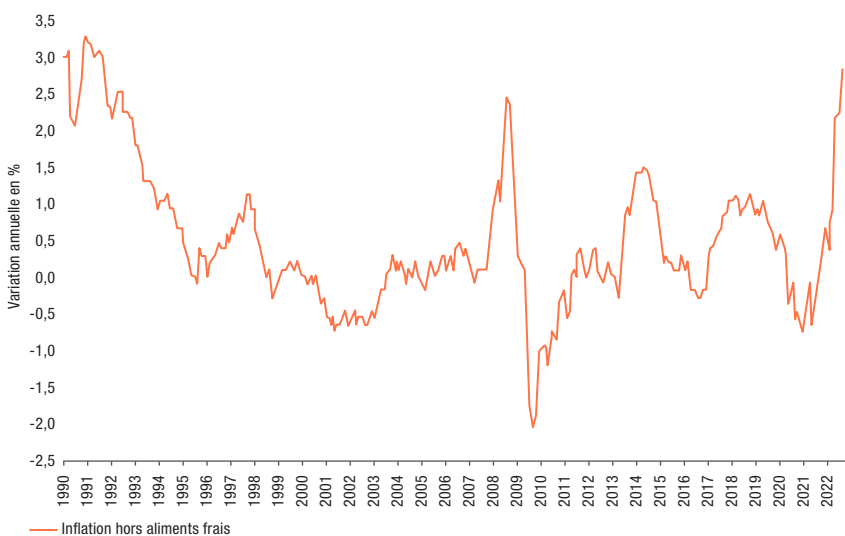
L'indice composite des indicateurs avancés du Conference Board constitue une des statistiques économiques les plus fiables pour évaluer les perspectives de croissance aux États-Unis. Cet indice est composé de 10 indicateurs précurseurs couvrant différents segments économiques comme le marché du travail, le secteur manufacturier, la construction, la consommation des ménages, les marchés financiers et la politique monétaire. Actuellement, toutes les composantes de l'indice se détériorent, à part celles liées au marché du travail, ces dernières affichant traditionnellement un comportement décalé, non représentatif de l'évolution économique future. Historiquement, une baisse de 1 % en glissement annuel de l'indice composite telle qu'affichée aujourd'hui a signalé à chaque fois, à l'exception d'une seule observation durant la seconde moitié des années 60, l'avènement d'une récession.

PRIX DE L'ÉLECTRICITÉ DE BASE EN ALLEMAGNE



Comparée à celle des États-Unis, la situation économique en Europe semble encore plus précaire, le vieux continent étant davantage exposé aux crises et conflits actuels. La guerre sur le territoire européen sans perspective d'une issue diplomatique et les difficultés à trouver des alternatives au gaz russe à des prix abordables ont engendré une flambée des prix du gaz et de l'électricité, forçant les gouvernements à venir en aide aux ménages et aux entreprises, à l'aube de l'hiver. De nouveaux programmes de soutien public, deux ans à peine après la relance post-Covid, vont grever une fois de plus les budgets nationaux, alors que de nombreux pays de la zone euro sont déjà confrontés à des taux d'endettement non soutenables. Il n'est dès lors pas surprenant que les partenaires européens aient reproché à l'Allemagne de faire cavalier seul, lorsque la première puissance économique en Europe annonça son programme de soutien à hauteur de 200 milliards d'euros, accroissant ainsi le risque de fragmentation au sein de la zone euro. Bien qu'actuellement les statistiques économiques européennes restent étonnamment robustes malgré les multiples incertitudes, la tâche des autorités publiques consistant à éviter une crise économique ou financière majeure dans un contexte de récession mondiale paraît particulièrement ardue.

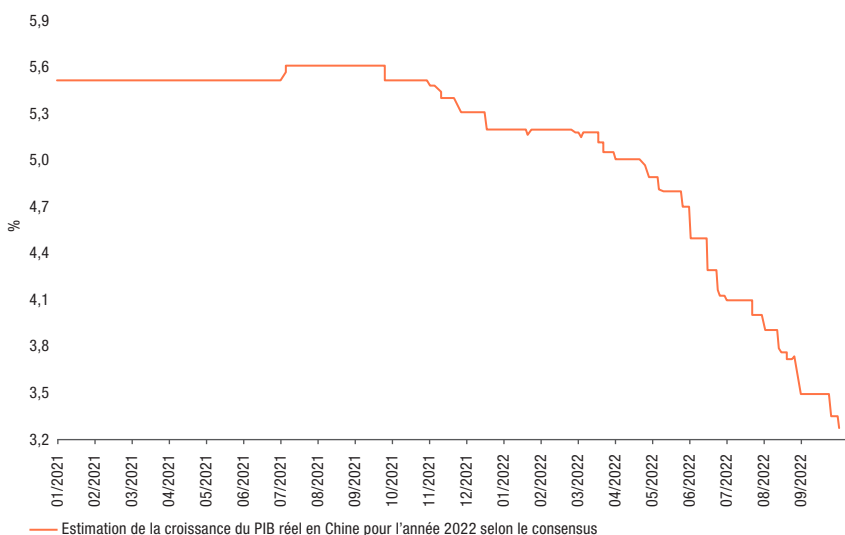
INFLATION AU JAPON



Source : Jefferies, Ministère des affaires intérieures et des communications

L'économie japonaise continue à croître à un rythme modéré, en ligne avec les attentes, sans toutefois afficher des signes notables de faiblesse malgré le ralentissement de la demande externe, si déterminante pour la croissance du pays. Au deuxième trimestre, le PIB japonais a augmenté de 2,2 % sur un an, dépassant légèrement le niveau du dernier trimestre 2019, juste avant la pandémie. Jusqu'à présent, la Banque du Japon constitue une des rares banques centrales à ne pas avoir modifié le caractère très expansif de sa politique monétaire malgré la hausse de l'inflation. D'une part, la poussée des prix demeure faible au Japon comparée à celles auxquelles font face les pays occidentaux, et résulte exclusivement de la hausse des prix énergétiques et alimentaires. D'autre part, l'inflation globale (hors aliments frais) de 2,8 % au mois d'août se situe à un plus haut depuis 30 ans, réduisant le pouvoir d'achat des ménages dont les augmentations de salaires demeurent marginales. Bien qu'un changement de stratégie avant la fin du mandat de l'actuel président de la banque centrale Haruhiko Kuroda en avril 2023 paraisse peu probable, la pression sur la plus haute instance monétaire nipponne augmente, afin d'abandonner le contrôle de la courbe des taux d'intérêt et de permettre ainsi une remontée des taux à long terme, de même qu'une appréciation du yen, actuellement au niveau le plus bas face au dollar depuis 1990.

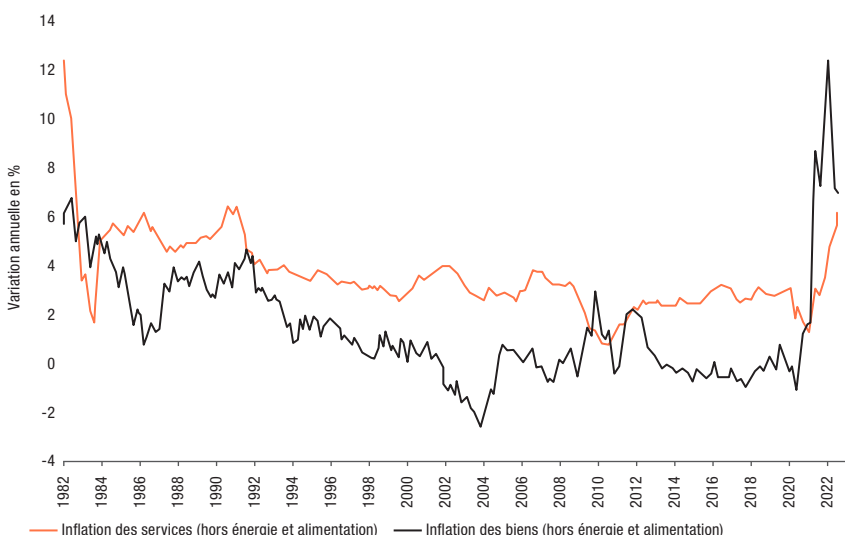
CROISSANCE RÉELLE DU PIB EN CHINE



Source : Jefferies, Bloomberg

Malgré diverses mesures de soutien d'ordre public, la croissance économique demeure faible en Chine. Le climat généralisé d'incertitudes en raison de la politique du zéro Covid et l'absence d'amélioration du marché immobilier demeurent les deux principales sources de faiblesse qui interagissent et se renforcent mutuellement. La perte de confiance des ménages entraîne une baisse des transactions immobilières et des prix des logements, engendrant à son tour une chute des mises en chantier, qui ont reculé de 37 % sur un an durant les 8 premiers mois de l'année. Une analyse effectuée par le FMI suggère que 45 % des promoteurs immobiliers pourraient avoir des difficultés à respecter leurs engagements de crédits et que 20 % d'entre eux pourraient devenir insolvables si la valeur de leur inventaire était valorisée aux prix de marché actuels. Bien que la faiblesse du secteur immobilier soit partiellement compensée par la relance publique des investissements en infrastructures, le taux de progression du PIB en Chine subit des révisions successives à la baisse par les analystes qui s'attendent désormais à une croissance à peine supérieure à 3 % en termes réels.

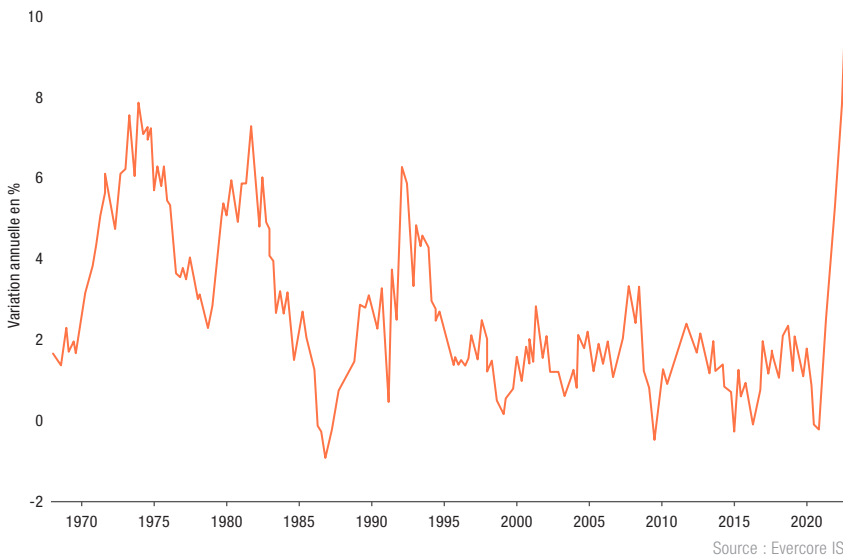
INFLATION DES BIENS ET DES SERVICES AUX ÉTATS-UNIS



Source : Jefferies, US Bureau of Labor Statistics

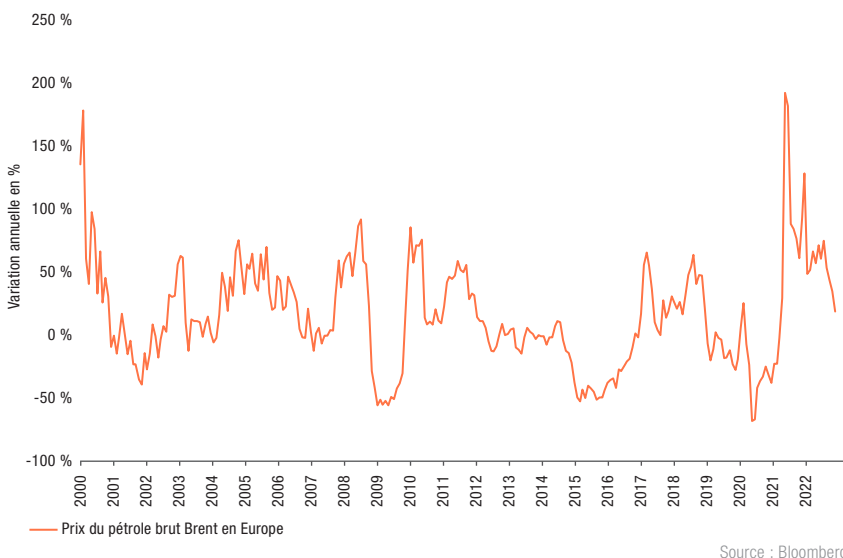
Aux États-Unis, l'inflation semble, enfin, avoir atteint un point d'inflexion. Après avoir atteint son sommet à 9,1 % au mois de juin, le taux d'inflation global a graduellement reculé durant le troisième trimestre pour s'établir à 8,2 % en septembre. L'inflation hors énergie et alimentation a toutefois continué à augmenter, passant de 5,9 % à 6,6 % au cours des trois derniers mois. Actuellement, l'évolution des prix diverge entre les biens d'un côté et les services de l'autre. Bien que les prix des biens continuent à se renchérir, leur tendance haussière s'atténue suite au ralentissement de la demande après le boom post-covid. A l'inverse, la hausse des prix des services, tirée par les soins médicaux et les services de transport, demeure en phase d'accélération, de même que la composante lourde des loyers, qui suit avec un léger décalage les prix des logements en forte hausse jusqu'à récemment. Même si de nouveaux records inflationnistes ne devraient plus être atteints prochainement, un recul brusque et rapide de la hausse des prix semble tout aussi improbable. Au contraire, la ténacité de l'inflation dans les services devrait compenser en grande partie la baisse attendue de l'inflation au niveau des biens, menant à un taux global restant largement supérieur à la barre fatidique de 2 %.

INFLATION EN ALLEMAGNE



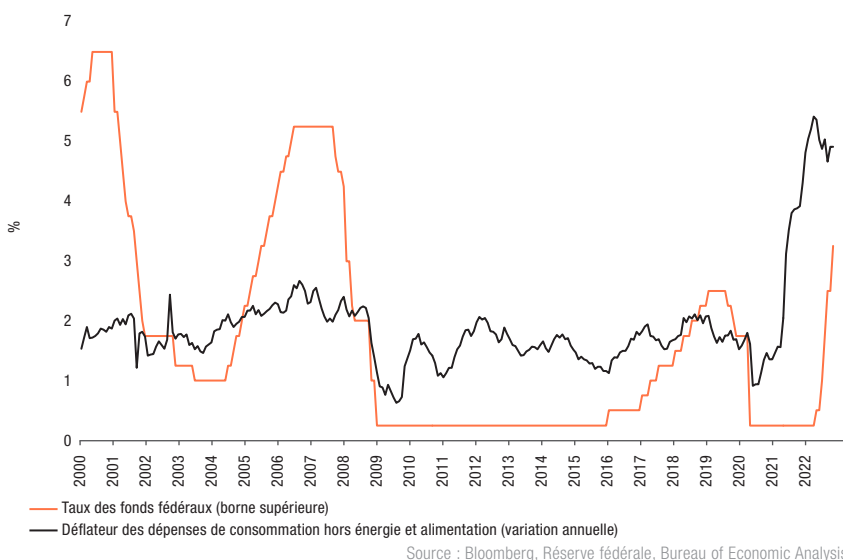
En raison de la flambée des prix de l'énergie en Europe, dans le sillage de la guerre en Ukraine, l'inflation a encore accéléré dans la zone euro durant les mois d'été, dépassant désormais le niveau enregistré côté américain. En septembre, l'Allemagne a enregistré un taux d'inflation record à 10 % sur un an, la valeur la plus élevée observée depuis décembre 1951. Même durant la crise pétrolière des années 70, l'inflation allemande n'avait jamais été aussi élevée qu'elle ne l'est actuellement. Le taux hors énergie et alimentation de la zone euro continue également à accélérer, signalant que les tensions inflationnistes se généralisent, la hausse des coûts énergétiques s'infiltrant à travers tout le tissu économique. Il n'est dès lors pas surprenant que les revendications salariales se multiplient, menant parfois à des grèves déstabilisantes. Si les prix européens de l'énergie venaient à ne pas reculer d'ici à la fin de l'hiver, en raison de la poursuite du conflit militaire en Ukraine, la baisse de l'inflation pourrait se révéler marginale sur le vieux continent, en dépit du ralentissement de la conjoncture mondiale.

PRIX DU PÉTROLE



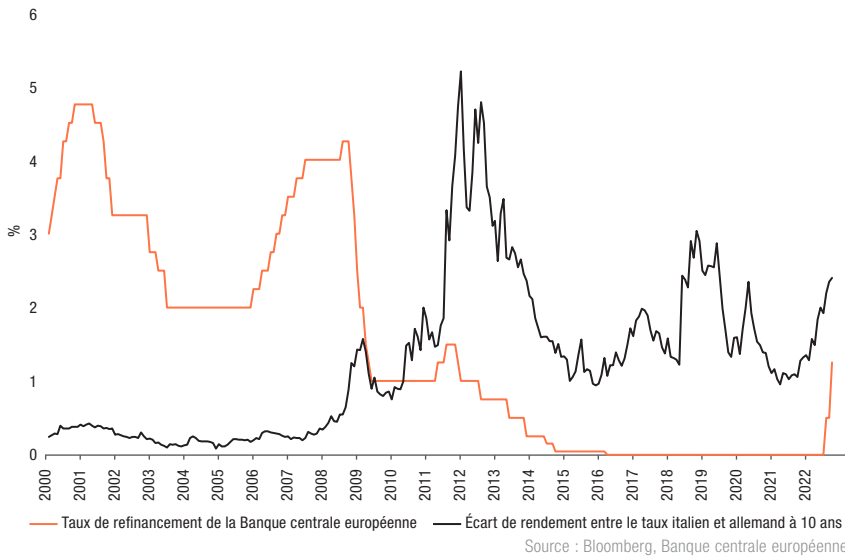
Selon les monétaristes comme Milton Friedman, qui estiment que « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire », le dérapage de l'inflation constitue la conséquence logique de l'explosion de la masse monétaire au début de la pandémie. Si l'on extrapole ce raisonnement, la poussée des prix devrait logiquement se mettre à reculer dans le courant de l'année prochaine, en raison du ralentissement notable de la croissance monétaire cette année-ci. Si la Réserve fédérale américaine réduit les actifs à son bilan comme prévu, la masse monétaire pourrait même baisser en fin d'année, un phénomène très rare dans l'histoire américaine. En outre, les premiers signes de détente au niveau des prix des matières premières, la baisse des coûts du fret maritime et des effets de base nettement plus favorables en glissement annuel plaident également en faveur de taux d'inflation plus faibles dans les 6 à 12 mois à venir. En l'absence d'une récession profonde accompagnée d'une détérioration significative du marché de l'emploi, l'objectif d'une inflation de 2 % restera toutefois hors de portée.

POLITIQUE MONÉTAIRE AUX ÉTATS-UNIS



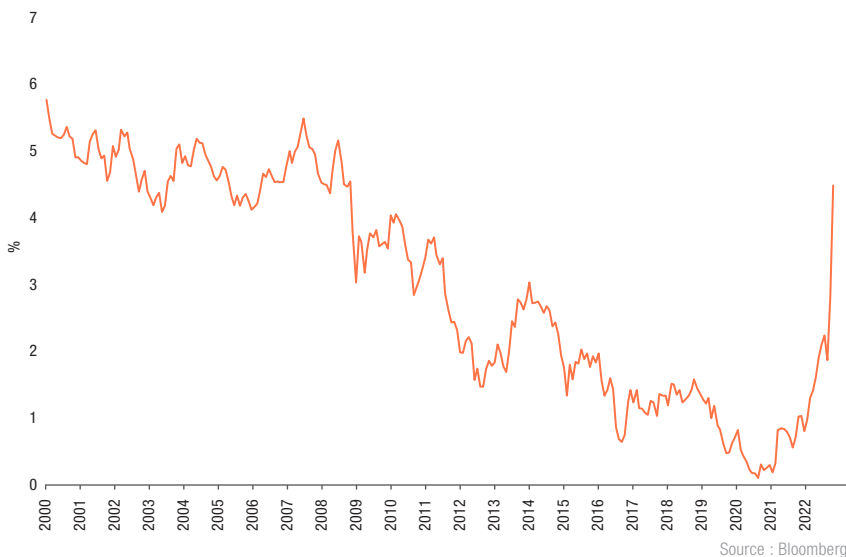
Qualifiant l'inflation élevée comme « transitoire » il y a à peine un an, la Réserve fédérale américaine a complètement changé son fusil d'épaule en cours d'année, considérant la lutte contre la poussée des prix comme sa priorité absolue. En septembre, le Comité monétaire a relevé la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 75 points de base pour la porter à 3 %-3,25 %, marquant ainsi la troisième hausse consécutive des taux de 0,75 %. Un relèvement supplémentaire du principal taux directeur de 125 points de base d'ici à la fin de l'année semble quasiment assuré, portant la borne supérieure du taux des fonds fédéraux à 4,5 %. Lors de ses interventions publiques, le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a régulièrement insisté quant à la détermination du Comité monétaire à rétablir la stabilité des prix, même si cela signifie des perspectives de croissance plus faible, voire même une récession, ainsi que des « souffrances » pour les ménages et les entreprises. Powell a également cité l'exemple des années 70, lorsque la stratégie hésitante des autorités monétaires de l'époque avait conduit à l'ancrage d'anticipations d'inflation élevée. Selon lui, agir rapidement et énergiquement afin de lutter contre un tel ancrage est important, tout comme la disposition à éviter un assouplissement prématuré, tempérant ainsi les espoirs d'une baisse rapide des taux directeurs en 2023.

POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE



Ayant débuté son resserrement monétaire en juillet, la Banque centrale européenne a relevé son taux de refinancement d'abord de 50, puis de 75 points de base pour l'amener à 1,25 %. La hausse en septembre fut le premier mouvement d'une telle ampleur depuis l'introduction de la monnaie unique. En début d'année, les autorités monétaires européennes étaient encore hésitantes à resserrer la vis monétaire, affirmant que la hausse des prix résultait avant tout de la flambée des prix de l'énergie et des perturbations des chaînes d'approvisionnement, deux facteurs sur lesquels la BCE était sans influence. La forte hausse de l'inflation et sa propagation à travers tout le tissu économique ont déclenché un changement d'attitude, la présidente du Conseil des gouverneurs, Christine Lagarde, insistant dès à présent sur la nécessité de combattre la trop forte inflation par des taux d'intérêt nettement supérieurs. Le principal défi des autorités monétaires européennes consiste à éviter un écartement majeur des taux de financement entre les pays cœurs et périphériques de la zone euro lors de ce processus de resserrement. A titre de prévention, un nouvel instrument anti-fragmentation appelé « instrument de protection de la transmission » a été créé, autorisant la BCE, sous respect de certaines conditions formelles, à l'achat sans limite des emprunts des Etats les plus sous pression, si un tel écartement des taux de financement devait se produire.

TAUX À 10 ANS DE L'EMPRUNT D'ÉTAT BRITANNIQUE

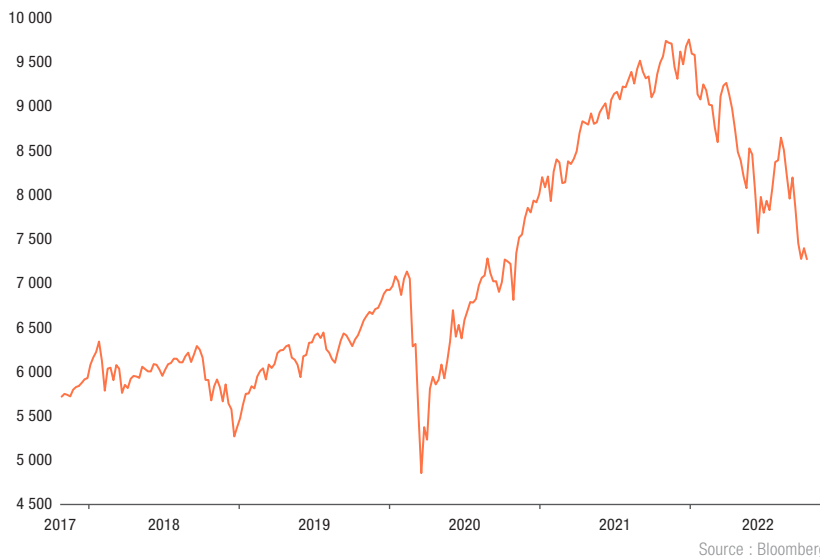


Les récents mouvements erratiques de la livre sterling et des taux d'emprunt de l'Etat britannique illustrent une fois de plus à quel point le surendettement menace la stabilité financière des pays. En effet, l'annonce d'un vaste programme de réductions d'impôts non financées par des mesures compensatoires par le nouveau gouvernement de Liz Truss a suscité un vent de panique auprès des investisseurs qui ont propulsé les taux d'emprunt publics à leur plus haut depuis la crise de 2009, mettant la solvabilité des fonds de pension à risque. L'annonce de la Banque d'Angleterre à acheter des obligations d'Etat à hauteur de 65 milliards de livres sterling a calmé la situation, les rendements à échéance se mettant à nouveau à se détendre. A l'avenir, il reste à espérer que les marchés financiers gardent une confiance inébranlable dans la capacité des banques centrales à maintenir la stabilité du système. Si les interventions des autorités monétaires devaient être considérées par les investisseurs comme inflationnistes, après l'expérience des mesures de soutien post-covid, et que les taux longs venaient à ne pas baisser malgré de nouveaux programmes d'achats des banques centrales, tout le système financier serait menacé. Bien qu'un tel scénario semble peu probable, les conséquences seraient trop profondes pour en faire abstraction.



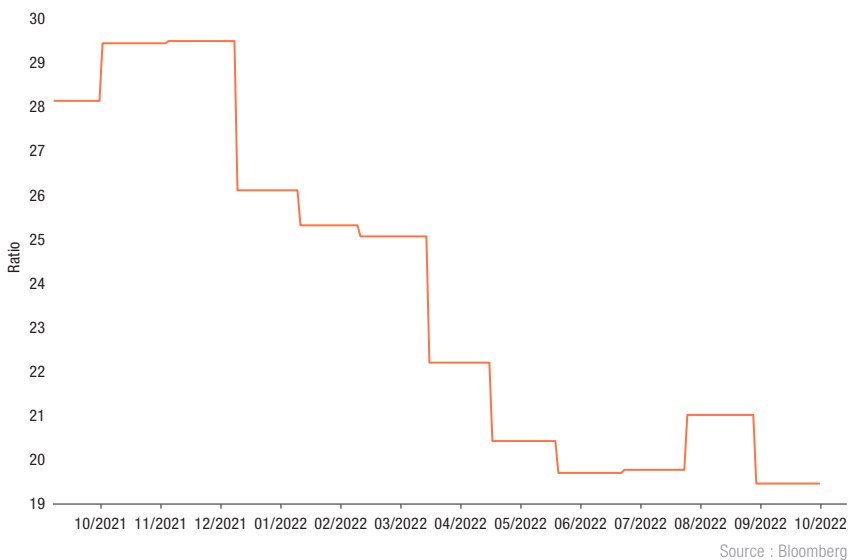
Marchés financiers

ÉVOLUTION DE L'INDICE MONDIAL ACTIONS EN USD SUR 5 ANS



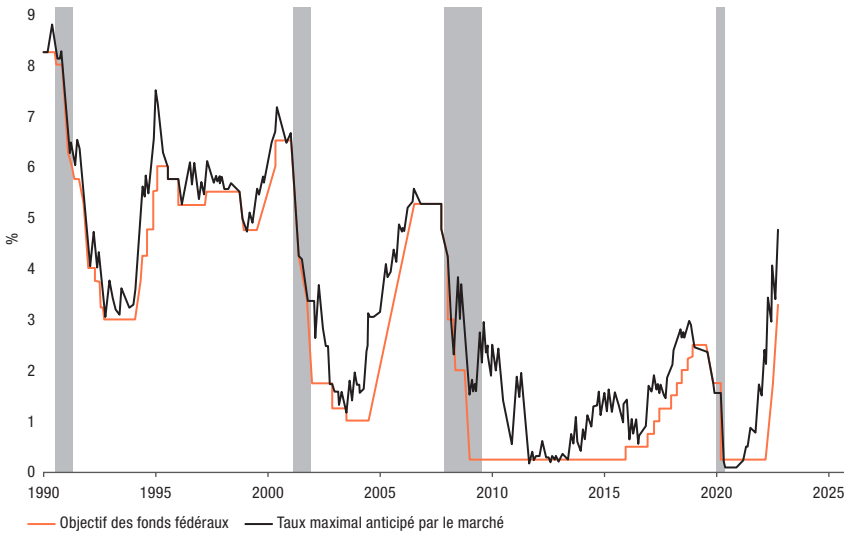
Après une nette reprise en juillet, les marchés financiers ont rebaisé en août et en septembre. Sur l'ensemble du trimestre, l'indice mondial actions a ainsi reculé de 6 % en \$, portant sa baisse depuis le début de l'année à 25 %. Avec un recul de 13,5 %, le déclin est nettement moins marqué en euro à cause de la faiblesse de la monnaie unique. La hausse des rendements obligataires s'est par ailleurs poursuivie, le rendement de l'emprunt d'Etat à 10 ans passant de 3 % à 3,8 % aux Etats-Unis et de 1,3 % à 2,1 % en Allemagne. La hausse des marchés en juillet était basée sur l'anticipation d'un resserrement monétaire moins agressif de la Réserve fédérale dans les mois à venir, suivi d'un relâchement monétaire dès 2023.

ÉVOLUTION DU RATIO COURS/BÉNÉFICE DU S&P 500



L'idée selon laquelle les mauvaises nouvelles seraient aujourd'hui escomptées dans les cours et que la forte baisse des cours depuis leurs plus hauts de la fin de l'année dernière constituerait une opportunité d'achat ne tient pas la route. Si des rallyes temporaires sont toujours possibles sur les marchés boursiers, ils risquent d'être rapidement étouffés par la Réserve fédérale. Tant que la banque centrale américaine ne pourra pas déclarer victoire dans sa lutte contre l'inflation, elle verra d'un mauvais œil une résurgence de l'appétit au risque. À l'excès d'optimisme du mois de juillet, les autorités monétaires ont ainsi répondu en réaffirmant leur détermination à poursuivre le resserrement de leur politique monétaire, et ce même si l'économie américaine devait ralentir de manière plus importante. Deux facteurs sont en fin de compte déterminants pour les actions : les bénéfices des entreprises et le niveau des taux d'intérêt, qui détermine notamment les multiples que les investisseurs seront prêts à payer pour ces bénéfices. La baisse des cours en 2022 est jusqu'à présent essentiellement due à la contraction des multiples de valorisation, elle-même le résultat de la hausse des taux d'intérêt.

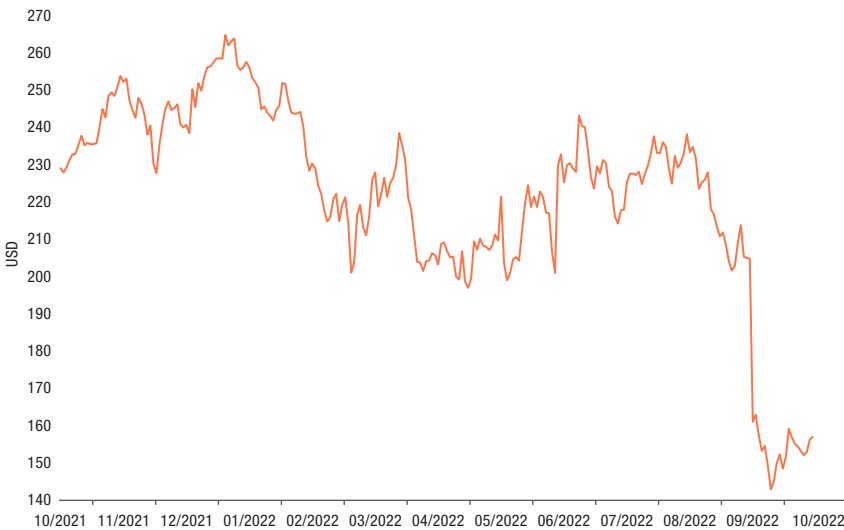
TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX ANTICIPÉ PAR LE MARCHÉ



Source : Minack Advisors

La première étape de ce marché baissier, liée à la hausse des taux d'intérêt, est par contre effectivement bien avancée. Les banques centrales ont clairement annoncé leur intention de continuer avec le relèvement de leurs taux directeurs et le marché anticipe aujourd'hui que le taux des fonds fédéraux va atteindre les 4,75 % au second trimestre 2023. Ces attentes pourraient en fin de compte s'avérer trop agressives. Les signes d'un ralentissement des pressions inflationnistes se renforcent. La fin de l'accélération des salaires et des signes plus tangibles de l'efficacité du resserrement monétaire effectué au cours des mois écoulés pourraient ainsi permettre à la Réserve fédérale de réduire le rythme de son resserrement monétaire.

ÉVOLUTION DU COURS DE FEDERAL EXPRESS



Source : Bloomberg

La deuxième étape vient par contre à peine de commencer. Les estimations concernant l'évolution des bénéfices des entreprises n'ont pas encore été révisées à la baisse. Elles n'escomptent clairement pas un ralentissement prononcé de la conjoncture mondiale, sans parler d'une récession, et semblent plutôt miser sur un atterrissage en douceur de l'économie. Un tel atterrissage en douceur serait étonnant dans un environnement marqué par le resserrement le plus important des conditions financières en 40 ans, touchant en plus des économies fortement surendettées. Tant que les entreprises qui annoncent des résultats même légèrement inférieurs aux attentes voient leur cours boursier chuter de manière aussi importante, on saura que la détérioration des bénéfices n'est pas dans les cours. Le comportement des secteurs à l'intérieur des marchés n'est pas non plus cohérent avec un risque de récession.

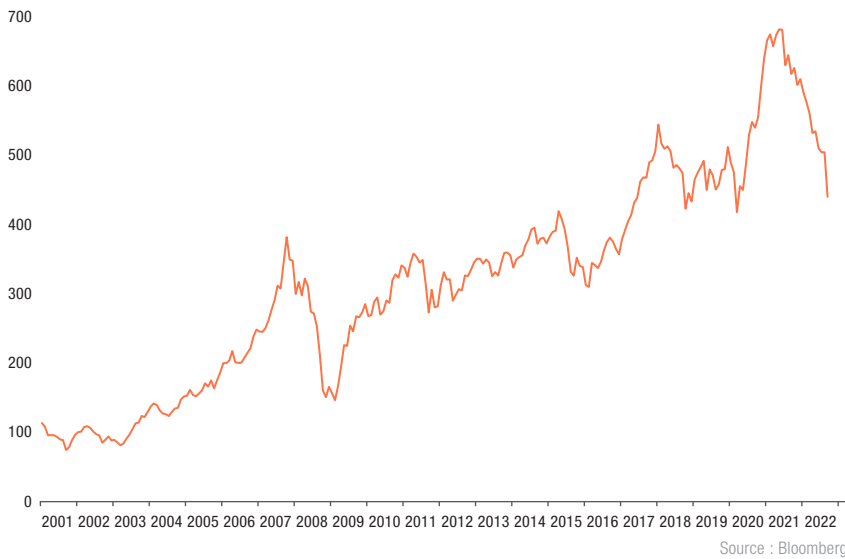
ÉVOLUTION DES MARCHÉS AMÉRICAIN, EUROPÉEN ET JAPONAIS DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source : Bloomberg

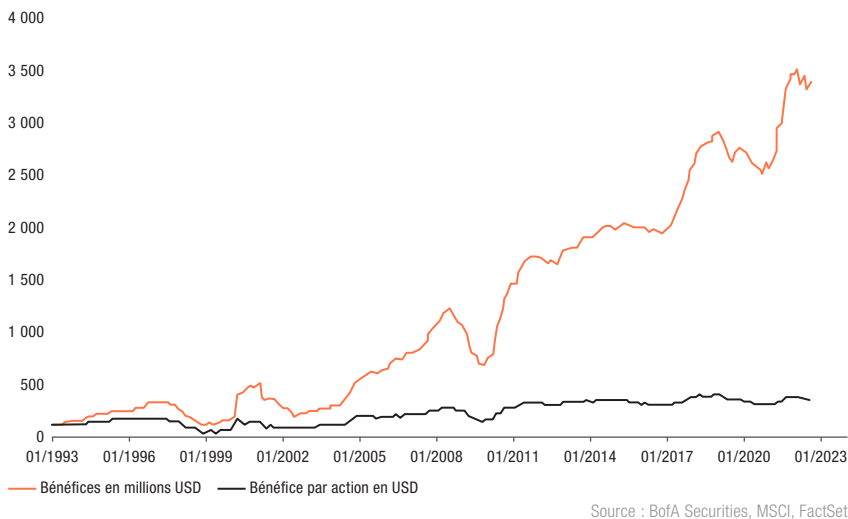
Le marché japonais n'a perdu que quelque 2 % depuis le début de l'année et surperforme ainsi largement les autres marchés (en monnaie locale). Depuis la réforme du code de gouvernance des entreprises en 2017, la rentabilité des sociétés japonaises est en train d'augmenter de façon structurelle. En même temps, leur approche par rapport au traitement de leurs actionnaires se transforme progressivement. Ceci se traduit par une hausse des rachats de titres. Ces rachats pourraient d'ailleurs atteindre un niveau record durant l'année fiscale en cours. Il est à noter que les entreprises japonaises disposent des liquidités nécessaires pour effectuer ces rachats, contrairement aux entreprises américaines qui, souvent, ont distribué l'intégralité de leurs bénéfices à leurs actionnaires au cours des années écoulées, augmentant leur niveau d'endettement dans le processus.

ÉVOLUTION DE L'INDICE MSCI ASIA EX JAPAN EN USD



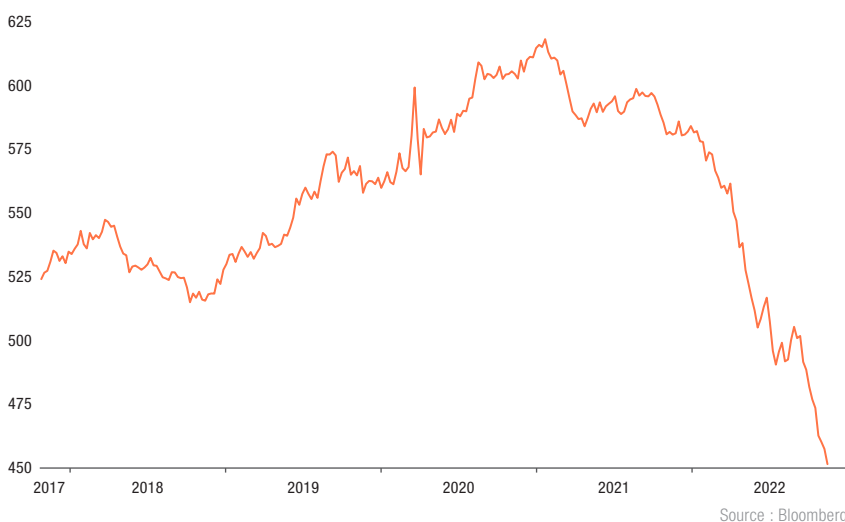
Après avoir mieux résisté au premier semestre, les marchés asiatiques hors Japon ont à nouveau sous-performé au troisième trimestre. Depuis le début de l'année dernière, leur sous-performance (en USD) s'élève à près de 20 %. Depuis son plus-haut atteint au mois de mai de l'année dernière, l'indice MSCI Asia ex. Japan a perdu près de 40 % et se trouve aujourd'hui à un niveau qu'il avait déjà atteint il y a 15 ans. Plusieurs éléments qui devraient permettre aux marchés asiatiques de s'améliorer sont cependant en train de se réunir. Tout d'abord, les multiples de valorisation sont nettement moins élevés qu'à l'Ouest. En termes de ratio cours/bénéfice et cours/fonds propres, le marché asiatique se trouve aujourd'hui à un écart-type en-dessous de sa moyenne des 10 dernières années. Ensuite, la croissance économique devrait rester plus soutenue dans la région, d'autant plus que les autorités disposent de davantage de marge de manœuvre en termes de politiques budgétaire et monétaire. Enfin, un éventuel arrêt de l'appréciation du dollar renforcerait la confiance des investisseurs dans la région.

ÉVOLUTION DES BÉNÉFICES ET DES BÉNÉFICES PAR ACTION EN ASIE HORS JAPON (12/92 = INDICE 100)



Une gestion active s'impose toutefois sur les marchés asiatiques. Ceci est illustré par le fait que si sur les 30 dernières années, croissance économique nominale (9,5 % contre 4,5 %) et croissance des bénéfices (12,6 % contre 10 %) ont été plus élevées en Asie qu'aux Etats-Unis, il n'en est pas de même pour la croissance du bénéfice par action (4,4 % contre 8,2 %). Les nombreuses émissions de nouvelles actions ont ainsi entraîné une importante dilution du capital des actionnaires, alors que ce phénomène n'a pas été présent aux Etats-Unis où de nombreuses entreprises ont au contraire réduit le nombre de titres en circulation. Par ailleurs, l'Asie dispose de moins d'entreprises innovatrices disposant de marques puissantes et de franchises à l'échelle mondiale.

ÉVOLUTION DE L'INDICE JP MORGAN GLOBAL GOVERNMENT BOND EN USD



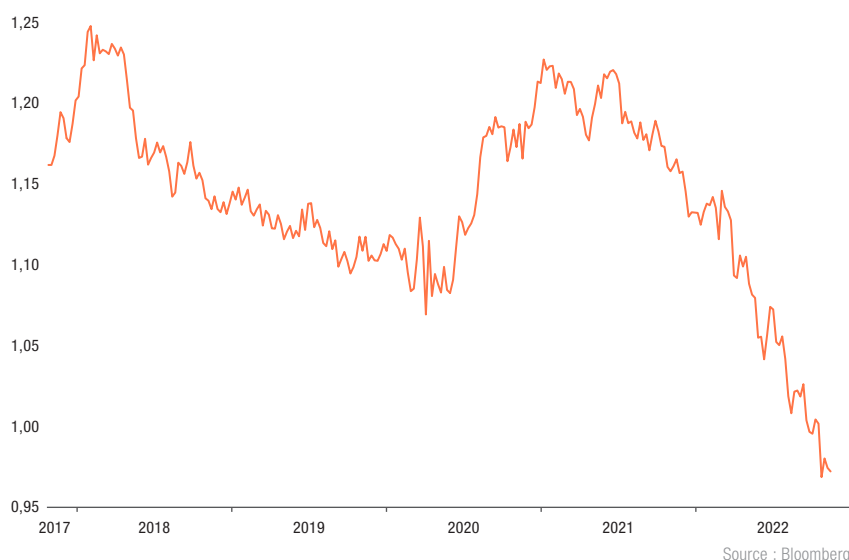
Depuis le début de l'année, l'indice 'JP Morgan Global Government Bond Index' a reculé de plus de 20 % en \$ et de près de 10 % en euro, enregistrant ainsi un recul semblable à celui des marchés boursiers. Nonobstant la poursuite du resserrement monétaire des banques centrales, une grande partie de la hausse des taux obligataires semble aujourd'hui effectuée. Le ralentissement à venir de l'activité économique devrait limiter le risque d'une forte hausse additionnelle des taux longs. L'inversion de la courbe des taux indique que le marché obligataire ne pense pas que la croissance puisse être soutenue. Aux Etats-Unis notamment, la Réserve fédérale est par ailleurs en train de réussir à éviter un désencrage durable des anticipations en matière d'inflation. Tel semble être moins le cas au Royaume-Uni où des doutes sur la soutenabilité des finances publiques ont fortement affecté le marché obligataire, forçant la Banque d'Angleterre à intervenir. L'exemple du Royaume-Uni illustre le dilemme devant lequel les banques centrales pourraient se trouver de plus en plus : éviter une crise financière tout en rassurant les marchés sur leur détermination à ramener l'inflation à des niveaux bas.

ÉVOLUTION DU RENDEMENT DE L'EMPRUNT D'ÉTAT ITALIEN À 10 ANS



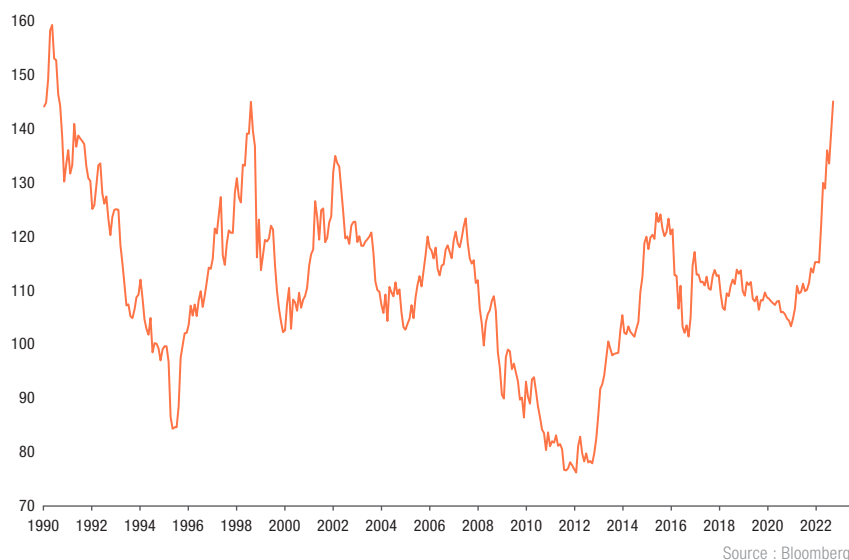
La Banque centrale européenne devra ainsi veiller à maintenir sa crédibilité. Tout d'abord, elle est nettement moins avancée dans son resserrement monétaire que son homologue américaine et sa politique est loin d'être restrictive. Ensuite, sa tâche est rendue plus compliquée par la crise énergétique. Alimentées par la hausse du prix de l'énergie et le risque de pénurie, les anticipations d'inflation sont en train de se déplacer vers le haut et d'influencer les négociations salariales. En même temps, les signes d'un ralentissement important de l'activité économique sont plus clairs qu'aux États-Unis. Enfin, il y a le risque d'un nouvel écartement du différentiel de taux d'intérêt entre les pays du Nord et ceux du Sud, risque renforcé par les incertitudes politiques en Italie. Tout ceci à un moment où entre plans de soutien aux ménages et aux entreprises pour limiter l'impact de la crise énergétique et nécessité de financer la transition énergétique, les besoins de financement des États restent élevés et laissent anticiper un afflux de nouvelles émissions à un moment où la BCE aimerait réduire la taille de son bilan.

ÉVOLUTION DU COURS DE CHANGE EUR/USD



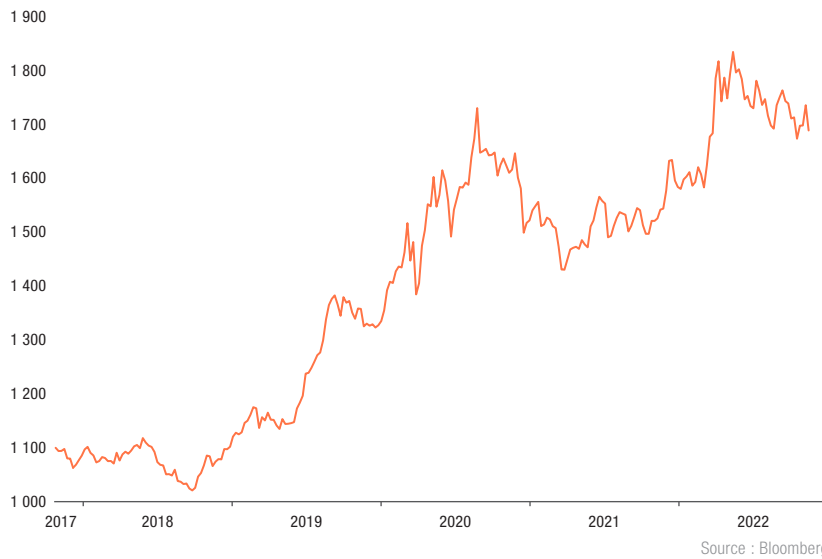
Parmi les principales devises, le dollar américain a connu la meilleure performance en 2022. Depuis le début de l'année, le billet vert s'est ainsi apprécié de près de 18 % par rapport à l'euro, aidé par le resserrement monétaire agressif de la Réserve fédérale et par son statut de valeur refuge dans un contexte de tensions géopolitiques. Les États-Unis sont par ailleurs moins exposés à la crise énergétique que la zone euro. En même temps, les défauts de construction de la monnaie européenne redeviennent évidents dans l'environnement actuel. Ceci étant dit, en termes de devises, tout est relatif. Le dollar a également ses problèmes et semble surévalué aujourd'hui. À moins de réussir l'atterrissage en douceur de l'économie américaine, la Réserve fédérale pourrait être amenée à progressivement relâcher sa politique monétaire en 2023, entraînant un repli de sa monnaie.

ÉVOLUTION DU COURS DE CHANGE USD/JPY



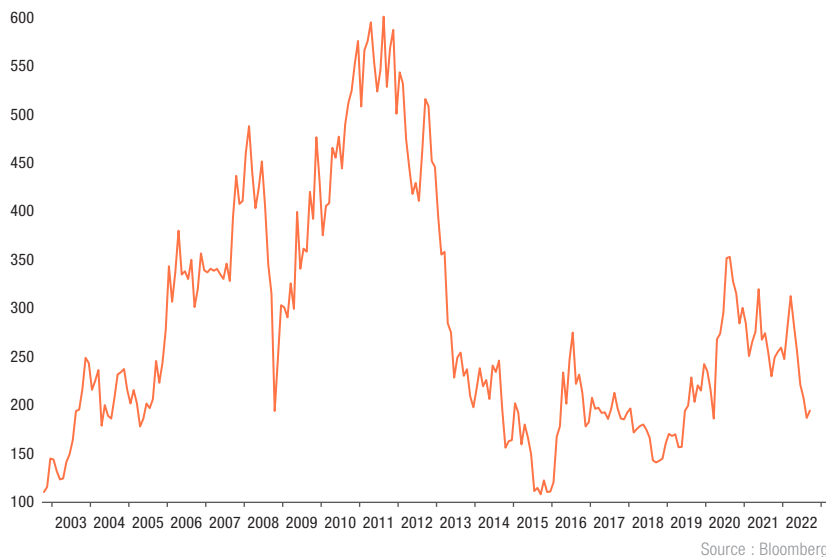
La Banque du Japon ne participe pas au mouvement général de resserrement monétaire et maintient le caractère accommodant de sa politique monétaire. Le yen en a fait les frais. Alors que la monnaie nippone a par le passé fait figure de valeur refuge en s'appréciant dans des périodes où l'aversion au risque augmentait, elle a cette année perdu plus de 20 % de sa valeur contre le dollar américain, forçant la Banque du Japon à intervenir fin septembre, pour la première fois depuis 1998, pour arrêter son déclin. L'efficacité de cette intervention reste toutefois limitée à l'heure actuelle et le yen se retrouve à son niveau le plus bas contre le dollar depuis le début des années 1990. Le mandat de l'actuel gouverneur de la Banque du Japon se terminera en avril de l'année prochaine, mais un ajustement de la politique monétaire japonaise pourrait déjà intervenir avant cette date du fait de l'augmentation des anticipations inflationnistes. Entretemps, le yen semble très sous-évalué.

ÉVOLUTION DU COURS DE L'OR EN EURO



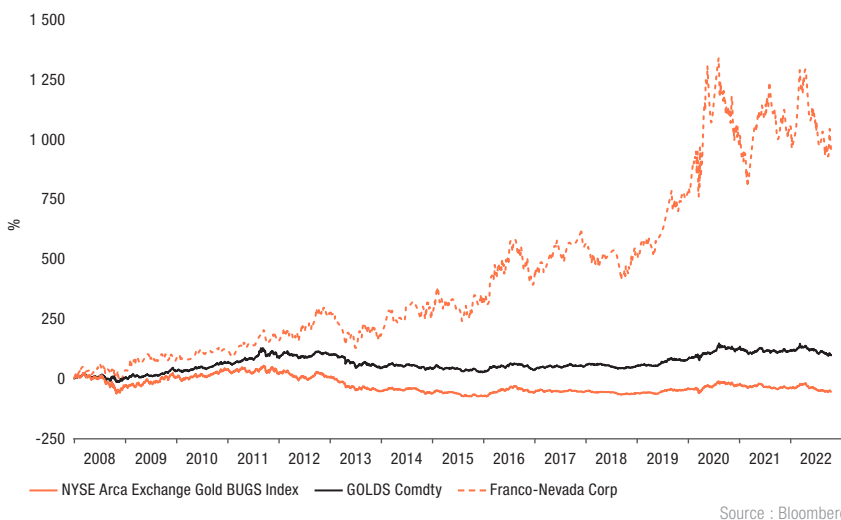
L'or résiste jusqu'à présent relativement bien au durcissement de la politique monétaire de la Réserve fédérale, ne perdant que quelque 9 % en \$, mais s'appréciant d'environ 6 % en euro, ayant même atteint un plus haut historique fin avril. Le principal argument en faveur du métal jaune reste la possibilité d'un changement d'attitude des banques centrales, lorsque les autorités monétaires réaliseront qu'elles ne pourront pas aller au bout de leur lutte contre l'inflation sans mettre en péril l'économie mondiale et les marchés financiers. Après avoir maintenu les taux d'intérêt à des niveaux artificiellement bas pendant plus d'une décennie et encouragé le recours à la dette et la prise de risque, il serait en effet étonnant que les banques centrales puissent maintenir les taux d'intérêt à des niveaux assez élevés pendant assez longtemps que pour pouvoir faire durablement revenir l'inflation à des niveaux bas.

ÉVOLUTION DE L'INDICE DES MINES D'OR



2022 fut jusqu'à présent une année très difficile pour les entreprises aurifères qui ont nettement sous-performé le cours du métal jaune. Entre la baisse du cours de l'or et l'augmentation de leurs coûts de production, les producteurs aurifères ont été doublement pénalisés. L'indice des mines d'or a reculé de 26 % depuis le début de l'année. L'indice se trouve aujourd'hui en-dessous de son niveau de 2004 quand le cours de l'or se situait autour de 400 \$. Ceci illustre la perte de crédibilité de ce secteur qui dans l'ensemble a détruit beaucoup de valeur à travers d'un comportement très procyclique. Les entreprises du secteur avaient tendance à augmenter leurs investissements ou à faire des acquisitions à des prix élevés lorsque le cours de l'or était élevé, ces investissements et acquisitions s'avérant par la suite peu rentables lorsque le cours du métal jaune reculait à nouveau. Dans le cycle actuel, le secteur fait néanmoins preuve d'une grande discipline en matière d'allocation du capital, sans toutefois retrouver jusqu'à présent la confiance des investisseurs.

ÉVOLUTION DE FRANCO NEVADA, DU COURS DE L'OR ET DE L'INDICE DES MINES D'OR DEPUIS FIN 2007



Dans un contexte d'augmentation des coûts de production (énergie, salaires) des producteurs, l'attrait du modèle des entreprises à redevances ('royalty companies') ressort à nouveau clairement. Ces entreprises, qui financent des projets spécifiques des producteurs et reçoivent en contrepartie une partie de la production ou des cashflows issus de ces projets, ne sont justement pas exposées à la hausse des coûts de production. Depuis son introduction en bourse fin 2007, la plus grande d'entre elles, Franco Nevada, a ainsi généré un rendement annualisé de 16 %. Ce chiffre se compare très favorablement au rendement annualisé de l'or (5 %) et de l'indice des mines d'or (-4 %) sur la même période.

Résumé

En résumé, l'appétit au risque des investisseurs devrait rester faible dans un environnement marqué par le resserrement monétaire des banques centrales, les tensions géopolitiques et le risque d'un ralentissement prononcé de la conjoncture mondiale.

La poursuite de la hausse des taux directeurs des banques centrales n'est pas propice à une hausse des multiples de valorisation. Ceci étant dit, le marché a pris note de l'intention des autorités monétaires de poursuivre leur resserrement monétaire. A moins d'un resserrement encore plus agressif que ce qui est anticipé aujourd'hui, le principal risque pour les actions ne devrait dès lors pas venir des taux d'intérêt. Il se pourrait même que le resserrement monétaire soit in fine moins important que ce que les banques centrales laissent prévoir actuellement. Les marchés boursiers ne semblent par contre pas encore escompter un éventuel ralentissement prononcé de la conjoncture économique. Les attentes en matière d'évolution des bénéfices restent trop optimistes si l'on tient compte du fait que nous assistons actuellement à un très important choc en termes de taux d'intérêt, et ce à un moment où le niveau d'endettement est historiquement élevé.

L'ajustement est nettement plus avancé sur les marchés obligataires. Entre ralentissement économique à venir et signes plus clairs d'une stabilisation, voire d'un recul de l'inflation, le risque d'une forte hausse additionnelle des taux obligataires semble faible, du moins aux Etats-Unis. Pour les autres pays, cela dépendra de la capacité de leurs autorités monétaires à garder la confiance des investisseurs, en évitant notamment un dérapage des attentes en matière d'inflation.

Le principal argument positif à plus long terme pour les marchés boursiers et pour l'or serait que le niveau d'endettement élevé dans l'économie mondiale et la fragilité du système financier empêchent les autorités monétaires à aller assez loin dans la normalisation de leurs politiques monétaires que pour rassurer les investisseurs sur un recul durable de l'inflation vers les niveaux des dernières années. Elles pourraient dès lors utiliser un recul temporaire de l'inflation comme occasion de crier victoire et d'arrêter le resserrement monétaire, voire pour revenir à des politiques expansives. Un tel revirement serait clairement favorable à l'or. Pour les actions, il s'agirait d'être sélectif. Dans la mesure où les pressions inflationnistes risqueraient de réapparaître assez rapidement, il faudrait faire la distinction entre les entreprises dont le modèle serait mis à mal par l'inflation et celles qui disposent des qualités nécessaires pour continuer à prospérer dans un environnement plus inflationniste.

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° **173** – 4^e trimestre 2022

Perspectives

Clôture de rédaction :
17/10/2022

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