

Perspectives

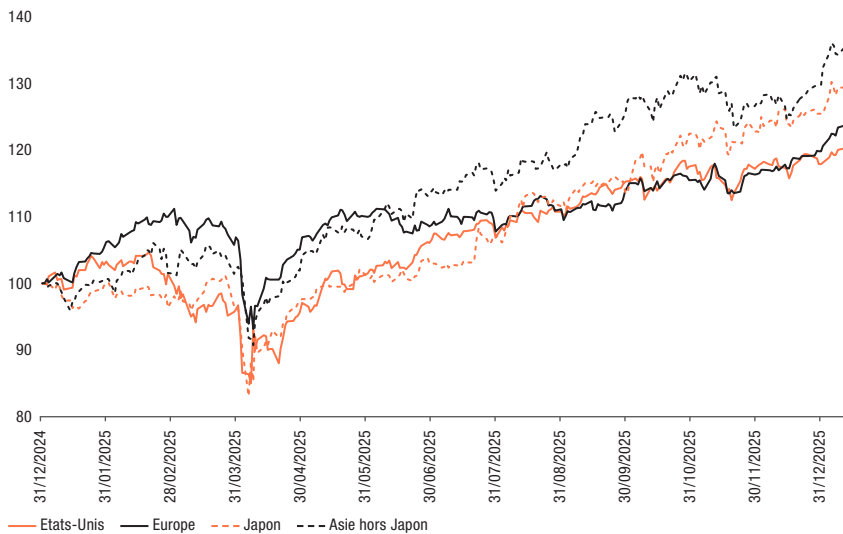
Analyse des marchés financiers

- L'environnement actuel marqué par un endettement public élevé et une dévaluation continue des monnaies continue à plaider en faveur des actifs réels.
 - La surperformance du marché américain par rapport aux autres marchés se termine.
 - Les perspectives à moyen et long terme du marché japonais restent excellentes.
 - Les marchés financiers d'Amérique latine commencent à retrouver la faveur des investisseurs.
 - Les objectifs stratégiques des deux principales puissances mondiales plaident en faveur d'une appréciation des monnaies asiatiques par rapport aux monnaies occidentales.
 - Les marges bénéficiaires des entreprises aurifères augmentent de façon spectaculaire.
-

Visitez notre site internet
www.bli.lu

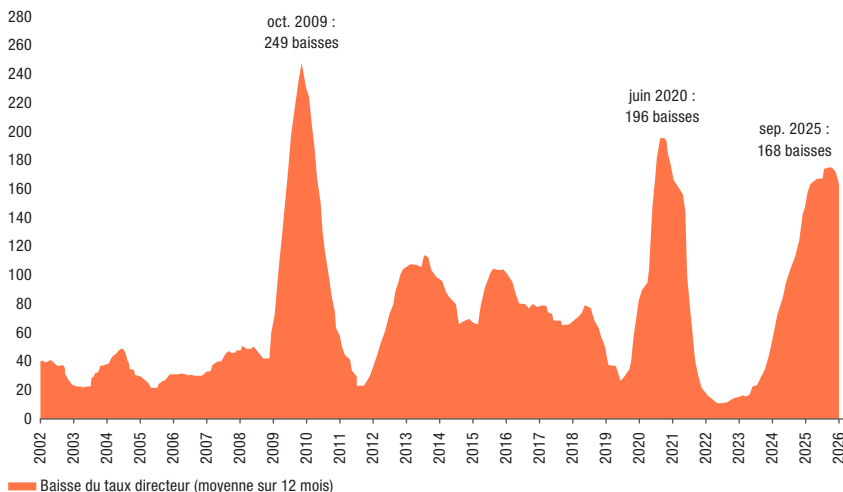
Une publication de
BLI - Banque de Luxembourg Investments

EVOLUTION DES PRINCIPAUX MARCHÉS EN 2025



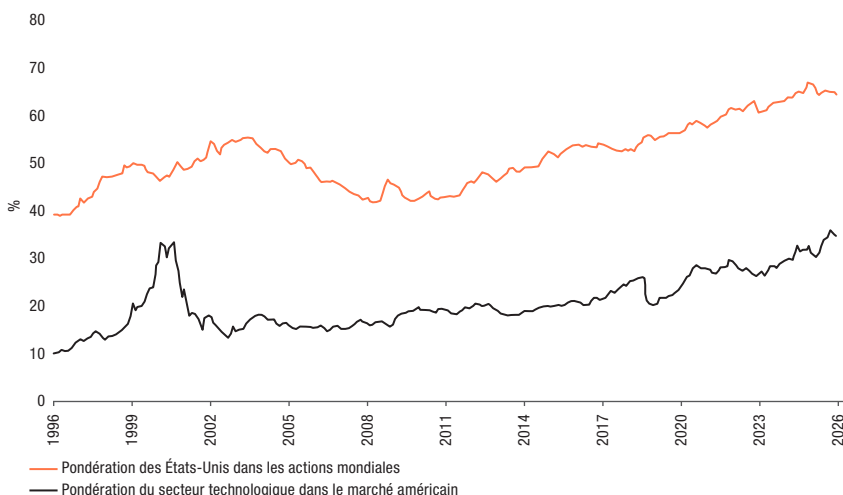
Les marchés boursiers ont continué à avancer en 2025, l'indice mondial progressant près de 7% en euro et de 21% en USD. L'année avait bien démarré avant d'être perturbée par les déclarations de Donald Trump sur les tarifs en avril. Les marchés boursiers se sont ensuite redressés malgré les incertitudes politiques, soutenus par la résilience de l'économie mondiale, les politiques accommodantes des banques centrales et des résultats d'entreprises solides. En Europe, la BCE a ainsi baissé ses taux de 100 points de base, ramenant le taux de dépôts de 3% à 2%, soutenue par une baisse de l'inflation de retour vers les 2%. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a tardé à agir après les annonces sur les droits de douane, malgré les pressions exercées par l'administration Trump. Finalement, 3 baisses de 25 points de base ont été opérées à partir de juillet, portant les taux à 3,50% - 3,75%, dans un contexte d'inflation persistante et d'économie résiliente. L'année a également été marquée par la dépréciation du dollar qui a perdu 13% face à l'euro, l'essentiel de cette baisse s'étant fait sur le premier semestre.

BAISSES DE TAUX PAR LES BANQUES CENTRALES MONDIALES AU COURS DES 12 MOIS PRÉCÉDENTS



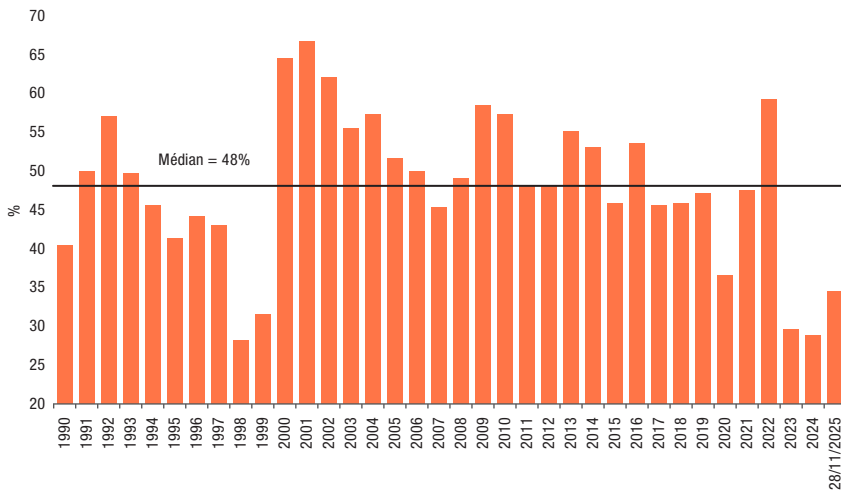
Dans un environnement de dévalorisation constante des principales monnaies-papier, il conviendra de continuer à privilégier les actifs réels aux actifs monétaires, et donc les actions (de qualité) par rapport aux obligations. Pour 2026 plus spécifiquement, des politiques budgétaires expansives, la perspective d'une poursuite du relâchement monétaire de la Réserve fédérale, et le faible coût du pétrole figurent parmi les principaux soutiens des cours boursiers. Côté risques, il convient de mentionner en premier lieu les interrogations croissantes sur la rentabilité des investissements massifs par les grandes sociétés technologiques dans l'Intelligence Artificielle. Le contexte géopolitique, l'apparition de problèmes dans le domaine opaque du crédit privé, la possibilité d'un dénouement des opérations de « carry trade » sur le yen et d'éventuelles déceptions sur le relâchement monétaire opérée par la Réserve fédérale sont d'autres éléments à prendre en considération.

PONDERATION DES ETATS-UNIS DANS L'INDICE BOURSIER MONDIAL ET PONDERATION DU SECTEUR TECHNOLOGIQUE AUX ETATS-UNIS



Pour la première fois depuis longtemps, la performance du marché américain a été inférieure à celle des marchés européen et asiatique. La part du marché américain dans l'indice mondial pourrait ainsi avoir atteint son plus haut fin 2024 : depuis lors, elle est passée de 67% à 64%. A quelque 2,5 fois la part combinée de l'Europe, des marchés émergents et du Japon, elle reste énorme et plus de 20% supérieure à ce qu'elle fut avant la crise financière. Qui plus est, la concentration du marché américain n'a jamais été aussi forte, avec les 10 plus grandes entreprises du S&P 500 représentant plus de 40% de l'indice. En 2025, pour la troisième année de suite, le nombre de titres du S&P 500 ayant surperformé l'indice fut inférieur à 30%. Une telle situation n'avait plus été observée depuis la fin des années 1990, marquée par la bulle technologique. Tout ceci à un moment où les investisseurs commencent à poser de plus en plus de questions sur le rendement des investissements massifs que ces entreprises sont en train de faire dans l'Intelligence Artificielle.

POURCENTAGE DE TITRES DE L'INDICE S&P 500 AYANT SURPERFORMÉ L'INDICE



Source : Richard Bernstein Advisors LLC, BofAML, US Strategy

Le fait que les grands indices boursiers soient à leur plus haut ou proches ne signifie pas qu'il n'y a plus d'opportunités en bourse. La situation actuelle rappelle ainsi davantage celle de la fin des années 1990 où certains segments du marché étaient devenus très chers, mais où il y avait moyen de trouver beaucoup d'opportunités d'investissement en dehors de ces segments. Par opposition à celle de 2007 où tout était devenu très cher. Ceci vaut en premier lieu pour les marchés asiatiques et européens, mais aussi pour le marché américain où on semble assister à une augmentation du nombre de titres participant à la hausse. La valorisation élevée du marché américain s'explique par le poids démesuré d'un certain nombre de titres. Si l'indice est cher, de nombreux titres ne le sont pas. On pourrait dès lors assister à un retour en grâce de la gestion active, même si à l'heure actuelle, force est de constater que c'est la gestion passive qui continue de bénéficier de flux favorables.

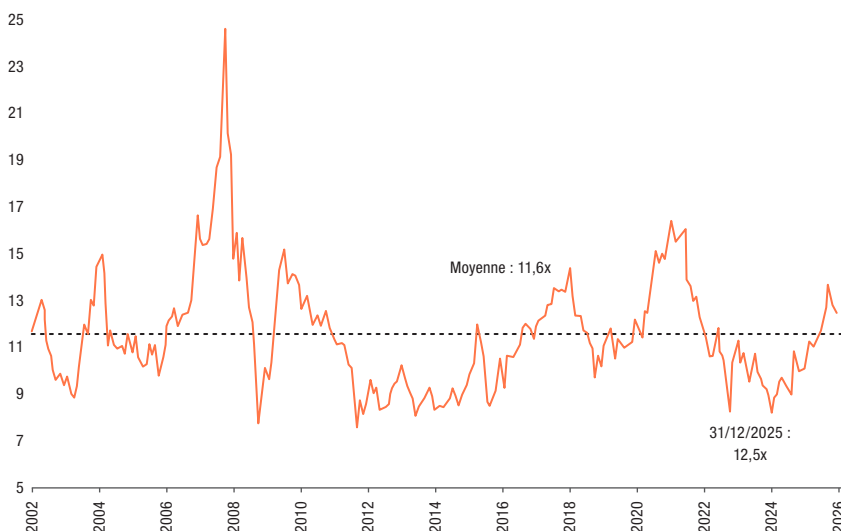
CORRECTION PAR RAPPORT AU PLUS HAUT SUR 5 ANS

Entreprise	Correction	Date du plus haut
Novo Nordisk	-61%	06/2024
Diageo	-58%	12/2021
Nestlé	-40%	12/2021
Heineken	-35%	05/2023
Givaudan	-33%	12/2021
LVMH	-32%	04/2023

En Europe ce sont les secteurs traditionnellement associés au style « value » qui ont tiré leur épingle du jeu, avec une forte progression des banques, des ressources de base, des services publics et de la défense. Les valeurs de qualité défensives ont par contre largement sous-performé l'indice, voire ont carrément baissé. Il est vrai que leurs valorisations étaient devenues très élevées durant l'ère des taux zéro. La baisse de leurs valorisations a pesé sur leur performance boursière depuis 2022, alors que les segments qui avaient souffert à l'époque, notamment les cycliques et le « value » ont fortement rebondi. Avoir un mandat axé sur la qualité a clairement constitué un handicap au cours des dernières années, marquées par la normalisation des taux d'intérêt. Il n'empêche toutefois que c'est vers ce genre d'entreprises de qualité qu'il convient de se tourner si on considère l'achat d'une action comme une prise de participation à long terme, plutôt que comme une spéculation à court terme.

Source : BLI

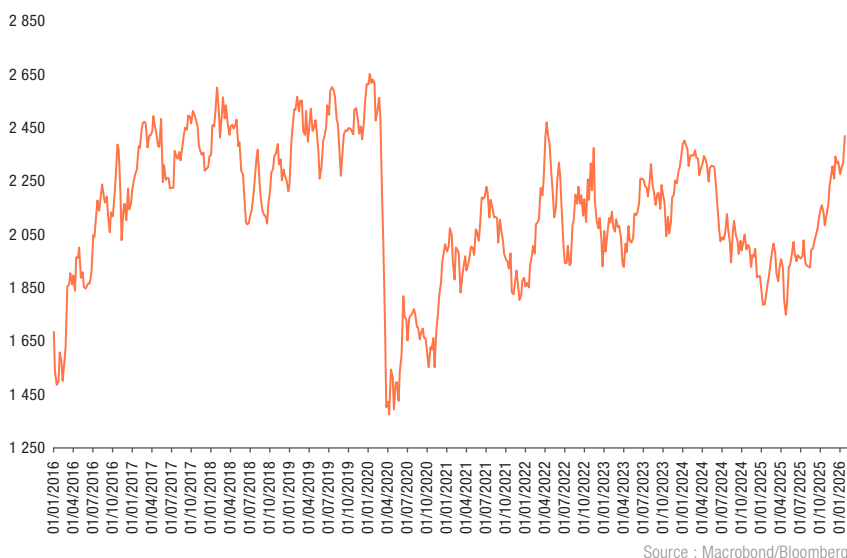
RATIO COURS/BÉNÉFICE DE L'INDICE MSCI CHINE



Source : LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management

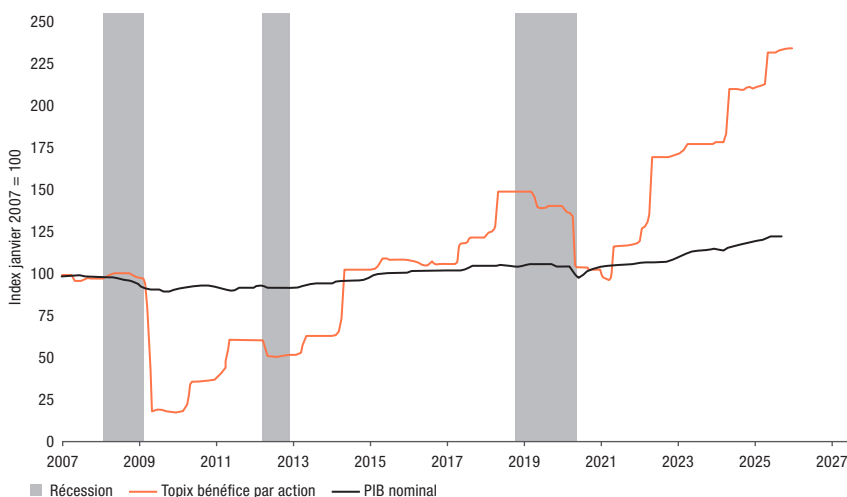
Depuis deux ans, le marché chinois surperforme nettement le marché américain. Cette surperformance intervient à un moment où de nombreux investisseurs étaient sortis du marché, inquiétés par les incertitudes géopolitiques et par les interventions du Parti contre certains secteurs (à l'image de ce que fait l'administration Trump aujourd'hui aux Etats-Unis). Le marché chinois pourrait dès lors bénéficier d'un retour plus important des investisseurs si un accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis était trouvé. En même temps, une partie significative de l'épargne des ménages chinois est en train d'être réallouée des dépôts bancaires vers les actions, et où diverses réformes visent à améliorer la liquidité et la gouvernance du marché. Le marché offre par ailleurs accès à des secteurs stratégiques et innovants, la Chine étant à l'avant-garde de plusieurs tendances séculaires, comme par exemple les véhicules électriques, les batteries, la biotechnologie ou l'Intelligence Artificielle. Tout ceci à un moment où les valorisations des entreprises chinoises restent relativement basses, les valeurs technologiques se traitant notamment à une décote importante par rapport à leurs homologues américaines.

EVOLUTION DE L'INDICE MSCI AMÉRIQUE LATINE EN EURO



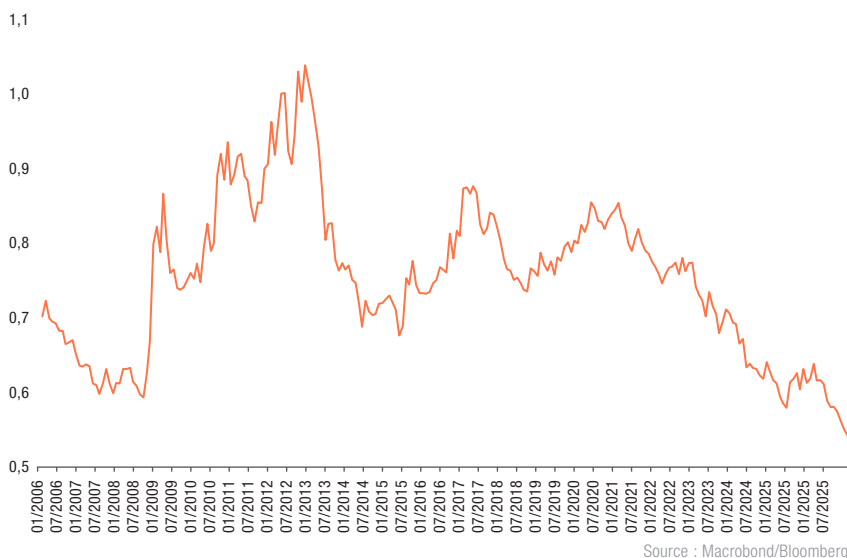
L'Amérique latine est une région qui commence à retrouver la faveur des investisseurs. La plupart des pays de cette région sont en train d'opérer un virage à droite et d'abandonner les politiques économiques désastreuses des dernières années ou décennies. Les politiques monétaires furent dans l'ensemble très restrictives et disposent aujourd'hui d'un potentiel d'assouplissement important étant donné le recul de l'inflation. Pour certains pays, le retour de l'influence et du soutien financier américain diminue par ailleurs fortement le risque géopolitique. La remontée des cours des matières premières et la dépréciation du dollar sont d'autres éléments positifs à mettre en avant. L'attrait de la région ne se limite pas aux marchés boursiers, mais englobe les marchés obligataires et les monnaies.

CROISSANCE ÉCONOMIQUE ET CROISSANCE DU BÉNÉFICE PAR ACTION AU JAPON



La combinaison d'une politique fiscale (légèrement) expansive et d'une politique monétaire (légèrement) restrictive augure favorablement pour la croissance nominale au Japon et devrait continuer à soutenir le marché boursier. Le principal argument en faveur du marché japonais reste toutefois l'amélioration de la gouvernance des entreprises. Le code de gouvernance sera en principe actualisé en 2026 avec un accent accru mis sur les entreprises ayant un excédent de liquidités sur leur bilan, les participations croisées et l'indépendance des Conseils d'Administration. Les valeurs domestiques offrent à cet égard un potentiel de réformes plus important et un niveau de valorisation plus attrayant, alors que les valeurs exportatrices bénéficient de perspectives de croissance plus favorables. Un investisseur devrait par conséquent viser un bon équilibre entre ces deux types de sociétés.

COURS DE CHANGE JPY/EUR SUR 20 ANS



Le yen a de nouveau connu la plus mauvaise performance de toutes les principales monnaies en 2025, malgré le resserrement monétaire opéré par la Banque du Japon. La timidité avec laquelle les autorités monétaires nippones relèvent leur taux d'intérêt, à un moment où la principale préoccupation des japonais semble être l'inflation, inquiète les investisseurs et entraîne notamment une nette remontée des taux longs. Dans d'autres pays, une telle remontée des taux longs serait perçue comme un signal en faveur d'un resserrement monétaire plus agressif, mais pas au Japon, où les autorités monétaires semblent toujours obnubilées par la déflation et l'industrie nipponne par la concurrence de la Chine, étant donné la forte sous-évaluation du renminbi. L'annonce d'élections anticipées n'a pas non plus aidé la devise nipponne en ce début d'année, amenant le ministre des finances à lancer un avertissement aux spéculateurs. Il n'empêche que le yen est aujourd'hui fortement sous-évalué. Il offre en quelque sorte aussi une couverture par rapport à un certain nombre d'autres actifs, étant donné la possibilité d'un rapatriement partiel des énormes capitaux japonais à l'étranger.

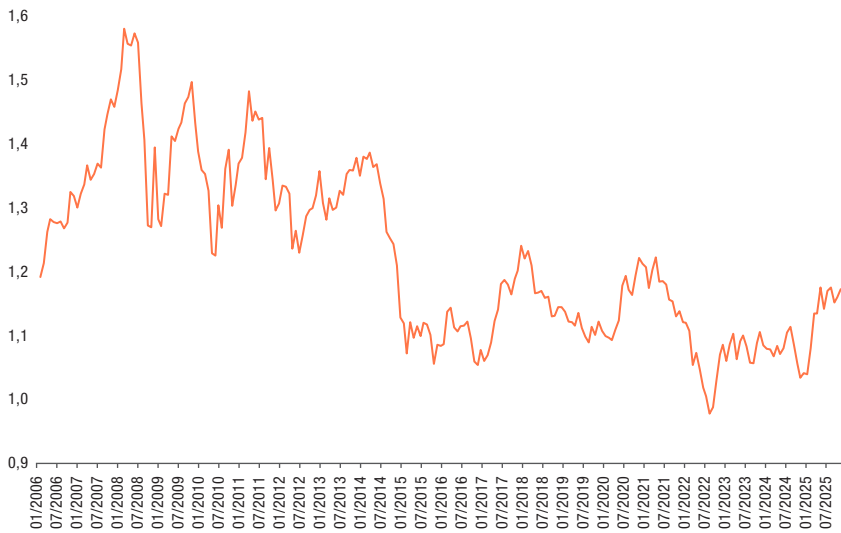
COURS DE CHANGE USD/YUAN



Source : Macrobond/Bloomberg

Les objectifs stratégiques des deux principales puissances mondiales plaident en faveur d'une appréciation des monnaies asiatiques par rapport aux monnaies occidentales sur les années à venir. Aux Etats-Unis, l'administration Trump aimerait faire baisser le déficit commercial, ce qui revient à encourager la production au détriment de la consommation domestique. Ceci nécessite, entre autres, une dépréciation du dollar. En Chine, le quinzième plan à 5 ans a rappelé la détermination du Parti communiste à augmenter la part de la consommation domestique dans le Produit Intérieur Brut. Il faudra dès lors que les autorités chinoises tolèrent une appréciation graduelle de leur monnaie, particulièrement sous-évaluée à l'heure actuelle. Ceci semble être le cas, le renminbi ayant récemment retrouvé le niveau symbolique de 7 (RMB pour 1 dollar), aidé aussi par la réduction du différentiel avec le dollar à la suite de la baisse des taux directeurs de la Réserve fédérale. La monnaie chinoise, et avec elle les autres monnaies asiatiques, sont entrées dans un période d'appréciation structurelle par rapport au dollar, même si les autorités de la région continueront à s'opposer à toute hausse trop rapide de leurs monnaies.

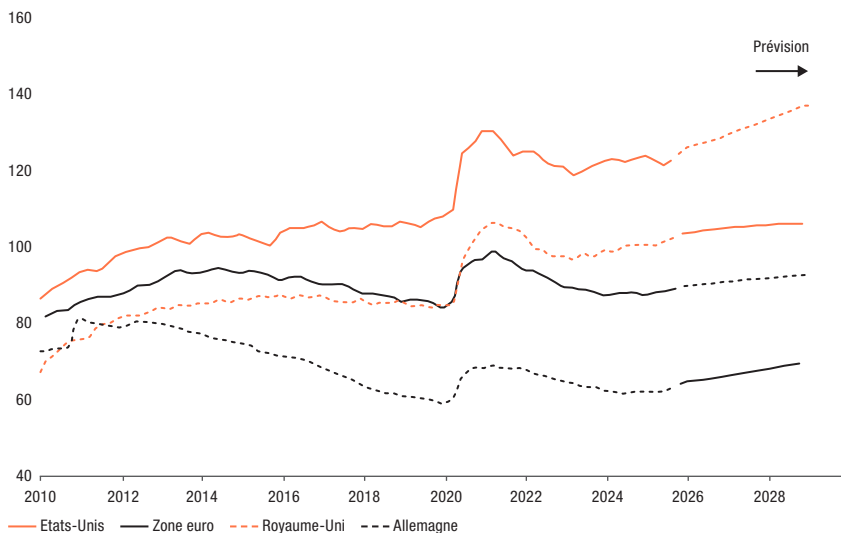
COURS DE CHANGE EUR/USD



Source : Macrobond/Bloomberg

Tout comme le dollar, l'euro devrait se déprécier sur la durée par rapport aux monnaies asiatiques. La monnaie unique devrait cependant poursuivre son appréciation par rapport au dollar en 2026. En 2025, cette appréciation s'était essentiellement effectuée au cours du premier semestre, le cours de change EUR/USD fluctuant par la suite dans une fourchette assez étroite. Les raisons à l'origine d'un nouvel affaiblissement du billet vert sont surtout à chercher du côté des Etats-Unis, avec le côté imprévisible de l'administration Trump qui fragilise le statut de valeur refuge du billet vert, la pression mise sur la Réserve fédérale pour diminuer les taux afin de réduire le coût du service de la dette (actuellement essentiellement financée par des emprunts à court terme) et le risque de poursuite de la sous-performance du marché boursier américain. L'euro n'inspire pas une grande confiance, mais pourrait bénéficier d'une accélération cyclique de l'économie européenne en 2026.

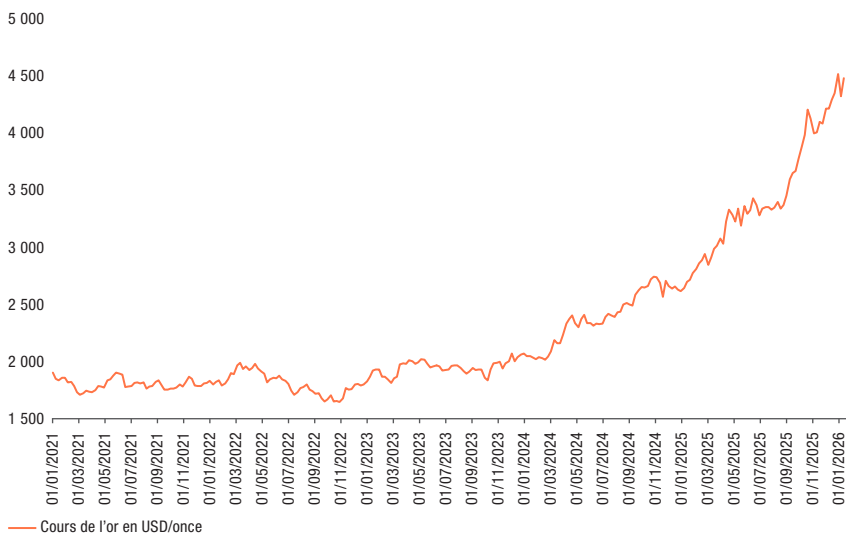
DETTE PUBLIQUE EN POURCENTAGE DU PIB



Source : Bank for International Settlements, BEA, Eurostat, FMI, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management

A moins de penser qu'une récession est imminente et provoque une nouvelle phase de déflation, les emprunts d'Etat des pays industrialisés n'ont plus de raison d'être dans un portefeuille diversifié. Depuis la pandémie ces emprunts ont détruit le pouvoir d'achat des investisseurs. Entre 2000 et 2025, l'indice des prix à la consommation a ainsi augmenté de 23% dans la zone euro, alors que le marché des emprunts d'Etat a perdu quelque 15%. Entre fin 2020 et 2025, nous avons assisté à un raidissement des courbes des taux, avec un recul des taux courts à la suite du relâchement monétaire des banques centrales et une légère hausse des taux longs due à des politiques fiscales expansives et des craintes sur la soutenabilité des dettes publiques. L'état préoccupant des finances publiques dans pratiquement tous les pays industrialisés explique d'ailleurs pourquoi les investisseurs devraient une fois pour toutes arrêter d'associer les emprunts d'Etat à des actifs sans risque.

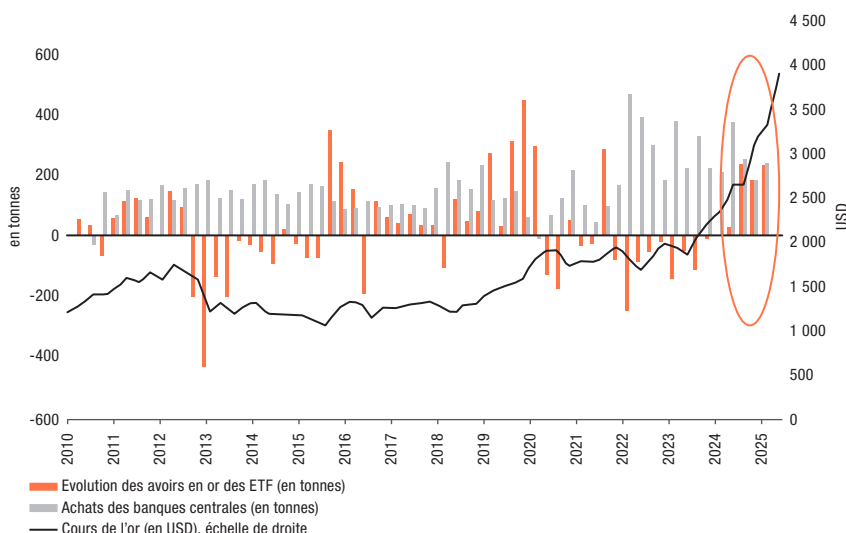
COURS DE L'OR



Source : Macrobond/Bloomberg

L'or a connu une année prodigieuse en 2025, le cours du métal jaune s'appréciant de 64% en USD et de 45% en euro. Contrairement à ce qui s'était passé au cours des deux années précédentes où la hausse du cours de l'or reposait essentiellement sur la demande physique, c'est-à-dire les achats des banques centrales, le métal jaune a également bénéficié l'année dernière d'une poursuite du retour de la demande financière, avec des entrées de capitaux dans les ETC aurifères depuis l'été 2024. La demande financière avait été négative entre 2022 et le milieu de 2024 à la suite du resserrement monétaire opéré par la Réserve fédérale et n'est redevenue positive que lorsque la banque centrale américaine a changé de cap. Il importe de noter que ces deux sources de demandes sont relativement peu sensibles au cours, contrairement à la demande de l'industrie joaillière qui est en net recul.

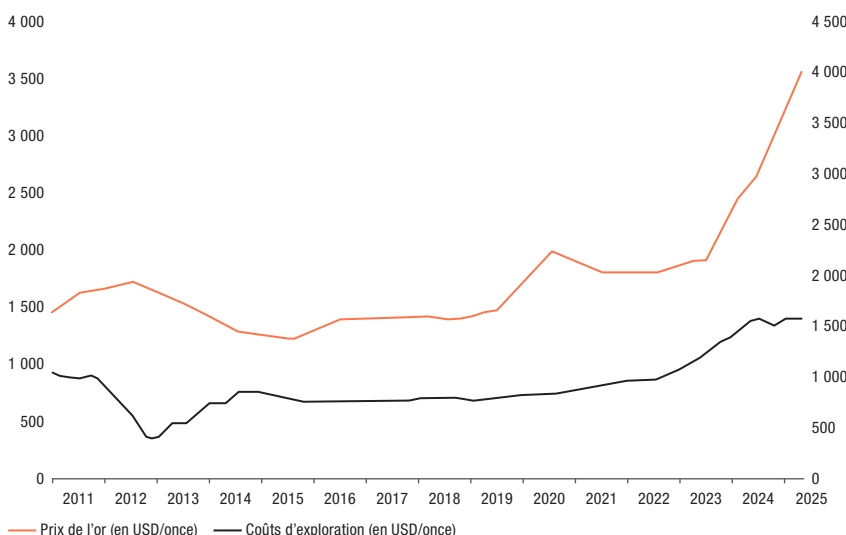
EVOLUTION DES DIFFÉRENTES SOURCES DE DEMANDE D'OR



Source : World Gold Council, Bloomberg, SG Cross Asset Research/Global Asset Allocation

La hausse du cours de l'or a été spectaculaire, mais le métal jaune ne montre pas d'excès spéculatifs. Comme indiqué supra, la demande financière n'est revenue positive que depuis quelque 18 mois et reste modérée. Et tous les facteurs à l'origine de la hausse restent présents, voire se sont renforcés. Les pays non-OCDE, marqués par le gel des réserves russes début 2022, continuent notamment à vouloir réduire leur dépendance au dollar et à augmenter la part de l'or, qui ne présente aucun risque de contrepartie, dans leurs réserves. Le métal jaune devient ainsi la pierre angulaire d'un nouveau système monétaire multipolaire. En tant que tel, il ne devrait plus être considéré comme un actif de trading, mais comme une partie intégrante d'un portefeuille diversifié.

EVOLUTION DU PRIX DE L'OR ET DES COÛTS D'EXPLORATION



Source : Bloomberg, SG Cross Asset Research/Global Asset Allocation

Entre la hausse du cours de l'or et la baisse du prix du pétrole, les marges bénéficiaires des entreprises aurifères augmentent de manière impressionnante. Leur chiffre d'affaires a ainsi fortement augmenté, malgré le recul de leur production. L'inertie de l'offre qui s'explique entre autres par des cycles d'investissement très longs, les limites géologiques et les obstacles procéduraux constitue d'ailleurs un autre élément positif pour l'or. L'allocation de capital des entreprises aurifères reste prudente, ainsi qu'en témoigne le recul du ratio dépenses d'investissement/chiffre d'affaires. Il n'est dès lors pas étonnant qu'après avoir longtemps sous-performé le métal, les entreprises aurifères le surperforment depuis près de deux ans. La sélectivité reste néanmoins de mise pour ce secteur, surtout à un moment où de nombreuses entreprises font face à un déclin progressif de leurs réserves et de la qualité de leurs gisements.

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° **184** – 1^{er} semestre 2026

Perspectives

Clôture de rédaction :
16/01/2026

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