



STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

La malédiction des Jeux Olympiques



Sébastien Cavernes
Chief Investment Officer

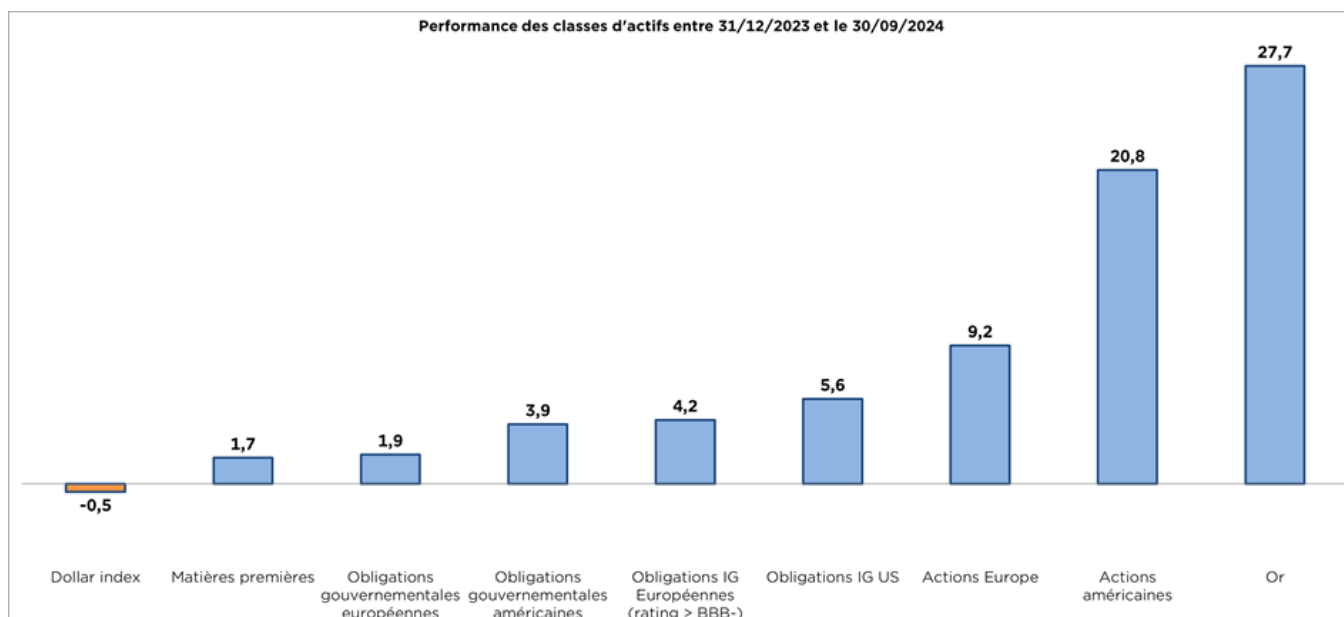
Alors qu'à bien des égards les jeux olympiques ont été une réussite en France, il est une fatalité inexplicable pour les pays organisateurs : ils sont souvent l'épicentre d'une crise économique ou politique quelques temps plus tard. Le coût des jeux d'Athènes de 2004 a contribué au défaut de la Grèce. Le Brésil en 2016 a connu une récession économique juste après les jeux sans parler de la Chine qui voit son stock de dette grossir et sa croissance faiblir depuis les jeux de Pékin 2022. Cette année, la France semble suivre le même destin funeste avec une trajectoire budgétaire très dégradée sur fonds de crise politique. Bien sûr les J.O. ne sont pas l'explication à ces phénomènes. La raison première est toujours la dette. L'organisation de grands événements sportifs contribue simplement à creuser le stock de créance existant.

Volontariste dans leur désir de contrarier le mauvais sort, cet été, la majorité des banques centrales des pays développés semblent s'être mise d'accord sur la nécessité d'alléger le coût des dettes en réduisant le niveau des taux d'intérêt.

Une baisse des taux c'est un peu comme une baisse des prix de l'essence : c'est rarement vu comme une mauvaise nouvelle. Plus précisément, un très grand nombre de consommateurs voit cela d'un bon œil alors qu'un nombre réduit de fournisseurs se plaint.

L'avantage, c'est que depuis quelques mois nous avons les deux : baisse du prix du pétrole mais aussi (enfin) des baisses de taux à venir. Davantage de liquidités monétaires dans les mains des investisseurs représente un soutien fort à la dynamique haussière des prix de marchés comme l'illustrent les performances depuis le début de l'année.





Performance des principales classes d'actifs depuis le début de l'année en devise locale.

Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild Monaco (Indices utilisés pour les actions américaines et européennes : S&P 500 et Stoxx 600. IG signifie « Investment grade » soit un rating émetteur supérieur ou égal à BBB-)

LA FED COUPE ENFIN SES TAUX

La FED faisait de la résistance depuis quelques mois mais c'est désormais chose faite, elle a procédé à son premier assouplissement monétaire depuis près de 4 ans en abaissant la fourchette d'évolution de ses taux directeurs (au jour le jour) de 5.25% - 5.50% à 4.75% - 5.00%. Comme la plupart des autres banques centrales des pays développés, elle considère que le combat contre l'inflation a été gagné et que le soutien à une

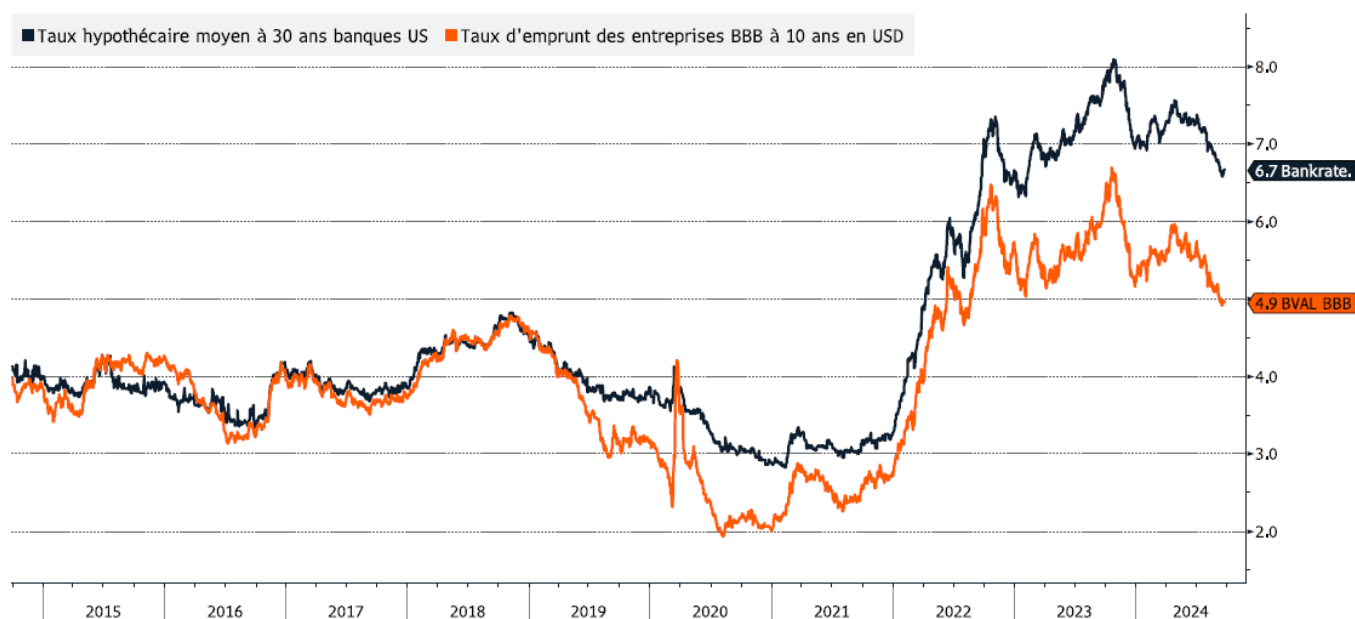
économie américaine déclinante est désormais la priorité numéro 1. C'est donc à un déluge de baisse des taux auquel nous allons assister dans les mois à venir dans les pays développés. Ce n'est généralement pas pour déplaire aux marchés de façon générale mais comme souvent en économie, tout le monde n'est pas logé à la même enseigne. Le « one size fits all » n'est ici pas de mise.

DES TAUX COURTS PLUS FAIBLES N'AFFECTENT PAS TOUT LE MONDE DANS LES MÊMES PROPORTIONS

Des taux courts désormais orientés à la baisse sont un véritable soulagement pour tous les acteurs de l'économie dépendant de financement à court terme ou à taux variable. Les ménages utilisant les crédits à la consommation ou bien les entreprises gravitant autour du secteur immobilier font partie de ceux-là et vont pouvoir bénéficier d'un abaissement immédiat de leurs charges financières.

Cette situation n'aura en revanche qu'un effet très modéré sur les ménages et les entreprises ayant

emprunté durant l'âge d'or des taux banques centrales à 0%. A cette époque un crédit immobilier sur 30 ans se négociait autour des 3% en dollar et 2% en euro. Nombre d'entreprises ont aussi pu lever de la dette à des taux largement inférieurs encore. Dès lors, il faudra que les taux d'intérêt baissent dans des proportions très importantes pour inciter ces acteurs de l'économie à venir demander de nouveaux crédits ou à s'engager dans une opération volontaire de refinancement de la dette existante.



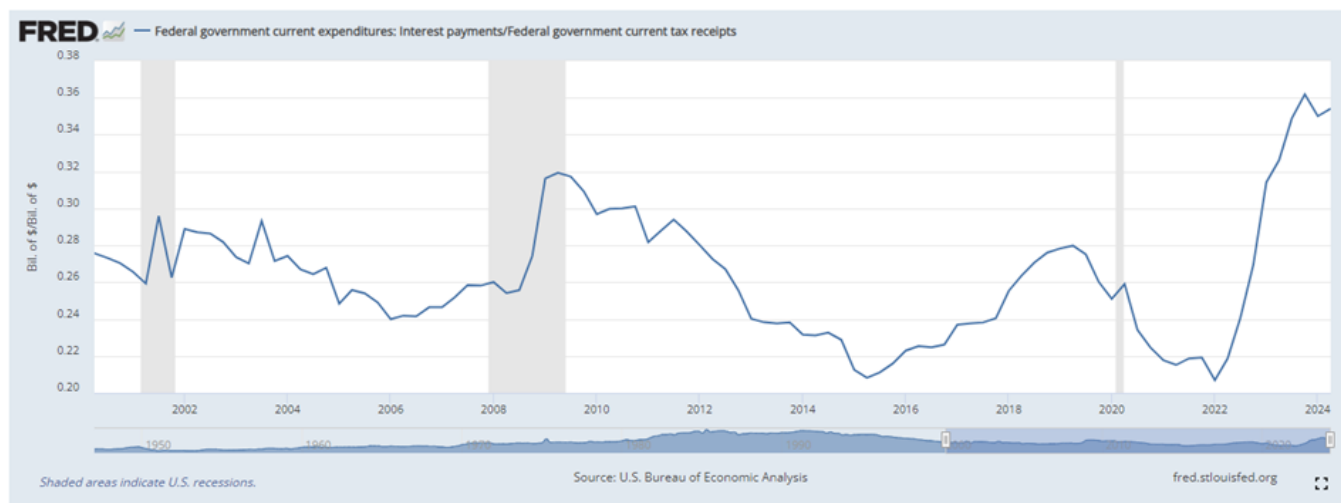
Evolution des taux de crédit immobilier à 30 ans et des taux d'emprunt moyen des entreprises de rating BBB en dollar : il faudra davantage de baisse de taux pour que ces acteurs acceptent de renoncer à leur emprunt existant pour en souscrire de nouveaux.

Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild Monaco

L'AUTRE BÉNÉFICIAIRE INATTENDU DE LA BAISSSE DES TAUX : L'ÉTAT

Nous évoquons régulièrement avec vous le fait que l'endettement public de la plupart des pays développés dépasse allègrement le niveau des 100% du PIB. L'impact de cette situation se fait particulièrement ressentir sur le niveau des finances publiques lorsque vient le moment de payer les intérêts de la dette aux détenteurs des obligations d'Etat. Quand les taux étaient à 0%, il n'y avait pas de stress particulier mais avec des

taux à 5% aux Etats-Unis ou autour des 3% en Europe, la donne change. Concrètement, avec un tel niveau de dette publique et les taux actuels, les charges financières représentent souvent le premier budget de dépenses de l'Etat. Aux Etats-Unis, elles représentent plus de 1 000 milliards de dollars soit 35% du budget annuel ! Nul doute qu'un abaissement des taux courts va être particulièrement apprécié par le Trésor.



La charge des intérêts de la dette en pourcentage de la collecte fiscale s'est considérablement accrue en raison de l'augmentation de l'encours de dette et des taux d'intérêt. Les charges financières représentent désormais 35% des recettes de l'Etat.

Source : FED de Saint Louis – Edmond de Rothschild Monaco.

Concrètement, lorsque l'Etat doit dépenser, un flux monétaire est comptabilisé par le débit du compte à vue du gouvernement (logé à la banque centrale) et le crédit des comptes bancaires de ménages et d'entreprises du secteur privé.

Ainsi, si des taux élevés représentent une charge financière plus importante pour les débiteurs, ils représentent aussi un bonus financier pour ceux qui bénéficient d'une épargne financière solide.

Historiquement lorsque les taux montaient, les acteurs privés de façon générale souffraient. Ceci avait pour effet de ralentir l'activité, l'inflation et les recettes fiscales. A l'opposé, lorsque les taux baissaient, cela stimulait l'économie et donc les recettes fiscales. Cependant, lorsque l'endettement public dépasse les 100% du PIB (ou 123% pour les Etats-Unis), des taux élevés se

traduisent concrètement par davantage de liquidités monétaires transférées du secteur public vers le secteur privé. Au niveau macro-économique, elles viennent compenser les effets négatifs des taux élevés. Non seulement les ménages et les entreprises les moins endettés ne souffrent pas mais ils bénéficient même d'un supplément de rémunération de leur épargne. Des taux élevés, dans ce cas précis ont tendance à stimuler la santé économique des ménages aisés et des entreprises de qualité dont nous vous vantons les mérites depuis de nombreux mois voire années.

L'opposé est tout aussi vrai : des taux courts plus faibles se traduisent par une moindre stimulation de ces acteurs qui verront leur épargne moins chèrement rémunérée.

LES TAUX COURTS EN BAISSSE SONT RAREMENT UNE MAUVAISE NOUVELLE POUR LES MARCHÉS

L'annonce était attendue mais les marchés ont tout de même progressé depuis que la FED a officiellement réduit ses taux directeurs. Historiquement, les périodes suivantes les premières baisses de taux sont marquées dans la majorité des cas par une hausse du prix de la plupart des actifs financiers. Nous pensons que 2024 ne fera pas exception à la règle.

Et pour cause, les liquidités monétaires transmises par les pouvoirs publics au secteur privé sont probablement l'un des phénomènes les plus importants dans la formation des prix des actions et des obligations, bien au-delà des perspectives de croissance des profits. En dépensant, l'Etat augmente la quantité de monnaie disponible dans le secteur privé qui finit par être recyclée sur les actifs financiers existants en poussant leur valorisation à la hausse.

Si le dernier trimestre de l'année va être marqué par une élection présidentielle américaine indécise, le résultat en matière de déficit

budgétaire devrait être à peu près le même : il ne baissera pas. Certes les programmes économiques de Kamala Harris et Donald Trump divergent grandement mais d'un point de vue budgétaire, dépenses publiques en augmentation ou réduction d'impôts produisent à peu près les mêmes effets. Le déficit public créera une augmentation naturelle de la liquidité qui continuera d'influencer positivement les prix de marché.

Nous évoquons ici essentiellement les Etats-Unis en raison de l'importance de la liquidité en dollar dans le fonctionnement économique mondial mais ce phénomène n'est pas cantonné aux seuls Etats-Unis. En effet, les banques centrales du continent européen (BCE, BOE et BNS) sont elles aussi embarquées dans un schéma de détente des taux d'intérêt. De son côté, la Chine semble dans une impasse économique caractérisée par des surcapacités industrielles que le reste du monde rechigne à absorber. La relance monétaire apparaît comme une solution évidente.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

Dans notre lecture des marchés, une chose nous apparaît à la fois déterminante et positive sur le moyen / long terme : l'endettement public continuera de croître et devrait entraîner une inflation monétaire durable. Une quantité de monnaie en augmentation structurelle dans le secteur privé est un environnement

fondamentalement propice à la détention d'actifs réels tels les actions de qualité (celles dont les entreprises disposent d'un bilan solide et d'un avantage compétitif durable) et l'or.

Même à court terme, la sensibilité des prix de marché à des mouvements d'afflux ou de retrait

de liquidité a considérablement augmenté. En effet, la baisse de 20% du Nikkei cet été, consécutive à la décision (pourtant partiellement attendue) de la banque centrale japonaise de hausser ses taux directeurs de 0.25% a montré à quel point les marchés étaient sensibles à tout mouvement de retrait de la liquidité monétaire.

Parallèlement, un cycle de baisse des taux vient de débiter, ce qui est rarement une mauvaise nouvelle pour les marchés financiers. Associé à l'augmentation de la liquidité monétaire dans le secteur privé, c'est un cocktail puissant de stimulation des prix des actions. Si la direction nous apparaît claire, notre attention se porte en revanche sur la détermination des acteurs les plus à même de voir leur cours de bourse progresser. Nous allons aborder une phase nouvelle dans laquelle le leadership des marchés d'actions ne devrait plus être le seul apanage des valeurs technologiques. Une rotation sectorielle en faveur des sociétés bénéficiant de la détente des taux courts s'inscrit dans une certaine logique. Ainsi la probabilité d'une participation plus large des valeurs de la côte à un mouvement que nous attendons toujours haussier se renforce.

Cette rotation sectorielle a déjà débuté cet été. Cependant la persistance de ce mouvement et une prise de leadership durable en matière de performance boursière par le groupe des entreprises qui dépendent du financement à court terme ne sera possible que dans le cadre d'un réel cycle de baisse des taux. Si la FED venait à se contenter de deux ou trois baisses, la déception du marché serait à la hauteur des « espoirs » suscités par cette annonce de l'entrée dans un cycle économique où emprunter devient moins coûteux.

Nous restons donc confiants quant à la pérennité du mouvement haussier. Concernant la rotation sectorielle, nous nous y préparons sans pour

autant nous précipiter. Abandonner les valeurs de qualité au profit des entreprises endettées pour suivre une tendance à court terme n'est pas dans notre philosophie.

Sur la partie obligataire, le positionnement en fonction de la maturité des titres revêt une importance cruciale. Les obligations de long terme ont réalisé un très beau parcours cet été, anticipant les décisions de la FED. Elles intègrent dans leur prix tout un cycle de baisse des taux qui ne laisse place qu'à peu de déception. Cette absence de marge de sécurité explique notre prudence sur les obligations d'Etat et contribue à nous faire privilégier le risque de crédit au risque de duration.

Ne nous voilons pas la face, si les banques centrales abaissent les taux d'intérêt, c'est bien parce qu'elles constatent que certains pans de l'économie sont en souffrance et qu'il est temps de relâcher quelque peu les conditions financières. Le ralentissement de la croissance économique a des effets négatifs sur la santé financière des entreprises et des ménages (difficultés à se financer, chômage etc...). Le marché obligataire offre généralement un baromètre prédictif d'une situation moins florissante à venir via les « spread de crédit », c'est-à-dire les écarts de rémunération entre une obligation d'entreprise et une obligation d'Etat de même échéance. Ces derniers sont plutôt serrés et stables, témoignant d'une absence de perception de risque significatif dans l'économie de la part des investisseurs. Ceci milite pour un dernier trimestre de l'année toujours favorable à l'investissement en actions et en obligations d'entreprises.

Les prochains Jeux Olympiques d'été en 2028 seront organisés à Los Angeles. Gageons que la malédiction sera levée d'ici-là.

Sébastien Cavernes
Chief Investment Officer

AVERTISSEMENT LEGAL :

Le présent document est non contractuel et vous est communiqué de façon confidentielle à des fins d'informations et ne peut être reproduit, transmis, communiqué ou utilisé, en totalité ou en partie, à toute autre personne. Il ne constitue ni une offre ou proposition d'investissement, ni une recommandation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers ou d'autres produits financiers ou de services bancaires, ni un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild (Monaco) et ne saurait vous délier de la nécessité de former votre propre jugement, notamment en vérifiant personnellement auprès des sources qui pourraient être citées les informations fournies par Edmond de Rothschild (Monaco). Il a été élaboré par Edmond de Rothschild (Monaco) avec le plus grand soin. Edmond de Rothschild (Monaco) ne fournit toutefois aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des données chiffrées, commentaires, analyses et/ou des travaux de recherche figurant dans le présent document. Il reflète les opinions et les prévisions de Edmond de Rothschild (Monaco), compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées au moment de sa rédaction; celles-ci peuvent être modifiées à tout moment sans préavis. De par leur nature, les informations prévisionnelles impliquent des risques inhérents et des incertitudes, générales et spécifiques, et il existe un risque que les prévisions, pronostics, projections et autres informations prévisionnelles ne se réaliseront pas. Ces informations prévisionnelles ne constituent, dans chaque cas, que l'un seulement des nombreux scénarii réalisables et ne doivent en aucun cas être considérées comme étant le scénario le plus vraisemblablement réalisable. Tout placement comporte des risques, en particulier des risques de fluctuation des valeurs et des rendements. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps. Elles peuvent par ailleurs être affectées par une fluctuation des taux de change. Il vous est en particulier recommandé d'examiner ces informations et de forger votre propre opinion indépendamment de Edmond de Rothschild (Monaco), le cas échéant avec l'aide de tous les conseils spécialisés dans les domaines abordés dans le présent document, sous l'angle de la compatibilité avec vos ressources personnelles et celui des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, etc. Le présent document ne s'adresse pas aux personnes soumises à une législation leur interdisant l'accès à de telles informations du fait de leur nationalité ou de leur domicile. Lorsque des informations communiquées dans le présent document ont été fournies par des tiers, tels que des prestataires spécialisés dans la fourniture de services financiers ou des marchés réglementés, Edmond de Rothschild (Monaco) n'assumera aucune responsabilité quant à leur qualité et leur exactitude. Ces informations ne sont données qu'à titre purement indicatif par Edmond de Rothschild (Monaco) et ne sauraient être interprétées comme une confirmation par Edmond de Rothschild (Monaco) ou comme reflétant une valeur financière exacte. En aucun cas, la responsabilité de Edmond de Rothschild (Monaco) ou d'une autre entité du Groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée pour les pertes qui pourraient résulter de l'utilisation des informations contenues dans le présent document et données à titre informatif.

EDMOND DE ROTHSCHILD GESTION (MONACO)

Les Terrasses - 2 avenue de Monte-Carlo

BP 317 - 98006 Monaco Cedex

T. +377 97 98 22 14 - Fax : +377 97 98 22 18

www.edmond-de-rothschild.com