

# STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

Janvier 2025



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

## PLACE AU FLAMENCO !



Danser une valse n'est pas compliqué. Même les piètres danseurs (dont je fais partie), peuvent arriver à une prestation honorable. La musique suit un rythme linéaire à trois temps, la danse est élégante, les pas sont simples, répétitifs et standardisés (tous les danseurs font les mêmes gestes) et le tout est plutôt facile d'accès.

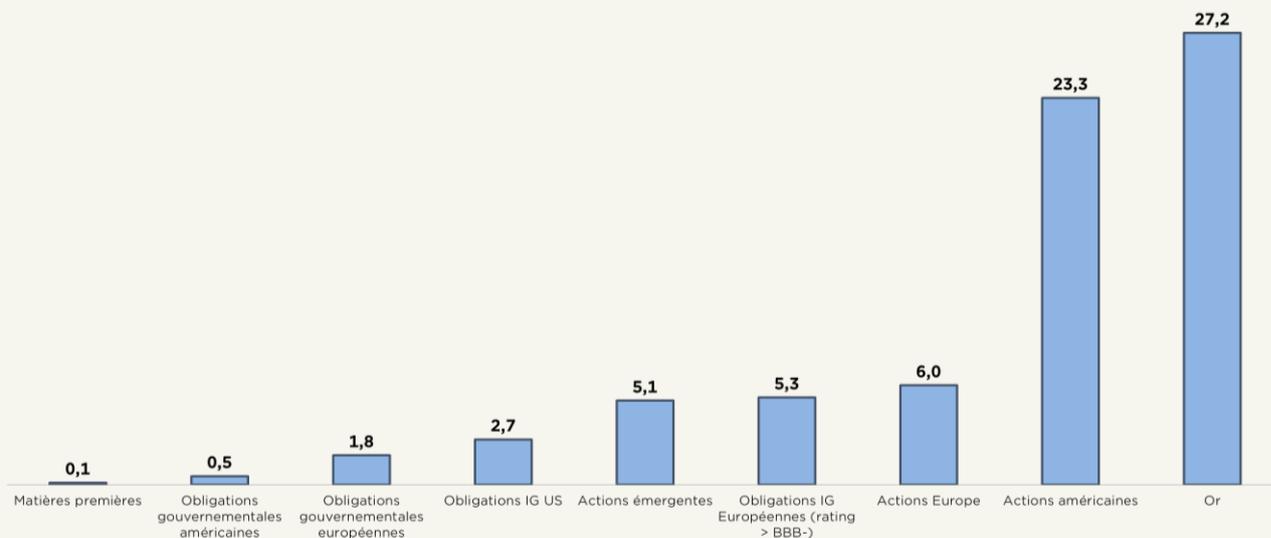
Investir sur les marchés en 2023 et 2024 revenait à danser une valse : au risque d'être particulièrement réducteur, acheter l'indice S&P 500 et des supports monétaires en dollar offrait simplicité et retour sur investissement satisfaisants, avec peu d'à-coups. Bercés au rythme de l'accroissement régulier de la dépense publique et de la liquidité monétaire, les investisseurs ont pu bénéficier d'une période de prospérité très agréable.

Malheureusement investir en 2025 ressemblera davantage à un flamenco qu'à une valse !

Et contrairement à la valse, maîtriser la danse andalouse requiert un savoir-faire et une expérience à la hauteur des changements de rythme qu'elle impose. Entre incertitudes politiques et monétaires en Europe comme aux Etats-Unis, les marchés vont faire face à de brusques changements de cadence. La toile de fond demeure celle de l'accroissement des déficits publics, mais la façon dont ils seront financés déterminera le tempo de l'année boursière. Savoir danser le flamenco, c'est précisément la qualité qui sera requise pour traverser une année que nous attendons toujours positive mais plus complexe.

L'année 2024 s'achève sur des performances positives pour la quasi-totalité des classes d'actifs. Les actions américaines et l'or se distinguent particulièrement avec des progressions de prix dépassant les 20%. En revanche, les performances des actifs européens et émergents peinent à suivre la même allure.

Performances des principales classes d'actifs en 2024.  
Si à l'exception des matières premières tous les prix ont progressé, les actions américaines et l'or se distinguent nettement.



Source: Bloomberg, Edmond de Rothschild Monaco.

Ces tendances positives sont d'autant plus notables qu'elles ont été réalisées dans un contexte de guerre au Proche-Orient et en Ukraine, dans un climat d'instabilité politique dans les pays cœur de l'Europe (France et Allemagne) et au beau milieu d'un sérieux ralentissement économique en Chine.

Autre phénomène notable depuis le début de la décennie: le rôle des Etats-Unis dans le système économique et financier s'est à nouveau renforcé et le pays attire toujours plus les capitaux du monde entier. Si les Etats-Unis représentent 26% du PIB mondial, ils représentent désormais 75% de la capitalisation boursière mondiale !

### LES CONSEQUENCES D'UNE POPULATION VIEILLISSANTE

Le vieillissement de la population dans les pays développés et en Chine est le facteur déterminant des politiques économiques dans lesquelles nous évoluons. Cet environnement est caractérisé par une baisse tendancielle de la population active. Ainsi, moins de personnes contribuent aux revenus de la population globale du pays en question alors même que les engagements des pouvoirs publics en matière de santé, de retraite et de défense sont chaque année, un peu plus importants. Face à cette situation, deux possibilités, non exclusives l'une de l'autre, s'offrent aux

pouvoirs politiques en place : l'accroissement de la dette publique ou le recours à l'immigration pour augmenter la population active. Cependant, cette dernière solution a un coût politique. Le recours à l'endettement public est souvent un choix politique bien plus évident à faire que celui de prôner une politique migratoire volontariste. Ainsi, l'augmentation de la dette publique dans les pays développés apparaît comme la trajectoire prévisible et presque inéluctable des années à venir.

Augmenter la taille des déficits budgétaires, c'est accroître un stock de dettes déjà très important. Les déficits publics ont toujours existé mais l'accélération du rythme de la dépense publique constitue un marqueur très fort de notre décennie. En particulier, les Etats-Unis, première économie du monde, affichent un déficit annuel moyen de 8.7% du PIB depuis 2020. Certains pourraient arguer que cette période inclut les mesures de relance exceptionnelles de la période COVID. Certes, mais les prévisions ne semblent pas aller vers un changement de direction : les projections généralement optimistes du Département du Budget américain en matière de déficit pour les 10 années à venir dépassent largement les 6% annuels.

**UNE VALSE A TROIS TEMPS : FINANCER LES DEFICITS AVEC DE LA MONNAIE QUI N'EXISTE PAS ENCORE SOUTIENT LA VALORISATION DES ACTIFS RARES.**

Il est très difficile de dissocier l'augmentation de la dette publique de la hausse de la quantité de monnaie en circulation dans l'économie. Créer de la monnaie pour souscrire à l'émission de nouvelles obligations d'Etat demeure un mécanisme de référence. C'est un choix plus aisé politiquement que celui de taxer ou de forcer le secteur privé à la cession d'autres actifs: les effets de bord de la création monétaire sont beaucoup moins visibles.

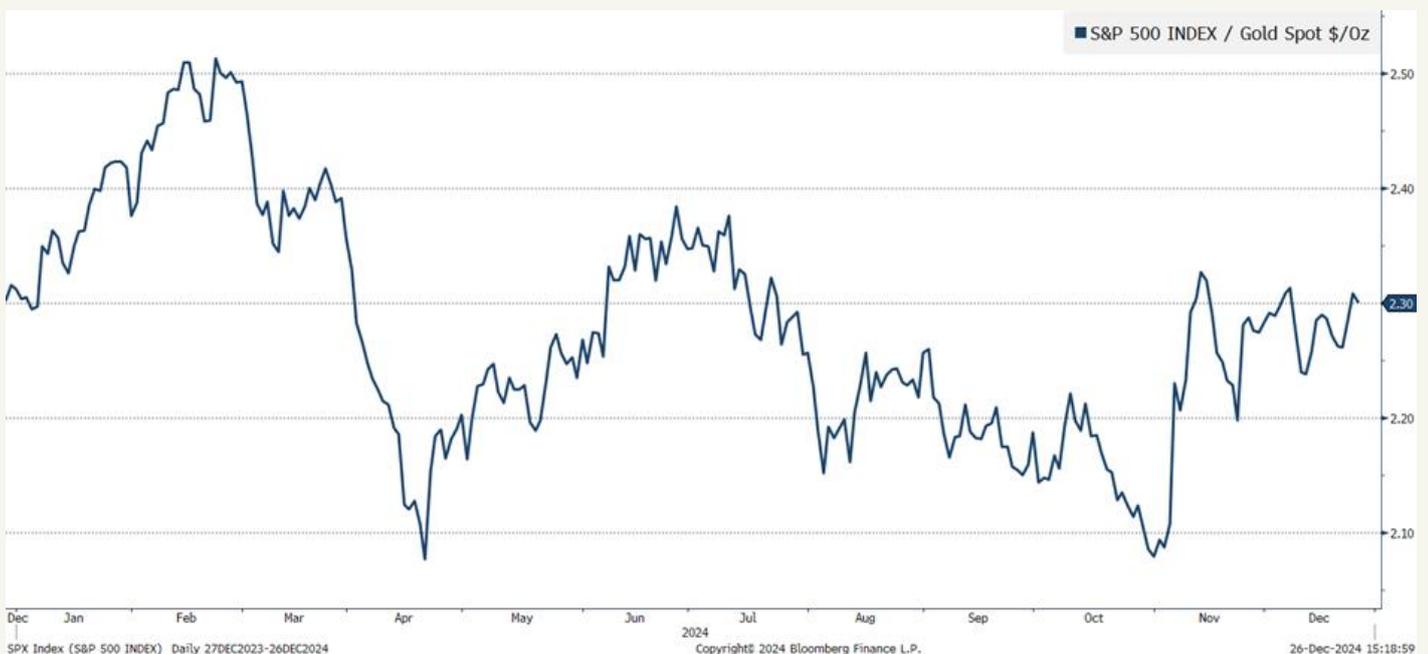
Ce procédé a pour conséquence la perte de capacité de la monnaie à être convertie en biens et services ou en actifs financiers. Ainsi, l'inflation monétaire n'est pas une simple hausse des prix, c'est une perte de la capacité d'une monnaie à être convertie en biens et services. Naturellement, l'inflation a pour effet de faire progresser la valorisation de tout ce qui peut représenter un rempart à la perte de cette capacité monétaire c'est-à-dire, tout ce qui est à la fois rare et durable. L'or est la représentation même de ce type d'actif. Sur les

marchés financiers, cela se traduit pour l'essentiel par la progression du prix de l'or et de celui des actions d'entreprises de très grande qualité qui produisent des biens et services uniques.

A noter que nous parlons ici d'inflation monétaire et non d'inflation réelle. La différence a son importance, si la quantité de monnaie nouvellement créée demeure dans la sphère financière, seuls les actifs financiers verront leur valorisation augmenter sans nécessairement que celle des biens et services de l'économie réelle ne soit affectée.

2024 est l'illustration parfaite de cette situation. Aux Etats-Unis, alors que le déficit public s'est accru de 6,5%, les actions américaines, en particulier celles appartenant au secteur technologique ont progressé de 25%. Mais si les actions avaient été valorisées non pas en dollar mais en or, leur prix n'aurait quasiment pas bougé! C'est l'inflation monétaire. Evaluées en euro ou en dollar, les actions de qualité et l'or prospèrent dans l'environnement actuel; une aubaine pour les ménages propriétaires de ce type d'actifs.

Evolution de l'indice S&P 500 valorisé en or. Alors qu'elles progressent de 25% en dollar, les actions américaines évaluée en or sont au même niveau que là où elles étaient en début d'année. L'accroissement des liquidités monétaires en circulation explique en grande partie la progression des cours boursiers.



Source: Bloomberg, Edmond de Rothschild Monaco.

## LA DETTE MONTE DE FAÇON LINEAIRE, LA LIQUIDITE DE FAÇON ERRATIQUE

Ainsi, la dette publique s'accroît et la liquidité aussi. Cette configuration a pour effet de renforcer la relation étroite qu'entretiennent liquidité et valorisation des actifs financiers de qualité.

L'accroissement de l'endettement public suit un rythme linéaire et désormais prévisible compris entre 6% et 7% par an. Mais la création monétaire suit quant à elle une cadence qui peut être sensiblement différente. Or, la façon dont sont financés les déficits publics revêt une importance capitale dans l'anticipation des mouvements de prix sur les actifs financiers.

En 2023 et 2024, d'amples réserves de liquidités (présentes dans le guichet du reverse repo<sup>1</sup>) existaient et le financement du déficit a pu être réalisé sans que les investisseurs aient le besoin de vendre d'autres actifs. 2025 ne s'inscrit pas sous les mêmes auspices. Les liquidités excédentaires qui ont permis le rallye des actions et de l'or sont désormais épuisées. C'est précisément ce changement de tempo apparent dans la création monétaire qui nous laisse penser que 2025 ne sera pas un simple prolongement de 2024. La liquidité sera créée de façon erratique et devrait provoquer des épisodes de plus grande volatilité que ceux très rares auxquels nous avons assisté en 2024.

Mais ne nous y trompons pas, la trajectoire des actions de qualité et de l'or est haussière sur le long terme tant que les déficits publics seront financés principalement par accroissement de la quantité de monnaie.

## STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

Trois moteurs ont caractérisé la très bonne performance des actifs américains en général et des actions en particulier ces deux dernières années : une thématique d'investissement très porteuse, l'Intelligence Artificielle, des liquidités monétaires abondantes et des perspectives de baisses des taux de la part de la banque centrale américaine. En 2025, ces 3 moteurs vont sérieusement être remis en question :

- 1- Si l'intelligence artificielle demeure de très loin le domaine d'activité le plus prometteur en matière de croissance de chiffre d'affaires et de résultats des entreprises, la valorisation boursière du secteur n'a que rarement été aussi élevée dans l'histoire. Or, nous savons que ces niveaux de prix sont avant tout le reflet d'un environnement de liquidité monétaire qui s'est révélé particulièrement généreux. Ce n'est plus le cas en 2025.
- 2- Précisément, en matière de liquidité, le guichet du reverse repo, qui a permis de combler les besoins de financements publics sans mettre à contribution l'épargne des ménages et des entreprises, est désormais épuisé. Sans liquidité nouvelle, l'expansion de la valeur des actifs apparaît compliquée et la volatilité devrait réapparaître.
- 3- L'inflation aux Etats-Unis montre des signes de redémarrage et empêche la FED de procéder au cycle de baisse des taux que le marché attendait. Ainsi, il ne faudra s'attendre qu'à deux baisses de taux en 2025. Cela signifie que les taux monétaires en dollar devraient demeurer au-dessus des 4% une bonne partie de l'année. Là encore, remettre en question la baisse des taux, c'est aussi remettre en question le rythme de progression de la valorisation des actifs financiers.

Au final, si nous pensons que les actifs « anti-inflation monétaire » continueront de prospérer dans les années à venir, l'année 2025 s'annonce moins favorable sur les actions américaines que les 20% de progression annuelle auxquels elles nous ont habitués depuis 2 ans. Et si le secteur de l'I.A. demeure celui qui affiche la capacité de croissance la plus enviable, la cherté du secteur limite le potentiel de progression des cours à court terme. Entre environnement monétaire moins favorable et possible réforme fiscale pour les entreprises américaines du futur pensionnaire de la Maison Blanche, nous pensons que le leadership du marché action est susceptible

---

<sup>1</sup> voir lettre investissement avril 2024

de basculer en cours d'année en faveur des entreprises de plus petites capitalisations.

Cette opinion est également renforcée par un autre phénomène. En effet, le contraste entre le dynamisme américain et le ralentissement économique de l'Europe et de la Chine n'a laissé que peu de doute quant à la zone géographique à privilégier en 2023 et 2024. Les actifs américains, y compris le dollar, sont les plus désirables du monde et pour l'heure, les actions de cette zone demeurent toujours notre véhicule d'investissement préféré.

Cependant, il apparaît assez improbable que les choses n'évoluent pas sur le Vieux Continent et en Asie. Ralentissement économique et augmentation des risques politiques entraînent généralement une réaction des pouvoirs publics. Qu'il s'agisse de relance monétaire (baisse des taux, augmentation des liquidités) ou budgétaire (accroissement des déficits publics), il est fort à parier que l'un de ces deux leviers sera activé en 2025. Il sera alors temps de réallouer du capital vers ces zones dont les valorisations sont bien plus attractives que celles de leurs équivalentes américaines.

Sur la partie obligataire des portefeuilles, nous nous attendons à une pentification des courbes de taux. C'est-à-dire une remontée des taux longs et un affaiblissement des taux courts. Cette situation nous incite à demeurer plutôt conservateurs en matière de duration. Ainsi, nous privilégions les emprunts de maturité courte à moyenne en euro et en dollar.

En matière de risque obligataire, il est à noter que lorsque l'Etat s'endette, il transfère des liquidités vers le secteur privé. Dans ces conditions et avec davantage de monnaie disponible en circulation, le niveau de risque général pesant sur les obligations d'entreprise

se réduit. Ceci ne devrait pas changer en 2025. Ce phénomène est visible sur les primes de rémunération qu'offrent les créances d'entreprise par rapport aux créances d'Etat de même échéance. Moins il y a de perception de risque et plus les primes sont faibles. A ce titre, elles sont beaucoup moins attractives qu'il y a 2 ans. Aux Etats-Unis notamment, les « spreads de crédit » évoluent sur des niveaux historiquement très serrés. Cependant, nous considérons que les rendements offerts (supérieurs à 3.5% en euro et 5.0% en dollar) sont supérieurs à ceux de l'inflation et sont à ce titre suffisamment attractifs pour être achetés. Aussi, en privilégiant des maturités courtes, nous bénéficions d'un retour sur investissement attractif tout en limitant les risques de variations importantes sur les prix.

Enfin, comment ne pas évoquer l'or dont le cours ne cesse de progresser. La trajectoire du métal jaune est toujours haussière et va de pair avec l'accroissement des déficits publics et surtout des liquidités monétaires. Comme pour les actions de qualité, nous estimons que l'année sera à nouveau positive en 2025 mais là-aussi, la plus grande incertitude entourant la façon dont seront financés les déficits publics laisse la porte ouverte à des variations plus erratiques. L'or, comme les actions sont des actifs financiers très liquides qui sont cédés en premier lieu face à des besoins de trésorerie urgents. Ces à-coups quasi-inexistants depuis 2 ans sont précisément ceux que nous anticipons l'an prochain. Notre stratégie vise à accumuler des positions sur faiblesse.

Dans le milieu du Flamenco, ressentir « le compás » signifie s'adapter habilement au changement de rythme. Ce sera le maître mot en 2025.



**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.