

STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

Juillet 2025



EDMOND
DE ROTHSCHILD

THE WALKING DEBT



Les fans de séries post-apocalyptiques le savent : survivre c'est d'abord accepter que le monde a changé et qu'une réalité nouvelle s'est imposée. Dans la série « The Walking Dead », créée par Robert Kirkman, les compagnons de Rick, Michonne et Daryl tentent de survivre sur une terre où chaque mort se transforme en zombie cannibale. Les groupes de morts marchent lentement mais inexorablement vers des humains pour les dévorer. Ils sont de plus en plus nombreux et personne ne peut les arrêter. Ceux qui survivent ne sont pas les plus puissants, mais les plus lucides. Ceux qui comprennent que les morts ne reculeront pas, que les règles ont changé.

Nous continuons de penser que le passage à la décennie 2020 a marqué un tournant en matière économique. La plupart des pays développés et la Chine sont entrés dans une phase marquée par un déficit budgétaire structurel qui conditionne à la fois la vie politique de ces pays mais également le prix

des actifs financiers. Plus spécifiquement, les Etats-Unis accusent depuis 2020 un déficit annuel moyen de 8.4% et rien ne semble en mesure de freiner cette tendance. A l'image des zombies, les dettes publiques avancent lentement mais implacablement sur les marchés financiers et contaminent de plus en plus les décisions politiques et d'investissement. Les Etats-Unis ont une économie qui génère un PIB de 30 trillions de dollars croissant au rythme de 2% par an en réel (soit 0,6 Trillions par an). Pour atteindre cette performance, l'Etat prévoit de dépenser l'équivalent de 7% de son PIB en déficit budgétaire soit une croissance annuelle du stock de dette de 2 Trillions : un déficit budgétaire d'une telle ampleur n'est pas soutenable à long terme. C'est logiquement devenu un enjeu économique de la plus haute importance auquel tente de s'attaquer la nouvelle administration Trump avec pour l'heure un succès mitigé :

- Le projet DOGE, le plan volontariste porté par Elon Musk visant à alléger les dépenses publiques ne semble avoir produit que des effets mineurs sur la trajectoire des comptes publics.
- Les tarifs douaniers sont une autre tentative de réponse au déséquilibre durable des comptes publics. L'idée est de faire en sorte que le reste du monde comble une partie du déficit abyssal des Etats-Unis. Cependant, ils ne résoudront qu'une petite partie de l'équation.
- L'abaissement des taux d'intérêt serait un levier puissant pour alléger la facture mais la FED n'est pas encline pour l'heure à abaisser ses taux directeurs et donc les charges financières dont s'acquitte l'Etat.

Avec un endettement dépassant les 120% du PIB, une population active déclinante et des engagements publics en matière de défense, de santé et de retraite sur lesquels aucun gouvernement ne peut raisonnablement se défaire, la progression de la dette publique et des déficits publics sont inéluctables. Si la croissance économique peut modérer le rythme de progression de la dette, l'inflation monétaire (ou monétisation de la dette) apparaît comme l'environnement économique le plus probable.

LA DETTE PUBLIQUE N'EST PLUS UN PROBLEME A RESOUDRE. C'EST UN ENVIRONNEMENT A APPRIVOISER.

a) L'adaptation par l'innovation.

La croissance économique réelle provient de deux éléments :

1. L'augmentation de la population
2. L'amélioration de la productivité.

Le vieillissement de la population, des politiques migratoires contraintes et un taux de natalité inférieur à 1,7 enfant par femme ne laissent que peu d'espoir pour voir ces facteurs influencer positivement la croissance. Seuls les gains de productivité apparaissent en mesure de faire en sorte que la croissance économique dépasse la croissance de la dette.

L'innovation est la clé de voûte de l'amélioration de la productivité. En la matière, l'essor de l'Intelligence Artificielle apparaît comme la voie royale pour faire gagner en

compétitivité la plupart des entreprises. Au-delà des modèles de langage que nous commençons à peine à apprivoiser et qui peu à peu remplacent les moteurs de recherche traditionnels d'internet, l'I.A. commence à avoir des ramifications bien au-delà du seul secteur de la technologie. La production d'électricité nécessaire au déploiement de ces modèles implique un doublement des capacités de production installées ainsi que des systèmes d'économie d'énergie bien plus élaborés que ceux dont nous disposons aujourd'hui. Le secteur industriel et même la filière nucléaire voient leur perspective de croissance de chiffre d'affaires s'accélérer nettement en même temps que la progression de leur cours boursier. Ainsi, cette thématique d'investissement nous apparaît toujours aussi importante dans la construction de nos portefeuilles d'actifs financiers.

b) L'adaptation par l'inflation monétaire

Cependant, il est illusoire de penser que les gains de productivité seuls, seront en mesure de stabiliser la trajectoire de la dette publique. L'inflation monétaire est aussi inéluctable que la croissance de l'endettement public.

Nous parlons ici d'une expansion de la quantité de monnaie dans le système financier qui permettra de financer les déficits publics et privés. La monnaie peut être créée soit par les banques centrales elles-mêmes, soit par le système financier privé : banques, fonds monétaires, hedge funds etc... Si cette liquidité nouvelle est susceptible d'avoir un impact sur le niveau des prix des biens et services, il est certain qu'en restant dans le système financier, elle maintiendra ou créera une hausse des valorisations des actifs financiers en général et des actifs rares en particulier.

Ce sont sur ces fondements économiques que repose notre stratégie d'investissement de long terme.

LES ACTIFS RARES PRENNENT DE LA VALEUR

Dans *Walking Dead*, alors que la grande majorité de l'humanité a été décimée, les ressources rares sont davantage protégées que les autres. Ainsi, armes, denrées alimentaires ou bien les personnes disposant de compétences spéciales comme les

médecins et les ingénieurs sont particulièrement protégés par les survivants. Il en va de même sur les marchés.

La situation d'accroissement des dettes publiques crée un environnement structurellement positif pour les marchés d'actions, l'or et l'immobilier de luxe. Des valorisations soutenues par une quantité de monnaie en expansion est ce qui caractérise les marchés depuis 2020. Il est de coutume d'évaluer les multiples de valorisation des marchés en fonction d'un historique plus ou moins long. A ce titre, les prix des actions apparaissent évoluer sur des zones élevées.

Nous pensons que la période particulière que nous traversons marquée par des déficits publics d'envergure empêche les valorisations de redescendre vers leur moyenne historique de long terme et que cette situation a vocation à durer aussi longtemps que la trajectoire de la dette publique n'aura pas été corrigée. Selon toute vraisemblance, cela n'arrivera pas dans un futur proche ni aux Etats-Unis, ni en Europe, ni au Japon, ni en Chine. En effet, les engagements des Etats en matière de santé, de retraite et désormais de défense se confrontent à une population active en recul.

Evolution du multiple de valorisation de l'indice américain S&P 500 mesurant la cherté des actions sur un plan historique. Nous évoluons sur des zones élevées.



Sources: Bloomberg, Edmond de Rothschild Monaco.

Environnement favorable pour les actifs rares ne signifie pas pour autant qu'aucune baisse ne peut se matérialiser. Ainsi, le deuxième trimestre de l'année s'est révélé particulièrement chaotique : toutes les classes d'actifs ont expérimenté un regain de volatilité au gré des annonces tarifaires mises en place par les Etats-Unis. Les dernières semaines ont permis à l'ensemble des classes d'actifs de terminer sur une note positive en affichant des performances dans le vert depuis le début de l'année à l'exception notable du dollar qui s'est affaibli contre la plupart des devises du monde et plus spécifiquement de 10% contre l'euro.

La caractéristique première de cette situation est que les marchés financiers demeurent extrêmement sensibles aux mouvements de liquidité. A ce titre, en Europe, elle apparaît plutôt bien orientée d'ici à la fin de l'année grâce aux plans de relance allemand et

européen. En revanche, nous sommes attentifs à la situation des Etats-Unis qui approchent du moment où le plafond de la dette (atteint depuis le 21 janvier) devra être relevé. Une fois fait, ce sont des quantités très importantes d'obligations d'Etat de court, moyen et longue maturité qui seront émises sur les marchés et qui accapareront une bonne partie de la liquidité en dollar alors en circulation.

Ainsi, la situation que nous venons de décrire nous amène à avoir une perspective durablement positive sur les marchés actions. Après des décennies à appliquer une rigueur budgétaire, l'Europe vient désormais de franchir le pas d'une expansion de la dépense publique. Cela se traduit par une augmentation de la masse monétaire en circulation et donc une situation favorable pour le secteur bancaire pour qui la monnaie est la matière première. Depuis le début de

L'année, les Etats-Unis sous-performent l'Europe. Néanmoins, les perspectives de croissance que promettent les sociétés incontournables de l'Intelligence Artificielle nous incitent à maintenir une opinion structurellement positive sur les actions américaines.

STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

L'épisode des droits de douane arrivant progressivement à son terme, l'environnement devrait devenir moins volatil à ceci près que la dette américaine devra être refinancée et mobilisera une grande quantité de liquidité. Si le relèvement du plafond de la dette s'accompagne de mesures financières favorables (comme l'achat par la banque centrale de bons du Trésor ou bien un allègement de la réglementation bancaire en matière de levier) alors cet épisode devrait être relativement anodin et augurer d'une fin d'année positive. Si ce n'est pas le cas, un trou d'air est à prévoir dont nous saurons alors profiter. Dans cette optique et par mesure de prudence, nous préférons alléger temporairement le poids des actions au sein des portefeuilles.

Ce qui nous interpelle au cours du trimestre écoulé, c'est l'absence de rallye sur le dollar et sur les emprunts d'Etat alors même que les risques de récession ont augmenté et qu'un conflit armé s'est ouvert entre Israël et l'Iran. Ces actifs étant traditionnellement considérés comme les réceptacles de toutes les liquidités de marché lors d'évènements fâcheux, leur échec à jouer leur rôle traditionnel de refuge est quelque peu déconcertant.

L'attrait des actifs américains serait-il en train de fléchir après des années de flux ininterrompu d'investissements étrangers ? Si le dollar baisse, si les actions américaines sous-performent celles du reste du monde (malgré un avantage compétitif indéniable sur la thématique porteuse de l'Intelligence Artificielle) et si les obligations d'Etat américaines ne s'apprécient plus en phase de crise, quel actif récupère les faveurs du monde ?

Incontestablement, l'or fait figure de candidat idéal. Avec près de 30% de hausse depuis le début de l'année, il semble que le métal jaune soit devenu la destination première de la conversion des actifs libellés en dollar. On ne peut pourtant pas dire que l'environnement soit particulièrement propice à sa détention. Au contraire, la détention d'or se justifie généralement lorsque les taux réels sont négatifs c'est-à-dire lorsque la rémunération des actifs sans risque (obligation d'Etat, dépôt bancaire ou monétaire) est inférieure au taux d'inflation. Mais ce n'est pas ce que nous connaissons aujourd'hui : en Europe comme aux Etats-Unis, placer son épargne sur des supports d'investissement sans risque fait plus que compenser la perte de pouvoir d'achat lié à l'inflation.

L'attrait pour l'or est particulièrement visible depuis le début de la décennie et illustre probablement les conséquences de la lente mais inexorable dégradation des finances publiques.

« Le monde a changé. Nous sommes des survivants. Nous nous adaptons. On se relève, on se bat. » - Rick Grimes, The Walking Dead (personnage principal).



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.