



PERSPECTIVES DE MARCHÉ | NOVEMBRE 2025

FAQs II : cycle économique, bulles et budgets

Avant-propos

CONTENTS

- 3 Le cycle économique
- 8 Valorisation des actions et échos de l'année 2000
- 12 Les justiciers du marché obligataire sont de retour

L'an dernier à la même période, alors que se profilait la perspective d'un second mandat de Trump, nous suggérions aux investisseurs :

- de séparer leurs opinions personnelles de la gestion de leur portefeuille ;
- de prendre Trump au sérieux mais pas au pied de la lettre ;
- de garder à l'esprit le fait que des résultats positifs sont également possibles.

Les douze derniers mois écoulés ont été tonitruants et parfois traumatisants, mais les marchés de capitaux se sont mieux comportés, et non moins bien, que nous l'avions espéré. Dans le cas des actions, nous pensions que les valorisations reposaient déjà sur une confiance aveugle.

Pour ce qui est de l'avenir, il demeure hypothéqué par la situation géopolitique. L'Ukraine est embourbée dans un conflit et au Moyen Orient, le cessez-le-feu est chancelant. Toutefois, nos préoccupations en matière d'investissement demeurent centrées non sur la hausse des prix du pétrole et les perturbations du transport maritime (ni l'une ni l'autre de ces craintes ne s'est matérialisée), mais sur les signes possibles d'excès économiques et financiers

Les droits de douane de M. Trump devraient s'établir à des niveaux supérieurs à ceux prévus au début de l'année, mais très inférieurs à ceux qui ont été inscrits au tableau à la craie en avril. Ils sont autant de grains de sable dans les rouages du commerce, mais ne font pas encore dérailler la machine.

En conséquence, les économies sont en effet restées résilientes (pour autant que nous puissions en juger, compte tenu de la rareté des données américaines récentes du fait du « *shutdown* »). Le chômage n'a augmenté que lentement, à partir de faibles niveaux. L'Europe est sur le point de connaître une accélération sous l'effet du redémarrage de la dépense publique en Allemagne, et les recettes douanières américaines pourraient être recyclées (sérieusement, pas littéralement...).

Nous posons ci-dessous trois questions financières actualisées. S'agissant du cycle économique, nous pensons que l'inflation de base devrait demeurer dans la fourchette de 2 % à 4 % qui nous paraissait réaliste depuis 2021 - une persistance qui, selon nous, pourrait encore encourager des politiques plus strictes en matière de taux d'intérêt. Si nous réexaminons les valorisations de plus en plus exubérantes des actions américaines, nous nous demandons si l'IA peut tenir ses promesses, et nous relevons les similitudes croissantes (mais aussi quelques différences importantes) avec l'année 2000. Enfin, nous abordons à nouveau un sujet qui nous préoccupe peut-être moins que d'autres, à savoir les niveaux actuels d'emprunts publics et ce qu'ils peuvent signifier, ou non, pour les portefeuilles.

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Global Investment Strategists

Source de l'image : Two dollar bill, detail © Unsplash.

Wealth Management New Court St.
Swithin's Lane London EC4N 8AL
+44 20 7280 5000 rothschildandco.com

© 2025 Rothschild & Co Wealth
Management

Date de publication: novembre 2025.
Valeurs : toutes les données au 13
novembre 2025, texte au 17 novembre
2025.

Sources des graphiques et tableaux :
Rothschild & Co ou Bloomberg sauf
indication contraire.



Le cycle économique

Q.1 : LA CROISSANCE PEUT-ELLE SE POURSUIVRE ?

R. : Oui, l'économie mondiale s'avère souvent plus résiliente que ne l'anticipent les experts.

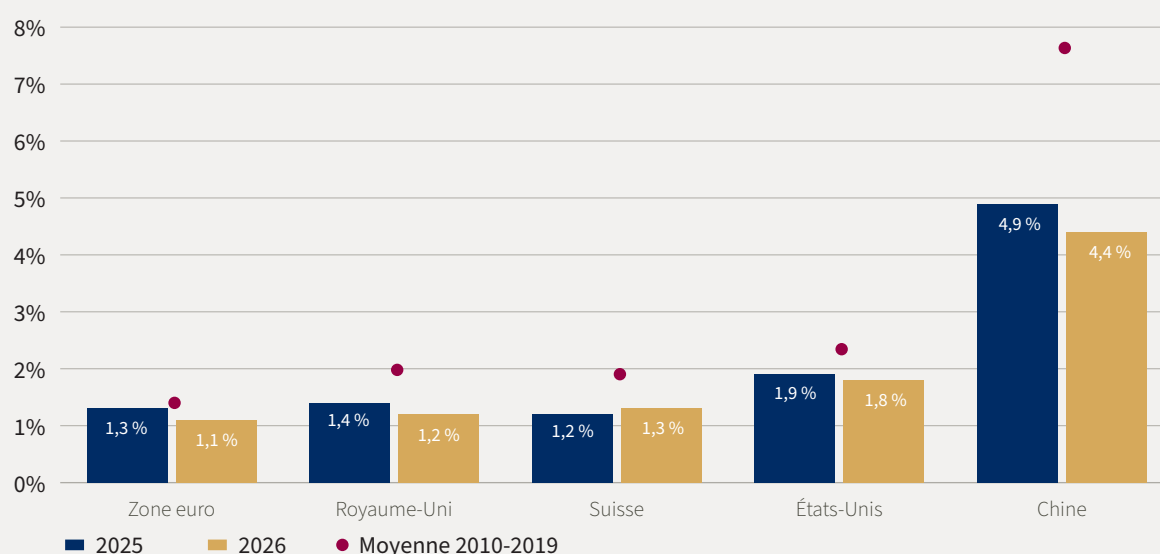
Les principales économies ont progressé cette année et peuvent continuer l'an prochain, mais peut-être à un rythme inférieur à la tendance (figure 1). Il est à noter que le commerce mondial ne s'est pas encore arrêté en dépit de la hausse du taux effectif des droits de douane américains, qui a atteint un niveau record depuis l'après-guerre (illustration 2) : en effet, le volume des échanges mondiaux de marchandises a progressé de 3 % au cours des huit premiers mois de l'année (les données ultérieures ne sont malheureusement pas disponibles). Comme en 2022, lorsque ce sont les taux d'intérêt qui ont soudainement augmenté, les économies ne se sont pas « effondrées ».

Cela ne signifie pas pour autant que les droits de douane et les autres risques de détérioration se sont évanouis. Les politiques « hostiles aux entreprises » de Trump (y compris en matière d'immigration et d'expulsions) pourraient encore causer des dommages plus importants à l'économie américaine et mondiale. L'arrière plan géopolitique reste également incertain : une escalade en Ukraine, une résurgence du conflit au Moyen-Orient ou (ce qui serait potentiellement le plus préjudiciable à l'économie) un déclenchement d'hostilités dans la région de Taïwan pourraient encore perturber les flux commerciaux et les prix de l'énergie dans une mesure plus importante que cela n'a été le cas jusqu'à présent.

Cependant, comme toujours, des risques redoutables en apparence sont en réalité plus nuancés. Il n'est pas dans l'intérêt du président Trump de nuire à l'économie nationale (et donc à sa cote de popularité) et les initiatives qu'il annonce publiquement sont souvent édulcorées, voire annulées. La volte-face qui a suivi le « jour de la libération » des droits de douane en avril en est peut-être l'exemple le plus notable, et (à l'heure où nous écrivons) il semble que les récentes augmentations spectaculaires des droits de douane dont sont menacées la Suisse et la Chine ne se concrétiseront pas. Des problèmes juridiques subsistent également, alors

ILLUSTRATION 1 : ESTIMATIONS DE CROISSANCE DU PIB

Prévisions basées sur le consensus (classées par estimation 2026, en %)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

Remarque : les chiffres ont été arrondis à une décimale près.

qu'un arrêt de la Cour suprême susceptible de compliquer les modalités d'imposition de ces droits de douane est attendu. Entre-temps, des résultats géopolitiques constructifs sont toujours possibles : le cessez-le-feu provisoire et l'accord de paix au Moyen-Orient ont surpris et pourraient s'avérer plus durables qu'anticipé. Mais il arrive aussi que des menaces financières surgissent de nulle part : les récentes tensions dans le secteur bancaire et du crédit aux États-Unis nous le rappellent avec force. Pour l'instant, les liquidités demeurent abondantes et les bilans des banques d'importance systémique sont bien capitalisés.

D'après les données économiques disponibles (qui sont plus restreintes que d'habitude, il est vrai, du fait de la mise à l'arrêt de l'administration fédérale américaine), le cycle économique conserve un certain élan. À en croire les enquêtes de conjoncture qui trouvent un large écho, les entreprises paraissent raisonnablement optimistes. La détente sur les marchés du travail reste limitée (le chômage demeure faible) des deux côtés de l'Atlantique. Les dépenses de consommation n'ont pas encore été interrompues par la hausse des droits de douane américains, peut-être parce que la croissance des salaires reste supérieure à l'inflation. Qui plus est, une partie de ces recettes tarifaires est déjà recyclée sous forme de réductions d'impôts aux États-Unis et l'Europe relève ses dépenses militaires, l'Allemagne prévoyant un programme d'investissement considérable après le vote d'un assouplissement de sa politique budgétaire en début d'année.

Il est clair qu'il existe un arrière-plan plausible plaidant pour une poursuite de la croissance des économies l'an prochain, même sans gains de productivité liés à l'IA...

Q.2 : QU'EST-CE QUE CELA SIGNIFIE EN TERMES D'INFLATION ?

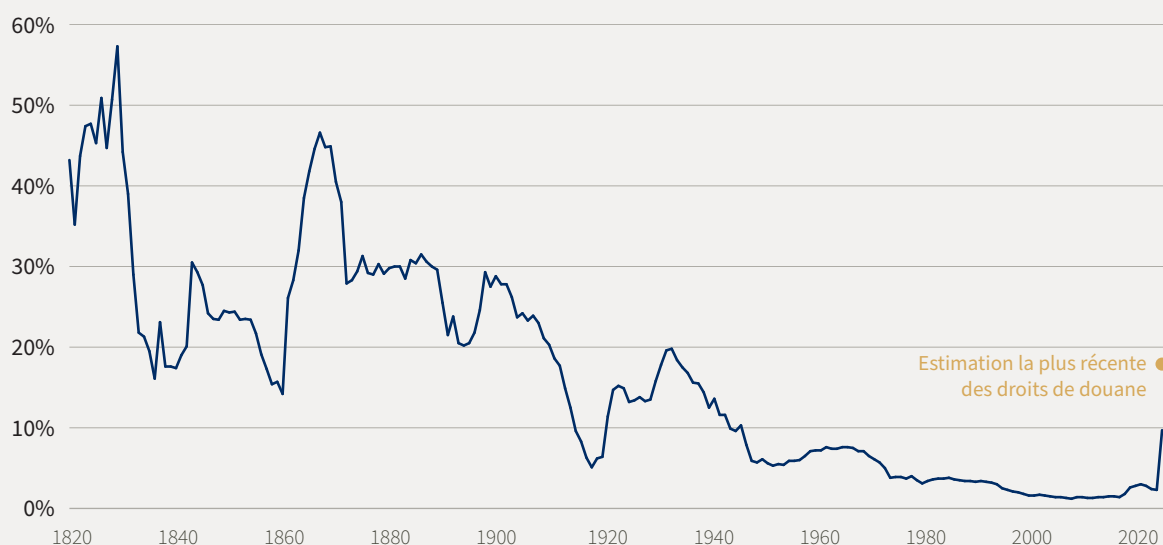
R. : Il est possible qu'elle persiste dans les économies développées.

Si l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a beaucoup reculé, elle n'est pas revenue durablement à l'objectif fixé, aux États-Unis comme en Europe (illustration 3). Il est possible que tel soit le cas un certain temps encore.

L'inflation globale aux États-Unis a, en fait, augmenté ces derniers mois, pour atteindre 3 % (en glissement annuel) en septembre. De ce côté de l'Atlantique, l'évolution de l'inflation a été mitigée, mais elle doit encore se stabiliser aux niveaux cibles : l'inflation globale au Royaume-

ILLUSTRATION 2 : TAUX DE DROIT DE DOUANE EFFECTIF DES ÉTATS-UNIS SUR LES IMPORTATIONS TOTALES ET PROPOSITION EX ANTE D'AUJOURD'HUI

(%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, U.S. International Trade Commission, U.S. Census Bureau, The Budget Lab at Yale

Remarque : Données annuelles de 1821 à 2024, bien que le dernier taux effectif des droits de douane soit celui de juillet 2025. L'« estimation la plus récente des droits de douane » provient du Budget Lab de Yale.

Les hausses tarifaires pourraient se répercuter de manière plus significative sur le panier de l'IPC dans les mois à venir, à mesure que certains de ces amortisseurs s'estomperont.



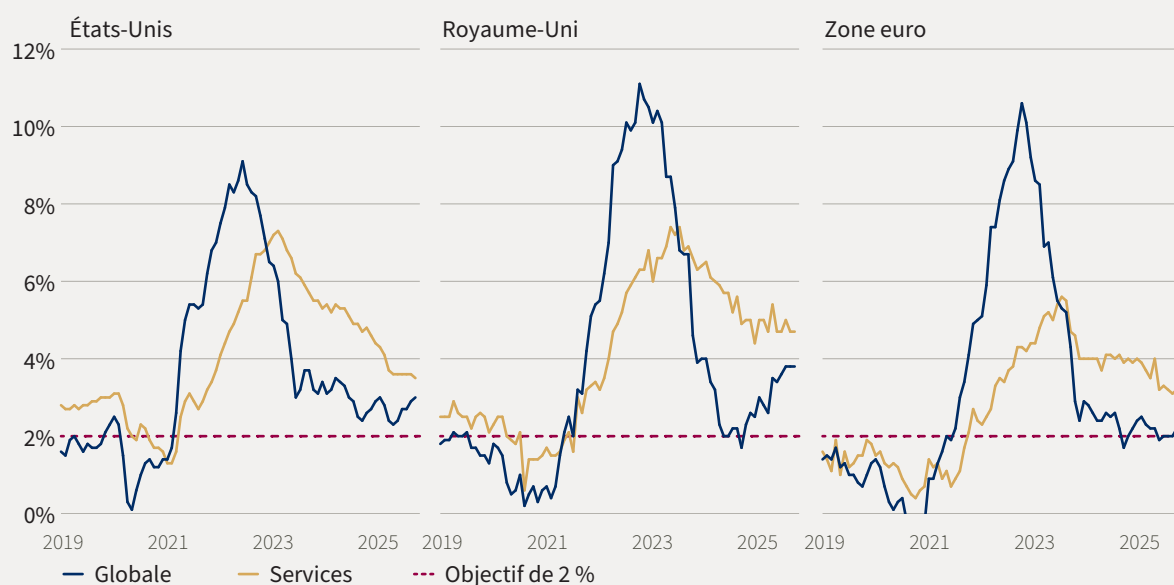
Uni est encore près de deux fois supérieure à l'objectif d'inflation de 2 % fixé par la Banque d'Angleterre ; l'indicateur équivalent dans la zone euro est toutefois plus proche de l'objectif (la Suisse et la Chine sont des exceptions notables, avec une inflation effectivement nulle).

Étant donné que les prix de gros de l'énergie ont l'essentiel baissé cette année, il peut sembler surprenant que l'inflation se soit avérée si rigide. Toutefois, l'inflation touchant trois autres grandes catégories du panier, l'IPC des produits alimentaires, des biens et des services pourrait ne pas se résorber rapidement.

La persistance de l'inflation alimentaire s'explique en partie par les tendances des prix de gros des denrées alimentaires au niveau mondial, qui, selon l'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture, ont augmenté depuis le début de l'année 2024. Ces prix de gros des denrées alimentaires ont légèrement baissé plus récemment, mais ils pourraient ne pas contribuer au ralentissement de l'inflation mesurée par l'IPC avant plusieurs mois : le décalage peut être long avant que l'évolution des prix de gros ait une incidence sur les prix à la consommation des denrées alimentaires. Le coût de la transformation des denrées alimentaires brutes en produits finis dans les rayons de nos supermarchés freine également la baisse des prix entrant dans la composition de l'IPC.

ILLUSTRATION 3 : INFLATION DE L'IPC GLOBAL ET DE L'IPC DES SERVICES

En glissement annuel (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, Bureau des statistiques du travail des États-Unis, Office britannique des statistiques, Eurostat

Dans le même temps, c'est aux États-Unis que l'augmentation de l'inflation des biens a été la plus visible, la hausse des droits de douane américains pouvant en être la cause - même si elle est insignifiante par rapport au choc inflationniste sur les biens de 2021-2022. Il est probable que la charge des droits de douane est répartie sur l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement (entre les distributeurs américains et les exportateurs étrangers) ce qui limite les répercussions sur les prix à la consommation. Les stocks existants peuvent également avoir servi de tampon : il semble que certains importateurs américains aient anticipé les droits de douane en constituant des stocks à l'avance. Néanmoins, la hausse des droits de douane pourrait se répercuter de manière plus importante sur l'IPC dans les mois à venir, au fur et à mesure que certains de ces amortisseurs s'estomperont. À plus long terme, l'impact final pourrait être, indirectement, déflationniste, compte tenu de l'incidence probable sur le pouvoir d'achat des consommateurs.

L'inflation des services est la composante la plus importante (et la plus résistante) de l'IPC dans les économies développées, dans un contexte de marchés du travail tendus, de taux de croissance des salaires élevés et (plus couramment) de moindre exposition à la concurrence internationale. Par conséquent, à moins d'un choc de croissance important, la poursuite de l'atténuation de l'inflation des services pourrait continuer. Il convient de noter que l'inflation des services aux États-Unis comporte également une composante « logement » (une mesure des prix des logements et des loyers) qui représente plus d'un tiers de l'ensemble du panier de l'IPC américain. À croire les tendances du marché de l'immobilier, l'inflation des logements devrait également poursuivre son recul, bien que celui-ci soit lent.

Dans l'ensemble, nous continuons à penser que l'inflation restera supérieure à l'objectif fixé, peut-être dans une fourchette de 2 % à 4 %.

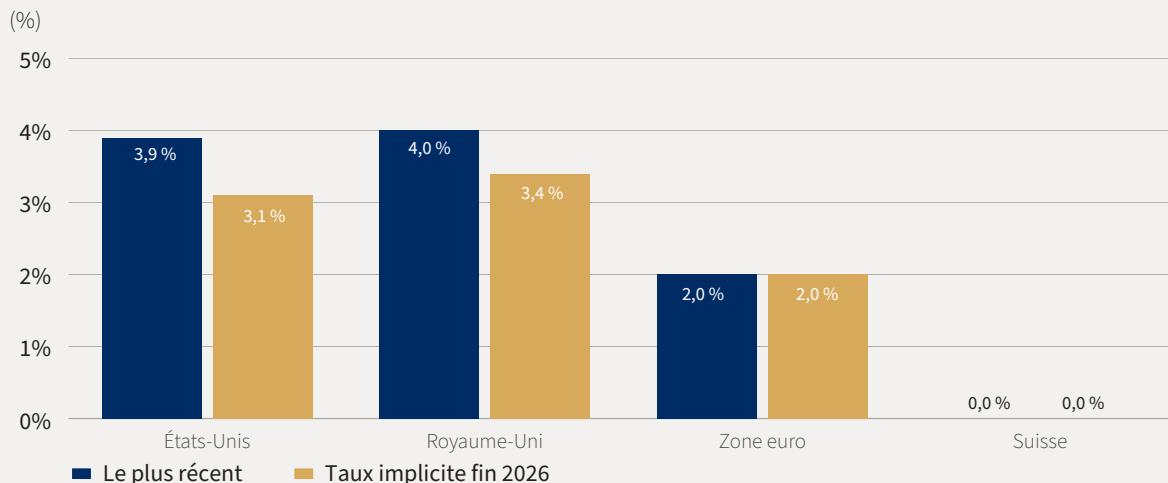
Q.3 : QUELLES SONT LES CONSÉQUENCES POUR LES TAUX D'INTÉRÊT ?

R. : Par rapport aux attentes du marché, les baisses de taux pourraient décevoir.

Si la croissance économique reste intacte et si l'inflation continue d'excéder les objectifs des banques centrales, il n'y aura peut-être pas lieu de procéder à de nouvelles baisses de taux d'intérêt.

La Réserve fédérale américaine (Fed) (la banque centrale la plus importante pour les marchés financiers mondiaux) devrait abaisser son taux directeur à près de 3 % l'an prochain, selon les marchés monétaires (pour rappel, le taux cible se situe actuellement autour de 3,75 %-4,00 %, illustration 4). Pourtant, les États-Unis semblent toujours la plus forte des grandes économies

ILLUSTRATION 4 : ATTENTES EN MATIÈRE DE TAUX D'INTÉRÊT RÉEL ET DE TAUX D'INTÉRÊT DÉRIVÉ DES INFORMATIONS DU MARCHÉ



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

Remarque : Tous les chiffres sont arrondis à la première décimale. Dérivé des courbes de swap indiciel au jour le jour (contrats à terme implicites, échéance à trois mois : États-Unis – SOFR ; UK – OIS ; Eurozone – ESTR ; Suisse – CHF OIS).

et, ainsi qu'indiqué plus haut, l'inflation y est en hausse et non en baisse. Si ces anticipations de taux dictées par les marchés se concrétisent, le taux directeur américain « réel », c'est-à-dire corrigé de l'inflation, pourrait à nouveau basculer dans une zone plus favorable l'an prochain, ce qui aggraverait le risque inflationniste.

Il est possible que les attentes du marché reflètent les pressions politiques exercées sur la Fed pour qu'elle agisse de manière plus agressive, en rupture avec les réductions mesurées et modestes auxquelles elle a procédé cette année. Une préoccupation évidente pour ceux d'entre nous qui considèrent la résurgence de l'inflation comme le principal risque macroéconomique tient au fait que la présidence de la Fed deviendra vacante en mai 2026, et que certains des candidats présumés les plus probables sont étroitement liés au président des États-Unis.

Cela dit, le fait que le nouveau président ait un parti pris politique ne signifie pas nécessairement une perte d'indépendance de la Fed. Le comité compte onze autres membres votants et leur remplacement n'est pas tâche facile du fait des obstacles juridiques et logistiques. Dans le cas très improbable où le gouvernement américain parviendrait à exercer un contrôle total sur la Fed, une réduction inconsidérée du taux d'intérêt entraînerait probablement un désordre sur le marché des bons du Trésor américain, ce qui, une fois encore, n'est pas dans l'intérêt du président.

Par ailleurs, deux des principales banques centrales européennes (à savoir, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque nationale suisse (BNS)) pourraient être sur le point de mettre un terme à leurs cycles d'assouplissement. La première a adopté une attitude « attentiste », l'inflation étant relativement proche de l'objectif. Mais avec une inflation qui semble à nouveau repartir à la hausse et une croissance qui se stabilise, la prochaine décision de la BCE (qui devrait intervenir en 2026, voire en 2027) pourrait bien être de relever les taux et non de les abaisser. Pendant ce temps, les responsables politiques suisses sont aux prises avec un franc inconfortablement fort, mais avec un taux directeur revenu à zéro, la BNS n'est guère encline, pour l'instant, à revenir à une politique de taux d'intérêt négatifs.

De son côté, la Banque d'Angleterre pourrait disposer d'une marge de manœuvre. L'inflation persistante (soutenue par une croissance des salaires toujours élevée) peut constituer une contrainte, mais l'affaiblissement du marché de l'emploi et l'éventuelle hausse de la fiscalité résultant du budget d'automne qui se profile (voir la dernière section de Market Perspective) encouragent les marchés à prévoir deux autres baisses de taux dans les mois à venir.

Si la croissance économique reste intacte et si l'inflation continue d'excéder les objectifs des banques centrales, il n'y aura peut-être pas lieu de procéder à de nouvelles baisses de taux d'intérêt.



Valorisation des actions et échos de l'année 2000

Q.4 : S'AGIT-IL D'UNE NOUVELLE BULLE TECHNOLOGIQUE DU TYPE DE CELLE DE 2000 ?

R. : Non, mais les valorisations liées à l'IA sont certainement élevées et les attentes paraissent ambitieuses.

Il n'existe pas de définition technique d'une bulle. La notion s'applique généralement à un actif dont le prix s'éloigne tellement de tout niveau raisonnable qu'un effondrement devient inéluctable, mais aucune ligne claire n'indique quand ces seuils ont été atteints. Aucun marché n'est à l'abri. Les actions, l'immobilier, les matières premières, l'art (et les tulipes) ont tous connu une telle évolution à un moment ou à un autre.

L'histoire des bulles est longue et mouvementée. Au XVII^e siècle, les Hollandais furent pris de « tulipomanie ». Au XVIII^e siècle, la South Sea Company a publié une offre merveilleusement obscure : « ... une société pour mener à bien une entreprise grandement avantageuse, mais nul ne sait ce dont il s'agit... ».

Aujourd'hui, les comparaisons boursières avec la bulle Internet (ou bulle technologique) de 2000 sont de plus en plus nombreuses. À l'époque, comme aujourd'hui, l'évocation d'un nouveau paradigme a entraîné une hausse spectaculaire des marchés boursiers liée à la technologie. Le World Wide Web et les autoroutes de l'information, avec les communications mobiles, les médias numériques et tout ce qui s'échangeait en ligne, était gage, selon certains, d'abolition de la pénurie. Faire preuve de scepticisme revenait à montrer que vous n'aviez tout simplement pas « compris ». Les liquidités étaient abondantes et les valorisations des actions ont atteint des niveaux sans précédent.

Les gains boursiers sont intervenus après une période de croissance supérieure à la tendance, caractérisée par un faible taux de chômage, une hausse de la productivité et des investissements importants. Dès 1996, le président de la Fed, Alan Greenspan, mettait en garde contre « l'exubérance irrationnelle » des cours de bourse. Après un ou deux revers (la crise de la dette asiatique et le fiasco de Long-Term Capital Management (LTCM)), les conditions de liquidité ont été assouplies et le sont restées à l'approche du millénaire et du redouté problème du passage à l'an 2000. La principale différence macroéconomique avec aujourd'hui tient peut-être au fait qu'en dépit de l'abondance des liquidités au regard des normes de l'époque, les taux d'intérêt étaient sensiblement plus élevés en 2000 qu'ils ne le sont aujourd'hui.

Entre 1998 et 2000, la frénésie de la « nouvelle économie » s'est installée : les dépenses d'investissement ont explosé, les prix d'adjudication des licences de télécommunications se sont envolés, les introductions en bourse et les fusions-acquisitions se sont multipliées, et l'indice Nasdaq (comme le « Neuer Markt » allemand), à forte composante technologique, a connu une croissance exponentielle. Si les valorisations avaient semblé irrationnelles au président de la Fed en 1996, au début de l'année 2000, elles étaient totalement déconnectées.

Lorsque le coup de sifflet a retenti, les actions américaines ont perdu la moitié de leur valeur (l'indice Nasdaq Composite s'est effondré de plus de trois quarts) au cours des deux années suivantes. De nombreuses sociétés du secteur technologique (les « dot.com ») ont disparu (tout comme le Neuer Markt), et plusieurs fusions très médiatisées ont dû être annulées ou détricotées. Ce n'est qu'en 2015 que l'indice Nasdaq a retrouvé son niveau le plus élevé.

La plupart des entreprises à l'avant-garde de la hausse actuelle sont rentables, leurs flux de trésorerie sont sains et leurs bilans sont propres (sans dettes) (dans certains cas, il s'agit des mêmes entreprises qu'en 2000 - Amazon, Microsoft - mais en meilleure forme). De nombreuses entreprises du secteur technologique (des dot-com) n'avaient pas de revenus, et encore moins

de bénéfices (Amazon, par exemple, n'était pas rentable à l'époque). La viabilité de l'entreprise importait bien moins qu'une image de marque efficace : le suffixe « .com » était à lui seul un puissant outil de collecte de fonds. Pets.com a peut-être été l'exemple type de l'exubérance des dot-coms, passant d'une introduction en bourse très médiatisée à la liquidation en moins d'un an. Mais les comportements grégaires étaient très répandus : certains poids-lourds des marchés d'actions, dont Qualcomm, ont connu un essor entraînant la multiplication par plus de dix de leur valeur en 1999, lors de la grande phase de fièvre boursière. Le boom des fusions-acquisitions qui a accompagné celle-ci a donné naissance à des empires reposant sur des transactions sectorielles et des acquisitions financées par l'emprunt.

Les valorisations actuelles semblent élevées : les ratios cours/bénéfice (PE) et cours/valeur comptable n'ont été plus élevés qu'une seule fois auparavant : en 1999/2000 (illustration 5). L'épisode actuel n'est pas encore aussi extraordinaire qu'à l'époque : le secteur américain de la technologie, valorisé à des niveaux élevés, se négocie à près de la moitié de son multiple de PE prévisionnel au pic de la bulle Internet. Il est également important de noter que la baisse actuelle des taux d'intérêt (et des rendements obligataires) suggère que les mesures d'évaluation basées sur les flux de trésorerie actualisés sont moins tendues que les multiples basés sur les bénéfices.

Aujourd'hui, la dynamique des prix est également bien inférieure à celle des années 90 et il n'y a aucun signe d'activité frénétique de négociation ou d'émission d'actions (illustration 6). Une grande partie de l'activité des entreprises est aujourd'hui confinée à des marchés privés plus petits (et probablement moins importants d'un point de vue systémique). Il est important de noter que l'effet de levier semble absent des excès actuels : les emprunts globaux des entreprises paraissent plus modérés aujourd'hui (selon les données macroéconomiques qui incluent à la fois les marchés publics et privés).

Il y a donc certainement des parallèles avec l'épisode de la bulle Internet, mais aussi des différences importantes. Mais si l'effervescence actuelle ne justifie pas (encore) l'emploi du mot « bulle », cela ne signifie pas que des actions cotées à un prix élevé ne peuvent pas voir leur valeur plonger : à un moment ou à un autre, la course de l'IA devrait s'infléchir. En 2025, nous n'avons pas été enclins à suivre ce marché vers de nouveaux sommets. Les investisseurs en actions sont généralement tournés vers l'avenir et ils tendent à regarder par-delà la dépression, mais les prix actuels pourraient bien anticiper un peu trop, trop tôt. Cela dit, nous savons que les valorisations élevées ne constituent pas en elles-mêmes un outil utile pour le timing à court terme.

ILLUSTRATION 5 : VALORISATIONS DU SECTEUR AMÉRICAIN DE LA TECHNOLOGIE

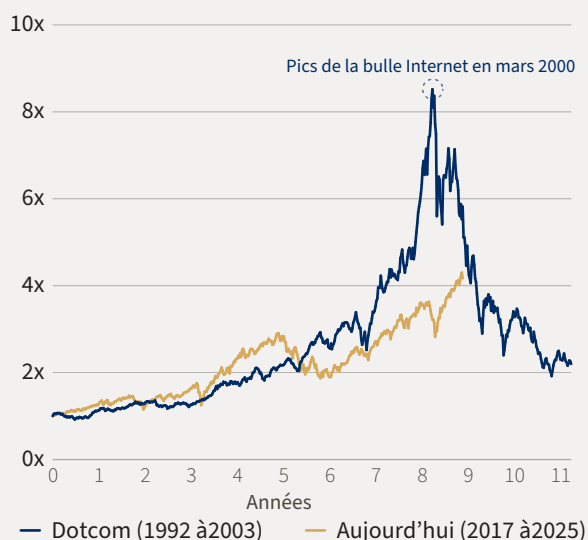
Multiple cours/bénéfice prévisionnel (secteur technologique S&P 500, x)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

ILLUSTRATION 6 : ÉVOLUTION DES PRIX PENDANT LA PÉRIODE DE LA BULLE INTERNET PAR RAPPORT À AUJOURD'HUI

Multiple de la valeur initiale (Nasdaq Composite Index, x)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

Les chiffres sont gigantesques : au cours des cinq prochaines années, les dépenses d'investissement liées à l'IA devraient atteindre environ 5 milliards de dollars, ce qui suppose, de manière prudente, une multiplication par cinq de la demande d'électricité des centres de données.

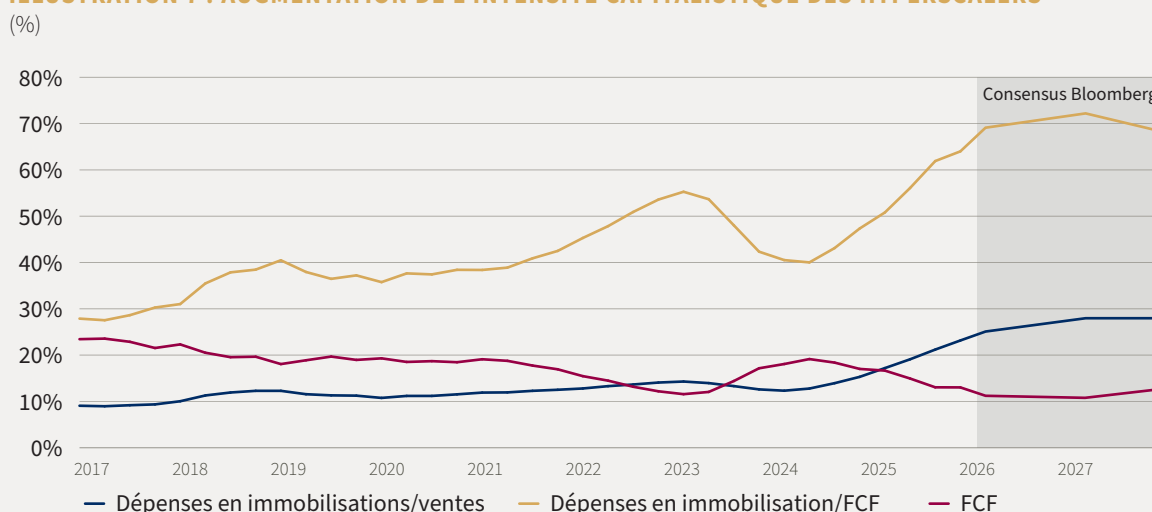


Q.5 : L'IA PEUT-ELLE TENIR SES PROMESSES ?

R. : La loi d'Amara stipule que « nous surestimons invariablement l'impact à court terme d'une découverte véritablement transformatrice, tout en sous-estimant ses effets à plus long terme ». L'IA pourrait être un bon exemple de ce principe.

Les partisans de l'IA laissent entendre que la demande est insatiable et que l'adoption de l'IA n'est limitée que par l'insuffisance de l'offre. Il en est ainsi dans la mesure où la hausse de l'intensité de calcul de l'IA excède l'offre (l'efficacité) des puces et, surtout, l'approvisionnement en électricité nécessaire à leur fonctionnement. Mais à moins que les grands modèles de langage (LLM) actuels n'entraînent rapidement un changement radical et généralisé des tendances en matière de productivité (ce qui, au moment où nous écrivons ces lignes paraît douteux), il est à craindre qu'une grande partie des investissements d'aujourd'hui ne s'avère pas rentable pour les fournisseurs et les utilisateurs de l'IA d'aujourd'hui, en dépit de ses réalisations impressionnantes.

ILLUSTRATION 7 : AUGMENTATION DE L'INTENSITÉ CAPITALISTIQUE DES HYPERSCALERS



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

Remarque : Au nombre des « hyperscalers » figurent Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta et Oracle. Les données cumulées reflètent les quatre derniers trimestres et sont calculées jusqu'au troisième trimestre 2025. Les estimations reposant sur le consensus sont tirées de Bloomberg pour les exercices 2025, 2026 et 2027.

Ces dernières années, le marché boursier américain a connu une tendance séculaire à l'amélioration de la rentabilité, reflétant non seulement la progression de la performance moyenne des entreprises, mais aussi une évolution vers une production moins intensive en capital, le secteur technologique et la numérisation ayant conduit le cycle des produits. Mais comme l'écosystème de l'IA (qui englobe le matériel, l'infrastructure et les logiciels) a commencé à déployer d'énormes volumes de capitaux pour garantir son accès à la capacité de traitement et à l'énergie, cette tendance à la « dématérialisation » est peut-être en train de s'inverser.

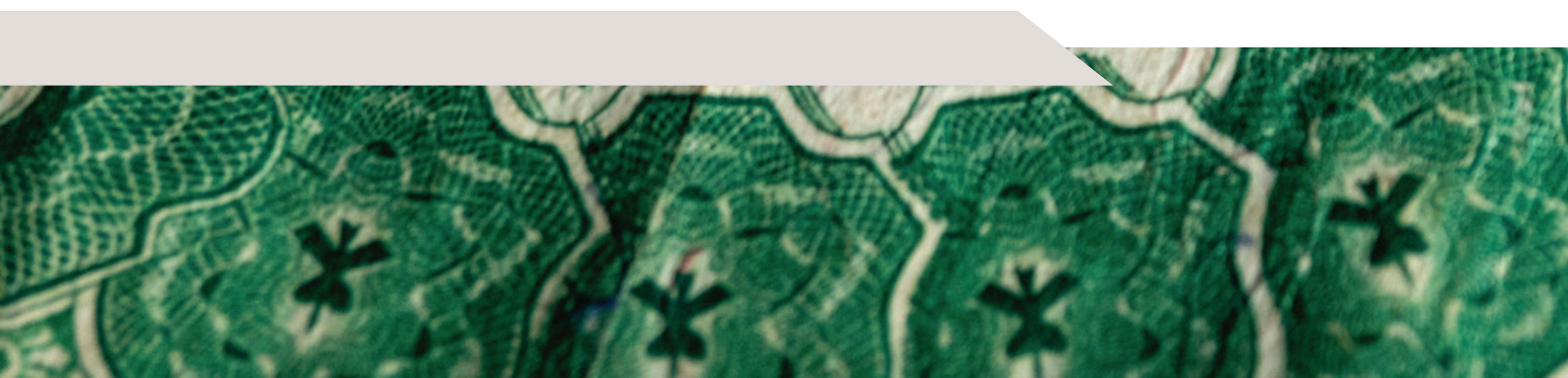
Les grands « hyperscalers » d'aujourd'hui (ces agglomérateurs des « big data » qui servent de base d'apprentissage à l'IA) semblent s'être engagés dans une course aux armements dans le domaine de l'IA pour assurer leur domination en matière de calcul. Leurs marges de trésorerie supérieures (l'une de leurs qualités les plus attrayantes pour les investisseurs) se sont fortement contractées au cours des cinq dernières années (illustration 7), et certaines des dépenses en capital dans ce domaine risquent de devenir rapidement obsolètes (contrairement, par exemple, au déploiement de la fibre optique à la fin des années 1990, qui est encore utilisé aujourd'hui).

Les chiffres sont gigantesques : au cours des cinq prochaines années, les dépenses d'investissement liées à l'IA devraient atteindre environ 5 milliards de dollars, ce qui suppose, de manière prudente, une multiplication par cinq de la demande d'électricité des centres de données. Mais même en mettant de côté les immenses besoins en capitaux correspondant à de telles ambitions, cela ne nous dit pas grand-chose de la destination finale. Les activités conduites au moyen de ces puces elles-mêmes s'avèreront-elles rentables à terme ? Combien de problèmes professionnels sont-ils « calculables » pour commencer ? Le Big Data va-t-il nécessairement résoudre ces problèmes ?

Par ailleurs, des transactions circulaires de plus en plus visibles ne sont pas sans évoquer le spectre du « financement par le fournisseur », c'est-à-dire des entreprises qui financent les achats de leurs clients. Cette approche pourrait bien correspondre à une stratégie commerciale pratique, compte tenu des énormes besoins en capitaux (aider les clients à maintenir leurs flux de trésorerie au cours de leurs opérations), mais elle pourrait également suggérer que la demande ne se concrétise pas aussi rapidement que les hyperscalers l'espèrent ou en ont besoin. Les taux d'adoption de l'IA par les entreprises semblent avoir diminué, et un raz-de-marée de contenus textuels insipides pourrait alimenter le scepticisme des utilisateurs.

Même si la percée de l'IA est plus profonde, telle que l'intelligence artificielle générale ou même la vénérée (et redoutée) superintelligence artificielle, il pourrait s'écouler un temps considérable avant qu'une révolution plus large de l'IA ne devienne réalité. L'avènement des premières technologies à usage général a été suivi d'un délai considérable avant qu'elles n'aient un impact économique transformateur. Il convient de conserver à l'esprit le fait que l'évolution de l'Internet a fait de nombreuses victimes parmi les entreprises (comme nous l'avons vu) : beaucoup des pionniers initiaux n'ont pas récolté les fruits de leurs efforts.

L'adoption généralisée, et les avantages qui en découlent en termes de productivité, dépendent de toute une série de facteurs qui s'ajoutent à la technologie elle-même, notamment les attitudes sociales, la politique gouvernementale et le comportement des consommateurs.



Les justiciers du marché obligataire sont de retour

« Pendant longtemps, je me disais que si la réincarnation était une réalité, je voudrais revenir en tant que président ou pape... Mais maintenant, j'aimerais être réincarné en tant que marché obligataire. Vous pouvez intimider tout le monde. »

– James Carville, conseiller du président Clinton

Selon la presse (spoiler alert...), avec l'accroissement de la dette publique, les justiciers des marchés obligataires sont de retour, prêts à intimider gouvernements et investisseurs.

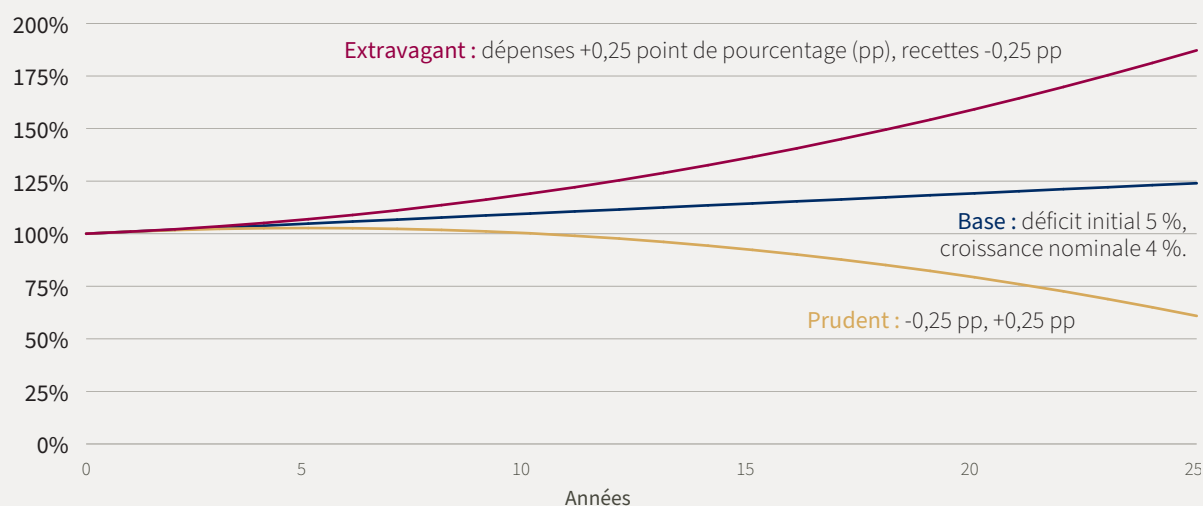
Certes, les gouvernements américain, français et britannique paraissent empêtrés dans les difficultés budgétaires cet automne (au moment où nous écrivons, le budget britannique devait être examiné dans le courant du mois). Les économistes parlent de « spirale infernale », etc. D'autres pays sont également soumis à des pressions budgétaires... Encore que les lecteurs allemands et suisses puissent peut-être se demander ce qu'il en est.

Mais ces justiciers sont difficiles à retrouver. Les rendements obligataires ne se sont pas envolés et ils ne sont pas anormalement élevés.

Alors, quelle est l'ampleur de la difficulté à laquelle sont confrontés les gouvernements et quelle importance revêt-elle pour les portefeuilles ?

ILLUSTRATION 8 : SCÉNARIOS CONCERNANT LA DETTE PUBLIQUE

Scénarios sur 25 ans (% du PIB)



Source : Rothschild & Co, calculs de l'auteur

Q.6 : SOMMES-NOUS DANS UNE SPIRALE INFERNALE FISCALE ?

R. : Non. La dette publique pourrait en effet gonfler, mais elle pourrait tout aussi bien disparaître moyennant une légère modification des perspectives de croissance des dépenses et des recettes. Tout est à faire.

Dans une spirale infernale fiscale, un déficit important alourdit la dette, ce qui accroît les coûts d'emprunt, réduit la croissance, ce qui augmente le déficit, et ainsi de suite. Dans certains cas, l'augmentation des charges d'intérêt suffit à creuser le déficit. La charge de la dette finit par exploser. (Un exemple récent dans le monde réel est peut-être celui de la Grèce, qui a dû restructurer sa dette en 2012.)

L'arithmétique n'est toutefois pas aussi inéluctable ni aussi urgente qu'il y paraît. Même les déficits budgétaires actuels demeurent faibles par rapport au total des recettes et des dépenses. De modestes évolutions des taux de croissance de ces deux variables peuvent donc avoir une incidence importante, dans un sens comme dans l'autre.

L'illustration 8 présente des scénarios stylisés pour un déficit initial de 5 % du PIB, une dette de 100 % et une croissance tendancielle du PIB nominale, des recettes et des dépenses publiques de 4 % par an (tous ordres de grandeur auxquels sont confrontés les États-Unis, la France et le Royaume-Uni).

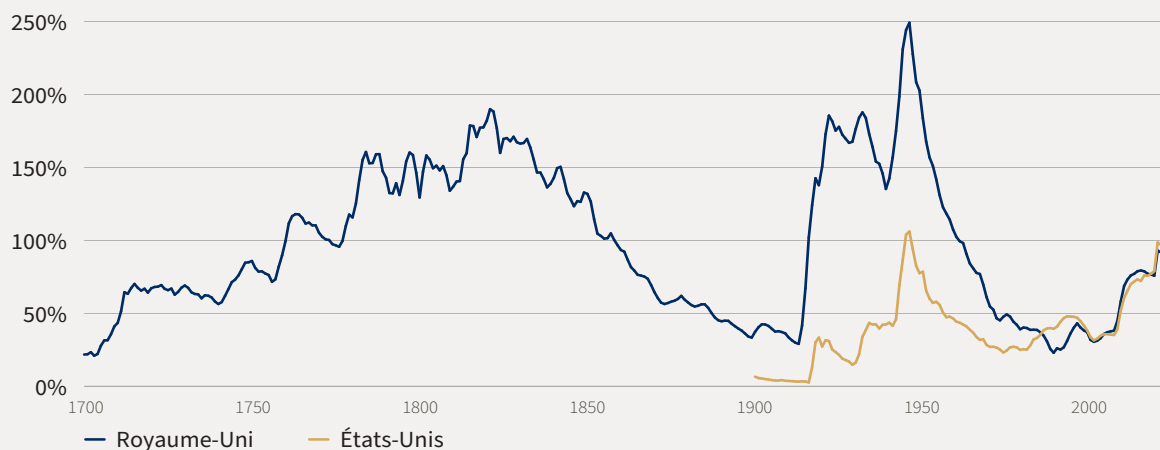
Dans le scénario de base, la dette n'augmente que progressivement. Toutefois, dans un scénario où les dépenses augmentent plus rapidement d'un quart de point de pourcentage par an et les recettes plus lentement d'un quart de point de pourcentage, elle augmente de manière exponentielle. Et dans un scénario où la croissance des dépenses et celle des recettes divergent de la même manière dans la direction opposée, elle implose.

Il est certain que la volonté collective de réaliser ne serait-ce qu'un petit écart de croissance positif fait manifestement défaut aujourd'hui. Le récent shutdown du gouvernement fédéral américain a été le plus long à ce jour ; l'impasse budgétaire en France a fait tomber le gouvernement (à plusieurs reprises) ; et le chancelier britannique paraît incapable de réduire, fut-ce façon minime, les dépenses prévues.

Mais la politique et les hommes politiques changent, et ce en temps réel, pas en temps de tableur. Les déficits actuels ne sont pas sans précédent ; si le taux d'endettement des États-Unis l'est, puisqu'il a atteint le niveau du précédent déficit le plus élevé (Seconde Guerre mondiale) il y a plusieurs années (illustration 9). Le taux d'endettement du Royaume-Uni était nettement

ILLUSTRATION 9 : RATIOS DE LA DETTE PUBLIQUE DU ROYAUME-UNI ET DES ÉTATS-UNIS

(% du PIB)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, FMI, US Congressional Budget Office, Banque d'Angleterre, Institute for Fiscal Studies, UK Office for National Statistics, Office for Budget Responsibility

Remarque : Les ratios d'endettement sont calculés sur une base nette.

plus élevé entre la Première Guerre mondiale et les années 1960, ainsi que pendant une grande partie du début du XIXe siècle. En dépit des affirmations contraires très médiatisées, il n'existe pas de seuils clairs à partir desquels la dette publique devient insoutenable.

Quant aux dépenses d'intérêt, les États empruntent principalement à taux fixes et il faut des années (environ six ans pour les États-Unis, neuf ans pour la France, quatorze ans pour le Royaume-Uni) pour que les rendements courants du marché affectent de manière significative la facture des intérêts. Mais il est aisé de rédiger des titres comparant les dépenses d'intérêt à des postes plus importants sur le plan social (tels que la défense) ou au déficit lui-même (« nous empruntons uniquement pour payer les intérêts » - eh bien, non, ce n'est pas le cas).

La plus grande exception aux coupons fixes est la dette indexée sur l'inflation (environ un dixième du total aux États-Unis, un huitième en France et un quart au Royaume-Uni). Même dans ce cas, cependant, les coûts sont gérables (la facture totale d'intérêts du Royaume-Uni était plus importante en termes absolus en 2023, et plus élevée en proportion des dépenses publiques avant 2010).

Pour mémoire, rien de tout cela ne fait de nous des partisans de la dépense publique et de l'emprunt en tant que tels.

Q.7 : LES DÉFICITS AFFECTENT-ILS DE TOUTE FAÇON LES COÛTS D'EMPRUNT ?

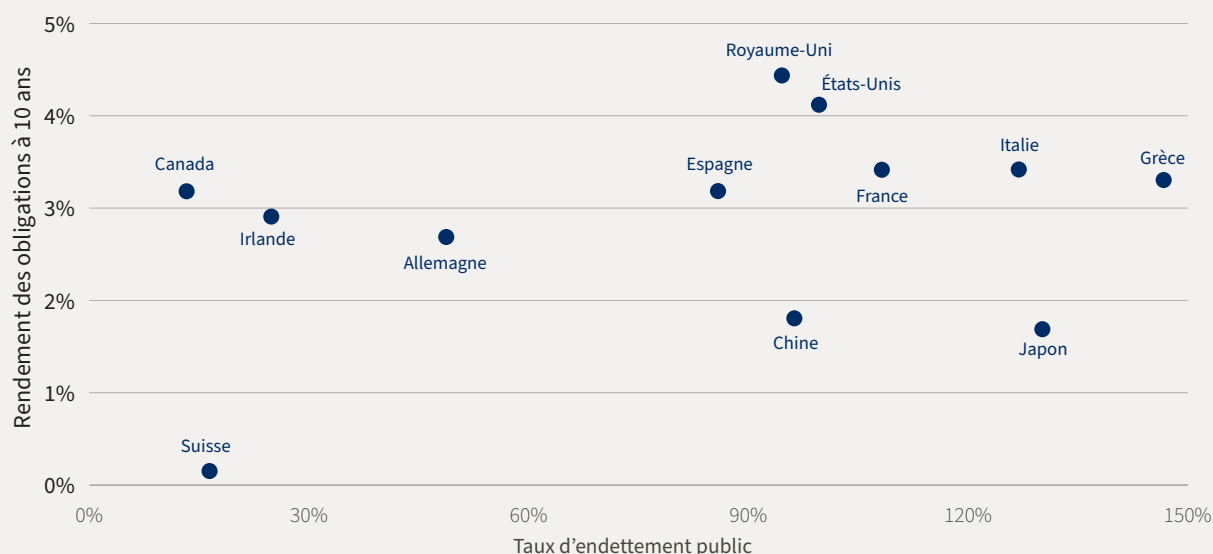
R. : Pas beaucoup.

Attention : cette section contient des points de vue susceptibles de troubler de nombreux économistes.

La plupart du temps, il n'existe pas de lien clair entre le montant des emprunts des gouvernements et le coût de ces emprunts. Que l'on considère l'histoire ou les différents pays (la Suisse, peu endettée et à faible rendement, étant peut-être l'exception la plus évidente), la corrélation entre la dette ou les déficits publics, d'une part, et le niveau des rendements obligataires, d'autre part, n'est pas convaincante (illustration 10).

ILLUSTRATION 10 : RENDEMENTS OBLIGATAIRES ET RATIOS DE LA DETTE PUBLIQUE DANS DIFFÉRENTS PAYS

2025 (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, Perspectives de l'économie mondiale du FMI (octobre 2025)

Remarque : Les rendements des obligations d'État à 10 ans sont ceux du 13/11/2025. Tous les ratios de dette publique sont nets, à l'exception de ceux de la Chine et de la Grèce (qui sont bruts).

Certains liens sont intuitifs. Après tout, plus l'offre obligataire est importante, moins il y a lieu de s'attendre à ce qu'elles aient de la valeur (des cours obligataires plus bas se traduisent par des rendements plus élevés). Et à court terme (lorsqu'une nouvelle émission est annoncée de manière inopinée, ou qu'un budget Truss est présenté, ou, dans l'autre sens, lorsqu'un programme d'assouplissement quantitatif est annoncé), les déséquilibres de l'offre et de la demande se font sentir sur les prix et les rendements. Mais les effets de flux semblent se perdre dans le flot à plus long terme.

Depuis 2025, malgré tout le bruit fait autour de ces questions,, les rendements nominaux n'ont guère augmenté. En effet, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans, le taux d'intérêt mondial « sans risque », a effectivement baissé, même si les inquiétudes budgétaires sont plus vives dans ce pays (illustration 11).

Il est exact que les rendements nominaux et corrigés de l'inflation sont nettement supérieurs à ce qu'ils étaient au cours de la période 2015-2020. Mais le niveau général des taux d'intérêt était alors maintenu à des niveaux d'« urgence » et les banques centrales achetaient des volumes importants d'obligations par le biais de l'assouplissement quantitatif. La « normalisation » des taux et des rendements qui s'en est suivie a été principalement motivée par d'autres facteurs que les emprunts d'État (ou le dénouement de l'assouplissement quantitatif).

En effet, les déficits budgétaires et les augmentations de la dette les plus importants de ces dernières années ont eu lieu pendant la pandémie de 2020, alors que les rendements étaient faibles et en baisse.

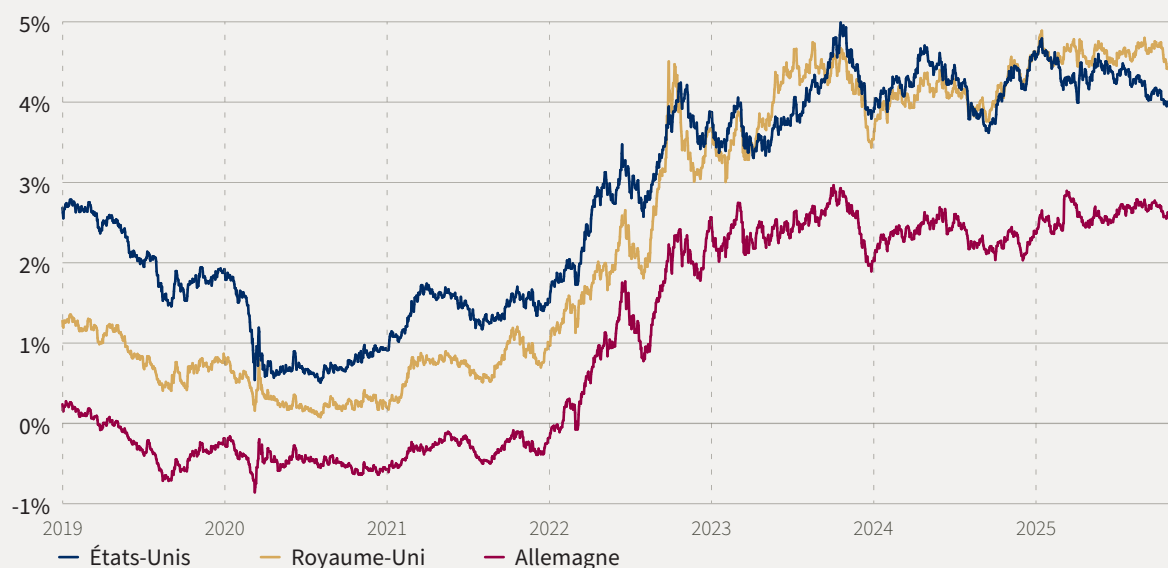
Q.8 : ALORS, QUELS SONT LES FACTEURS IMPORTANTS EN MATIÈRE DE RENDEMENTS ?

R. : Le cycle économique : la croissance et l'inflation.

Il existe de nombreuses pièces mobiles interdépendantes. Cependant, si les flux de fonds peuvent être intéressants et importants, et s'ils peuvent affecter les prix pendant un certain temps, le cycle économique (l'évolution des taux de croissance et d'inflation) fait plus régulièrement bouger les choses.

ILLUSTRATION 11 : RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS

(%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

L'illustration 12 décrit les rendements des obligations américaines et britanniques à plus long terme en parallèle avec les taux de croissance tendanciels du PIB nominal : la somme de la croissance réelle et de l'inflation.

En termes de modélisation financière, il s'agit d'éléments complémentaires. Pour certaines sous-périodes, on observe des divergences systématiques, et le marché britannique semble peut-être un peu plus enclin à l'anticipation que le marché américain. Au cours de la récente période de politique monétaire d'« urgence », les deux rendements sont tombés bien en dessous de la croissance nominale. Mais les écarts moyens entre les rendements et les tendances du PIB nominal sur l'ensemble de la période sont inférieurs à un point de pourcentage pour les États-Unis et le Royaume-Uni.

Il s'agit peut-être de la raison pour laquelle les déficits publics ne font pas évoluer les rendements comme prévu, même à court terme. En période de récession, l'épargne globale peut augmenter et l'appétit des investisseurs pour le risque diminuer, alors même que les déficits publics se creusent en raison de la baisse des recettes fiscales et de l'augmentation des prestations sociales. Lors de la pandémie, les investisseurs ont voulu davantage d'actifs « refuges », tout comme les gouvernements ont voulu emprunter davantage. Une demande supérieure répond à une offre en augmentation.

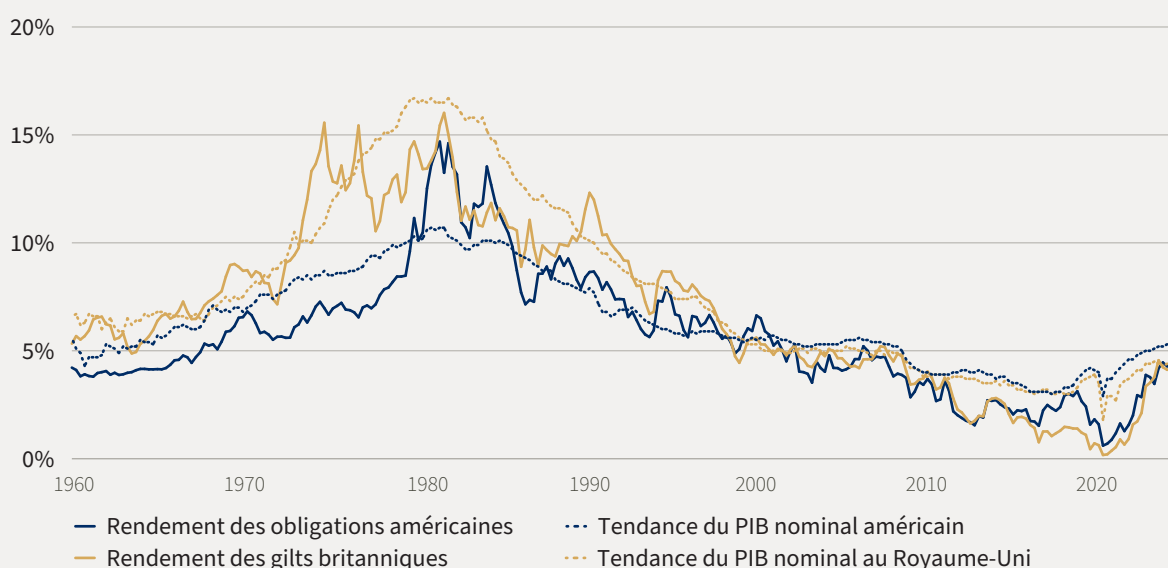
En outre, la croissance et l'inflation peuvent être davantage corrélées au niveau international que la dette et les déficits.

CONCLUSION ?

Cela ne signifie pas que les gouvernements peuvent emprunter sans limite (ni qu'ils devraient essayer de le faire !). Il est possible qu'il existe des limites au-delà desquelles les coûts d'emprunt augmentent en réponse aux déficits et à la dette. Il se peut que nous ne les ayons pas encore atteintes.

Mais l'image populaire du « marché » qui dit en permanence aux gouvernements précisément combien ils peuvent emprunter est une caricature. En tant que conseillers en investissement à long terme, nous n'avons peut-être pas besoin d'attendre la baisse des ratios d'endettement pour nous montrer plus positifs à l'égard des obligations, même si nous avons probablement besoin d'une croissance et d'une inflation plus faibles que prévu.

ILLUSTRATION 12 : RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS ET TENDANCE DE LA CROISSANCE NOMINALE DU PIB
(%)



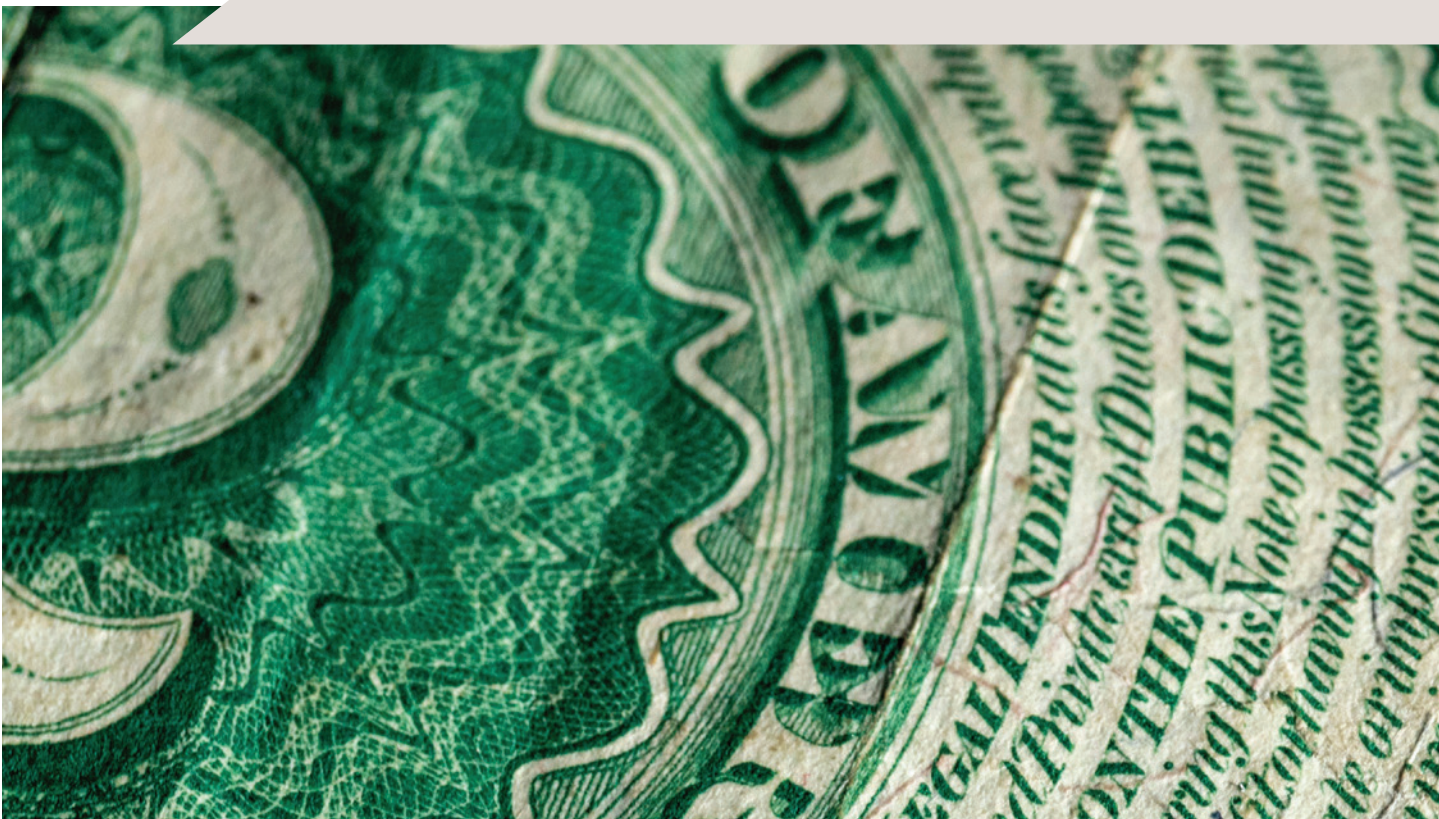
Source : Rothschild & Co, LSEG Datastream

APERÇU DU BUDGET BRITANNIQUE

Le budget du Royaume-Uni est une véritable pantomime politique – un spectacle bruyant, incontournable et saisonnier, d'un goût discutable. Beaucoup de personnes sont concernées, parfois de manière assez profonde, mais en sortant du théâtre, on se rend compte que notre perspective collective n'a pas beaucoup changé... et que nous ne récupérerons pas ce temps perdu.

Nous écrivons à une semaine de ce nouvel « événement fiscal ». Les avant-premières sont encore plus agitées que d'habitude, même si l'intrigue semble familière. Un sage magicien annonce, depuis les coulisses, qu'une certaine somme pourrait disparaître dans plusieurs années, rompant les anciennes règles de bonne gestion, et qu'il faut combler ce « trou noir fiscal ». Les dépenses étant exclues du scénario, un chancelier malchanceux, après avoir traditionnellement blâmé ses prédécesseurs, le Brexit et la méchante belle-mère (« Oh oui, ils l'ont fait ! »), déclare que les bons citoyens devront payer. Les impôts étant eux aussi exclus du script, un discret « smorgasbord » d'autres mesures de recettes est annoncé (« Il est derrière vous ! »), visant ceux qui seraient moins bons que les autres. Personne ne parvenant à décider qui ils sont exactement, l'événement se termine dans la confusion générale, mais avec une ritournelle kitsch où la croissance par la construction, l'arbre à argent magique et une nouvelle série de prévisions du magicien (resté bien caché derrière son rideau) font en sorte que tout finisse pour le mieux (« Il y a une petite maison »).

Plus sérieusement (vraiment ? NDLR), le déficit budgétaire britannique, tel qu'il aurait été identifié par l'Office for Budget Responsibility, ne semble pas si important (moins de 1 % du PIB à l'horizon des prévisions). Les hausses probables des recettes prévues ne devraient pas modifier de manière significative les perspectives économiques du Royaume-Uni – même si elles compteront évidemment davantage pour les individus concernés, qui semblent devoir être plus aisés et plus âgés que la moyenne. La portée politique de l'événement pourrait bien être plus grande que ses conséquences macroéconomiques.





Informations importantes

Ce document est produit par Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Sauf accord écrit spécifique de Rothschild & Co Wealth Management UK Limited, ce document ne doit pas être copié, reproduit, distribué ou transmis, en tout ou en partie, à une autre personne. Ce document est uniquement destiné à des fins d'information et de marketing et ne constitue pas une recommandation personnelle ni une offre ou une invitation à acheter ou à vendre des titres ou tout autre produit bancaire ou d'investissement. Rien dans ce document ne constitue un conseil juridique, comptable ou fiscal.

La valeur des investissements, et les revenus qui en découlent, peuvent varier à la hausse comme à la baisse, et il se peut que vous ne récupériez pas le montant de votre investissement initial. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication des performances futures. Investir pour obtenir un rendement implique l'acceptation des risques : les performances souhaitées ne sont pas et ne peuvent pas être garanties. Si vous changez d'avis sur vos objectifs d'investissement et/ou votre tolérance au risque et au rendement, veuillez contacter votre conseiller clientèle. Lorsqu'un investissement implique une exposition à une devise étrangère, les variations des taux de change peuvent entraîner une hausse ou une baisse de la valeur de l'investissement et des revenus qui en découlent. La production de revenus peut se faire au détriment du rendement du capital. Les rendements du portefeuille seront considérés sur la base d'un «total return», ce qui signifie que les rendements proviennent à la fois de l'appréciation ou de la dépréciation du capital, telles que reflétées dans les prix des investissements de votre portefeuille, et des revenus reçus de ces investissements sous forme de dividendes et de coupons. Les avoirs des portefeuilles discrétionnaires réels ou d'exemple présentés ici sont détaillés à des fins d'illustration uniquement et sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Comme le reste de ce document, ils ne doivent pas être considérés comme une sollicitation ou une recommandation pour un investissement séparé.

Bien que les informations et les données contenues dans le présent document proviennent de sources considérées comme fiables, aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est ou ne sera faite et, sauf en cas de fraude, aucune responsabilité n'est ou ne sera acceptée par Rothschild & Co Wealth Management UK Limited quant à l'équité, l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document ou des informations qui constituent la base du présent document ou pour toute confiance accordée au présent document par toute personne quelle qu'elle soit. En particulier, aucune déclaration ou garantie n'est donnée quant à la réalisation ou au caractère raisonnable des projections, objectifs, estimations ou prévisions contenus dans le présent document. En outre, toutes les opinions et données utilisées dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis.

Lorsque les données contenues dans cette présentation sont de source : MSCI, nous sommes tenus, en tant que condition d'utilisation, de vous informer que : « Ni MSCI ni aucune autre partie impliquée ou liée à la compilation, au calcul ou à la création des données MSCI ne donne de garanties ou de représentations expresses ou implicites concernant ces données (ou les résultats à obtenir par leur utilisation), et toutes ces parties déclinent expressément par la présente toute garantie d'originalité, d'exactitude, d'exhaustivité, de qualité marchande ou d'adéquation à un usage particulier en ce qui concerne l'une quelconque de ces données. Sans limiter la portée de ce qui précède, MSCI, l'un de ses affiliés ou un tiers impliqué dans la compilation, le calcul ou la création des données ou lié à ceux-ci ne peuvent en aucun cas être tenus responsables de dommages directs, indirects, spéciaux, punitifs, consécutifs ou autres (y compris la perte de bénéfices), même s'ils ont été informés de l'éventualité de tels dommages. Aucune autre distribution ou diffusion des données MSCI n'est autorisée sans l'accord écrit exprès de MSCI ».

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Enregistré en Angleterre sous le numéro 04416252.
Siège social : New Court,
St Swithin's Lane, Londres, EC4N 8AL. Autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority.

Ce document est distribué par Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, CH-8034 Zurich, en Suisse et à l'étranger. Des lois ou autres réglementations peuvent restreindre la distribution de ce document dans certaines juridictions. Le contenu de ce document n'est pas destiné aux personnes relevant d'une juridiction qui interdit la distribution de ce document ou des stratégies d'investissement qui y sont mentionnées. En conséquence, les destinataires de ce document doivent s'informer et respecter toutes les exigences légales et réglementaires applicables. Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peuvent être envoyés ou introduits aux États-Unis ou distribués aux États-Unis ou à une US person. Le terme « États-Unis » englobe les États-Unis d'Amérique, tous les États qui les composent, leurs territoires et possessions, ainsi que toutes les zones placées sous leur juridiction souveraine.

Rothschild & Co Bank AG est autorisé et réglementé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA, Laupenstrasse 27, 3003 Berne, Suisse (www.finma.ch).