



PERSPECTIVES DE MARCHÉ | FÉVRIER – MARS 2026

L'or, le dollar et un autre monde nouveau

Avant-propos : La révolution de l'IA va-t-elle se retourner contre les siens ?

SOMMAIRE

- 3 Tout ce qui brille...
- 7 Le dollar dans le contexte des portefeuilles
- 13 Un nouvel ordre mondial ?

Deux éléments sont récemment venus assombrir notre vision jusque-là constructive des marchés actions. D'une part, la marge de manœuvre pour une baisse des taux aux États-Unis semble se réduire. D'autre part, l'enthousiasme autour de l'intelligence artificielle (IA) pourrait avoir poussé certaines valorisations au-delà de ce qui paraît raisonnable, atteignant des niveaux observés seulement une fois par le passé – avec l'issue que l'on sait.

Ces signaux d'alerte se reflètent déjà dans ce début d'année. En janvier, plusieurs responsables de la Réserve fédérale américaine (Fed) ont laissé entendre que si l'inflation devait persister, une nouvelle hausse des taux pourrait devenir « appropriée ». Parallèlement, comme nous l'anticipions, le leadership boursier semble amorcer une rotation : la domination des grandes valeurs technologiques américaines (M7) s'efface progressivement au profit de régions, de secteurs et de titres plus abordables et plus sensibles au cycle économique.

À l'image d'un cygne glissant sereinement à la surface de l'eau, cette rotation s'accompagne de mouvements plus agités en dessous. Le marché dans son ensemble résiste, mais le segment des entreprises de « logiciels en tant que service » a fortement reculé — au point que certains parlent déjà de « SaaSocalypse ». L'essor de la programmation assistée par IA pourrait en effet représenter une alternative à moindre coût face aux solutions propriétaires traditionnelles.

Pour l'instant, il s'agit d'une menace plutôt que d'une réalité, mais l'ironie serait notable : les grandes révolutions technologiques bouleversent généralement des secteurs établis, rarement les leurs. L'IA pourrait-elle, à l'image de Saturne dans le mythe, finir par dévorer ses propres enfants ?

Notre prudence ne porte pas tant sur les transformations que l'IA pourrait engendrer, que sur celles qu'elle pourrait... ne pas engendrer. Son adoption commerciale pourrait s'avérer plus progressive que prévu, et générer des déceptions, alors même que les investissements dans les centres de données et l'approvisionnement énergétique atteignent des niveaux record. Les valorisations élevées des entreprises technologiques se sont légèrement détendues ces derniers mois, mais la demande des utilisateurs finaux en matière d'IA pourrait encore décevoir – le risque de mauvaise allocation des capitaux continue d'augmenter.

Même si notre scénario devait être contredit par les faits – du moins pour l'instant –, les implications pour les portefeuilles ne seraient pas fondamentalement différentes. Le marché actions mondial ne s'envole pas, mais ne s'effondre pas non plus : il marque une pause. Les tensions récemment observées sur le crédit privé semblent, elles aussi, très concentrées sur quelques secteurs. Nous pourrions donc être face à une rotation plutôt qu'à un retournement comparable à celui du début des années 2000. Mais si l'IA devait décevoir, l'ajustement pourrait être plus marqué.

Dans ce numéro de Perspectives de marché, nous revenons sur la flambée du cours de l'or, la faiblesse du dollar et leurs implications pour les portefeuilles, ainsi que sur l'idée d'un supposé « nouvel ordre mondial ». En termes de gestion, notre recommandation demeure inchangée : éviter les paris directionnels, à la hausse comme à la baisse, et maintenir un positionnement globalement neutre entre actions, obligations et liquidités.

Source de l'image : \$100 note, detail © Getty Images.

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

© 2026 Rothschild & Co Wealth Management

Date de publication: février - Mars 2025.
Valeurs : toutes les données au 23 février 2025, texte au 24 février 2025.

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

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Global Investment Strategists

Tout ce qui brille...

En 2025, le lingot a progressé de 65 % en dollars, sa meilleure performance annuelle depuis 1979, après avoir déjà gagné plus d'un quart de sa valeur en 2024 et plus d'un dixième en 2023. La tendance reste solide : depuis le début de l'année, l'or affiche une hausse d'environ 20 %, malgré une correction notable fin janvier.

Au total, depuis début 2023, le prix du lingot a presque triplé. Les actions mondiales ont elles aussi enregistré une performance remarquable - y compris par rapport à leurs précédents sommets — mais restent néanmoins à distance, avec un gain de « seulement » 80 % sur la même période.

Dans ce contexte de véritable ruée vers l'or, plusieurs relations historiques semblent s'être estompées. Longtemps perçu comme une protection contre l'inflation, l'or a continué de grimper alors même que l'inflation ralentissait et que les anticipations de marché pointaient vers une stabilité future.

De même, sa corrélation inverse avec les taux réels américains - liée au coût d'opportunité par rapport aux actifs porteurs d'intérêt - s'est nettement affaiblie depuis 2022, comme l'illustre la figure 1.

Et que penser de cette surperformance du métal jaune dans une optique d'investissement ?

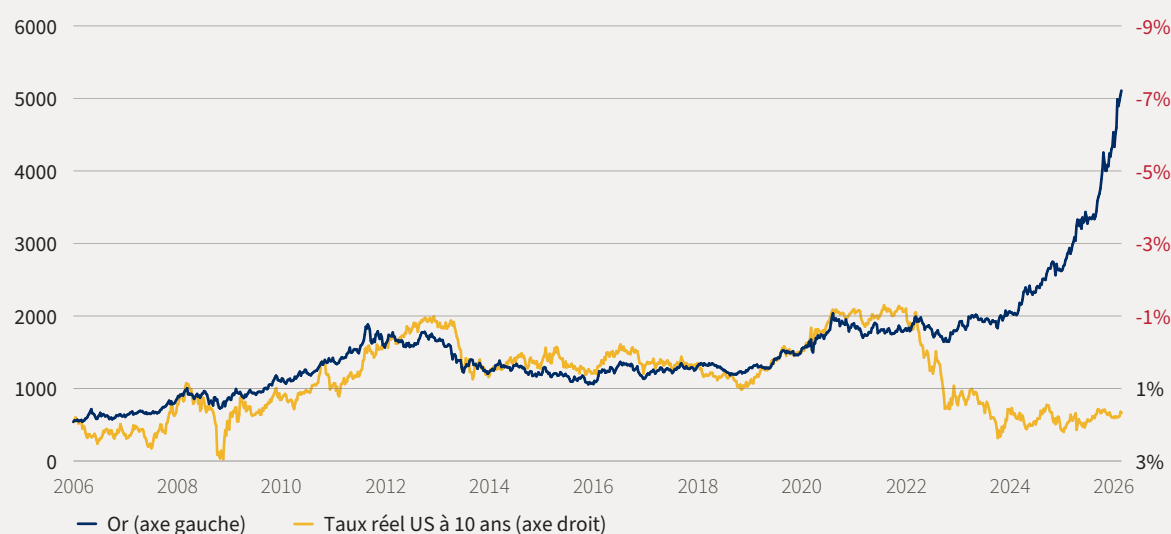
UN BREF RETOUR DANS LE TEMPS

Avant de répondre à ces questions, il est utile de rappeler pourquoi un simple morceau de métal peut être considéré comme un investissement à part entière.

L'explication tient principalement à son attrait universel et à sa rareté. Son rôle de réserve de valeur remonte à l'Égypte antique, où l'or est très tôt associé au pouvoir, à la religion et à la richesse. Son éclat, sa malléabilité et sa grande durabilité en faisaient un matériau d'ornement idéal, tandis que sa rareté renforçait son aura d'exclusivité.

FIGURE 1 : LA RELATION NÉGATIVE ENTRE L'OR ET LES RENDEMENTS « RÉELS » AMÉRICAINS

Prix au comptant (USD par once, axe gauche) ; taux réels (% , axe droit inversé)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

NB : le rendement réel américain à 10 ans correspond au rendement des bons du Trésor américain à 10 ans moins le point mort d'inflation à 10 ans des États-Unis.



Ces caractéristiques ont favorisé son adoption comme moyen d'échange et unité de compte dans les premiers systèmes monétaires. Les premières pièces d'or - ou plus exactement en électrum, un alliage naturel d'or et d'argent - apparaissent en Lydie (l'actuelle Turquie) au VII^e siècle avant J.-C.

D'autres métaux comme le bronze ou le cuivre ont évidemment servi à frapper monnaie, mais ils étaient perçus comme moins précieux. L'argent, principal concurrent de l'or, lui était déjà nettement inférieur en valeur : dans l'Égypte antique, une once d'or pouvait valoir jusqu'à 2,5 fois une once d'argent (contre près de 60 fois aujourd'hui). Cette hiérarchie reflétait à la fois les qualités intrinsèques du métal jaune et une dimension plus subjective de rareté perçue.

Jusqu'à l'abandon de l'étalon-or, les billets en circulation étaient convertibles en or : les banques centrales - comme la Banque d'Angleterre - inspiraient confiance parce qu'elles détenaient des réserves suffisantes pour garantir leurs émissions.

On oublie parfois que le système monétaire actuel, fondé sur une monnaie entièrement fiduciaire (non métallique) et sur des taux de change flexibles, est en réalité très récent. Il remonte à la fin de 1971, lorsque le président Nixon a mis fin à la convertibilité du dollar en or, tournant définitivement la page de plusieurs millénaires d'ancrages métalliques.

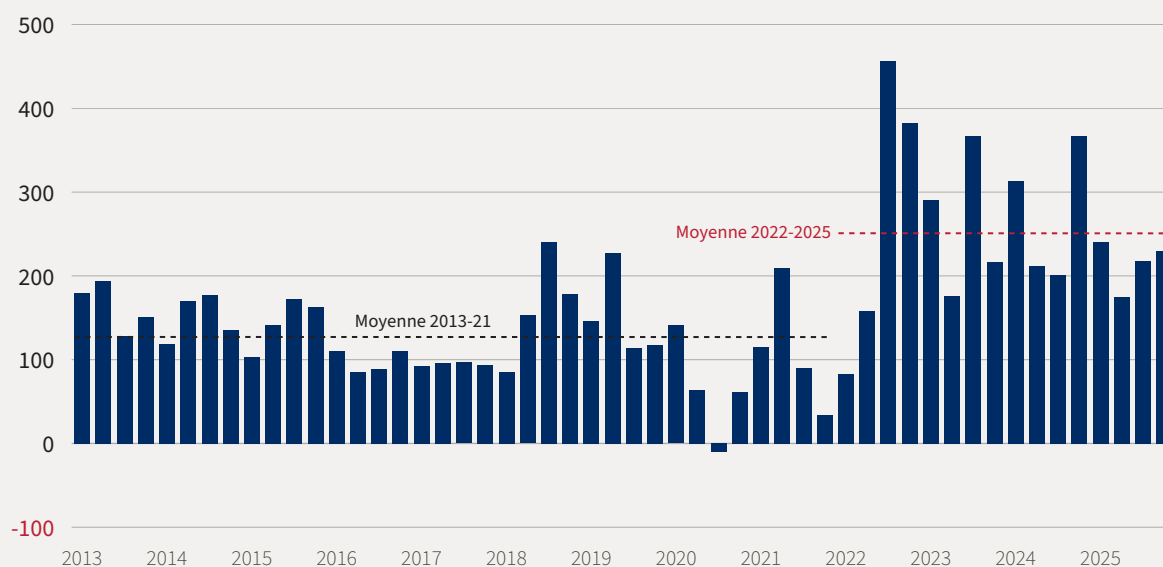
VALEUR REFUGE OU ACTIF À RISQUE ?

Au-delà de ses relations historiques avec l'inflation et les taux d'intérêt réels, l'or est souvent considéré comme une valeur refuge : un actif capable d'apporter de la diversification en période de tensions, un statut hérité de son rôle central dans l'histoire monétaire.

Il est vrai que l'environnement géopolitique paraît aujourd'hui plus incertain qu'au cours des dernières décennies. La guerre en Ukraine se prolonge, la situation au Moyen-Orient reste instable et les ambitions territoriales de la Chine à l'égard de Taïwan continuent d'inquiéter. À cela s'ajoute une inflexion plus offensive de la politique étrangère américaine – ce que M. Trump a récemment qualifié de « doctrine Donroe » – qui contribue à nourrir le sentiment de nervosité en ce début d'année.

FIGURE 2 : ACHATS NETS D'OR PAR LES BANQUES CENTRALES

Données trimestrielles (en tonnes métriques)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, Metal Focus Data Ltd.

Pour autant, interpréter la flambée de l'or comme un « debasement trade » semble excessif. Cette expression laisse entendre un effondrement généralisé de la valeur des monnaies fiduciaires, et en particulier une perte de confiance dans le dollar américain, qui expliquerait la hausse du métal jaune (et des métaux précieux en général).

Or, si le dollar s'est affaibli par rapport à ses niveaux très élevés précédents, il est loin de s'être effondré. Et si l'or s'est envolé, les bons du Trésor américain ont, eux, surperformé nombre de leurs équivalents développés sur les douze derniers mois. Les États-Unis demeurent la première économie mondiale et comptent parmi les entreprises les plus innovantes de la planète. La mondialisation ne s'est pas (encore) inversée ; et comme nous le rappelons plus loin, il est probablement prématuré de parler d'un « nouvel ordre mondial ».

Depuis l'épisode du Groenland, par exemple, on a appris que l'Union européenne envisagerait de proposer à son partenaire américain - avec lequel elle serait supposément en froid — un partenariat sur les minerais critiques : un signal qui ne cadre guère avec l'idée d'un divorce géostratégique.

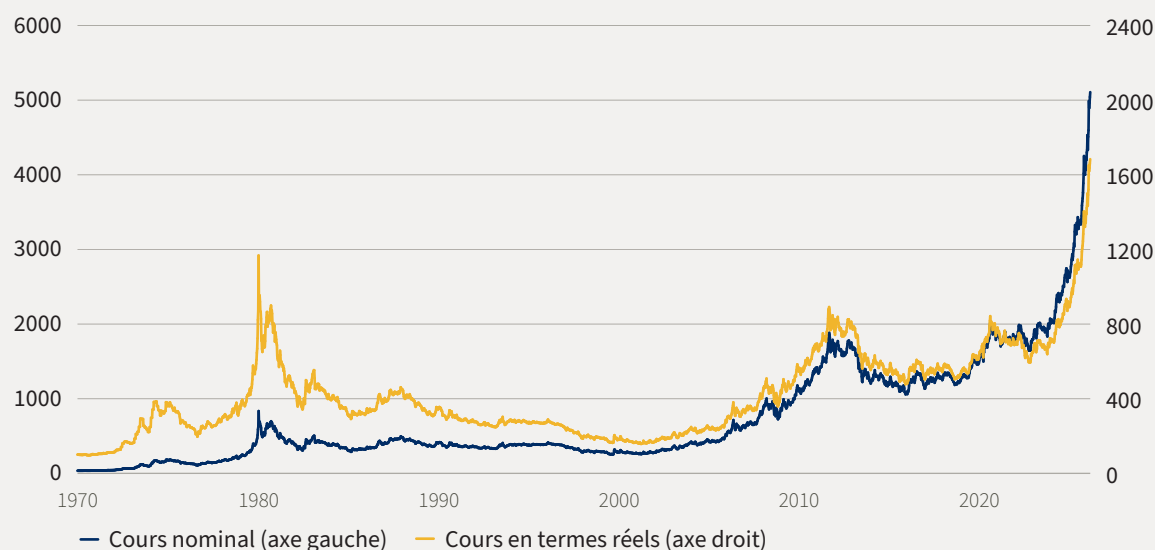
Par ailleurs, le climat d'investissement des dernières années n'a pas vraiment été défensif. En progressant parallèlement aux marchés actions - et parfois même plus vite - l'or s'est comporté, dans les faits, comme un actif à risque.

Les achats procycliques des banques centrales pourraient en partie expliquer ce phénomène : depuis 2022, leurs achats nets d'or ont fortement augmenté (figure 2), même si le rythme s'est quelque peu modéré en 2025. Les investisseurs privés et institutionnels ont aussi manifesté un intérêt accru pour le métal précieux.

Il est possible toutefois que certains de ces paris soient allés trop loin, comme en témoigne l'extrême volatilité observée fin janvier sur le marché de l'or - et plus encore sur celui de l'argent.

FIGURE 3 : OR | CONTEXTE À LONG TERME

Cours au comptant (USD par once, à gauche) ; cours ajusté en fonction de l'inflation aux États-Unis (à droite)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

UNE OPINION INCHANGÉE

Pour répondre à la seconde question – celle de l'intérêt d'investissement – il existe clairement une justification stratégique à conserver une exposition à l'or dans un portefeuille diversifié. Le métal précieux continue d'offrir une certaine protection face aux risques géopolitiques extrêmes, alors même que le risque d'inflation ne semble pas totalement écarté. C'est d'ailleurs une appréciation que partagent certains responsables de la Fed.

Dans la plupart des cas toutefois, les actions et les obligations devraient demeurer les fondations d'un portefeuille multi-actifs, en raison de leur capacité à générer des revenus et de leur volatilité généralement plus faible. Il reste en effet difficile de valoriser objectivement les métaux précieux, puisqu'ils ne produisent aucun rendement intrinsèque.

Les partisans de l'or souligneront néanmoins que sa récente envolée a rapproché sa performance de celle des marchés actions sur le long terme. Depuis 1970, c'est-à-dire peu avant la fin de l'ancrage officiel du prix de l'or, l'or et l'indice MSCI World affichent tous deux un rendement annualisé d'un peu plus de 9 % en dollars.

Il faut toutefois garder à l'esprit que les actions des marchés développés font légèrement mieux sur la période et que, après ajustement pour la volatilité, le rapport rendement-risque reste moins favorable pour l'or.

Sur le très long terme, la trajectoire du prix de l'or reste impressionnante, y compris sur une échelle logarithmique, ce qui traduit une progression littéralement « exponentielle », plus rapide encore que celle des marchés actions. Mais cette dynamique s'accompagne d'une volatilité plus élevée que celle de nombreux actifs traditionnels, ainsi que de phases de repli particulièrement longues.

Un investisseur américain ayant acheté de l'or au pic de janvier 1980 aurait ainsi connu près de vingt ans de baisse et n'aurait retrouvé sa mise en termes réels que l'an dernier, soit presque un demi-siècle plus tard (figure 3).

À l'inverse, même si les marchés actions ne sont pas à l'abri de périodes prolongées de faibles rendements, ils présentent deux avantages importants. D'abord, les dividendes offrent un flux de revenu régulier. Ensuite, il est généralement possible d'identifier les périodes où les valorisations apparaissent clairement excessives, ce qui permet d'anticiper des rendements futurs potentiellement plus faibles.

Quoi qu'il en soit, nous continuons de privilégier l'or par rapport à son équivalent numérique très médiatisé, le bitcoin. Ce dernier est non seulement beaucoup plus volatil, mais également dépourvu de valeur intrinsèque et entièrement virtuel. Il a d'ailleurs récemment effacé les gains enregistrés après l'élection américaine – le fameux « Trump bump » – et sa valeur a chuté de près de moitié par rapport à son sommet d'octobre 2025.



Le dollar dans le contexte des portefeuilles

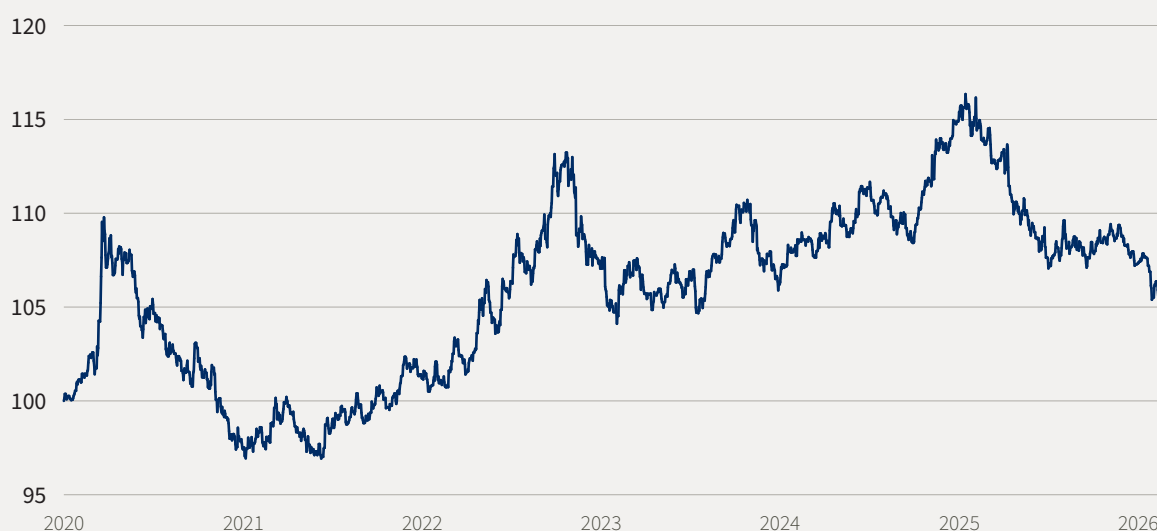
L'affaiblissement du dollar, associé à des taux plus bas, constitue l'un des axes du programme Make America Great Again (MAGA) de Donald Trump. Après sa baisse en 2025, la monnaie américaine a poursuivi son repli en 2026. Son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux s'est rapproché de son plus bas niveau depuis trois ans (figure 4), tandis que les taux de change USD/EUR et USD/CHF évoluent à proximité de leurs niveaux les plus faibles depuis respectivement cinq et dix ans.

Dans un marché libre, l'opinion de M. Trump n'est qu'un élément parmi d'autres. Le programme MAGA pourrait lui-même être mal conçu ou malavisé, comme nous l'avons indiqué par ailleurs, et la crédibilité monétaire des États-Unis reste largement intacte.

Au cours de la dernière décennie, le dollar a souvent connu des phases de repli temporaire, notamment lors du début du premier mandat de M. Trump. Chaque fois, ces mouvements ont été de courte durée et la monnaie américaine a rapidement retrouvé une trajectoire haussière. Nous continuons donc d'interpréter son recul récent comme un ajustement tactique plutôt que comme un changement structurel.

FIGURE 4 : INDICE NOMINAL PONDÉRÉ EN FONCTION DES ÉCHANGES COMMERCIAUX DU DOLLAR AMÉRICAIN

Indice rebasé (100 = janvier 2020)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, Citi

Le dollar demeure la principale monnaie de réserve mondiale, malgré les prévisions récurrentes annonçant son déclin définitif. Il ne sera pas, et ne pourra pas être, remplacé rapidement par une autre devise.

Pour assumer pleinement un rôle d'actif de réserve international, une monnaie doit être largement accessible en dehors de son pays d'origine. Le renminbi chinois apparaît comme le candidat le plus plausible, mais il se heurte à deux obstacles majeurs : le contrôle des capitaux en Chine et l'excédent structurel de la balance des paiements du pays. Les évolutions dans la facturation du commerce international, souvent présentées comme un signe de la montée en puissance du renminbi, restent marginales au regard de ces contraintes. Même en cas de libéralisation complète des flux de capitaux, il serait probablement possible, dans un premier temps, d'anticiper la direction des mouvements nets.

L'euro ne constitue pas non plus une alternative pleinement convaincante. Bien que son compte de capital soit ouvert, la zone euro présente elle aussi un excédent structurel de sa balance des paiements et doit composer avec ses propres contraintes économiques, politiques et institutionnelles.

À long terme, ce sont ces forces structurelles et macroéconomiques, et non les déclarations parfois abruptes d'un président impulsif, qui détermineront très probablement l'évolution des devises. Les mouvements tactiques à court terme peuvent néanmoins avoir un impact important sur les performances des portefeuilles, comme l'a montré la récente faiblesse du dollar.

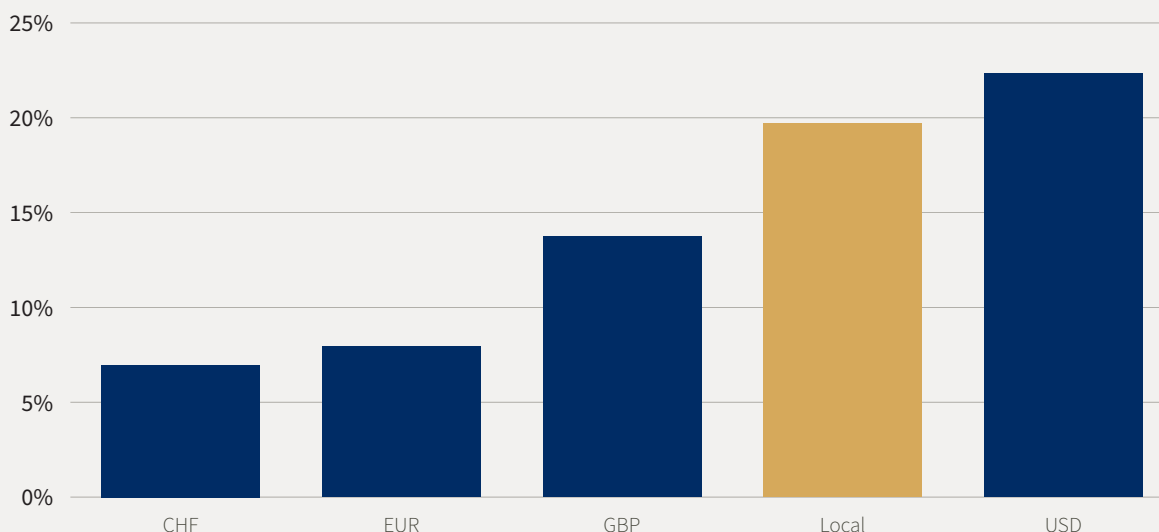
Dans la plupart des portefeuilles multi-actifs, l'exposition aux devises provient essentiellement des positions en actions. Comme près des deux tiers des indices boursiers mondiaux de référence sont libellés en dollars américains, l'effet sur les rendements non couverts – une fois convertis en livres sterling, en euros ou en francs suisses – a récemment été significatif, comme l'illustre la figure 5.

PRINCIPES FONDAMENTAUX

Les taux de change comptent sans doute parmi les prix les plus efficacement déterminés par les marchés. Leurs fluctuations à court terme sont particulièrement difficiles à anticiper avec constance. Les volumes quotidiens sont immenses, le marché offre une grande transparence et

FIGURE 5 : PERFORMANCES DES ACTIONS MONDIALES EN 2025

Rendement non couvert par devise (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, MSCI

il est presque impossible d'identifier avec précision les variables économiques ou les décisions de politique monétaire susceptibles d'influencer les cours à très court horizon.

Sur des périodes plus longues, certaines forces que l'on peut qualifier de « gravitationnelles » tendent toutefois à s'exercer. Dans un monde de marchés ouverts et intégrés, la concurrence est censée faire converger les prix de biens similaires au niveau mondial. Si tel n'était pas le cas, il serait possible de réaliser un profit sans risque en achetant des biens là où ils sont les moins chers pour les revendre là où ils sont les plus coûteux.

C'est dans ce cadre que s'inscrit la relation entre inflation et taux de change, notamment via le concept de parité de pouvoir d'achat, ou PPA, également connu sous le nom de « loi du prix unique ». En comparant le coût d'un panier de biens et services comparables entre deux pays, on peut identifier d'éventuels déséquilibres de change. Si ce panier coûte deux fois plus cher dans un pays que dans un autre, le taux de change devrait en théorie baisser de 50 % afin de rétablir la parité de pouvoir d'achat, c'est-à-dire une forme de juste valeur.

Autrement dit, les taux de change « réels », c'est-à-dire ajustés des différences de niveaux de prix entre pays, peuvent être interprétés comme des indicateurs de valorisation. Si les taux de change évoluaient en permanence à leur juste valeur, les taux de change réels resteraient stables dans le temps.

Ces taux peuvent être calculés de manière bilatérale entre deux pays ou de manière multilatérale lorsqu'une devise est évaluée par rapport à un ensemble de partenaires commerciaux, pondérés selon leur importance dans les échanges du pays concerné.

Pour illustrer cette logique, depuis 1900, l'inflation moyenne a été d'environ 3 % par an aux États-Unis, contre 4 % au Royaume-Uni. Sur 120 ans, le niveau général des prix britanniques a donc plus que triplé par rapport à celui des États-Unis (figure 6). Selon le principe du prix unique, le dollar aurait dû s'apprécier dans une proportion similaire afin de compenser cet écart. En pratique, le taux de change ajusté de l'inflation, calculé à partir du ratio des niveaux de prix, évolue généralement en ligne avec le taux de change réel GBP/USD (figure 7).

Bien entendu, ce raisonnement suppose que le taux de change était correctement valorisé au départ. Des mesures absolues des écarts par rapport à la parité de pouvoir d'achat, comparables à un indice « Big Mac » élargi, sont publiées par l'OCDE, le FMI et d'autres

FIGURE 6 : INDICES D'INFLATION
(100 = janvier 1900)

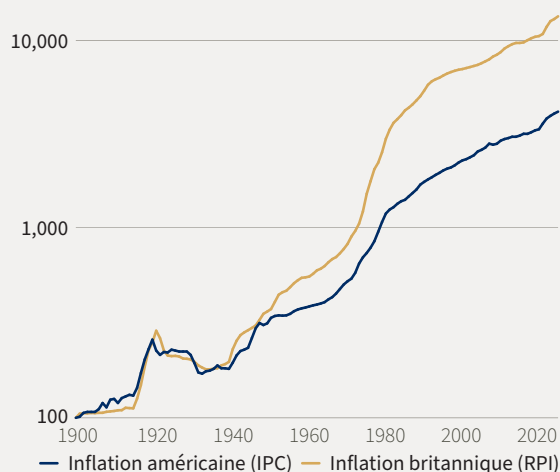
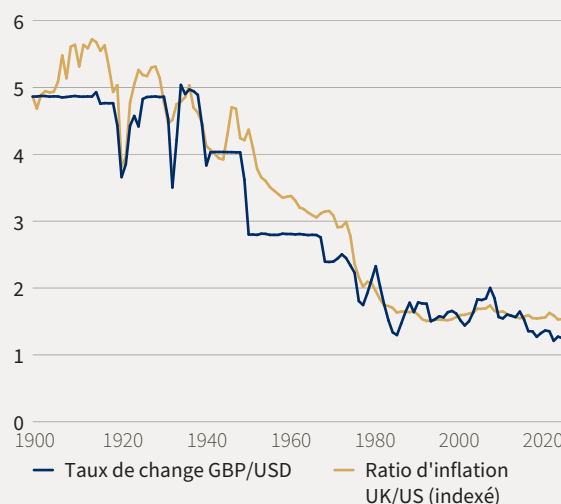


FIGURE 7 : TAUX DE CHANGE BILATÉRAL
Janvier 1900 à décembre 2025



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

Note : Il y a eu quelques variations importantes au cours de cette période, notamment parce que la monnaie était indexée pendant la majeure partie de cette période, avec seulement des dépréciations périodiques de « rattrapage ».

institutions. Elles ne couvrent toutefois que des périodes relativement récentes, ce qui limite les comparaisons sur des horizons historiques plus longs. À très long terme, en revanche, les écarts d'inflation cumulés, comme ceux observés entre les États-Unis et le Royaume-Uni, tendent à absorber tout désalignement initial.

Ces évaluations restent nécessairement approximatives. Une devise peut paraître surévaluée au regard de sa tendance des dix dernières années, tout en semblant sous-évaluée au regard de la parité de pouvoir d'achat absolue. C'est probablement le cas de la livre sterling.

Le yen, quant à lui, apparaît sous-évalué aussi bien par rapport à sa tendance historique que par rapport à la PPA. À l'inverse, le franc suisse semble plutôt surévalué selon ces deux critères, comme l'illustre la figure 8.

Par ailleurs, plusieurs facteurs peuvent éloigner les devises de leur juste valeur à court et moyen terme.

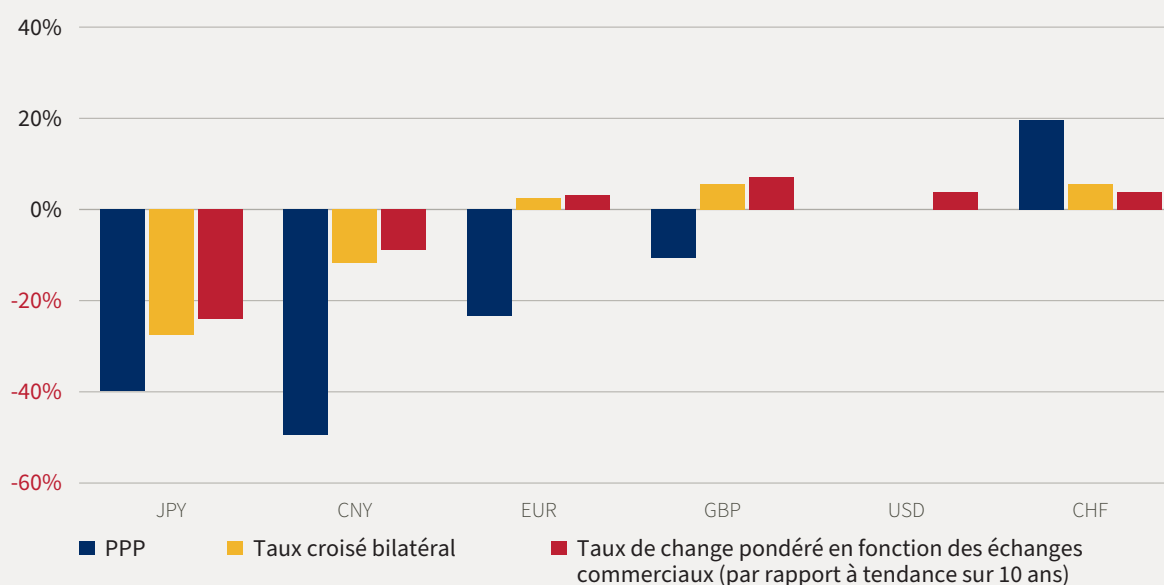
Le plus évident est le coût de portage, qui correspond à l'écart de taux d'intérêt entre deux pays. Ces différentiels déterminent en grande partie les taux de change à terme, tandis que l'évolution des anticipations de politique monétaire peut également influencer les taux au comptant. Sur des horizons plus longs, les écarts de taux reflètent souvent les écarts d'inflation, ce qui rappelle la force de rappel exercée par la parité de pouvoir d'achat.

D'autres éléments peuvent aussi influencer les mouvements de change et faire dévier les cours du niveau suggéré par la PPA : la situation de la balance des paiements, l'attractivité relative des marchés boursiers nationaux, la crédibilité globale de la politique économique, ainsi que les contrôles de change ou les restrictions sur les mouvements de capitaux.

COMMENT DÉTERMINER LA BONNE EXPOSITION AU RISQUE DE CHANGE ?

Si les fluctuations à court terme des devises ne peuvent pas être anticipées de manière fiable, cela signifie-t-il pour autant qu'il faut systématiquement se protéger, autrement dit couvrir intégralement le risque de change ?

FIGURE 8 : ÉVALUATION DU TAUX DE CHANGE « RÉEL » PAR RAPPORT AU DOLLAR AMÉRICAIN POUR UN ÉCHANTILLON DE MONNAIES (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, OCDE, Citi

Les investisseurs évaluent la performance de leurs placements dans la ou les devises qui rythment leur vie quotidienne. Les situations diffèrent selon les individus : un véritable citoyen du monde, dont les avoirs et les dépenses sont répartis entre plusieurs monnaies, adoptera naturellement une approche différente de celle d'un investisseur davantage ancré dans une seule économie, qui dépense par exemple essentiellement en livres sterling ou en francs suisses.

Dans la plupart des portefeuilles équilibrés, c'est-à-dire multi-actifs, l'exposition au risque de change provient principalement des actions. Les actifs obligataires, souvent utilisés pour diversifier le portefeuille, sont généralement détenus dans la devise domestique. Lorsqu'ils sont libellés en devises étrangères, leur profil de risque est modifié, ce qui réduit leur efficacité. Une obligation étrangère à haut rendement ne peut par exemple pas jouer le rôle d'actif défensif en raison du risque de change qui l'accompagne, et le coût d'une couverture de change viendrait en outre neutraliser le supplément de rendement qui faisait son attrait initial.

Beaucoup d'investissements en actions possèdent, par nature, une dimension internationale. L'exposition au risque de change ne se limite donc pas à la devise de cotation, souvent le dollar américain, mais reflète un ensemble plus large d'expositions implicites, parfois difficiles à identifier. Les chaînes d'approvisionnement et les stratégies de couverture des entreprises ne sont pas toujours transparentes. Pour compliquer encore l'analyse, un affaiblissement du dollar peut augmenter la valeur en dollars des revenus réalisés à l'étranger par les entreprises américaines, ce qui soutient leurs cours boursiers. Pour un investisseur non américain, la valeur en devise locale de ces actions peut alors baisser, mais moins que la baisse du dollar lui-même.

Il n'existe donc pas de stratégie de couverture parfaite. Se référer uniquement à la devise de cotation est insuffisant. Il suffit d'imaginer le cas d'une compagnie pétrolière basée au Royaume-Uni, ou celui de nombreuses grandes entreprises suisses, dont l'essentiel des revenus est généré hors de leur marché domestique.

L'utilisation de contrats de change à terme, un outil courant pour fixer un taux applicable à une date future, soulève par ailleurs des questions importantes de coût et de calendrier. À court terme, le différentiel de taux d'intérêt entre deux devises, intégré dans le taux à terme, peut représenter soit un avantage implicite, soit un coût. Au final, une fois les coûts de couverture intégrés, l'écart de performance entre un portefeuille couvert et un portefeuille non couvert peut s'avérer relativement limité.

FIGURE 9 : PERFORMANCES DES ACTIONS MONDIALES, 1973-2024

Portefeuilles non couverts vs portefeuilles couverts

	Devise de référence						
	GBP	USD	EUR	CHF	JPY	AUD	CAD
Rendement dans la devise locale	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
Rendement sans couverture	11,6	10,1	10,3	7,4	9,0	11,9	10,9
Rendement avec couverture	11,9	10,0	9,6	8,3	8,4	12,7	11,2
Effet de change (sans couverture)	1,5	0,0	0,2	-2,7	-1,1	1,8	0,8
Effet des taux d'intérêt (avec couverture)	1,8	-0,1	-0,5	-1,8	-1,7	2,6	1,1
Non couvert vs couvert	-0,3	0,1	0,7	-0,8	0,6	-0,8	-0,3

Source : Rothschild & Co, Bloomberg

NB : présente la décomposition du rendement annualisé des actions mondiales couvertes et non couvertes pour certains investisseurs en devises de base des marchés développés.

Il existe toutefois des exceptions. Le franc suisse s'est écarté de la trajectoire suggérée par les différentiels d'inflation, même sur le long terme. Le taux de change réel du franc suisse a ainsi eu tendance à s'apprécier au fil du temps. Pour les investisseurs suisses, l'avantage lié à l'absence de dépréciation des devises étrangères a souvent été neutralisé par le coût du différentiel de taux d'intérêt associé au maintien des couvertures de change (figure 9).

Dans ce contexte, les stratégies de couverture et les superpositions de devises peuvent se révéler à la fois complexes et coûteuses. Par ailleurs, la volatilité intrinsèque des marchés actions, mesurée dans leur devise locale, est généralement bien plus élevée que celle des taux de change. Lorsqu'un investissement présente un attrait fondamental en devise locale, son potentiel de rendement à long terme tend donc à dépasser, de manière significative, le risque de change qui y est associé.

Ces constats n'ont rien de particulièrement rassurant pour les investisseurs suisses, britanniques ou européens qui observent la performance récente des actions mondiales sans couverture de change. À ce stade, selon une approche dite top-down, et même si nous considérons la faiblesse du dollar comme un phénomène davantage tactique que structurel, nous estimons que l'attrait relatif des actions américaines en 2026 s'est atténué. Cette perception s'explique par des valorisations déjà élevées, combinées à une forte concentration autour du thème de l'intelligence artificielle.

Il n'en reste pas moins qu'une certaine exposition au risque de change, ainsi que l'éventualité de regretter une couverture mise en place avant un rebond de la devise concernée, restent probablement inévitables pour tout investisseur international.



Un nouvel ordre mondial ?

« ... prétendre que la quête d'un autre nouveau monde valait bien la peine de brûler le mien... » Josh Ritter

Le 3 janvier, l'administration américaine a capturé le président du Venezuela, quelques semaines à peine après avoir publié une stratégie de sécurité nationale qui semblait réorienter les priorités américaines vers leur propre hémisphère. Le 18 janvier, le président Trump a menacé d'imposer des droits de douane pour faire valoir ses revendications sur le Groenland, revendications qu'il a ensuite étendues à l'Islande quelques jours plus tard à Davos. Dans le même temps, les tensions internes se sont intensifiées à la suite des événements tragiques survenus dans le Minnesota.

Un intervenant à Davos a alors déclaré : « Nous faisons face à un nouvel ordre mondial », suggérant que les autres pays, mais aussi les conseillers en investissement, devraient réfléchir à ses implications.

Il est toutefois possible que nous ne soyons pas encore en mesure d'évaluer ces implications, ou du moins pas avec suffisamment de recul. Même en essayant, les conséquences économiques et financières d'un éventuel basculement géopolitique ne sont pas simples à établir.

L'idée de « nouveau monde », ou de changement de paradigme, revient régulièrement dans le débat public. Si l'on tient compte des évolutions géopolitiques actuelles et des ruptures souvent annoncées dans les sphères financière et économique, il faut bien admettre qu'une multitude de « nouveaux mondes » ont déjà été proclamés depuis près d'un quart de siècle :

- 2000** – Le nouveau monde des dotcoms ; la fin de la rareté.
- 2006-2007** – Le nouveau monde des CDS/CDO ; la maîtrise du risque de crédit.
- 2008** – Le nouveau monde des BRIC et des 150 dollars le baril ; un supercycle des matières premières.
- 2009** – Le nouveau monde post-crise financière mondiale ; l'avènement des investissements à faible rendement.
- 2010** – Le nouveau monde déflationniste ; la fin des taux d'intérêt.
- 2012** – Le nouveau monde post-PIIGS : une dette souveraine ingérable.
- 2015** – Le nouveau monde des grandes puissances en guerre ; le retour du piège de Thucydide.
- 2016** – Le nouveau monde du M5, du Brexit et de Trump ; une révolution populiste.
- 2017** – Le nouveau monde protectionniste ; la fin de la mondialisation.
- 2017** – Le nouveau monde cryptographique ; l'ère de la finance décentralisée.
- 2019** – Le nouveau monde ESG ; la fin de la valeur actionnariale.
- 2020** – Le nouveau monde post-pandémique ; la fin du statu quo.
- 2022** – Le nouveau monde inflationniste ; le retour du statu quo.
- 2025** – Le nouveau monde de l'IA ; la singularité.
Et maintenant...
- 2026** – Le nouvel ordre mondial Trump II ; l'avènement de l'intérêt personnel impitoyable des États-Unis.

Les lecteurs pourront aisément compléter cette liste. À chaque épisode, on nous a expliqué que le monde venait de basculer de façon irréversible. Et, chaque fois, les faits ont fini par nuancer ce jugement. Il faut toutefois reconnaître que le débat reste ouvert en ce qui concerne l'intelligence artificielle et l'idée d'un nouvel ordre mondial.

La question se pose alors. La sagesse populaire a-t-elle toujours été aussi prompt à s'enthousiasmer puis à revenir sur ses certitudes, ou cette volatilité est-elle le produit d'une accélération de la communication et d'une concurrence accrue entre médias ? L'affirmation selon laquelle « nous vivons une époque exceptionnelle » n'a rien de véritablement nouveau. Elle illustre un biais cognitif bien connu, souvent associé à l'idée tout aussi discutable que « l'avenir n'a jamais été aussi incertain ». Peut-être disposons-nous simplement de plus d'occasions qu'autrefois pour entretenir ce sentiment.

En matière d'investissement, le principe reste immuable, quitte à nous répéter : mieux vaut prendre de la distance face aux proclamations définitives. « Ne rien faire et rester en place » demeure très souvent la stratégie la plus judicieuse.

Selon le dernier « changement de paradigme » en date, le monde d'après-guerre, organisé autour d'un face-à-face entre un « Orient » collectiviste (Chine, Russie, Corée du Nord, Cuba) et un « Occident » individualiste (Europe et États-Unis), serait en train de se recomposer. Sous l'effet de l'action de M. Trump, il évoluerait vers un système tripolaire structuré autour de l'Orient, de l'Amérique et de l'Europe.

Il s'agit évidemment d'une simplification excessive. De nombreux pays ne se reconnaissent pas clairement dans ces blocs et, par ailleurs, le collectivisme historique a largement évolué.

Pour certains analystes géopolitiques, un « problème à deux corps » relativement stable serait ainsi devenu un « problème à trois corps », potentiellement chaotique. À l'image des systèmes gravitationnels, l'introduction d'un troisième acteur accroît l'imprévisibilité et élimine toute solution unique. Selon cette lecture, il s'agirait bien d'un nouveau monde.

Dans l'univers de l'investissement, toutefois, la complexité et l'incertitude ne datent pas d'hier. Les variables sont nombreuses, les trajectoires rarement linéaires et les réponses parfois difficiles à formuler. C'est aussi un monde fondamentalement impersonnel : bien des débats qui mobilisent électeurs ou citoyens ont un impact limité sur l'économie mondiale ou sur les taux d'actualisation. À titre d'exemple, le commerce mondial affichait encore une croissance régulière à la fin de l'année 2025. Notre monde ne traverse donc pas forcément la rupture que certains décrivent, même si l'ordre géopolitique devait évoluer.

Il est même possible que ce ne soit pas le cas. Comme nous l'avons déjà souligné, M. Trump utilise le langage différemment de la plupart des responsables publics, sans que cela implique une quelconque approbation de notre part. Il aborde souvent des sujets sérieux, mais ses déclarations ne doivent pas systématiquement être prises au pied de la lettre. Il peut se montrer provocateur, outrancier ou imprévisible. À Davos, on pouvait presque le voir tester les limites de son argumentaire afin de susciter la réaction de son auditoire. Les auditeurs européens, en particulier, se montrent souvent prompts à s'offusquer.

Les observateurs qui redoutent la fin d'un « ordre fondé sur des règles » anticipent peut-être un peu vite une rupture irréversible. Rappelons qu'aucune époque ne s'est jamais perçue elle-même comme un « âge d'or » au moment où elle se déroulait.

Dans les faits, les États-Unis dirigés par M. Trump demeurent engagés au Moyen-Orient. Ses droits de douane, dont les contours évoluent encore, ne constituent pas nécessairement les fondements d'un monde autarcique. Si tel était le cas, le commerce mondial en porterait déjà des traces plus nettes. Les élections de mi-mandat prévues en novembre pourraient par ailleurs limiter l'autorité présidentielle. D'ici 2028, le Parti démocrate pourrait faire émerger un candidat crédible, tandis que le président sortant ne pourra pas solliciter un nouveau mandat.

Nous ne pouvons pas affirmer pour autant que ces « changements de paradigme » sont dénués de conséquences. Mais si l'ordre mondial devait réellement évoluer, il n'est pas certain que son annonce soit faite d'abord dans les journaux, les magazines ou les podcasts. D'autres dynamiques pourraient continuer à prévaloir.

En conclusion, notre approche de gestion de portefeuille reste avant tout guidée par l'évolution du cycle économique, en particulier les perspectives de taux d'intérêt et de croissance des bénéfices liés à l'intelligence artificielle, bien davantage que par le dernier « nouveau monde » annoncé. Il y en aura sans doute un autre, tôt ou tard.



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).