



PERS- PECTIVE DE LONG TERME

OCTOBRE 2024

par **Benoît Peloille**
Chief Investment Officer

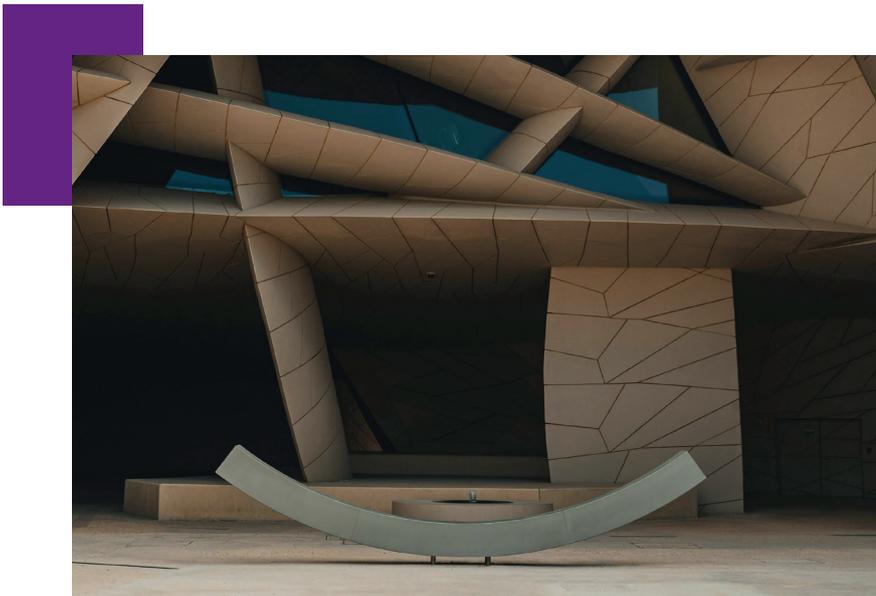
*« ... la sortie
du monde des taux
excessivement bas
a ouvert de nouvelles
perspectives... »*



Benoît Peloille

Chief Investment Officer
Natixis Wealth Management

« L'incertitude de court terme est incontestablement élevée compte tenu des multiples sources possibles de volatilité. Néanmoins, la sortie du monde des taux excessivement bas a ouvert de nouvelles perspectives en termes d'allocation d'actifs. Nous explorons ici les potentiels offerts pour chaque classe d'actifs en fonction des grandes tendances structurelles que sont la démographie et le déploiement de l'Intelligence Artificielle (IA). »



TRANSITION DÉMOGRAPHIQUE ET RÉVOLUTION IA, QUELLES PERSPECTIVES POUR LA CROISSANCE POTENTIELLE ?

La croissance potentielle correspond au niveau de croissance théoriquement obtenu par la mobilisation de l'ensemble des facteurs de production

d'une économie, sans générer de tensions inflationnistes. La croissance effective fluctue ainsi autour de ce niveau, mais tend en moyenne à long terme à rejoindre la croissance potentielle.

Il s'agit d'un concept difficilement observable mais déterminant, quand on réalise une allocation d'actifs à long terme qui a vocation à s'affranchir des variations cycliques. En effet, cela permet, à partir de cette croissance

potentielle, d'estimer l'environnement de profits et de taux d'intérêt pour bâtir un portefeuille diversifié dans un horizon d'investissement de long terme.

Par simplification, on a coutume d'estimer la croissance potentielle par la dynamique des gains de productivité et la tendance démographique, en particulier, la croissance et le poids de la population en âge de travailler. Du côté de la démographie, le vieillissement accéléré mais surtout la problématique du non-renouvellement des populations qui se profile constitue un bouleversement majeur de nos économies à l'avenir. Concernant les gains de productivité, il existe des dynamiques hétérogènes mais le déploiement de l'IA autorise globalement l'enthousiasme.

L'HIVER DÉMOGRAPHIQUE, UNE TRANSITION MAJEURE ET GLOBALE

Parmi les multiples transitions qui traversent le monde développé, il en est une qui apporte une surprise considérable. Le vieillissement des populations sous l'effet d'une espérance de vie qui augmente dans le monde est un phénomène largement analysé et dont les conséquences sont en bonne partie déjà à l'œuvre. La problématique du non-renouvellement des populations vient y ajouter une dimension nouvelle avec la baisse bien plus rapide qu'anticipée

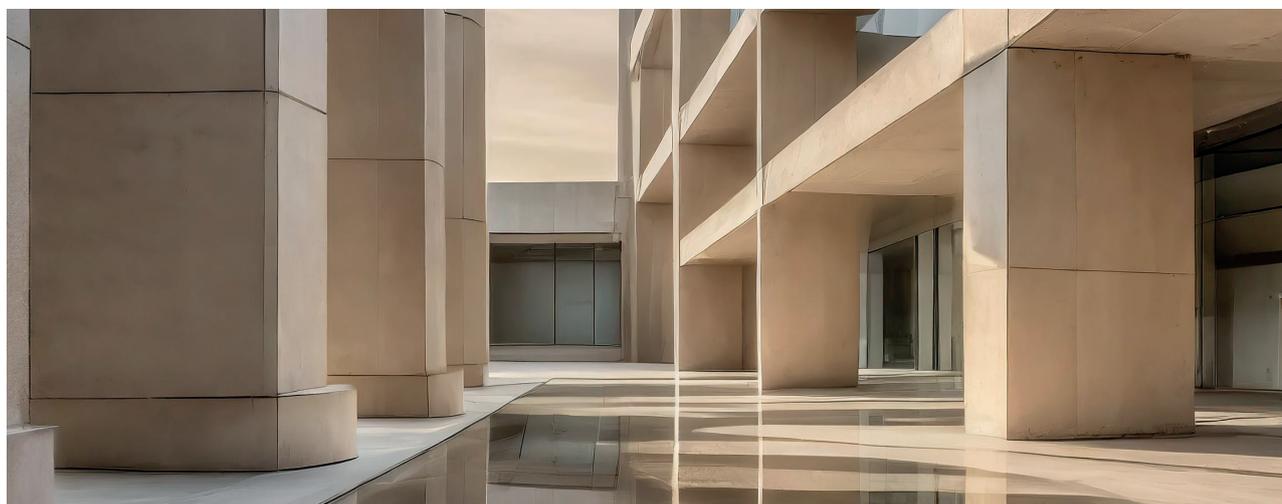
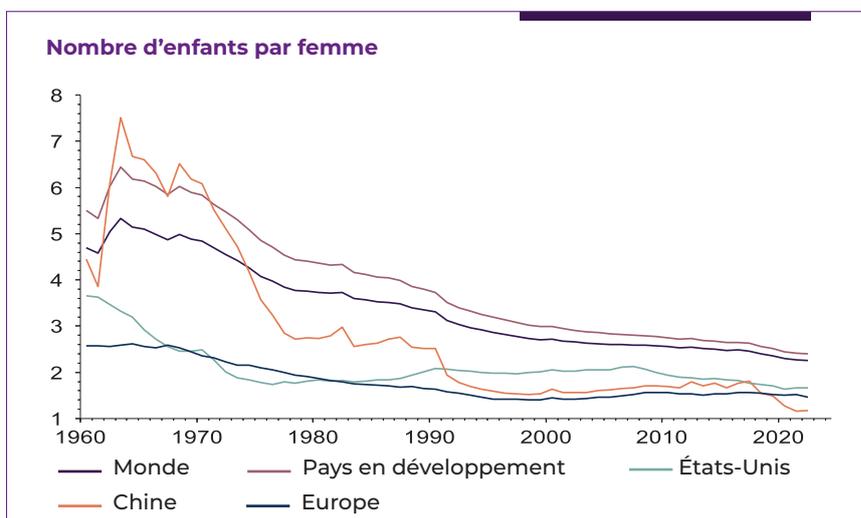
des taux de fertilité partout dans le monde, qui bouscule les scénarios de long terme.

Dans leur dernier rapport sur les perspectives de population mondiale, les Nations Unies ont largement révisé leurs attentes avec un pic à 10,3 milliards d'individus en 2080 pour ensuite décliner à 10,2 milliards à la fin du siècle. Il s'agit d'un changement majeur par rapport aux précédentes estimations qui anticipaient une croissance ininterrompue jusque 2100, avec un pic autour de 10,4 milliards. En cause, la baisse plus rapide qu'anticipée des taux de fertilité partout dans le monde. En dehors de l'Afrique, ces derniers sont d'ores et déjà insuffisants pour assurer le renouvellement des populations.

Au-delà des innombrables conséquences sociales, environnementales et politiques, c'est la croissance potentielle qui risque d'en faire les frais. Une population en âge de travailler moins importante, c'est une diminution des facteurs de production qui risque de peser sur elle. Par ailleurs, les conséquences indirectes - la hausse des taux de dépendance et le financement de ressources supplémentaires pour assurer la pérennité des régimes sociaux au détriment de l'investissement - sont également de nature à peser sur les perspectives de croissance à long terme.

TAUX DE FERTILITÉ

Sources : LSEG Datastream /
Natixis Wealth Management



LA RÉVOLUTION IA, UNE PRÉCIEUSE ALLIÉE

La démographie ne devrait pas aider à soutenir une accélération de la croissance, mais une autre transition pourrait bien s'avérer être un soutien majeur.

La révolution numérique, prolongée plus récemment par les promesses entretenues par l'intelligence artificielle devrait bouleverser l'organisation du travail, notamment avec pour principale conséquence une amélioration substantielle de la productivité. Ainsi, l'affaiblissement de notre croissance potentielle du fait de la transition démographique pourrait être en partie compensée voire dopée par les gains de productivité ainsi générés.

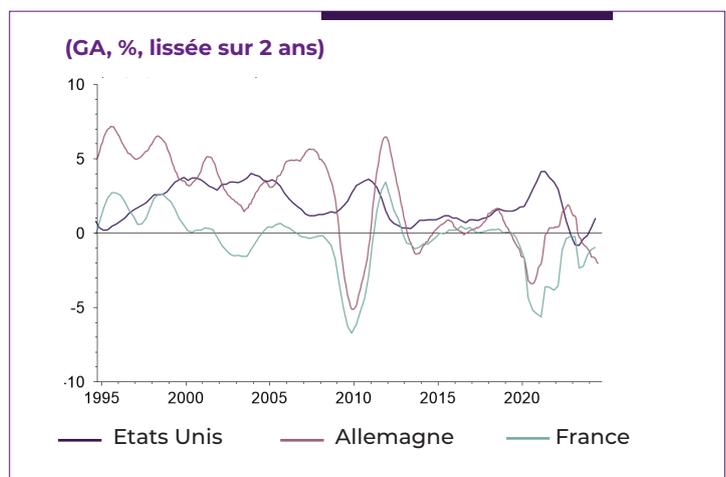
Il est certes difficile d'estimer les bienfaits en termes de productivité d'une telle innovation technologique dont les effets vont se diffuser sur plusieurs années, mais les premiers travaux de quantification des bénéfices de l'IA sont encourageants. Ainsi, pour Goldman Sachs, la productivité aux Etats-Unis pourrait augmenter d'environ 1,5 % par an pendant une décennie et le PIB global

de 7 % sur une période équivalente. Ces promesses sont encourageantes compte tenu du déclin structurel des gains de productivité au cours des dernières décennies.

Pour le moment, il est difficile de déterminer si le rebond que l'on entrevoit récemment aux Etats-Unis préfigure de la tendance de productivité future. Il faudra patienter encore pour déterminer ce qui relève du conjoncturel et du structurel. Les marchés du travail, partout dans le monde, ont été considérablement malmenés par les perturbations de la pandémie. Une partie de la productivité en Europe semble s'être évaporée, alors qu'aux Etats-Unis, on renoue avec des pratiques plus classiques d'efforts de productivité face à un cycle en décélération après une période de « labor hoarding » (attitude de la part des managements qui tentent au maximum de conserver leurs effectifs malgré le freinage anticipé de l'activité). C'est pourquoi un consensus émerge sur l'impact des gains de productivité qui ne serait que très progressif.



PRODUCTIVITÉ



Sources : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management



LE RISQUE POLITIQUE ET LE RETOUR DE LA VOLATILITÉ

Conséquence possible de ces tendances, le risque politique est appelé à faire un retour durable. La technologie promet une aide importante pour limiter les conséquences de la transition démographique qui nous menace. Les gains de productivité permis par l'automatisation et le déploiement de l'IA seront un atout précieux afin de réduire les effets d'une population en âge de travailler moins fournie.

Malgré les promesses technologiques, il sera néanmoins difficile de procéder à des réformes perçues comme impopulaires, parce que reposant sur l'allongement des carrières et la durée du travail. Par ailleurs, le recours plus généralisé à l'immigration pour combler le déficit de force de

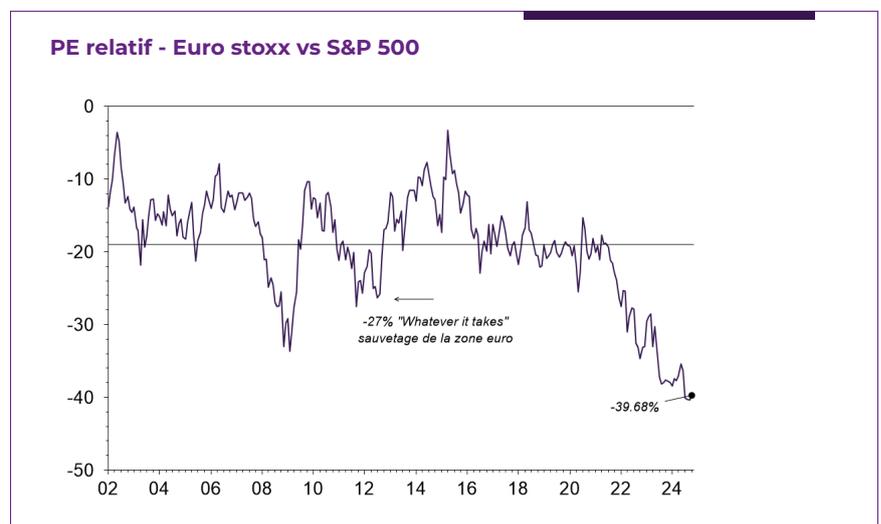
travail paraît inévitable, soulevant, comme on le voit dans la plupart des pays occidentaux, des questions politiques intenses. Et comme si le défi n'était pas déjà important, la contrainte sera renforcée en raison de l'endettement significatif des gouvernements du monde développé. En 2023, la dette publique globale s'approchait des 100 Tn\$ et nombre de pays développés dépassent largement les 100 % de dette rapportée au PIB, avec des déficits publics considérables hérités de la pandémie. D'autant que la pression à venir des régimes sociaux sur les budgets des états s'ajoutera aux dépenses d'investissement importantes pour financer la transition énergétique et les demandes de pouvoir d'achat des populations, alors que le choc inflationniste continue de peser politiquement.

Ainsi, la façon dont les états seront capables de gérer cette transition

démographique, la capacité de réforme des gouvernements, la stabilité des institutions seront autant de facteurs analysés plus spécifiquement par les marchés. Les pays vertueux en termes de finances publiques, qui seront capables de dégager rapidement des budgets quand ils sont nécessaires et réaliseront les investissements d'avenir seront probablement privilégiés. À ce titre, on peut légitimement s'attendre à des pressions politiques plus intenses, avec la volatilité pour conséquence, mais également une divergence des primes de risques entre zones géographiques en fonction de la perception des marchés.

DÉCOTE DE VALORISATION ZONE EURO - ETATS UNIS

Sources : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management



QUELLE ALLOCATION D'ACTIFS À LONG TERME ?

La prise de recul qu'impose un exercice d'allocation d'actifs de long terme appelle à certaines conclusions relativement stables dans le temps. En effet, en dépit de marchés actions proches de leurs plus hauts historiques, les critères d'appréciation du capital le plus important résident tout de même dans la recherche d'exposition au risque des entreprises et la génération de profits.

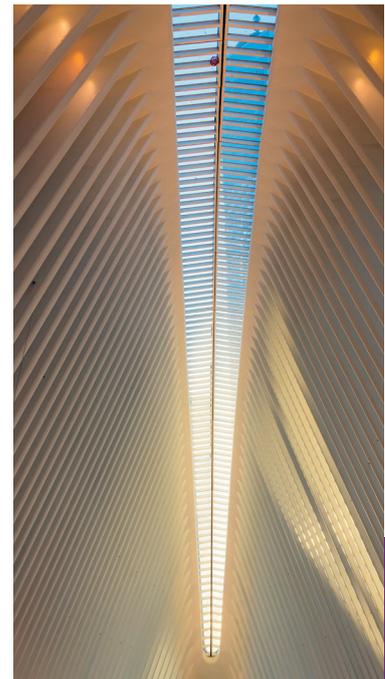
La méthodologie utilisée repose sur deux scénarios macroéconomiques fondés sur les projections des économistes de Natixis CIB pour 2024-2025 qui supposent l'un et l'autre un retour progressif à la croissance potentielle. Le premier scénario (« Retour croissance potentielle »), relativement prudent, implique un retour à une croissance potentielle inférieure à la moyenne des dernières décennies en raison de l'évolution démographique exposée plus haut. Soit une croissance moyenne sur la décennie de l'ordre de 1,7 % aux États-Unis et 1 % en zone euro. Le second scénario intitulé (« Révolution IA ») est plus optimiste et suppose quant à lui un

apport considérable à la productivité grâce à l'intelligence artificielle, permettant de soutenir la croissance potentielle. Dans ce scénario, les États-Unis verraient leur croissance potentielle converger vers 2 % et 1,2 % pour la zone euro.

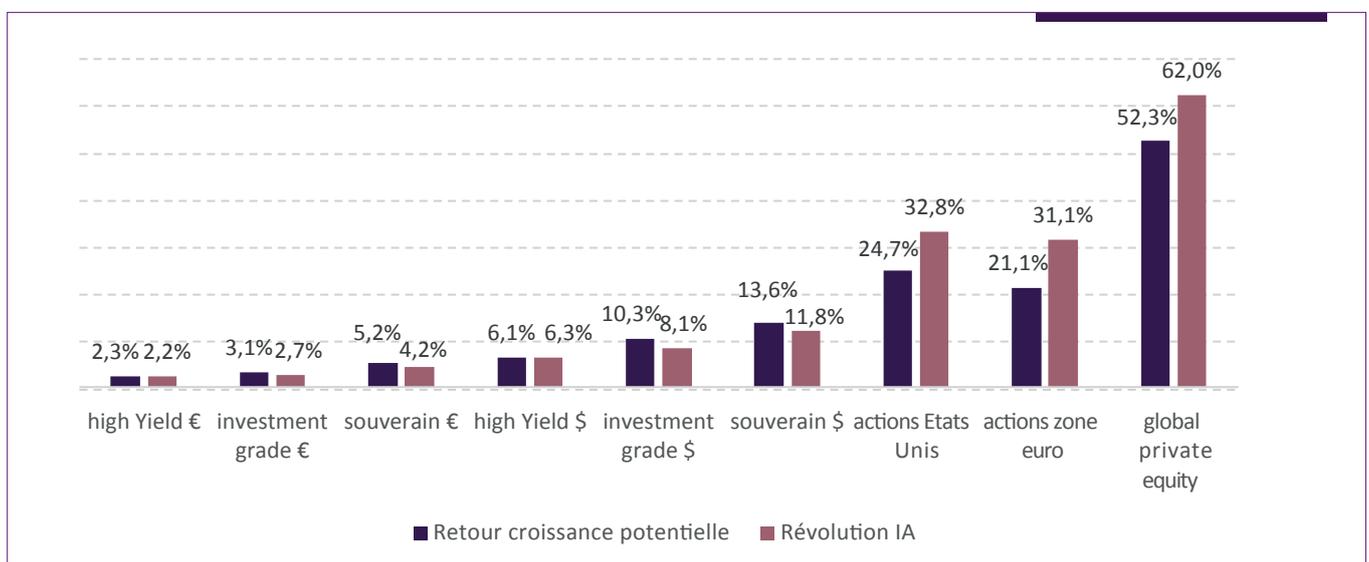
Sur la base des relations historiques entre croissance économique, niveaux de taux d'intérêts et les paramètres propres à chaque classe d'actifs (bénéfices et prime de risque pour les actions, duration et spreads de crédit pour les marchés obligataires), il est possible de déterminer des potentiels théoriques considérant les relations entre chaque facteur au cours des décennies précédentes.

Ainsi, c'est au sein des classes d'actifs risqués que l'on peut espérer la plus forte appréciation du capital, et ce en dépit d'un scénario macroéconomique prudent, avec le Private Equity qui affiche un potentiel compris entre 36 % et 46 % sur la décennie qui s'ouvre et les actions qui offrent des progressions théoriques comprises entre 21 % et 44 %. Du côté des marchés obligataires, c'est essentiellement le moteur de la baisse des taux, et donc l'effet duration qui détermine la hiérarchie des rendements de long terme. Dans les deux scénarios effectivement, un retour à une croissance potentielle

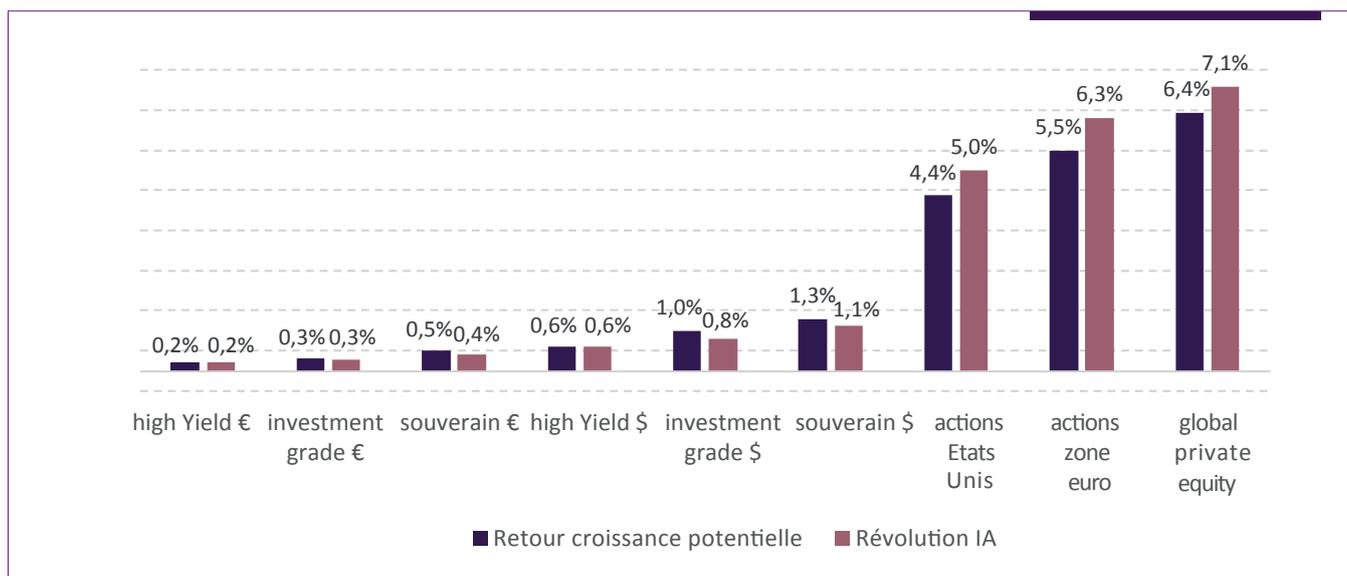
qui, même dopée par les gains de l'IA, implique une baisse des taux et une remontée des spreads de crédits (aujourd'hui sur des plus bas alors que la croissance doit atterrir). Ainsi, les rendements les plus attractifs sont à espérer sur les segments de qualité et les plus sensibles à l'effet de duration (souverain et Investment Grade vs High Yield).



POTENTIELS



RENDEMENTS ANNUALISÉS



Achévé de rédiger le 19/09/2024

Avertissement

Le présent document a un caractère confidentiel. Il est réservé à l'usage strictement personnel de son destinataire et ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu. Il ne doit pas être reproduit, distribué ou publié en totalité ou en partie sans autorisation préalable et écrite de Natixis Wealth Management. Ce document est produit à titre purement informatif et peut être modifié à tout moment sans préavis. Ce document a été réalisé sur la base de données financières et/ou conjoncturelles valables à un instant donné et émanant de sources extérieures à Natixis Wealth Management, qui ne saurait en garantir l'exhaustivité, la pertinence ou la parfaite exactitude. Il appartient donc au destinataire de les vérifier par lui-même ou à l'aide de ses conseils habituels. La responsabilité de Natixis Wealth Management ne saurait être engagée à quelque titre que ce soit en raison des informations contenues dans le présent document ou de l'utilisation qui pourrait en être faite.



www.wealthmanagement.natixis.com

Natixis Wealth Management - 115, rue Montmartre, CS 21818, 75080 Paris CEDEX 02 - Tél. : +33 (0) 1 58 19 70 00 - Fax : +33 (0) 1 58 19 70 70
www.wealthmanagement.natixis.com - Société anonyme à conseil d'administration au capital de 166 117 719,46 euros - 306 063 355 RCS Paris TVA : FR 08 306 063 355 - Établissement de crédit agréé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) - Courtier d'assurances n° ORIAS 07 006 332 - Siège social : 115, rue Montmartre - 75002 Paris - Titulaire de l'identifiant unique REP papiers - n° FR329789_03PTTW délivré par l'ADEME.

