

MARCHÉS FINANCIERS

PERSPECTIVES ET ALLOCATION D'ACTIFS 2025

par Benoît Peloille
Chief Investment Officer

SOMMAIRE



01

**CONVICTIONS
2025**

— p.04

02

**BILAN 2024 :
RIEN N'ARRÊTE
LES ÉTATS-UNIS**

— p.08

04

**MARCHÉS
OBLIGATAIRES
2025 :
S'AFFRANCHIR
DE LA VOLATILITÉ**

— p.20

05

**MARCHÉS
ACTIONS 2025 :
L'EXUBÉRANCE ?**

— p.26

07

**IMMOBILIER :
UNE
AMÉLIORATION
GRADUELLE
EN VUE**

— p.39

03

**SCÉNARIO
2025 : UNE
NORMALISATION
TOUJOURS SANS
DOULEUR ?**

— p.12

06

**ACTIFS PRIVÉS :
À L'ÉPREUVE DE LA
NORMALISATION**

— p.35

CONVICTIONS 2025

Alors que la plupart des économies dans le monde ont subi les effets des resserrements monétaires et ont réalisé leur atterrissage, l'économie américaine a déjoué les pronostics et réalisé une année 2024 en croissance nettement supérieure au potentiel. Si l'entrée dans un cycle de baisse de taux a permis d'entretenir les prévisions d'un freinage modeste de l'activité, l'arrivée de Donald Trump au pouvoir bouscule les prévisions. Les limites de l'exceptionnalisme américain risquent bien d'être testées en 2025.

ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

Toute l'année 2024, le risque de récession a alimenté les anticipations de baisse de taux, pour être finalement une nouvelle fois déjoué. En ce début 2025, et alors que la plupart des banques centrales ont réalisé leur pivot vers l'assouplissement monétaire, l'arrivée au pouvoir de l'administration Trump relance le débat sur la nécessité d'assouplir la politique monétaire. Un nouvel écueil à éviter pour le scénario d'atterrissage de l'économie.

Ailleurs dans le monde, la question de soutenir le cycle, voire de le relancer, se profile de façon de plus en plus urgente...

OBLIGATAIRES SOUVERAINS

La normalisation de l'environnement de taux offre toujours des opportunités en zone euro comme aux États-Unis. Comme en 2024, la volatilité devrait rester importante en raison des risques politiques. La faible visibilité en Europe sur les politiques budgétaires devrait peser sur le sentiment général, et, aux États-Unis, les risques inflationnistes suscités par la nouvelle administration restent à évaluer. Au final, l'assouplissement monétaire en Europe devrait se poursuivre, tandis qu'il devrait être moins immédiat outre-Atlantique.

Privilégier la zone euro, mais ensuite les États-Unis pour le potentiel de baisse des taux redevenu significatif.



Benoît Peloille

Chief Investment Officer
Natixis Wealth Management

OBLIGATAIRES CORPORATE

Du côté du crédit corporate, les spreads ont continué de se resserrer sur l'ensemble de l'année en Europe comme aux États-Unis, revenant à des niveaux proches des plus bas historiques, malgré la hausse des défaillances d'entreprises. Un équilibre impliquant moins de croissance, combinée à une politique monétaire qui tarde à s'assouplir, risque de peser sur l'appétit pour le risque.

Privilégier les obligations IG zone euro dont les spreads sont encore en ligne avec un freinage substantiel du cycle.

ACTIONS

Après deux années de progression significative, tirée essentiellement par les marchés américains et en particulier par les grandes valeurs de technologie, les conditions pour une poursuite de la hausse deviennent de plus en plus difficiles à réunir. Le positionnement particulièrement concentré, les valorisations tendues et les perspectives bénéficiaires plus incertaines plaident pour accentuer la diversification en dehors des thèmes de croissance, tout en conservant un biais prudent.

Niveaux : réaccélération / no landing / soft landing
- S&P 500 : 6000 pts / 5600 pts / 5400 pts
- CAC 40 : 9000 pts / 8000 pts / 7700 pts
- Euro Stoxx : 580 pts / 540 pts / 520 pts

THÉMATIQUES

Si nous privilégions toujours la qualité, nous accentuons l'effort de diversification en dehors des valeurs de technologie américaine. Nous ne souscrivons toujours pas à la menace d'une bulle sur la technologie, mais les valorisations tendues, couplées à des attentes bénéficiaires exigeantes, rendent les marchés actions vulnérables. Cet effort de diversification nous conduit à considérer la zone euro, victime d'une défiance significative des investisseurs et où les valorisations anticipent largement un scénario pessimiste sur la croissance.

De la même manière, les valeurs moyennes (SMID caps) retrouvent selon nous de l'intérêt, la poursuite des baisses de taux de la part des banques centrales l'emportant sur les risques liés aux perspectives bénéficiaires.

De nouveaux plus hauts sont possibles aux États-Unis en début d'année, mais privilégier le potentiel de surprises positives de la zone euro en cours d'année. Les valeurs moyennes (SMID caps) retrouvent enfin de l'intérêt alors que la décrue des taux se confirme.

ACTIFS PRIVÉS

La normalisation des valorisations se poursuit, mais l'engouement reste important. À long terme, si les rendements exceptionnels des dernières années appartiennent probablement au passé, les perspectives restent solides et largement attractives, notamment en relatif à l'univers des actifs cotés.

IMMOBILIER

Toujours en proie aux effets des mutations structurelles, en particulier dans l'immobilier de bureaux, mais aussi dans la logistique, la classe d'actifs peut espérer bénéficier d'un environnement de taux plus clément et entrevoir un retour progressif à une meilleure fortune.

Prudence réitérée sur les bureaux, privilégier le prime, la, logistique, l'hôtellerie et l'immobilier géré (co-working, co-living, services de santé...).



BILAN 2024 : RIEN N'ARRÊTE LES ÉTATS-UNIS

Alors que le reste du monde a finalement atterri, l'économie américaine a continué de croître à un rythme bien supérieur à son potentiel. L'exercice d'allocation d'actifs a été marqué en 2024 par cet exceptionnalisme américain.

MESSAGES CLÉS

L'économie américaine refuse d'atterrir

Un environnement qui a été favorable pour les actifs risqués...

... mais une situation plus contrastée en dehors des États-Unis

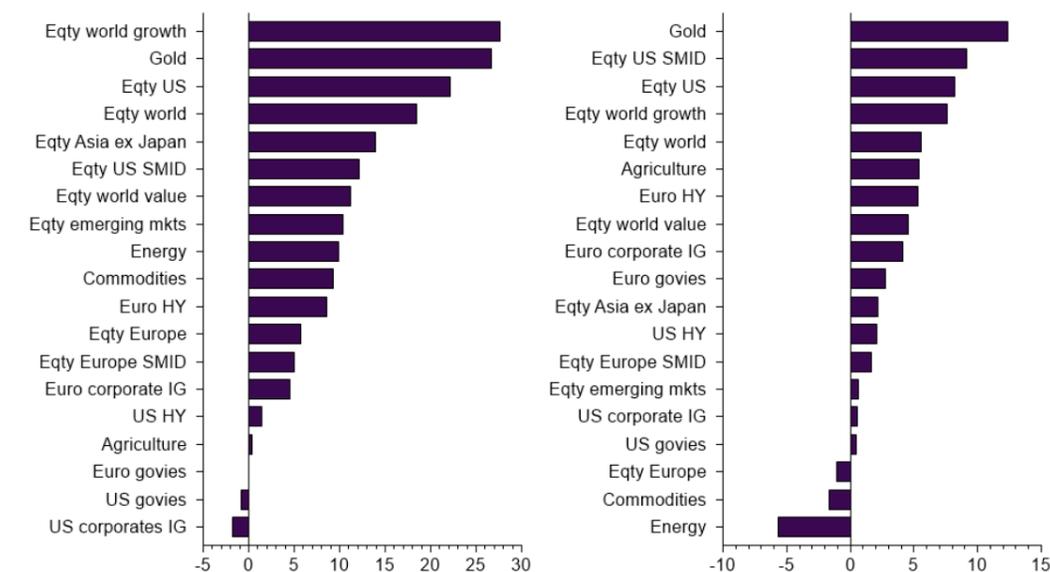
LES ÉTATS-UNIS ET LE RESTE

Les actions américaines ont continué de constituer le moteur principal de l'allocation d'actifs en 2024. Si les taux aux États-Unis et en Europe ont effectivement franchi leur pic au S2 2023, la décrue ne s'est pas réalisée en ligne droite en 2024. La combinaison de perspectives de baisse des taux, alors que l'inflation s'approche de l'objectif et que la croissance freine peu, a constitué un environnement favorable à l'appétit pour le risque. Alors que nous anticipions un freinage plus prononcé de l'économie américaine, celle-ci a été encore très largement soutenue par la consommation, mais aussi par une politique budgétaire très expansionniste, repoussant encore les effets négatifs du resserrement monétaire. Cette perspective d'atterrissage en douceur du cycle continue de se déclinier, permettant aux actifs risqués d'évoluer près de leurs plus hauts historiques, alors que nous anticipions un freinage plus prononcé.

Les valeurs de croissance, grâce au poids que représentent les valeurs de technologies, sont les grandes gagnantes des performances 2024 en relatif. Notre prudence sur les actions a donc pu être atténuée par le biais de style, et en particulier notre préférence pour les valeurs de technologie, malgré les craintes de bulles.

En dehors des États-Unis, la situation est plus équivoque. Si les actions ont effectivement progressé en zone euro, les performances y sont nettement moins soutenues, et au cours des six derniers mois, les marchés obligataires ont battu les actions. Ainsi, l'obligataire d'entreprise de bonne qualité se distingue de la même manière sur la seconde partie de l'année.

PERFORMANCES PAR CLASSES D'ACTIFS % change, YTD, 6M



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

On retiendra aussi le rebond récent des valeurs moyennes sous l'effet de l'élection de Donald Trump, perçue comme une bonne nouvelle pour les thématiques plus domestiques alors que la remontée des barrières douanières apparaît comme sa grande priorité. Enfin, l'or confirme sa place d'actif de diversification dans une allocation, outil précieux de couverture des risques géopolitiques.

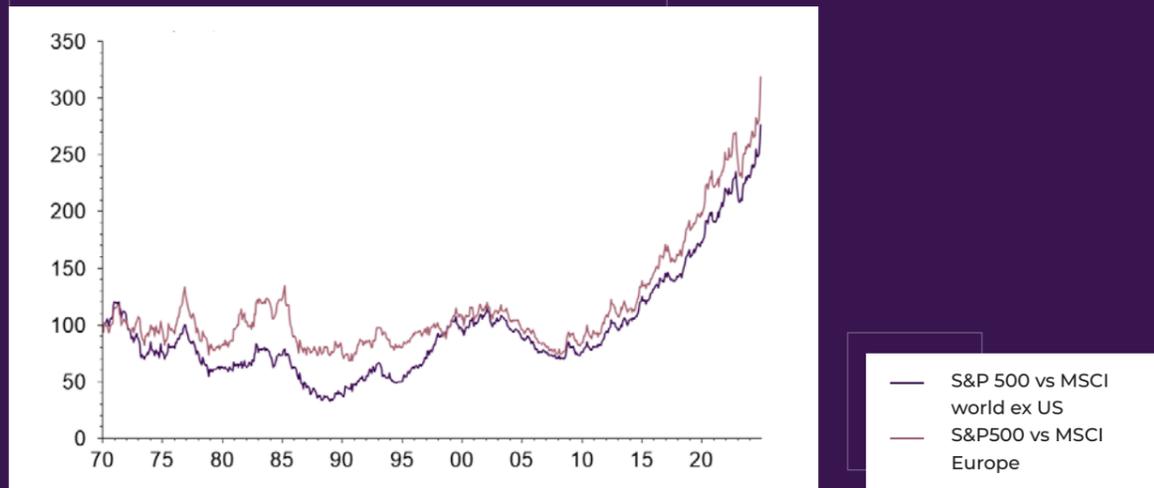
La surperformance des États-Unis n'est pas nouvelle, mais elle atteint aujourd'hui des proportions qui soulèvent la question de la soutenabilité d'une telle évolution. En effet, depuis 2008, la surperformance des actions

américaines atteint plus de 230 % par rapport au reste du monde, si bien que le poids des valeurs américaines au sein de la cote mondiale s'établit à près de 75 % (indice MSCI World). Cet équilibre apparaît d'autant plus fragile que cette progression, en 2024, a été réalisée grâce à un nombre d'entreprises limité.

L'exceptionnalisme américain, jusqu'où ?

PERFORMANCE RELATIVE DES ÉTATS-UNIS VS EUROPE ET VS RESTE DU MONDE HORS ÉTATS-UNIS

Rebasé, en \$



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

CONCENTRATION INDEX États-Unis

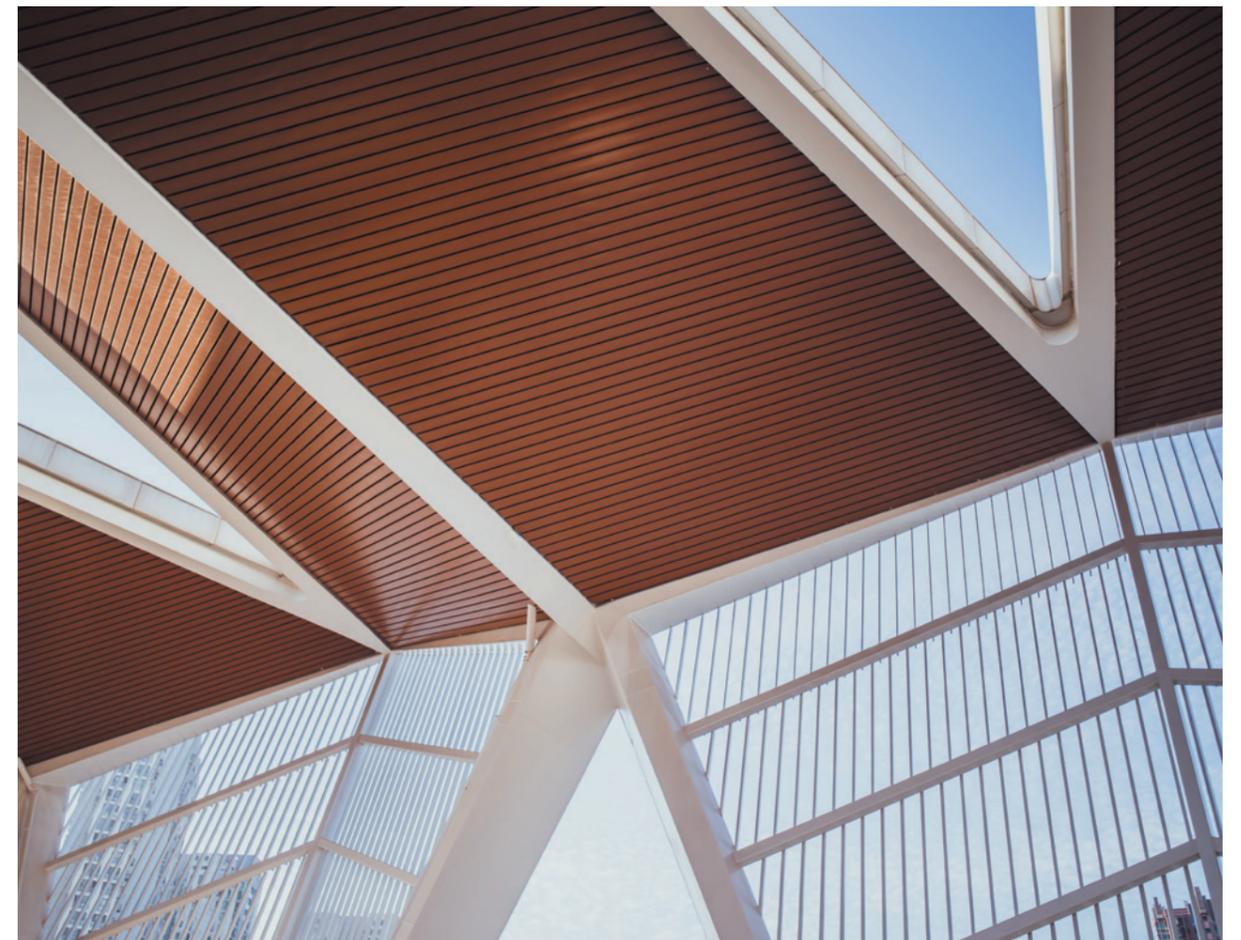


Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

Si l'élection du nouveau président américain a été accueillie avec enthousiasme par les marchés, ramenant la volatilité anticipée proche des plus bas, les pics de volatilité durant l'année écoulée ont détérioré la qualité de la performance des actifs risqués. Ainsi, ajustée du risque, la performance des marchés obligataires en Europe apparaît supérieure à celle des marchés actions. Cela n'est néanmoins pas le cas aux États-Unis, où l'excellente performance des actions a largement justifié la prise de risque.

PERFORMANCE AJUSTÉE DU RISQUE*	EUROZONE	ÉTATS-UNIS
Actions	0,1	2,6
Obligations (souveraines)	1,3	0,16
Obligations (entreprises IG)	1,2	0,32
Actif monétaire	0,12	0,2

* Ratio de Sharpe = Rdts mensuels annualisés vs actif sans risque / volatilité



SCÉNARIO 2025 : UNE NORMALISATION TOUJOURS SANS DOULEUR ?

Prévisions
macroéconomiques Natixis

Alors que la plupart des économies dans le monde ont subi les effets des resserrements monétaires et réalisé leur atterrissage, l'économie américaine a déjoué les pronostics et réalisé une année 2024 en croissance nettement supérieure au potentiel. Si l'entrée dans un cycle de baisse de taux a permis d'entretenir les prévisions d'un freinage modeste de l'activité, l'arrivée de Donald Trump au pouvoir bouscule les prévisions. Un tel programme pro-croissance est-il compatible avec la maîtrise de l'inflation ? La Fed sera-t-elle en capacité de poursuivre sa normalisation monétaire ? Les États-Unis peuvent-ils continuer de diverger à ce point du reste du monde ?

	CROISSANCE DU PIB (%)					INFLATION (%)				
	2024	2025	Chg	2026	Chg	2024	2025	Chg	2026	Chg
États-Unis	2,7	1,9	↘	1,7	→	2,9	2,4	↗	2,3	→
Amérique latine*	1,8	1,8	→	2,1	→	16,5	7,0	→	4,9	→
Brésil	3,1	1,9	→	1,8	→	4,6	3,9	→	3,5	→
Mexique	1,6	0,7	→	1,8	→	4,4	4,1	→	3,5	→
Royaume-Uni	0,9	1,5	↗	1,4	→	2,5	2,5	↗	2,1	→
Zone euro	0,8	1,3	→	1,2	→	2,3	2,0	→	1,8	→
Allemagne	- 0,1	0,7	↘	1,2	→	2,4	2,1	↗	1,9	→
France	1,1	0,9	→	1,0	→	2,3	1,7	→	1,8	→
Italie	0,5	0,9	↘	0,6	→	1,1	1,7	↗	1,5	→
Espagne	3,0	2,3	→	2,1	→	2,8	2,0	↗	2,0	→
Europe centrale**	2,2	3,1	↘	3,0	→	3,5	3,9	↗	3,0	→
Chine	4,8	4,5	→	4,2	→	0,5	1,0	→	1,5	→
Japon	- 0,2	1,1	↘	0,6	→	2,4	1,9	→	1,7	→
Asie hors Chine et Japon ***	4,0	3,9	→	3,9	→	2,5	2,5	→	2,5	→
Inde (AF)	6,5	6,4	→	6,6	→	4,6	4,5	→	4,3	→
Corée du Sud	2,4	2,2	→	2,1	→	2,4	2,0	→	1,8	→
Économies développées	1,6	1,6	→	1,4	→	2,7	2,2	→	2,1	→
Économies émergentes	4,0	4,1	↗	4,2	→	5,5	4,1	→	3,3	→
Monde (PPA)	2,9	2,9	→	2,9	→	-	-	-	-	-

* inflation et PIB hors Venezuela

** Pologne, Hongrie, République tchèque

*** Inde, Corée, Taïwan, Malaisie, Singapour, Indonésie, Philippines, Vietnam

MESSAGES CLÉS

Le freinage a à peine commencé pour l'économie américaine

L'élection de Donald Trump constitue une menace pour le scénario consensuel

La zone euro à risque de décrochage

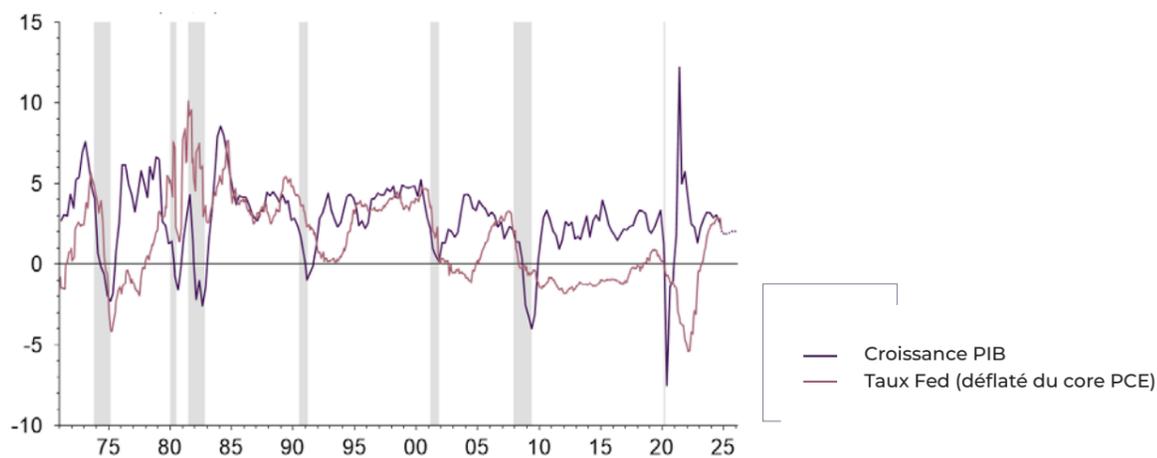
LA MAÎTRISE DE L'INFLATION IMPLIQUE UN FREINAGE PLUS PRONONCÉ

Avec une croissance qui devrait s'établir autour de 2,7 % en 2024, soit proche du rythme de 2023 (2,9 %), l'économie américaine a surpris par sa solidité et déjoué les pronostics pessimistes, une nouvelle fois. Pour 2025, nos économistes ont légèrement revu leurs attentes à la hausse et anticipent une poursuite de l'atterrissage du cycle avec une croissance autour de 1,9 % (consensus à 2,1 %).

Cette bonne surprise sur la croissance s'explique par plusieurs facteurs dont la résilience du consommateur, qui a continué de mobiliser son épargne, rassuré notamment par un marché du travail toujours dynamique et un bilan plus résistant qu'à l'accoutumée aux taux d'intérêt élevés (endettement à taux fixe majoritaire). Par ailleurs, l'économie américaine a pu compter sur une politique fiscale particulièrement généreuse avec un déficit qui s'achemine vers les 7 %. Enfin,

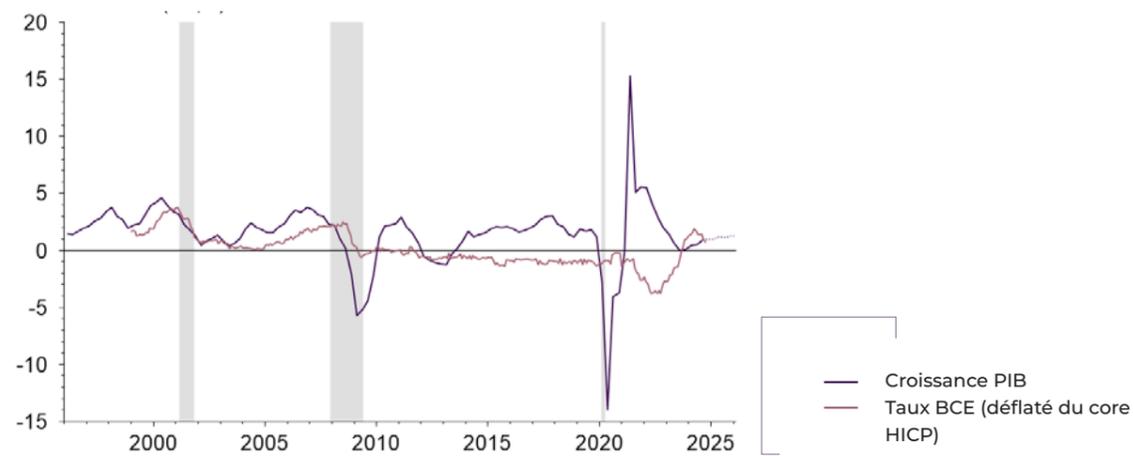
le pilotage de la Fed, qui a maintenu des conditions de liquidités favorables sur les marchés, a permis d'éviter les mauvaises surprises qui accompagnent habituellement les phases de resserrement monétaire et précipitent les récessions. Consciente de la nécessité d'anticiper le freinage du cycle, la Fed a donc opéré son pivot rapidement afin d'éviter, comme en zone euro, que les taux réels ne soient supérieurs à la croissance et ne pèsent de façon inappropriée sur le cycle.

TAUX RÉELS ET CROISSANCE États-Unis (Glissement Annuel (GA), %)



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

TAUX RÉELS ET CROISSANCE Zone euro (Glissement Annuel (GA), %)



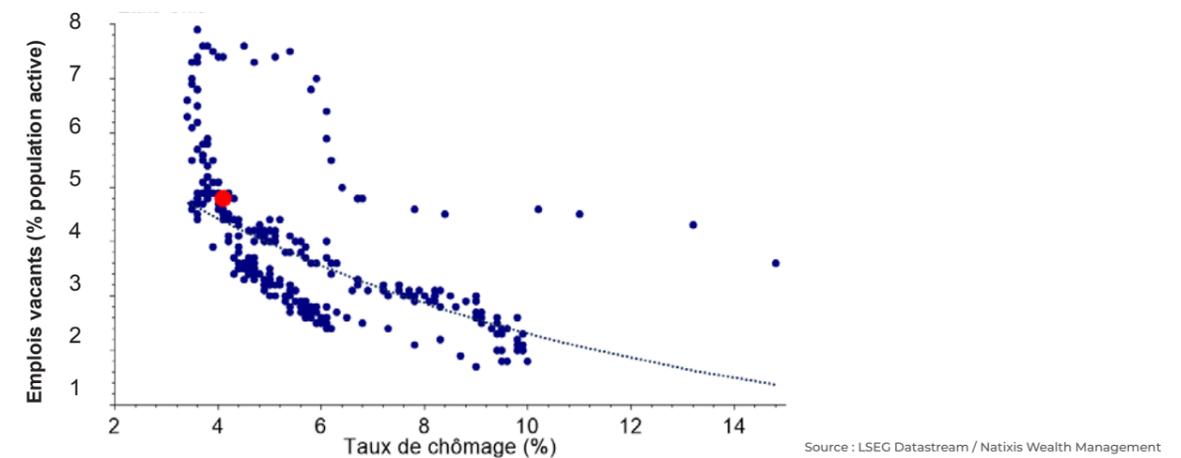
« core HICP » / Core HICP : inflation cœur (hors matières premières – core Harmonised Indices of Consumer Prices)

Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

En 2025, le consommateur américain devrait être tout de même moins vigoureux. Le stock d'épargne étant probablement largement épuisé, les perspectives sur le marché du travail apparaissent déterminantes pour préserver son moral. À ce titre, le marché du travail poursuit sa normalisation, mais, on l'a vu durant l'été dernier, celle-ci peut rapidement se transformer en véritable dégradation. Bien que la dynamique des créations d'emplois ait récemment pu enrayer la tendance de remontée du taux chômage, qui était compatible avec une entrée en récession, les signes de refroidissement du marché de l'emploi restent nombreux. En témoignent la contraction prolongée de l'emploi à temps plein, l'augmentation de la durée moyenne du chômage

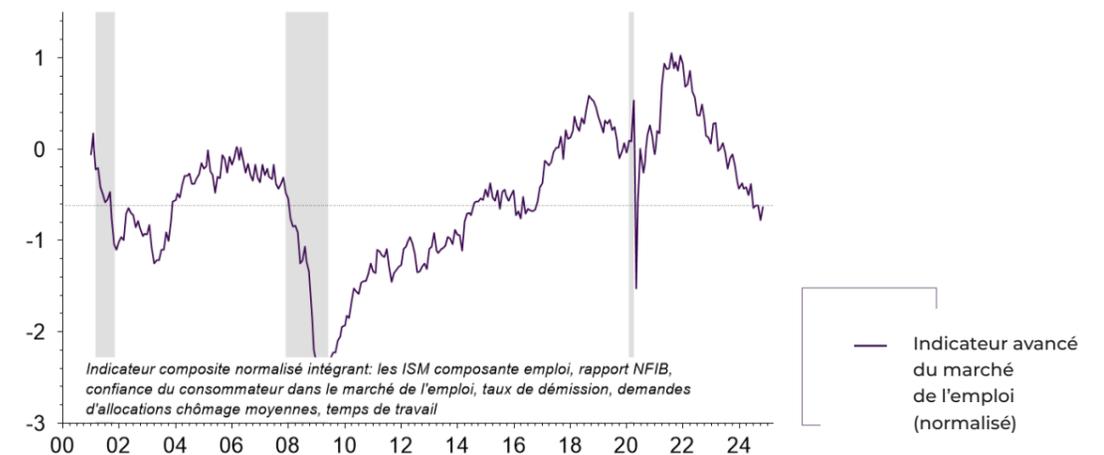
ou encore la poursuite de la baisse du nombre d'emplois non pourvus. Avec 7,5 millions d'emplois non pourvus, le degré de tension sur le marché du travail est revenu à son niveau d'avant-Covid. Rapportés à la population en âge de travailler, les emplois non pourvus sont de retour à leurs niveaux de 2018. Historiquement, une poursuite de cette tendance est compatible avec une remontée du taux de chômage (courbe de Beveridge qui souligne le lien entre part des emplois non pourvus et taux de chômage ci-dessous). Notre indicateur de momentum des conditions sur le marché du travail a poursuivi son repli et souligne qu'il est encore trop tôt pour écarter une reprise de la hausse du chômage.

COURBE DE BEVERIDGE États-Unis



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

MOMENTUM DU MARCHÉ DE L'EMPLOI États-Unis



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

Par ailleurs, il est encore difficile de savoir avec certitude si la normalisation en cours sera finalement suffisante pour aboutir à la maîtrise de l'inflation. Les différentes mesures de cette dernière poursuivent leur décrue vers l'objectif de la Fed, mais le rebond récent sous-tend, une nouvelle fois, des doutes quant à la dynamique des salaires qui n'est toujours pas compatible avec une inflation stabilisée autour de 2 %. L'inflation sous-jacente (hors matières premières) serait notamment plus proche de 3 % d'après l'évolution actuelle des salaires. Si le marché du travail venait à rebondir, empêchant le retour à la normale des salaires, sous l'effet d'une politique migratoire plus stricte par exemple, la Fed pourrait se voir dans l'incapacité de poursuivre son assouplissement monétaire, voire être contrainte de durcir sa rhétorique.

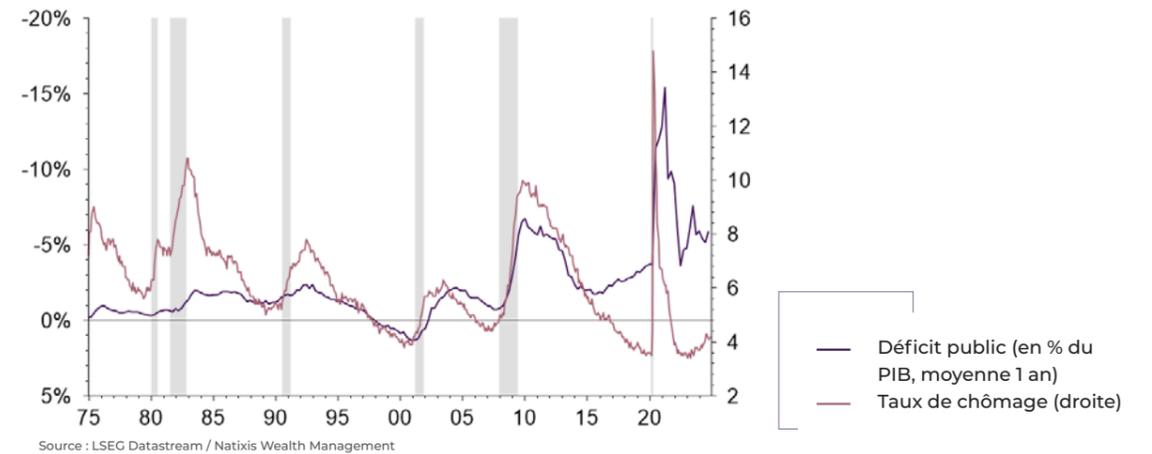
L'EFFET TRUMP BIENTÔT CONFRONTÉ À SES LIMITES

L'arrivée au pouvoir de Donald Trump signifie pour les investisseurs la prolongation des baisses d'impôts consenties durant son premier mandat et une vague de dérégulation aboutissant à une politique résolument pro-croissance. Outre le volet potentiellement inflationniste, une limite importante à son action pourrait bien être la problématique de la dette. Si la remontée récente du taux à dix ans américain relève probablement plus de la prise en compte du risque inflationniste que d'une véritable désaffection de la part des investisseurs, l'administration Trump pourrait être rapidement confrontée à des conditions de placement de la dette moins favorables que l'administration sortante.

En effet, celle-ci a profité d'une situation de liquidité très favorable pour poursuivre une politique budgétaire aussi expansionniste, la plus généreuse en dehors des périodes de récession. Depuis le mois de juin 2024, la dette américaine a progressé de près de 1 000 milliards de dollars supplémentaires pour un stock qui avoisine les 36 trillions de dollars ! Si l'administration Biden a pu se permettre autant de dépenses, en particulier dans un contexte de réduction de la taille du bilan

de la Réserve fédérale américaine, c'est grâce à des facilités de dépôt mises en place depuis quelques années et qui ont accueilli une masse de liquidités disponibles considérable au cours des dernières années. Celles-ci ont pu être mobilisées aisément, mais elles sont désormais proches de l'épuisement. Ainsi, ce sont les réserves des banques qui risquent d'être mises à contribution à l'avenir. Si la dynamique de dépense se poursuit à un tel rythme, la liquidité risque de poser une limite tangible à la fuite en avant de la dette publique. La création d'un département d'État dédié à l'efficacité, avec à sa tête Elon Musk, constitue à ce titre une différence fondamentale avec la politique menée en 2017. Les baisses d'impôts pourraient désormais être accompagnées de réductions de dépenses significatives. Des coupes de près de 2 000 milliards ont été évoquées au cours de la campagne. Un tel effort sur la dépense implique un impact négatif sur la croissance, probablement bien supérieur aux bénéfices obtenus par les promesses fiscales et la dérégulation.

DÉFICIT PUBLIC ET TAUX DE CHÔMAGE États-Unis



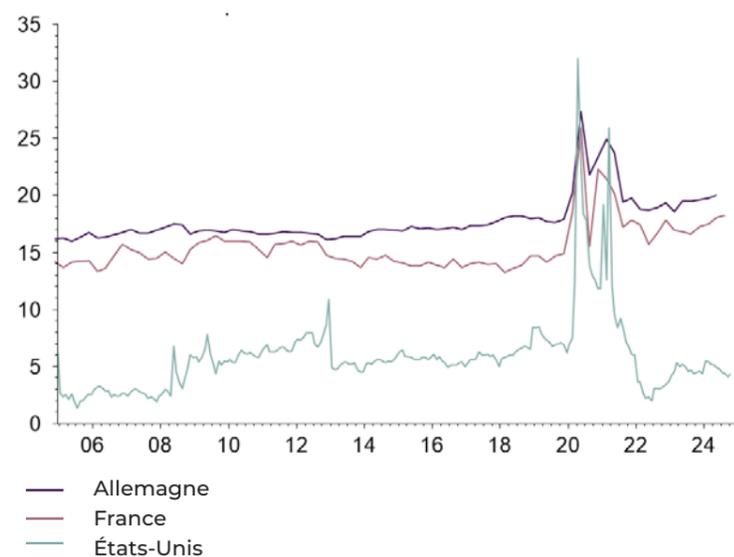
ZONE EURO : DÉCOUPLAGE OU DÉCROCHAGE ?

Nos économistes anticipent une reprise modeste de la zone euro, permise par l'effet positif de la baisse de l'inflation sur le revenu réel des ménages. Ainsi, la zone euro devrait afficher une progression du PIB de 1,3 % en 2025 (1,2 % pour le consensus) en dépit d'une croissance modeste de ses deux principaux moteurs que sont l'Allemagne et la France, attendues respectivement en croissance de 0,7 et 0,9 %. La transmission de l'effet de revenu positif permis par la désinflation est en partie compensée par la hausse des taux d'épargne, du fait de l'incertitude perçue par les ménages européens. En France comme en Allemagne, les taux d'épargne sont nettement supérieurs à l'avant-Covid (à rebours des États-Unis) avec respectivement 18 et 20 % (4,4 % aux États-Unis).

Le contexte géopolitique justifie probablement une partie de cette épargne supplémentaire, mais la situation politique, particulièrement en France, devrait continuer de contribuer à la prudence générale. La perspective d'un pays ingouvernable et dans l'incapacité de dresser un budget crédible pour revenir vers les objectifs budgétaires européens risque de peser sur la visibilité, et donc sur les perspectives de croissance. Le scénario d'un stress de marché majeur à l'image de la crise des dettes souveraines de 2011-2012 reste encore pour le moment largement peu probable. Néanmoins, les répercussions sur la croissance accentuent le risque de révision en baisse du scénario à la fois sur la croissance et sur l'inflation en zone euro. La BCE devrait donc avoir la possibilité de poursuivre voire d'accélérer l'assouplissement monétaire, afin de soutenir le cycle et éviter le retour d'une inflation sous l'objectif.

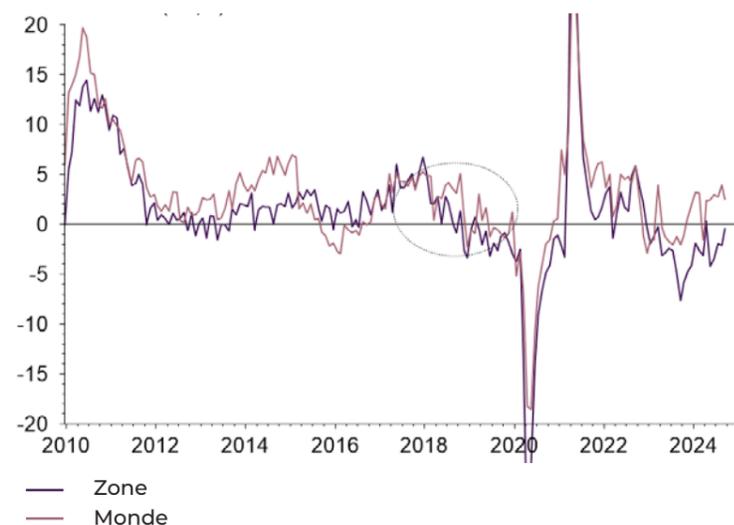


TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES En % du revenu disponible



Sources : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

EXPORTATIONS MONDIALES en volume (GA, %)



Sources : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

Enfin, la perspective d'une hausse des barrières douanières de la part de la nouvelle administration américaine pourrait peser également sur la zone euro, déjà à l'épreuve du ralentissement chinois. Le nouveau président élu promet de relever les droits de douane sur la zone euro de 20 % et 60 % à l'égard de la Chine, ce qui pourrait affaiblir le commerce mondial, dont la zone euro est particulièrement dépendante. Lors du premier mandat Trump, les annonces régulières de hausse de tarifs douaniers avaient alimenté la volatilité sur les marchés. Le commerce mondial en avait été affecté, avec un retournement de tendance dans les volumes d'exportations, et la zone euro en avait souffert de manière plus significative. Néanmoins, l'impact avait été relativement modéré grâce à une recomposition des échanges en faveur d'autres pays. Si l'on peut douter de l'application concrète de promesses aussi agressives, la rhétorique de Donald Trump laisse entendre une conviction forte sur ce sujet, fondée sur une base idéologique cette fois plus affirmée, allant probablement plus loin que la logique de négociation bilatérale.

MARCHÉS OBLIGATAIRES 2025 : S’AFFRANCHIR DE LA VOLATILITÉ

Les taux d'intérêt ont connu en 2024 une volatilité importante en raison de la trajectoire de l'inflation, mais aussi, largement, à cause du contexte politique aux États-Unis comme en zone euro. Néanmoins, le pic des taux semble bien avoir été franchi en octobre 2023, et la décrue se poursuit sous l'effet de la normalisation des politiques monétaires.

MESSAGES CLÉS

La normalisation de l'environnement de taux est toujours en cours

Les rendements obligataires offrent toujours des opportunités dans le cadre d'un scénario de freinage de la croissance

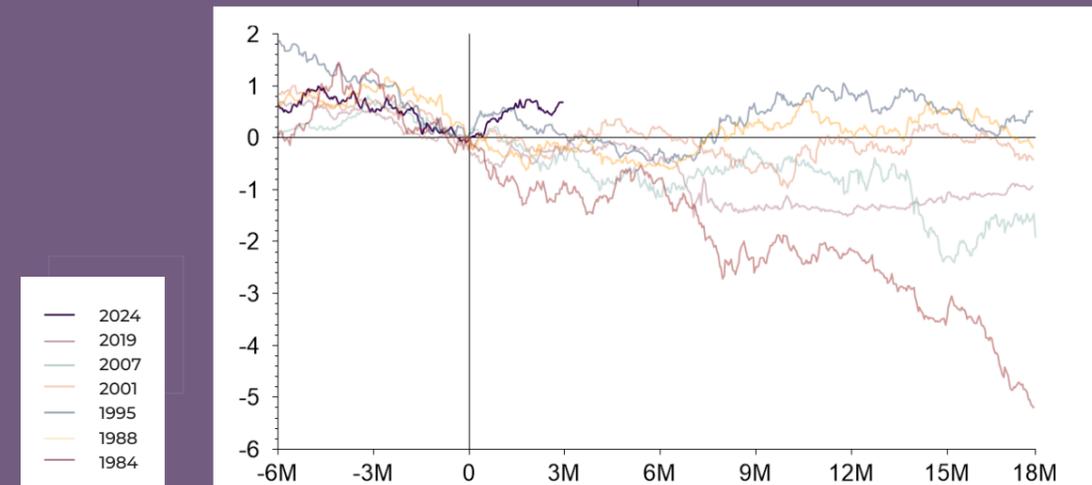
Des valorisations plus attractives sur l'investment grade (IG) et en zone euro

UNE TRAJECTOIRE VOLATILE

Le pic des taux atteint en octobre 2023 s'est finalement trouvé confirmé par les premiers ajustements de la part des grandes banques centrales. Ainsi, depuis la première baisse de taux de la BCE en juin 2024, les taux longs européens ont suivi une trajectoire à peu près en ligne avec les évolutions historiques constatées durant les phases d'assouplissement monétaire. Aux États-Unis, la lecture est moins évidente, notamment du fait de la décrue plus incertaine de l'inflation en raison d'une croissance nettement plus solide, mais également de la perspective d'une administration pro-croissance susceptible de faire repartir à la hausse la dynamique des prix. Les promesses de hausse des barrières douanières, mais également une politique plus stricte à l'égard de l'immigration illégale, pourraient être de nature à remettre en cause la stabilisation de l'inflation à l'objectif désiré par la Réserve fédérale.

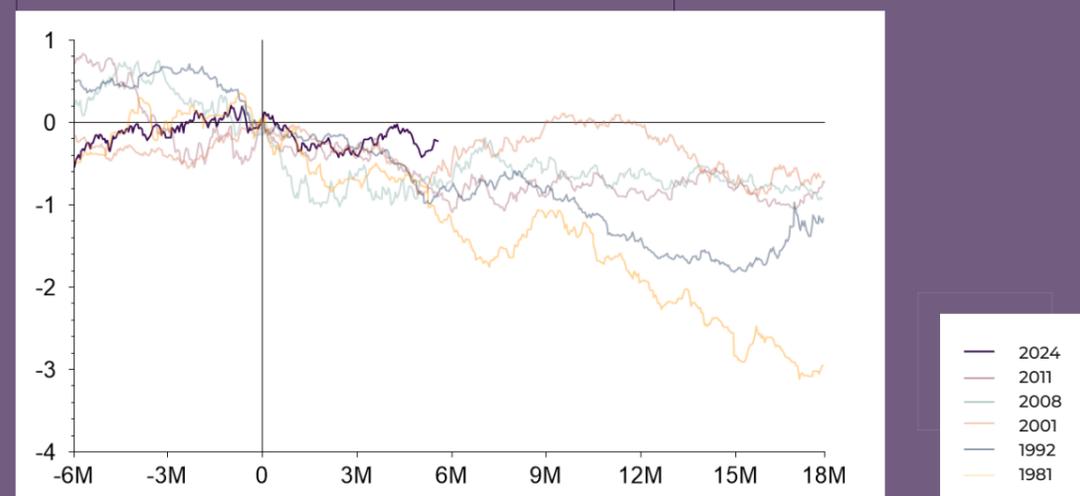
Une décrue plus évidente en zone euro

TAUX 10 ANS AV/AP PREMIÈRE BAISSÉ DE TAUX États-Unis (en pts)



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

TAUX 10 ANS AV/AP PREMIÈRE BAISSÉ DE TAUX Zone euro (Bund, en pts)



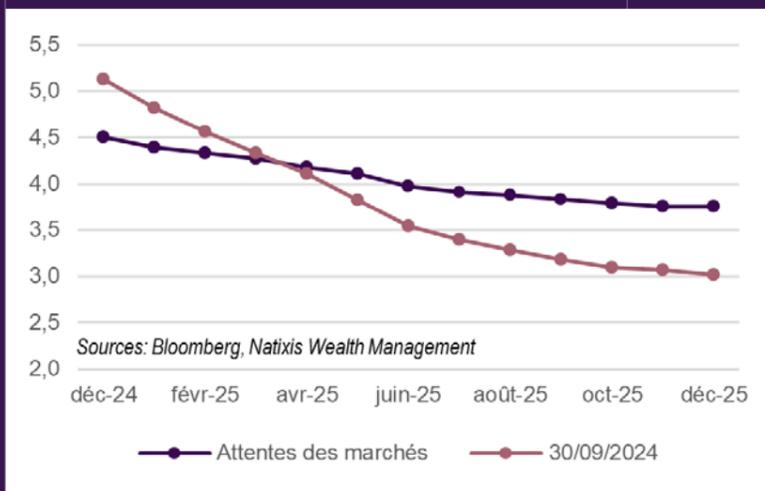
Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

LA DIVERGENCE ÉTATS-UNIS/EUROPE

Depuis environ six mois, convaincus des baisses de taux à venir, les investisseurs ont privilégié les marchés obligataires aux actions en zone euro, reflet de perspectives de croissance plus faibles. Outre-Atlantique, la surperformance des actions s'est poursuivie en ligne avec une croissance toujours sur un rythme élevé.

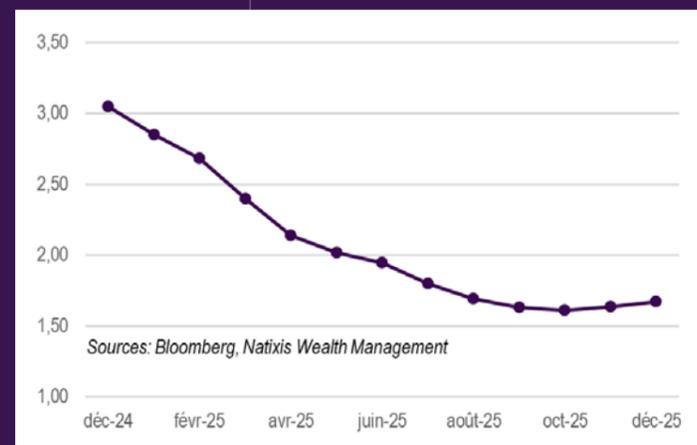
Les baisses de taux restent en vue

TRAJECTOIRE TAUX FED (%)



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

TRAJECTOIRE TAUX BCE (%)



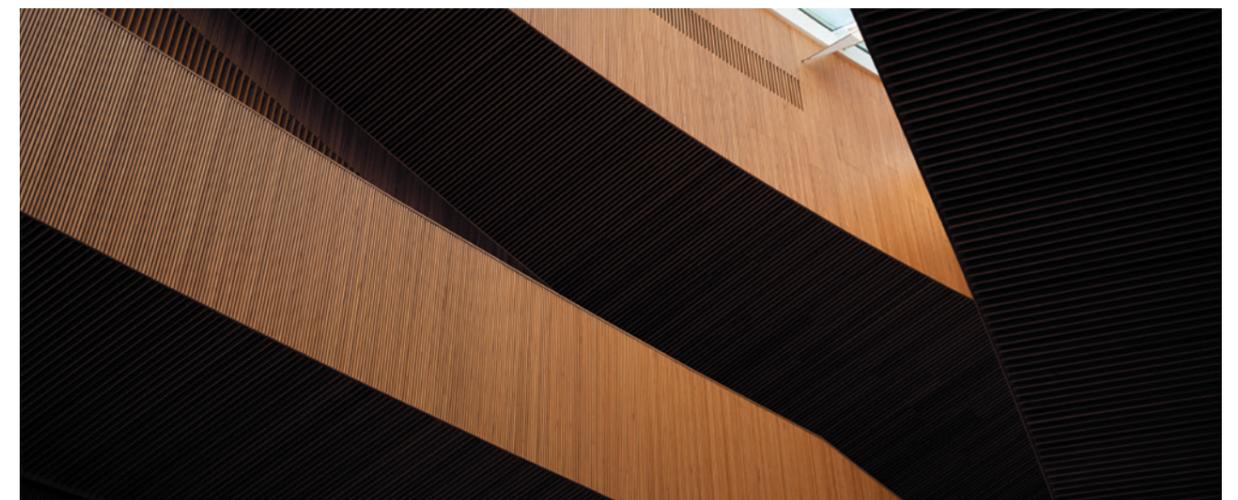
Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

La perspective d'une politique pro-croissance reposant sur la dérégulation et les baisses d'impôts séduit pour le moment les marchés américains, au-delà des potentielles conséquences inflationnistes de la nouvelle administration au pouvoir. Néanmoins, la promesse d'efficacité passant par des coupes budgétaires significatives implique un impact transitoirement négatif sur la croissance. Si les promesses sont tenues, l'impact des baisses d'impôts devrait être compensé par une perte de croissance consécutive à la baisse des dépenses publiques. Un tel scénario implique à court terme un environnement avec moins de croissance et un risque inflationniste plus prononcé, un casse-tête pour la Réserve fédérale américaine et une menace sérieuse pour le scénario d'atterrissage en douceur en cours. En effet, malgré un freinage plus prononcé de la croissance, celle-ci ne serait pas en mesure de délivrer les baisses de taux anticipées, ce qui pourrait faire dérailler le scénario consensuel. Les marchés attendent désormais un assouplissement monétaire plus modeste avec entre 75 bp et 100 bp de détente attendue d'ici décembre 2025 (contre 150 bp en septembre 2024).

Si le risque de redémarrage de l'inflation semble bien identifié et constitue probablement une résistance à la poursuite de la baisse des taux, un autre scénario pourrait, au contraire, faire baisser plus rapidement que prévu les taux américains. Les économistes s'accordent sur la difficulté de réduire la dépense à hauteur des promesses de campagne. Un tel effort, sans être impossible (il s'agirait de revenir au budget fédéral d'avant COVID), impliquerait nécessairement des débats importants, même au sein de la majorité républicaine, car il concernerait des dépenses

sociales pour les plus démunis ou même des crédits à la défense. Sans les économies promises, la baisse des impôts se traduirait donc par une nouvelle ouverture du déficit et une nouvelle fuite en avant de la dette, après une administration largement critiquée pour sa gestion dépensière. Alors que les conditions de liquidité sur les marchés obligataires souverains risquent d'être moins favorables (voir scénario macro), la difficulté à placer la dette pourrait se traduire, non pas par une remontée des rendements, mais par une baisse plus rapide et importante que prévu en raison d'une Fed contrainte de fluidifier les marchés obligataires comme fin 2018. À l'époque, Janet Yellen s'était vue contrainte de baisser rapidement les taux et d'interrompre le programme de réduction du bilan de la Fed, malgré un environnement de croissance solide. En quelques mois, les taux longs américains avaient abandonné plus de 150 bp et les marchés actions avaient subi un trou d'air significatif.

En zone euro, les baisses de taux sont bien engagées et la BCE devrait poursuivre son assouplissement monétaire. Il existe un risque important de revoir à la baisse les perspectives en raison de la faible visibilité, qui entretient une épargne élevée (supérieure à celle d'avant-Covid), mais aussi en raison de la possibilité de hausses de barrières douanières et de leur effet négatif sur le commerce mondial. Nos économistes voient les taux de la BCE aboutir à 2 % dès juin 2025. Les marchés anticipent même un passage sous 2 % au cours du second semestre 2025.

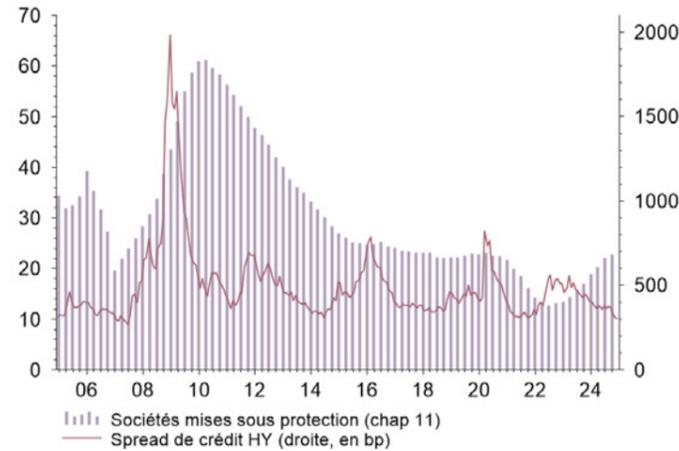


LE CRÉDIT EN EUROPE TOUJOURS ATTRACTIF

Du côté du crédit corporate, les spreads ont continué de se resserrer sur l'ensemble de l'année en Europe comme aux États-Unis, pour revenir sur des niveaux proches des plus bas historiques, malgré la hausse des défaillances d'entreprises. Au-delà de la poursuite d'une croissance toujours solide aux États-Unis, les marchés ne semblent pas redouter les conséquences de la hausse des faillites et du cercle vicieux des défauts, comme en témoigne la bonne performance des segments high yield des deux côtés de l'Atlantique.

Appétit pour le risque vs hausse des défaillances

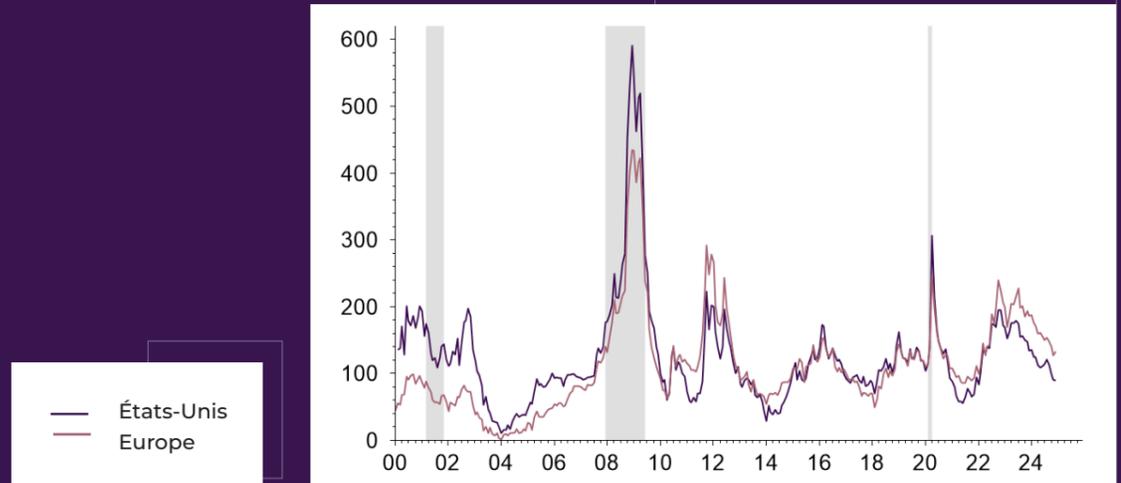
DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES États-Unis



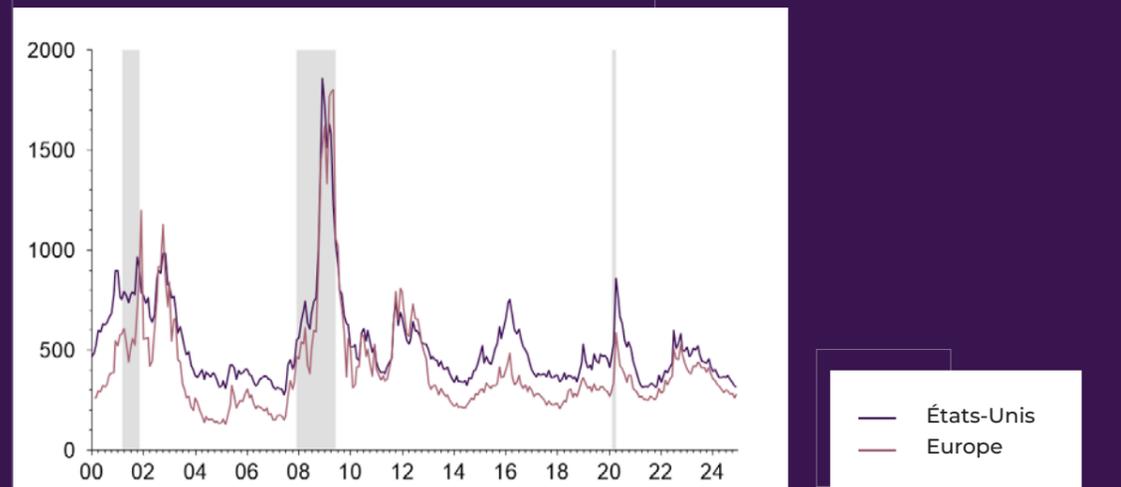
Sur le HY comme sur l'IG, l'Europe a surperformé les États-Unis, profitant de perspectives de baisses de taux plus claires en raison de la dégradation de la visibilité sur le cycle. La compression des spreads a également contribué à la surperformance européenne, probablement en raison de valorisations plus attractives. À ce titre, nous continuons de privilégier les obligations d'entreprises de bonne qualité en Europe car, même si les spreads ont continué de se resserrer, ils restent en ligne avec un scénario encore prudent en anticipant une stagnation de l'économie européenne. Aux États-Unis en revanche, d'après les relations historiques, le potentiel d'écartement reste significatif, même dans le cadre d'un scénario consensuel de freinage modéré de la croissance.

Un potentiel d'écartement des spreads important aux États-Unis

SPREADS DE CRÉDIT INVESTMENT GRADE vs taux 10 ans



SPREADS DE CRÉDIT HIGH YIELD vs taux 10 ans



MARCHÉS ACTIONS 2025 : L'EXUBÉRANCE ?

Après deux années de progression significative soutenue par une économie solide et des profits convaincants, les marchés actions américains semblent inarrêtables, alors que les fortunes sont clairement plus variées en Europe. Mais cette excellente performance repose sur des moteurs de moins en moins nombreux, et les valorisations appellent à considérer les limites de l'exceptionnalisme américain.

MESSAGES CLÉS

Un optimisme aux États-Unis rarement vu historiquement

La valorisation des actions américaines entre dans les hautes sphères

À plus long terme, un potentiel renouvelé avec le retour à la croissance

Une possible surprise positive en zone euro

LES ÉTATS-UNIS... ET LE RESTE

L'année 2024 marque la seconde année consécutive de nette progression des marchés actions, en particulier aux États-Unis, où la surperformance est de plus en plus marquante (proche de +30 % sur l'ensemble de l'année). Les autres marchés actions du monde ont aussi profité de l'appétit pour le risque et de l'élan qui soutient les actions américaines. Cependant, les parcours sont plus heurtés, et certains n'en ont finalement que peu profité. C'est le cas de la France, où le CAC 40 a peiné à suivre ses voisins européens, victime de son exposition au secteur du luxe en Chine, mais aussi en raison du risque politique qui a émaillé le second semestre.

La question de 2025 est donc de savoir si une poursuite de la hausse des actions est encore possible une année supplémentaire. Il est effectivement assez rare de voir une troisième année de hausse après deux années de gains supérieurs à 20 %. Cela dépendra largement du scénario économique, comme on le constate historiquement. En effet, l'atterrissage en douceur de l'économie américaine ouvre la possibilité de réaliser de nouveaux plus hauts sur les indices américains. Néanmoins, ce scénario, rare et difficile à obtenir, risque d'être mis à l'épreuve par la nouvelle administration au pouvoir. Enfin, l'optimisme ambiant sur les profits et les perspectives de dérégulation expliquent l'enthousiasme, mais les valorisations appellent à renouer avec plus de discernement, et incitent à réfléchir à la possible exubérance de la situation actuelle.

ACTIONS US* EN HAUSSE SUPÉRIEURE À 20 % 2 ANS D'AFFILÉE	
1904	1905
43 %	38 %
1924	1925
26 %	30 %
1927	1928
31 %	38 %
1935	1936
41 %	28 %
1954	1955
45 %	26 %
1995	1996
34 %	20 %
2023	2024
24 %	26 %

ACTIONS US LES 2 ANS QUI SUIVENT	
1906	1907
-2 %	-38 %
1926	1927
0 %	28 %
1929	1930
-12	-28 %
1937	1938
-39 %	25 %
1956	1957
3 %	-14 %
1997	1998
31 %	27 %
2025	2026
?	?

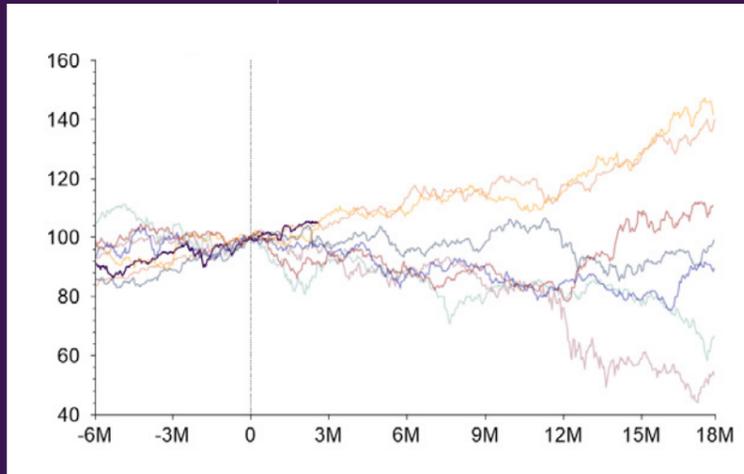
* indice Dow Jones avant 1927 / S&P500 ensuite

UN RYTHME DIFFICILEMENT SOUTENABLE

Si on regarde la trajectoire des marchés actions depuis les premières baisses de taux, les marchés américains s'inscrivent clairement dans l'évolution la plus positive rencontrée historiquement, à savoir une progression continue qui salue les rares atterrissages en douceur de l'économie. En Europe, l'exercice est plus difficile dans la mesure où la BCE a souvent tardé à ajuster ses taux, et les marchés actions ont eu tendance à réagir essentiellement à l'action de la Réserve fédérale américaine. Si l'on s'en tient aux comparaisons historiques, la confirmation de ce scénario de freinage modeste de l'économie ouvre la voie à une poursuite de la hausse. Néanmoins, un tel résultat est effectivement rare. Dans les deux cas aux profils similaires (1984 et 1995), il s'agissait plus particulièrement de recalibrages de la politique monétaire après des resserrements modestes, et non pas de changements de régime monétaire notables comme nous venons de le traverser.

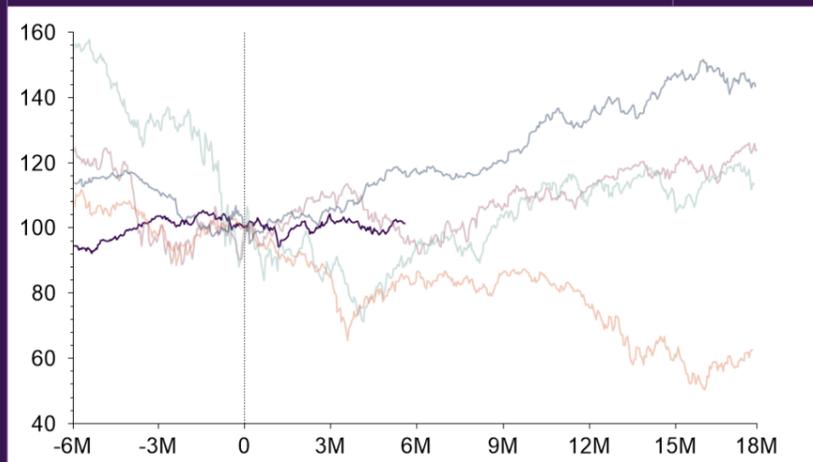
Un parcours
digne des
scénarios
les plus
optimistes

S&P 500 AV/AP PREMIÈRE
BAISSE DE TAUX
États-Unis (rebasé)



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

EURO STOXX AVLAP PREMIÈRE BAISSE DE TAUX
Zone euro (rebasé)



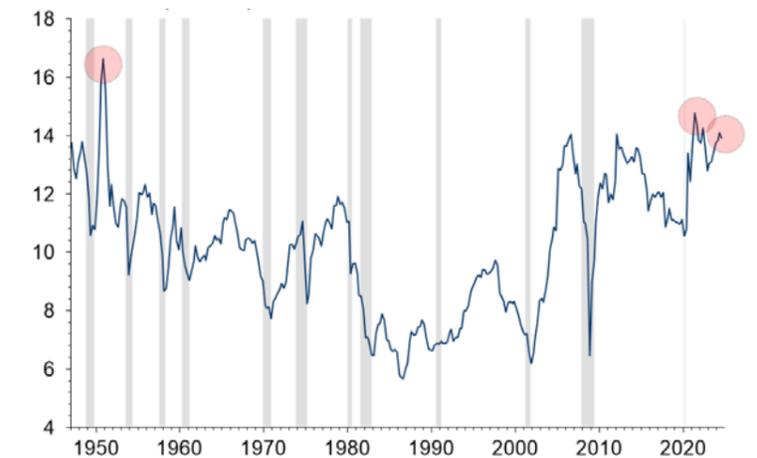
Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

Au-delà du parallèle historique, une grande partie de la performance des actions et de cet exceptionnalisme américain réside probablement dans la génération de profits particulière de ce cycle. Quand on compare la dynamique des profits à la tendance de croissance macroéconomique, la situation post-Covid apparaît comme une anomalie. Les profits ont rarement autant pesé dans l'économie américaine, plus de 15 % du PIB, une situation jamais vue depuis les années 1950. Si l'on s'en tient aux entreprises du S&P 500, on constate que les marchés actions ont particulièrement bien récompensé cette « sur-profitabilité » issue de la pandémie. La question

se pose de savoir jusqu'à quand les entreprises américaines seront capables de générer une telle masse de profits par rapport au rythme de la croissance économique. Qu'elle s'explique par la facilité à transmettre l'inflation aux consommateurs en dopant les marges, par la situation de liquidité ou le poids des valeurs de technologie particulièrement profitables, un tel rythme de génération de profits apparaît difficilement soutenable, et un retour à la moyenne semble probable.

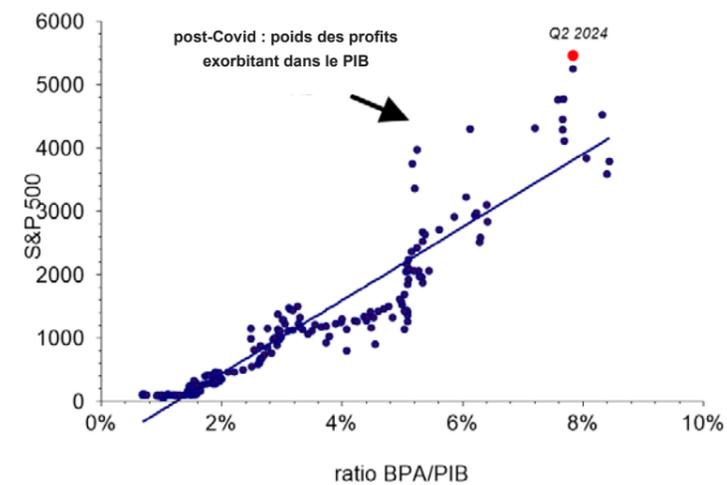
Une
dynamique
bénéficiaire
rarement
connue

POIDS DES PROFITS DANS L'ÉCONOMIE
États-Unis (% du PIB)



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

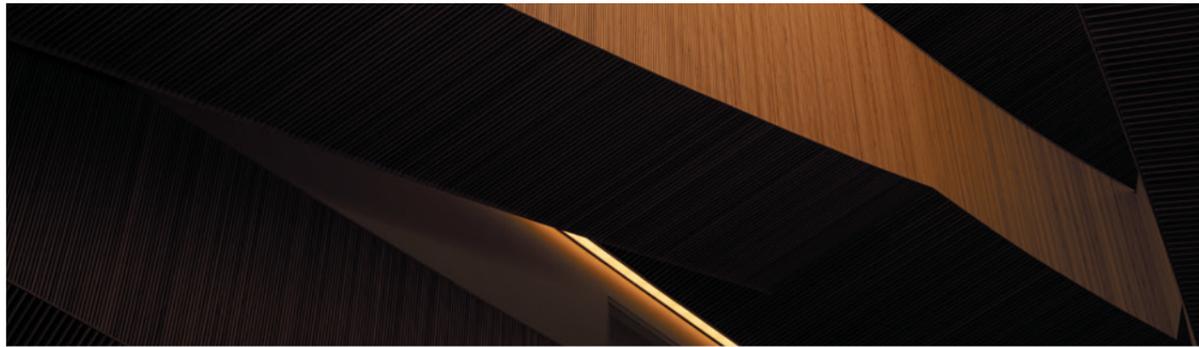
S&P 500 VS RATIO PROFITS/PIB
États-Unis (% du PIB)



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

Il est ainsi difficile de faire l'impasse sur la situation du secteur des technologies. La contribution de ces valeurs a largement soutenu la performance des actions et l'engouement général autour de l'économie américaine. Si nous doutons de la formation d'une bulle sur le secteur, compte tenu des nombreux leviers de rentabilité dont il dispose (potentiel de réduction de coûts, leviers de croissance à long terme permis par l'IA...), les valorisations apparaissent néanmoins tendues au regard de la dynamique de résultats, qui pourrait décevoir au cours des prochains trimestres. Les deux dernières saisons des publications ont validé la qualité des résultats, mais les attentes

sont de plus en plus déraisonnables, si bien que même Nvidia, au cœur de la révolution IA, a déçu sur ses perspectives. Plus qu'une menace sur les fondamentaux du secteur, nous redoutons une succession de déceptions sur les perspectives qui seraient de nature à déclencher les prises de profit, et, compte tenu du poids du secteur dans l'économie, peser significativement sur le sentiment en raison des effets richesse négatifs (le patrimoine financier des ménages américains est composé à plus de 40 % d'actions).



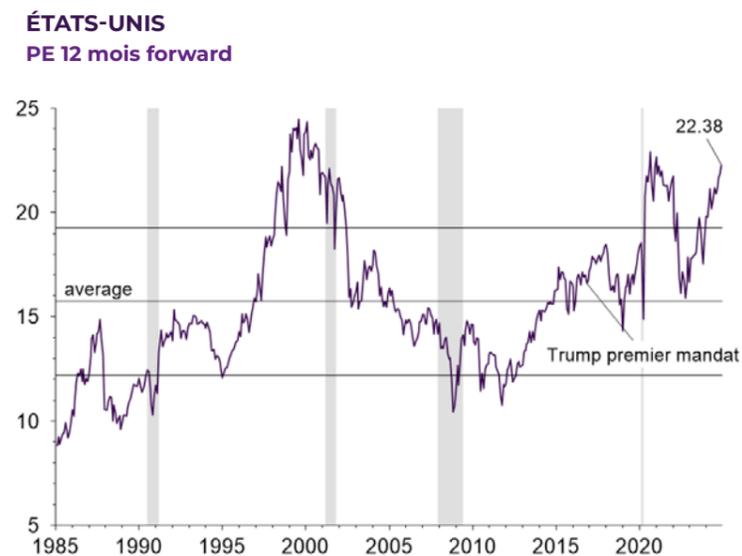
VALORISATIONS : ENTRÉE DANS L'EXUBÉRANCE

Les valorisations ont effectivement rarement été un bon indicateur de timing de marché. Elles sont souvent insuffisantes pour justifier un retournement de marché, et il faut généralement un élément déclencheur pour enfin les considérer. Jusqu'à présent, les facteurs habituels à l'origine des crises ou des récessions des dernières décennies ont été soigneusement contrôlés, en particulier le risque de défaut, la défiance envers le secteur bancaire ou une contraction de la liquidité. Sans incidents de ce type en cours, et en dehors d'un événement totalement inattendu (géopolitique, sanitaire...), les marchés peuvent encore réaliser de nouveaux plus hauts en termes de valorisations. Mais, comme nous venons de l'évoquer, la surprise pourrait venir, selon nous,

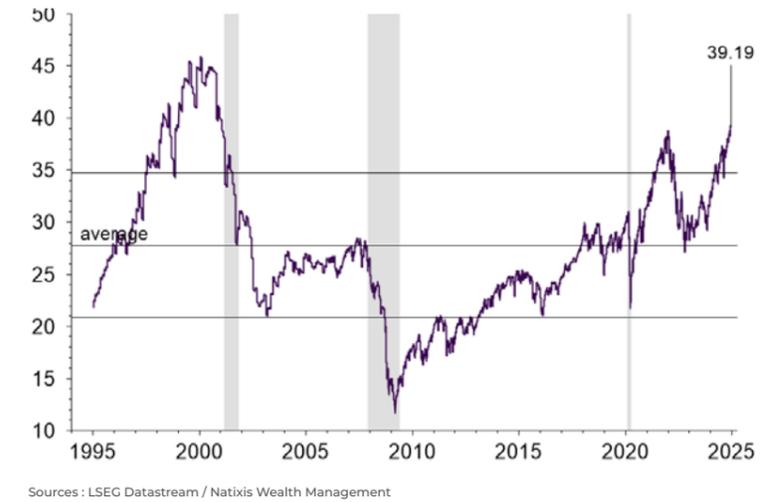
d'un simple enchaînement de déceptions sur les résultats et les perspectives des entreprises.

L'éclatement de la bulle TMT de 1999-2000 est révélateur de la prise en compte de valorisations excessives par rapport à la réalité des perspectives bénéficiaires. Nous ne souscrivons pas au parallèle dressé aujourd'hui entre les valeurs de technologie et la bulle TMT, notamment en raison de la qualité tangible de la génération de profits du secteur et la solidité des business modèles. Néanmoins, un retour à la normale en termes de perspectives bénéficiaires, et compte tenu du poids que le secteur représente pour l'économie, pourrait pénaliser l'ensemble du scénario de marché.

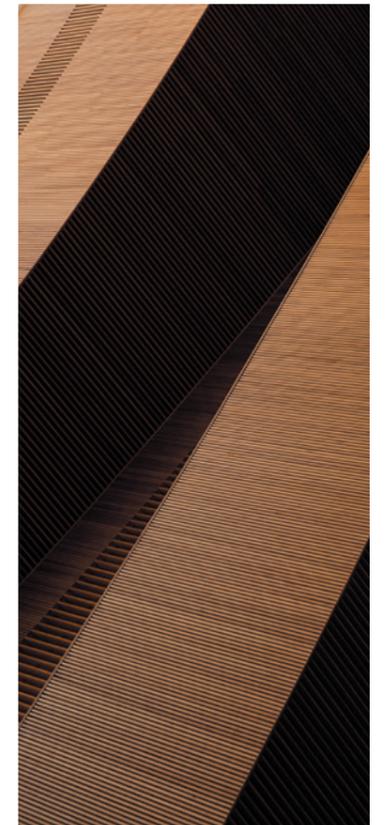
Est-ce bien raisonnable ?



ÉTATS-UNIS P/E ajusté du cycle (résultats moyenne 10 ans)



En effet, les valorisations indiquent que nous sommes entrés, aux États-Unis, dans une ère d'exubérance. L'ensemble des mesures de valorisations, en multiples de résultats, de valeur comptable, de chiffres d'affaires, que ce soit en historique ou en prospectif, indiquent toutes des valorisations particulièrement tendues, en dehors des écarts types habituels. L'une des plus frappantes est notamment le ratio cours sur les bénéfices moyens des dix dernières années, dit P/E de Shiller, qui vise à s'affranchir du court terme et mesurer la valorisation des résultats sur un cycle complet. Celle-ci vient notamment de dépasser le précédent plus haut atteint à la suite du rebond post-Covid. Avec le recul historique, le P/E de Shiller n'a jamais été aussi élevé depuis un siècle, en dehors des dernières semaines précédant l'éclatement de la bulle technologique de 1999-2000.



À court terme, l'enthousiasme autour de la prise de fonctions de la nouvelle administration américaine, entretenu par les promesses de dérégulation et un discours résolument pro-croissance, pourrait bien accentuer l'exceptionnalisme américain et tirer encore les indices vers de nouveaux plus hauts. Au-delà, il devient difficile de réconcilier les niveaux d'indices avec le scénario économique de freinage de l'économie. En effet, un S&P 500 supérieur à 6 000 points implique une réaccélération de la croissance vers 3 %, une croissance bénéficiaire entre 10 et 15 % et une prime de risque qui s'enfoncé en négatif.

Une telle situation s'est présentée historiquement et il s'agit de nouveau du seul exemple de véritable *soft landing* dont on dispose, à savoir la séquence de 1995. Après deux années de hausse de plus de 20 %, les indices américains ont poursuivi leur progression durant deux années consécutives, soutenus par une croissance économique qui s'est mise à accélérer au-delà de 4,5 % en glissement annuel. On peine à entrevoir un tel scénario compte tenu des nombreuses différences tant sur l'ampleur de la hausse des taux que du choc inflationniste traversé, et le consensus des économistes anticipe plutôt une croissance qui s'achemine vers 2 % après 2,7 % en 2024.

Une telle surprise par rapport aux attentes pourrait néanmoins être possible si la politique budgétaire expansionniste de l'administration sortante reste à l'œuvre. Mais, comme nous l'avons évoqué dans le scénario économique, la nouvelle administration promet cette fois d'agir vigoureusement sur la dépense, et ne disposera probablement pas de marges de manœuvre budgétaires aussi favorables.

Une autre possibilité serait de voir les profits continuer à défier le rythme de la croissance économique. C'est notamment ce que semble anticiper le consensus des analystes, qui attend une progression l'année prochaine de l'ordre de 15 % pour les entreprises du S&P 500 malgré le freinage de la croissance. Dans les deux éventualités, que ce soit par une croissance macroéconomique, qui défie une nouvelle fois les pronostics et se remet à accélérer, ou par une hausse des profits significative malgré le ralentissement, les deux scénarios sont aujourd'hui intégrés dans les niveaux actuels et impliquent un appétit pour le risque toujours soutenu.

Niveaux d'indices en fonction du scénario macroéconomique

DÉC-24	RÉACCÉLÉRATION		NO LANDING		SOFT LANDING		STAGNATION		RÉCESSION - 1 %	
	Indice	Potentiel	Indice	Potentiel	Indice	Potentiel	Indice	Potentiel	Indice	Potentiel
Potentiels théoriques										
S&P 500	6 000	- 1 %	5 600	- 7 %	5 400	- 11 %	5 000	- 17 %	4 600	- 24 %
Euro Stoxx	580	13 %	540	5 %	520	1 %	490	- 4 %	440	- 14 %
CAC 40	9 000	21 %	8 000	8 %	7 700	4 %	7 100	- 4 %	6 000	- 19 %

Sources : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

C'EST DANS LA DOULEUR QUE L'EUROPE AVANCE

À l'inverse des actions américaines, dont les valorisations sont entrées dans une forme d'exubérance sous l'effet d'un engouement exceptionnel, les actions européennes sont largement délaissées par les marchés. Dans les allocations de portefeuilles, la quasi-totalité des gérants sous-pondèrent largement la zone euro par rapport aux États-Unis. Un tel unanimisme dans le positionnement des investisseurs est souvent un danger à considérer sur les marchés. Si bien que le risque de mauvaises surprises fait

écho aux potentielles bonnes surprises du côté de la zone euro.

Tout d'abord, la décote des actions européennes par rapport à leurs homologues américaines atteint des seuils jamais rencontrés (40 % !), même durant les pires moments de la crise des dettes souveraines et alors que la zone euro était sous la menace de dislocation. Mais cette décote est trompeuse et reflète davantage un probable excès d'optimisme pour les États-Unis que la menace d'un scénario catastrophe imminent pour la zone euro. Les valorisations en zone euro suggèrent un scénario de croissance molle, sous le potentiel, à l'image du P/E sur les résultats anticipés à douze mois, qui s'établit seulement un point en dessous de sa moyenne de long terme.

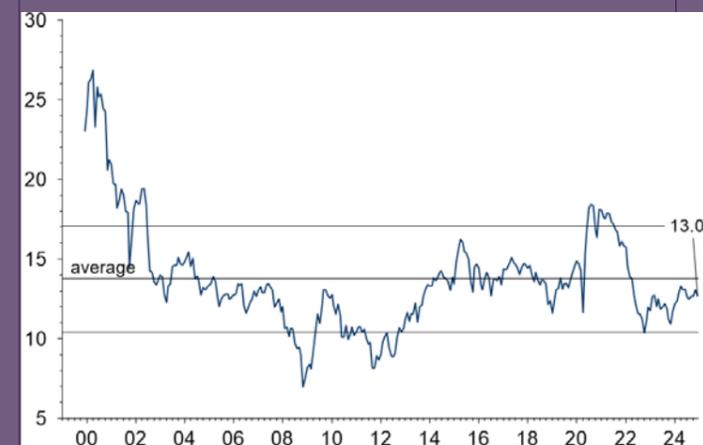
Des valorisations européennes cohérentes

DÉCOTE DE VALORISATION ZONE EURO/ÉTATS-UNIS PE relatif - Euro Stoxx vs S&P 500



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

ZONE EURO PE 12 mois forward

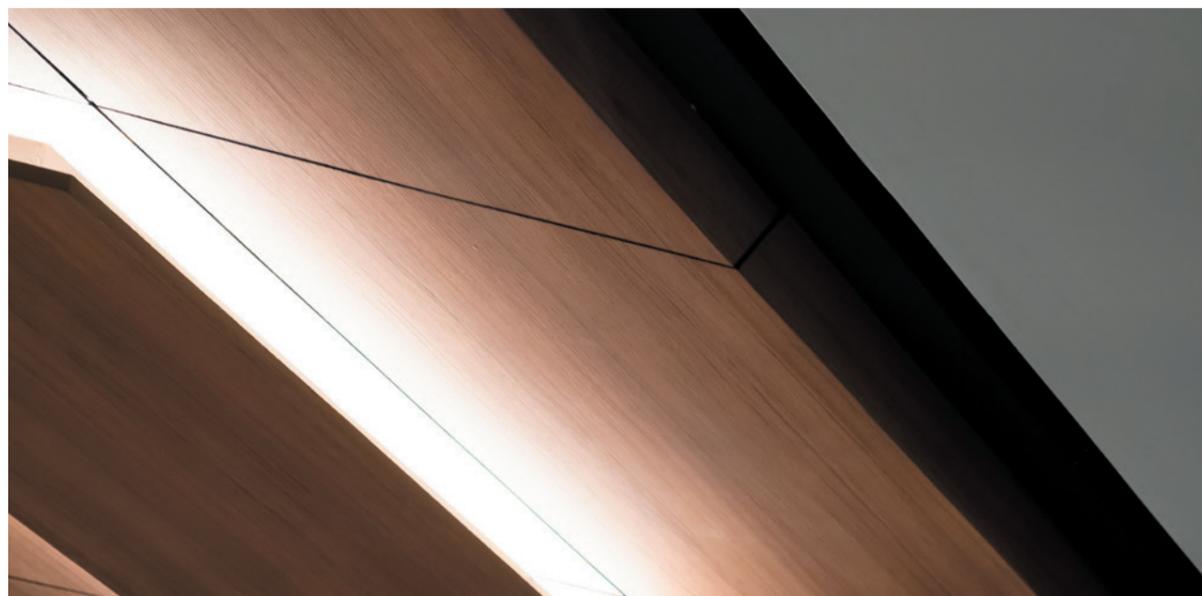


Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

Ces valorisations nous semblent cohérentes avec le profil de l'économie européenne, qui a réalisé son atterrissage et qui, sous l'accompagnement d'une politique monétaire plus accommodante, devrait pouvoir commencer à entrevoir un début de stabilisation voire de reprise, notamment si le climat politique apporte un peu plus de visibilité.

Enfin, la zone euro est l'une des grandes zones économiques, particulièrement ouverte sur le reste du monde et notamment à la Chine. Le poids de l'industrie, et plus particulièrement pour la France, du secteur du luxe a largement souffert des difficultés traversées par l'économie chinoise. Face à l'ampleur de la menace sur leur croissance, les autorités chinoises vont probablement être poussées à agir de façon plus vigoureuse, notamment en fournissant un soutien significatif au consommateur. Une telle annonce en 2025 serait de nature à profiter en premier lieu à la zone euro, de la même manière que la morosité en Chine a pesé au cours des derniers mois.

Enfin, et dans une perspective de plus long terme, l'arrivée d'une administration américaine plus agressive dans sa rhétorique pourrait paradoxalement pousser l'Europe à agir plus drastiquement contre sa fragmentation en raison des politiques nationales internes. Bien identifiées, nombre de fragilités de la zone euro reposent sur sa construction et l'insuffisance de l'intégration européenne. L'action du président américain sur le commerce mondial, mais aussi sur la diplomatie et la défense au travers de l'OTAN, pourrait être de nature à pousser la zone euro, comme souvent dans la difficulté, à avancer un peu plus dans sa construction et son intégration.



ACTIFS PRIVÉS : À L'ÉPREUVE DE LA NORMALISATION

La classe d'actifs a traversé la sortie du monde des taux bas sans incident majeur. Les thématiques qui ont souffert de l'envolée des taux des dernières années retrouvent des couleurs, et la perspective de taux normalisés ouvre la voie à des rendements toujours solides. La normalisation des valorisations se poursuit, mais l'engouement reste important. À long terme, si les rendements exceptionnels des dernières années appartiennent probablement au passé, les perspectives restent solides et largement attractives, notamment en relatif à l'univers des actifs cotés.

MESSAGES CLÉS

La normalisation profite particulièrement à la classe d'actifs

Malgré l'incertitude, croissance modérée et taux d'intérêt normalisés préservent les fondamentaux et stabilisent les valorisations

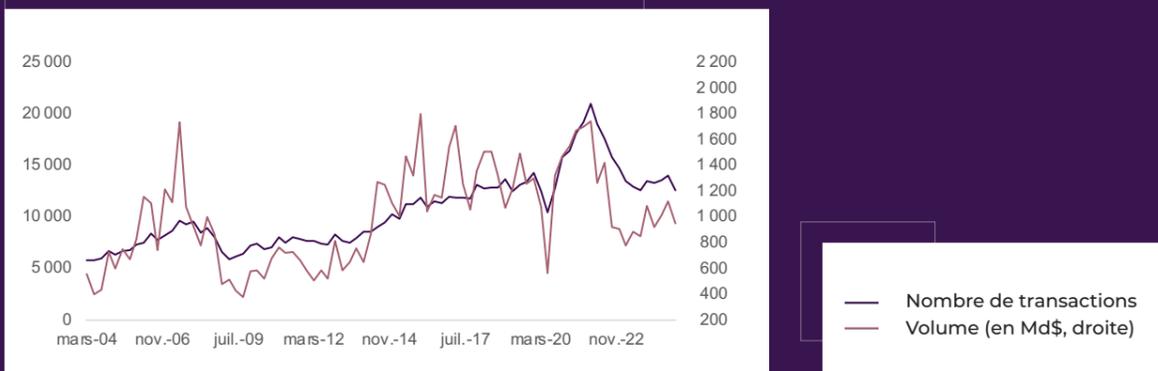
Un potentiel attractif à long terme, même si l'ère des taux excessivement bas est révolue

LA NORMALISATION A SES AVANTAGES

Après deux années marquées par des taux élevés, le début de la normalisation a permis d'apporter un répit et a contribué à une réaccélération des rendements. Par rapport aux actifs cotés, cette réaccélération des rendements s'est avérée plus modeste en 2024, notamment face à des indices boursiers largement soutenus par le poids des valeurs technologiques américaines. Cependant, la classe d'actifs a mieux résisté à la remontée brutale des taux d'intérêt en 2022. Au final, le parcours des dernières années illustre bien l'apport des marchés privés en matière de décorrélation et de limitation de la volatilité dans un portefeuille. En ce qui concerne l'activité, le nombre de transactions reste loin de l'embellie post-Covid, mais est néanmoins proche des niveaux d'avant la pandémie, caractérisés par des taux d'intérêt faibles.

Un atterrissage en douceur

TRANSACTIONS ET VOLUMES - ACTIFS PRIVÉS



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

PERFORMANCES ACTIFS PRIVÉS VS ACTIFS COTÉS



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

Les stratégies les plus sensibles aux taux d'intérêt ont logiquement surperformé, après avoir souffert de manière significative en 2022. Ainsi, les stratégies de capital-risque (venture) rebondissent fortement après avoir connu une correction en 2022-2023. Pour les mêmes raisons, les thématiques de croissance (*growth*) tirent également leur épingle du jeu en 2024. Enfin, on notera l'accélération nette de la dette privée, là encore, grâce à un environnement de taux plus favorable.

MALGRÉ L'INCERTITUDE, UN ENVIRONNEMENT PLUS POSITIF

Le contexte global devrait rester marqué par l'incertitude, en particulier politique et géopolitique, ce qui pourrait entraîner des changements significatifs dans les politiques budgétaires et monétaires à travers le monde. Néanmoins, le scénario de freinage progressif de l'économie ouvre la voie à une poursuite des baisses de taux de la part des grandes banques centrales. Une incertitude notable à ce sujet provient des États-Unis, où l'arrivée au pouvoir d'une nouvelle administration pourrait rendre la trajectoire de l'assouplissement monétaire en cours plus incertaine, en raison de risques inflationnistes plus prononcés. Cependant, pour le moment, la croissance américaine demeure robuste, et l'atterrissage en douceur reste le scénario consensuel, offrant un environnement toujours favorable.

Le retour à une croissance plus modérée et à des taux d'intérêt plus bas devrait préserver

les fondamentaux des entreprises et éviter un ajustement brutal des valorisations, qui montrent des signes de stabilisation. Par ailleurs, les transitions structurelles en cours restent les principaux moteurs de l'activité, même si l'incertitude est désormais plus forte. Ainsi, la combinaison de ces tendances structurelles et d'un environnement de taux normalisé devrait bénéficier aux stratégies de rachat (*buyout*) – qui retrouvent des conditions de levier plus satisfaisantes – ainsi qu'aux thèmes de croissance, à l'image de l'engouement pour les valeurs technologiques sur les marchés cotés. Le crédit privé devrait également confirmer sa pertinence, même si la perspective de dérégulation aux États-Unis pourrait entraîner une certaine concurrence de la part du secteur bancaire, qui avait cédé une partie de son activité en raison des contraintes réglementaires héritées de la crise financière de 2008.

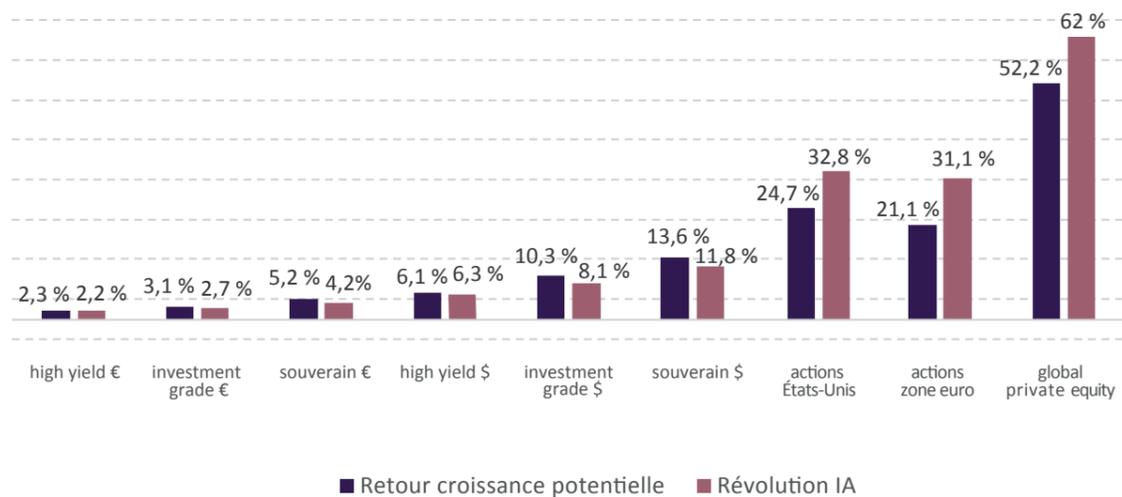


À LONG TERME, UNE NORMALISATION DES RENDEMENTS

Au-delà de l'exercice annuel qui se profile, la place structurelle des marchés privés est renforcée par un environnement normalisé des taux. Un retour vers une croissance potentielle plus faible, compensé par des taux d'intérêt également plus modérés mais suffisants pour rémunérer la prise de risque, s'approche d'une configuration idéale en faveur du risque entreprise dans un portefeuille. D'ailleurs, dans nos travaux sur les potentiels par classes d'actifs (*Perspectives de long terme* –

octobre 2024), le potentiel de cette classe d'actifs ressort comme étant le plus attractif, même dans le cadre d'un scénario conservateur de retour à la croissance potentielle sans gain de productivité. Néanmoins, bien que nous identifions un potentiel dépassant les 60 % à long terme, celui-ci reste inférieur aux gains exceptionnels réalisés durant la période des taux excessivement bas.

Potentails



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

* La méthodologie utilisée repose sur deux scénarios macroéconomiques fondés sur les attentes des économistes de Natixis pour 2024-2025, qui supposent l'un et l'autre un retour progressif à la croissance potentielle. « Retour croissance potentielle » : retour à une croissance potentielle inférieure à la moyenne des dernières décennies en raison de l'évolution démographique > croissance moyenne sur la décennie de l'ordre de 1,7 % aux États-Unis et 1 % en zone euro. « Révolution IA » : 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. Natixis Wealth Management

IMMOBILIER : UNE AMÉLIORATION GRADUELLE EN VUE

La convalescence post-Covid du secteur immobilier s'est poursuivie en 2024. Toujours en proie aux effets des mutations structurelles, en particulier dans l'immobilier de bureaux, mais aussi la logistique, la classe d'actifs peut espérer bénéficier d'un environnement de taux plus clément et entrevoir un retour progressif à meilleure fortune.

MESSAGES CLÉS

Le soutien des baisses de taux devrait continuer de se diffuser en 2025

Nous poursuivons la remontée du poids de l'immobilier dans nos allocations

La France toujours à la traîne, mais une stabilisation est en vue

Privilégier la qualité et les segments premium, l'hôtellerie et la santé, et éviter encore les bureaux

UN DÉBUT DE STABILISATION EN EUROPE

Alors que l'immobilier continue de subir les conséquences des mutations issues de la pandémie, il y a une raison de se réjouir alors que s'ouvre l'année 2025. En effet, le choc de taux est vraisemblablement passé et la normalisation de l'environnement monétaire offre des perspectives enfin plus constructives.

Grâce à la poursuite du processus de désinflation, les banques centrales ont été enfin autorisées à desserrer l'étau monétaire. Le début des baisses de taux constitue une vraie bouffée d'oxygène pour le secteur, qui semble enfin trouver un plancher pour une stabilisation grâce à la reprise de l'activité de crédit. Ce début de stabilisation semble d'ailleurs plus marqué en Europe qu'aux États-Unis, où le risque de redémarrage de l'inflation et un possible coup de frein dans le processus d'assouplissement monétaire sont plus menaçants.

La détente des taux autorise un regain d'activité

DISTRIBUTION DE CRÉDITS IMMOBILIERS États-Unis (Glissement Annuel (GA), %)



Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

— crédits immobiliers (GA,%)
— indice des prix (S&P Case Schiller)

DISTRIBUTION DE CRÉDITS IMMOBILIERS zone euro (Glissement Annuel (GA), %)



— indice des prix (Eurostat)
— crédits immobiliers (GA, %, lisse)

Source : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

Si les perspectives de croissance prêtent nettement moins à l'enthousiasme en Europe, l'anticipation de nouvelles baisses de taux constitue le principal soutien aux fondamentaux de la classe d'actifs. Alors que le Covid a bouleversé les usages à long terme et devrait continuer de transformer le secteur, celui-ci a surtout subi avec douleur la violente remontée des taux. En l'absence de problématique majeure de défaut, le retour progressif à la normale de l'accès au financement devrait prévaloir sur les craintes de ralentissement de la croissance macroéconomique. Par ailleurs, le reflux de l'inflation, et alors que les taux de chômage restent modérés, contribue à soutenir l'amélioration du pouvoir d'achat, une tendance qui devrait se poursuivre en 2025.

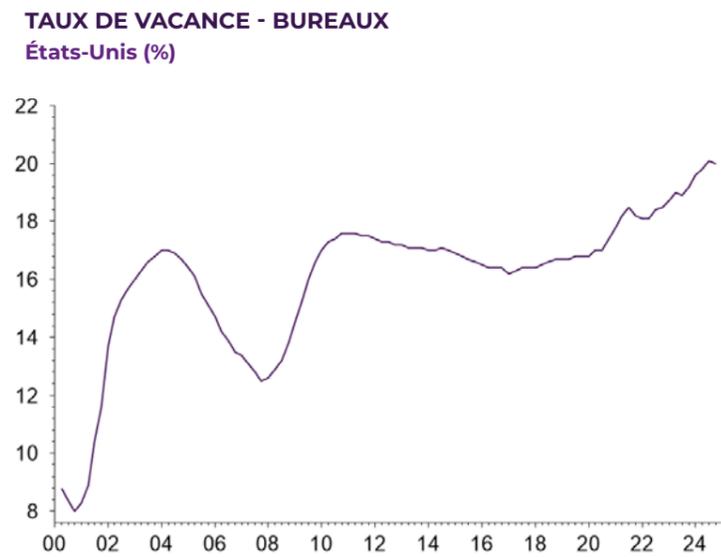
La France apparaît plus en difficulté par rapport à ses voisins européens qui ont renoué avec une évolution positive des prix, notamment en raison du contexte politique, qui pèse lourdement sur les anticipations. Cependant, l'incertitude autour de la politique économique devrait être en partie compensée par le soutien des baisses de taux. Paradoxalement, et alors que la demande reste structurellement soutenue (hors bureaux), les risques politiques en France ou en Allemagne devraient contraindre la construction et accentuer le déséquilibre de l'offre, fournissant ainsi un soutien aux prix en cours d'année.



LES TENDANCES STRUCTURELLES À L'ŒUVRE, QUELS SEGMENTS PRIVILÉGIER ?

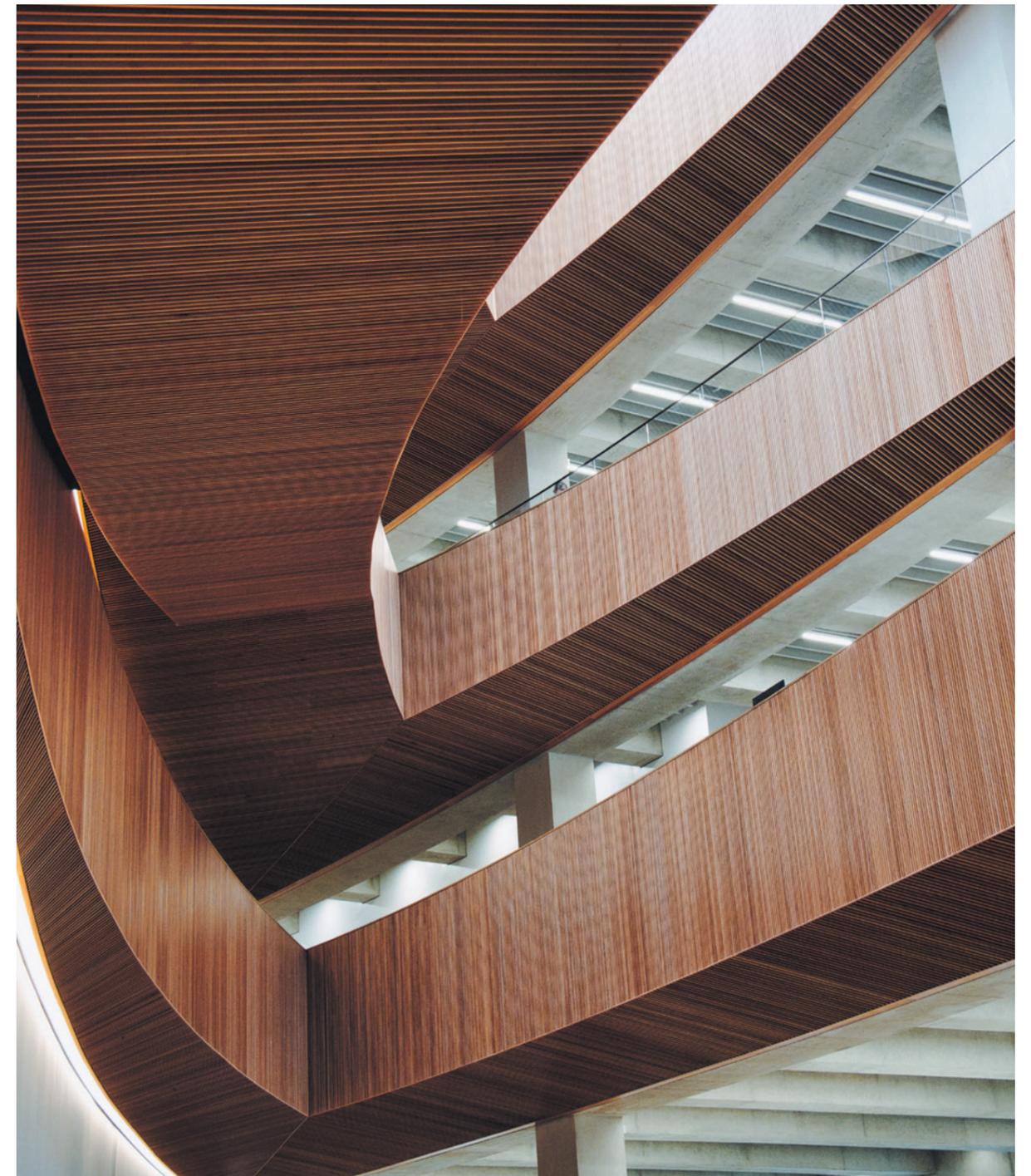
Au-delà des conditions d'accès au financement et des perspectives de croissance à moyen terme, la classe d'actifs est toujours traversée par des mutations structurelles. Ainsi, le segment des bureaux peine toujours à entrevoir l'amélioration. A l'inverse, l'engouement pour le segment logistique se poursuit. Si l'immobilier de bureaux secondaires devait encore souffrir en 2025, les segments prime, pourraient quant à eux bénéficier de la normalisation en cours.

L'immobilier de bureau toujours sinistré



Sources : LSEG Datastream / Natixis Wealth Management

De manière générale, nous maintenons toujours une approche défensive alors que l'ajustement des valorisations devrait se poursuivre durant la première partie de 2025. Nous considérons donc que le marché du bureau reste risqué. Il convient d'être très sélectif et de se tourner principalement vers le bureau « prime » bénéficiant de l'effet de centralité. Nous privilégions également le segment logistique, notamment celui de la logistique du dernier kilomètre, porté par des changements d'usages structurels comme le développement du e-commerce et par les contraintes de relocalisation des chaînes d'approvisionnement. Parmi les secteurs immobiliers les plus favorables, qui disposent de fondamentaux solides, nous tablons sur la qualité. Aussi préférons-nous l'hôtellerie à Paris ainsi que dans les grandes métropoles françaises et européennes, où les réserves foncières sont rares et la demande structurellement forte, ainsi que l'immobilier résidentiel géré, notamment le coworking, le co-living, les résidences services et la santé, soutenu par des mégatendances culturelles et démographiques.



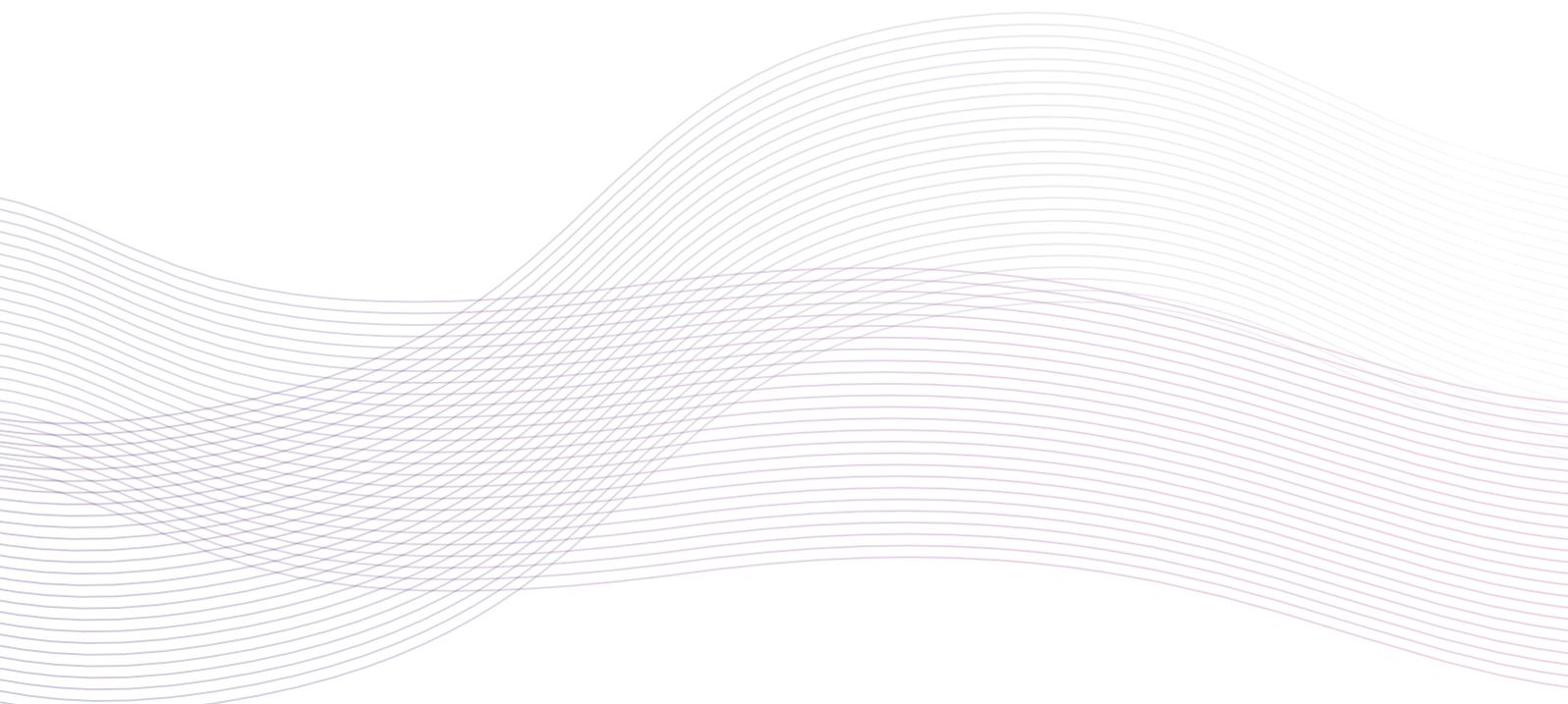
AVERTISSEMENT

Le présent document a un caractère confidentiel. Il est réservé à l'usage strictement personnel de son destinataire. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et 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. Les performances passées et la volatilité ne constituent pas des indicateurs fiables des performances et de la volatilité future, et ne sont pas constantes dans le temps.

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.

Achévé de rédiger le 06/01/2025.



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.

