



Perspectives macroéconomiques et d'investissements

Perspectives 2025 : Cap sur l'Europe

Depuis le début de l'année, les actifs risqués poursuivent leur tendance haussière, en dépit des tensions persistantes liées à la politique douanière de D. Trump. Ce fameux « jour de la libération » en est un parfait exemple : après avoir provoqué une onde de choc sur les marchés financiers, les actifs risqués ont très rapidement rebondi, soutenus notamment par l'annonce d'une trêve de 90 jours et des discussions qui laissent entrevoir une issue plus positive dans les négociations tarifaires entre les États-Unis et ses principaux partenaires commerciaux.

Néanmoins, les performances récentes laissent peu de marge d'erreur et les valorisations ne semblent pas refléter le climat d'incertitude persistant.

1. Les facteurs clés à surveiller

Les craintes d'un ralentissement économique mondial subsistent

Le climat économique aux États-Unis continue à se dégrader malgré une activité qui fait preuve d'une certaine résilience. En effet, les indicateurs macroéconomiques – les « hard data » – révèlent une économie américaine encore robuste, bien qu'en voie de décélération. En revanche, les prévisions des acteurs économiques – les « soft data » – traduisent un pessimisme croissant¹ : la confiance des consommateurs américains, en particulier, continue de s'éroder².

Les prévisions de croissance des bénéfices n'ont baissé que modestement

La saison de publication des résultats pour le premier trimestre 2025 a été dans l'ensemble positive et les perspectives de croissance des bénéfices restent favorables³. En ce sens, les projections des bénéfices par actions (BPA) pour 2025 ne reflètent peut-être pas tout à fait la normalisation de la croissance économique qui s'opère des deux côtés de l'Atlantique. Cette divergence entre les projections des BPA et l'environnement macroéconomique pourrait finir par s'estomper, entraînant un potentiel réajustement des attentes de croissance bénéficiaire.

¹ Tikehau Investment Management (« TIM »), Bloomberg, données au 09/05/2025.

² TIM, Bloomberg, données au 31/05/2025.

³ TIM, FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management, données au 31/05/2025

Nouveau régime, nouveau mode d'emploi

Le maintien d'un régime de taux élevés pourrait continuer à entraîner une plus grande dispersion des actifs. Du côté des entreprises, cela impactera leur capacité de refinancement et l'effet de levier excessif pourrait continuer à être synonyme de stress. Du côté des gouvernements, et en raison des niveaux élevés des déficits budgétaires, le coût de la dette explose et constitue désormais un vrai handicap dans la gestion de la dette publique.

Enfin, les années post-Covid ont été marquées par une prépondérance de l'investissement vers les marchés américains, créant un surplus de performance et par ruissèlement la constitution d'une prime en faveur des US. **L'éventuelle réorientation des flux, et l'ajustement de cette prime, pourraient devenir une thématique de marché incontournable dans les mois à venir.**

Bien que de nombreuses incertitudes persistent, il est essentiel de rester investis : la croissance ralentit mais reste positive, le cycle de désinflation offre désormais plus de visibilité en particulier en Europe, des mesures de relance monétaire et fiscales sont déployés dans diverses régions du monde et la réorientation des flux offre une nouvelle voie pour l'investissement au sein du Vieux Continent. **Néanmoins, et compte tenu des valorisations élevées, il est fondamental de conserver des poches de liquidités** pour naviguer dans ces marchés et saisir les opportunités lorsque celles-ci se manifestent.

2. Le crédit est-il encore attractif ?

Bien que les primes de risques crédit se soient resserrées des deux côtés de l'Atlantique⁴, l'obligataire reste un actif incontournable dans une allocation pour sa capacité de génération de revenus, d'encaissement des coupons et de capitalisation.

Sur le Haut Rendement plus particulièrement, les fondamentaux des émetteurs restent bien orientés selon nous : les taux de défaut restent contenus⁵ et les marges nettes se maintiennent à des niveaux confortables en Europe⁶. De plus, des facteurs techniques continuent de contribuer au resserrement des primes de risques. En effet, nous constatons des flux de capitaux entrants dans la classe d'actifs⁷ à l'heure où la taille du marché du Haut Rendement européen diminue⁸ (de 500 milliards d'euros environ en 2021 à 364 milliards aujourd'hui).

Enfin, face à la volatilité récente, le Haut Rendement s'est montré résilient et constitue ainsi un matelas de performance à faible volatilité selon nous. : le crédit reste donc le pilier central d'une allocation.

⁴ TIM, Bloomberg, données au 09/06/2025.

⁵ TIM, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, données au 25/04/2025.

⁶ TIM, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, données au 25/04/2025.

⁷ TIM, J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P, données au 06/06/2025.

⁸ TIM, Bloomberg, données au 06/06/2025

En ce sens, constituer un portefeuille exposé à des émetteurs de qualité, ayant des niveaux de levier jugés raisonnables et affichant 4 % à 6 %⁹ de rendement constitue désormais une stratégie cœur. Nul besoin de s'aventurer dans des dossiers trop complexes et sujet à des problématiques de refinancement pour trouver de la rentabilité puisque désormais même des signatures de qualité permettent d'obtenir un rendement considéré attractif. À ce socle peuvent s'ajouter des stratégies plus satellites, permettant d'optimiser le rendement potentiel embarqué des portefeuilles tout en tirant parti des dislocations significatives des marchés. Parmi celles-ci, nous pouvons citer :

- **La sélection de titres au sein des notations plus basses et notamment le CCC.**

En effet, la surperformance du segment BB a rendu ce segment moins attractif (les ratios de primes de risque BB sont proches des points bas par rapport au haut rendement)¹⁰. Par conséquent, s'écarter de l'univers BB en allant sélectionner des émetteurs jugés de qualité mais de notations plus basses, notamment CCC, peut générer un surplus de rendement. Avec un rendement proche des 18%¹¹ malgré des taux de défaut d'environ 3-4%¹² seulement, cette cohorte offre un vivier intéressant pour les investisseurs rigoureux et sélectifs.

- **Les subordonnées financières.**

Les résultats du dernier trimestre démontrent encore une fois la solidité des fondamentaux du secteur bancaire européen¹³. Au sein des obligations financières, nous privilégions en particulier les subordonnées financières AT1 qui offrent un rendement jugé attractif en absolu et en relatif par rapport aux obligations d'entreprises de même notation (avec un écart de rendements moyens estimé à environ 200 bps¹⁴ entre les AT1 et les obligations d'entreprise de même notation).

Au sein des bancaires, nous cibons principalement les banques européennes de premier rang, bien capitalisées et affichant des niveaux de solvabilité sains. Nous restons également exposés aux banques périphériques, à l'image des bancaires espagnoles, portugaises, ou grecques qui ont entrepris des efforts considérables pour assainir leurs bilans ces dernières années.

Enfin, de manière générale, nous maintenons pour l'instant une sensibilité toujours limitée aux taux : la faible pente de la courbe de crédit Haut Rendement réduit pour l'instant l'attractivité des maturités trop éloignées¹⁵. De plus, la volatilité des taux pourrait être le principal canal de transmission de stress en 2025 compte tenu des niveaux des déficits budgétaires et des ambitions de l'administration Trump.

⁹ TIM, Bloomberg, données au 09/06/2025.

¹⁰ TIM, Bloomberg, données au 09/06/2025.

¹¹ TIM, Bloomberg, données au 09/06/2025.

¹² TIM, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, données au 25/04/2025.

¹³ TIM, publications des banques, Bloomberg, données au 31/03/2025.

¹⁴ TIM, Bloomberg, données au 31/05/2025.

¹⁵ TIM, Bloomberg, données au 06/06/2025.

3. Comment investir en actions ?

Bien que les valorisations élevées, en particulier sur les actions américaines, laissent peu de marge d'erreur aux investisseurs, la dispersion croissante offre selon nous des opportunités d'investissement dans certains segments bien identifiés :

- **En Europe, face à une décote historique par rapport aux marchés américains, l'émergence des concepts de souveraineté, d'autonomie et de résilience présentent des opportunités d'investissement dans des secteurs tels que la défense, la technologie, l'industrie pharmaceutique, les infrastructures ou l'énergie.**
- **Aux Etats-Unis, le secteur technologique reste indispensable dans une allocation actions.** Par ailleurs, la thématique de l'élargissement des performances devrait se perpétuer tout au long de l'année. En ce sens, **la sous performance massive des valeurs défensives ouvre de nouvelles opportunités d'investissement, notamment sur le secteur de la santé.**

Actions européennes : décote historique par rapport aux États-Unis

Le sentiment négatif des investisseurs, la sous-exposition et la décote historique par rapport aux États-Unis sont autant de signaux d'un point d'entrée favorable à l'investissement dans les actions européennes. De plus, le positionnement sur les actifs de la zone euro reste proche de ses plus bas niveaux historiques et la dynamique récente des flux qui semble s'opérer davantage en faveur des actions européennes pourrait perdurer et offrir un soutien supplémentaire à la classe d'actif.

Au sein des actions européennes, **l'émergence de la notion de souveraineté européenne ouvre de nouvelles perspectives d'investissement sur le vieux continent.** A ce titre, la Commission européenne et les états membres ont lancé différentes initiatives qui visent à investir des sommes colossales dans certains secteurs identifiés comme stratégiques à l'image de la défense. Accompagner les sociétés européennes qui pourraient bénéficier de ces investissements, à l'image d'Airbus¹⁶ ou encore Rheinmetall¹⁷, serait selon nous génératrice de performance sur le long terme.

Actions américaines : croissance confirmée, valorisations dispersées - l'équation des « Magnificent 7 »

Au cours de la dernière décennie, les bénéfices des entreprises technologiques ont augmenté plus rapidement que ceux du marché. En effet, de nombreuses entreprises continuent d'afficher des taux de croissance à deux chiffres¹⁸ notamment dans la publicité en ligne, l'intelligence artificielle et le cloud.

En parallèle, les niveaux de valorisations des « Mag 7 » ont baissé depuis le début de l'année et ce segment offre désormais quelques opportunités à condition d'être extrêmement

¹⁶ Les sociétés citées sont utilisées à des fins d'illustration uniquement, ceci ne constitue pas une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement.

¹⁷ Les sociétés citées sont utilisées à des fins d'illustration uniquement, ceci ne constitue pas une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement.

¹⁸ TIM, Bloomberg, données au 06/06/2025.

sélectif. En ce sens, **le bastion de croissance de la technologie reste incontournable et s'y exposer nous semble indispensable.**

Enfin, dans un contexte d'incertitudes croissantes, les valeurs défensives pourraient s'avérer plus résilientes et gagner en attractivité. Au sein de ce segment, le secteur de la santé présente des opportunités jugées attractives, notamment les sous-segments de la « medtech » et de la santé animale.

Cet environnement sans précédent pour l'investisseur sera synonyme de fortes dispersions de marché : il faudra plus que jamais favoriser le travail d'analyse fondamentale et de sélection de valeurs, tant sur les marchés crédit qu'actions.

AVERTISSEMENT

Ce document a été préparé par Tikehau Capital dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à la charge de Tikehau Capital.

Les informations contenues dans le présent document ne constituent pas une offre de souscription ou une sollicitation d'acquiescer des titres, options, parts de fonds ou tout autres produits ou services, ou une recommandation de réaliser un investissement ou une transaction. Il ne tient aucun compte des objectifs d'investissement ou des besoins financiers du destinataire. Aucune action ne doit être entreprise ou omise sur la base de ce document.

Le présent document ne constitue pas un conseil sur des questions juridiques, fiscales ou d'investissement. Les destinataires doivent donc se fier à leur propre examen de ces questions ou demander conseil. Avant d'effectuer tout investissement (nouveau ou continu), veuillez consulter un conseiller professionnel et/ou un conseiller en investissement.

La responsabilité de Tikehau Capital ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ce document.

Les déclarations dans ce document sont émises à compter de la date de ce document, sauf indication contraire, et la transmission du document n'implique pas que les informations qui y sont contenues sont exactes à compter de toute date ultérieure. Toutefois les informations réunies dans ce document proviennent de sources dont Tikehau Capital a fait ses meilleurs efforts pour s'assurer de la fiabilité en tous ses aspects à compter de la date de ce document.

Certaines informations de nature économique ou de marché contenues dans ce document proviennent de sources publiées par des tiers. Alors que ces sources sont considérées comme fiables, ni Tikehau Capital, ni les membres de l'équipe de gestion ne peuvent être tenus responsables quant à l'exactitude de ces informations.

Toute déclaration contenue dans ce document et faite dans le cadre d'une opinion et/ou d'une croyance, ainsi que toute prévision, ou déclaration relative aux attentes, concernant des futurs événements ou de la performance potentielle d'un fonds, représente seulement la

propre évaluation de Tikehau Capital, et son interprétation des informations disponibles à compter de la date du présent document. En raison de ces divers risques et incertitudes, les résultats réels peuvent différer considérablement de ceux reflétés dans ce document.

Il est également précisé que ce document n'a fait l'objet d'aucune vérification ou approbation d'une autorité de tutelle.

Pour plus d'informations, veuillez contacter Tikehau Capital.