

**CIO OUTLOOK**

AUTOMNE 2024

**Regard**  
**sur**  
2025

**TK** TIKEHAU  
CAPITAL

# Avant-propos

Le changement de modèle économique fondé jusqu'alors sur la quête d'une croissance infinie dans un environnement de taux bas, voire négatifs, où l'efficacité et l'optimisation primaient, vers un modèle plus local où la résilience devient essentielle, ouvre la voie à des changements radicaux dans nos économies et notre façon d'investir.

Dans notre précédente édition parue en septembre 2023, nous avons exprimé notre conviction que ce changement de paradigme entraînerait quatre conséquences majeures, déterminantes pour l'année 2024 :

- La création de valeur centrée sur la résilience, au détriment de l'efficacité ;
- Le désalignement d'intérêts entre les banques centrales et les gouvernements ;
- La hausse du coût du capital et des liquidités ;
- Des primes de risques structurellement plus élevées.

Quel regard porter sur nos projections de l'époque ? Les mois passés nous ont-ils donné raison ? Alors que s'esquisse la fin de l'année 2024, nous commencerons cette édition par un retour sur ces quatre points.

Nous aborderons par la suite ce que nous pensons être les thèmes à surveiller en 2025, à savoir :

- La forte augmentation du poids des États dans l'économie ;
- La forte hausse des dépenses d'investissement dans le monde ;
- La poursuite de la démondialisation vers un monde multipolaire avec la zone indopacifique émergeant comme principal moteur de croissance.

À ces thèmes majeurs s'ajoute une quatrième thématique que nul ne peut ignorer : l'Intelligence Artificielle (IA). En effet, les valorisations actuelles sont justifiées par les espoirs de baisse de taux et la conviction des investisseurs que l'Intelligence Artificielle ouvrirait une nouvelle ère de croissance forte. Après avoir abordé le sujet des taux dans notre précédente édition, nous analysons cette année les impacts de l'IA sur nos économies, avec toute la modestie nécessaire face aux incertitudes entourant cette technologie. L'euphorie liée à l'innovation technologique fait souvent oublier que la notion de retour sur investissement dépend à la fois du rendement de l'investissement engagé et de son coût initial.

Enfin, nous mettrons en lumière les opportunités d'investissement que ces évolutions font émerger et qui seront, à long-terme, à l'origine de la génération des performances futures.

## THOMAS FRIEDBERGER

Directeur général adjoint et co-directeur  
des investissements (CIO)  
Tikehau Capital



## NINA MAJSTOROVIC

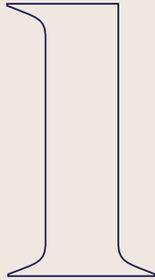
Spécialiste Produits,  
Capital Markets Strategies  
Tikehau Capital



# Retour sur nos convictions 2024

RÉSILIENCE, BANQUES CENTRALES VS. GOUVERNEMENTS,  
COÛT DU CAPITAL ET DE LA LIQUIDITÉ, PRIMES DE RISQUE





## Vers une économie de résilience



Nous avons anticipé pour 2024 une transition d'un modèle économique basé sur l'efficacité vers une économie de résilience. Cette tendance semble désormais bien amorcée et demeure portée non seulement par les chefs d'entreprises, mais aussi par les décideurs politiques et économiques.

Selon nous, ce passage à une économie de résilience devrait se poursuivre et pourrait même s'accélérer en 2025 et au-delà, avec, comme conséquences possibles, la forte augmentation du poids des États dans l'économie, la hausse importante des dépenses d'investissement dans le monde et la poursuite de la démondialisation vers un monde multipolaire.



**Ce retour à des écosystèmes plus locaux facilitera l'évolution vers un modèle de croissance plus durable, bien que probablement moins optimisé.**

Ce retour à des écosystèmes plus locaux devrait faciliter l'évolution vers un modèle de croissance plus durable, bien que probablement moins optimisé. Cela pourrait également faire émerger des mégatendances à fort potentiel de croissance qui concentreront l'essentiel de la création de valeur dans un monde marqué par une croissance plus faible.



## Le désalignement d'intérêts entre les banques centrales et les gouvernements



Nous avons mentionné aussi comme critère déterminant de l'année 2024 le manque d'alignement d'intérêts entre les banques centrales et les gouvernements. D'un côté, des banques centrales occidentales devant combattre une inflation structurelle. De l'autre, des gouvernements optant pour des politiques budgétaires agressives afin de financer à la fois les budgets de défense et de santé, et la transition énergétique.

Ce constat nous amenait à la conviction que, contrairement à ce qu'anticipaient les marchés face à des courbes de taux inversées, le problème ne résidait pas forcément dans des taux courts trop élevés, mais dans des taux longs trop bas. Ces derniers mois nous ont donné raison sur les taux courts, mais les taux à long terme, eux, sont restés bas sous l'effet des craintes de récession économique.

Nous maintenons cette conviction et pensons que la pentification devrait se matérialiser principalement par la hausse des taux longs, compte tenu des besoins d'émissions nécessaires pour financer les déficits budgétaires croissants. Quant aux taux courts, la poursuite de la tendance désinflationniste des deux côtés de l'Atlantique et le ralentissement de l'économie américaine devraient déclencher un pivot des politiques monétaires vers des perspectives de baisses de taux. Nous pensons néanmoins que le réajustement se fera progressivement et restons prudents sur le rythme des baisses de taux.



## La hausse du coût du capital et de la liquidité



Les taux d'intérêt négatifs et les liquidités abondantes, fournies par les politiques monétaires et fiscales des quinze dernières années, ont été à l'origine à la fois d'un montant excessif de dettes et d'une mauvaise allocation du capital. En parallèle, la remontée des taux d'intérêt initiée en 2022 a mené à un assèchement des liquidités sur les marchés.

**Nous croyons que cette tendance d'assèchement de la liquidité devrait perdurer.**

Pourquoi ? D'une part, et bien que les banques centrales occidentales ouvrent la voie à des baisses de taux, l'inflation reste soutenue par des mutations structurelles liées à la démographie, au changement du mix énergétique et à la démondialisation. L'inflation s'explique en partie par des dynamiques liées à l'offre plutôt qu'à la demande, sur lesquelles les politiques monétaires ont peu - voire pas - d'impact.

D'autre part, l'inflexion de la politique monétaire de la Banque du Japon met fin à l'exode de l'épargne japonaise vers des géographies aux taux d'intérêt plus élevés. L'épargne abondante japonaise devrait donc être davantage domestique en 2025, retirant de la liquidité aux autres marchés.

# 4

## Vers une ère de primes de risque structurellement plus élevées ?



Cette conviction ne s'est pas encore matérialisée en 2024, car l'appétit pour le risque est resté soutenu durant la première moitié de l'année. Cela est dû aux espoirs de baisse des taux d'intérêt après l'effondrement de l'inflation, ainsi qu'à la conviction des investisseurs que l'Intelligence Artificielle ouvrait une nouvelle ère de croissance forte.

Nous restons néanmoins convaincus que les tensions géopolitiques, la démondialisation de l'économie, ainsi que les changements sociaux amplifiés par la technologie, notamment l'IA, apporteront un plus grand degré d'incertitude, et donc de volatilité, sur la valorisation des actifs financiers. **Cette imprévisibilité et cette instabilité chronique, tant politique qu'économique, devraient se traduire par des primes de risque structurellement plus élevées** que celles observées au cours des quarante dernières années, marquées par des taux d'intérêt en baisse et une mondialisation croissante.



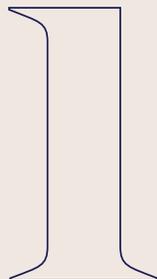
**Nous restons néanmoins convaincus que les tensions géopolitiques, la démondialisation de l'économie, ainsi que les changements sociaux amplifiés par la technologie, notamment l'IA, apporteront un plus grand degré d'incertitude, et donc de volatilité, sur la valorisation des actifs financiers.**

# Perspectives et thèmes

## pour 2025 et au-delà

AUGMENTATION DU POIDS DES ÉTATS, BOOM DES CAPEX, INTELLIGENCE ARTIFICIELLE,  
MULTIPOLARITÉ ET ASCENSION DE L'INDOPACIFIQUE





## Augmentation du poids des États dans les économies



Le besoin de création de résilience dans un contexte de démondialisation et de tensions géopolitiques marque le retour des politiques industrielles et des plans stratégiques de souveraineté. Il n'est donc pas étonnant de voir les gouvernements adopter des politiques budgétaires agressives pour orienter les investissements vers la création de résilience.



**Les tensions géopolitiques et économiques font passer la création de valeur de la génération d'efficacité en temps de mondialisation et de baisse de taux, à la génération de résilience, un objectif dans lequel l'État joue un rôle moteur.**

Dans toutes les grandes puissances économiques, le poids des gouvernements dans l'économie est en hausse. Les tensions géopolitiques et économiques font passer la création de valeur de la génération d'efficacité en temps de mondialisation et de baisse de taux, à la génération de résilience, un objectif dans lequel l'État joue un rôle moteur.

## Vers une production industrielle et une « tech » aux mains de Pékin

● En Chine, la captation de l'épargne abondante permet à l'État d'orienter les investissements vers ses priorités : la production industrielle et la technologie.

Cela permet à Pékin de préserver l'emploi et de réduire sa dépendance vis-à-vis de l'Occident. La Chine est ainsi redevenue une économie quasiment entièrement détenue et dirigée par l'État. Toute la croissance économique résulte soit des dépenses publiques dans les secteurs jugés stratégiques par le gouvernement, soit des exportations. Cette allocation étatique génère de la surcapacité de production industrielle et de la déflation, bien que cette déflation ne soit pas intégralement exportée, les pays occidentaux étant susceptibles d'interdire les biens chinois produits à perte.

Le géant asiatique exporte notamment des automobiles, des batteries et des cellules solaires. Sur ces trois segments, les produits chinois sont extrêmement bon marché, empêchant les entreprises concurrentes d'être rentables, mettant ainsi en difficulté les pays exportateurs d'automobiles et de biens industriels, comme la Corée du Sud, le Japon ou l'Allemagne. Dans les domaines du ferroviaire, du nucléaire et de l'aéronautique, les produits et services chinois sont - ou seront - également particulièrement compétitifs. **En conséquence, l'épargne chinoise devra absorber la dépréciation future des capacités industrielles excédentaires de la décennie 2020. Dans le domaine de la technologie, l'État compense le retrait des financements des *start ups* chinoises par les fonds étrangers, américains en particulier.** La « tech » chinoise est ainsi de nouveau financée par des fonds étatiques, ce qui signifie que les choix de financement seront dictés par les intérêts stratégiques de l'État.

## Vers des dettes américaines et européennes toujours plus conséquentes

● A l'Ouest, la plupart des États se trouvent dans l'obligation de maintenir leurs dépenses militaires en raison des tensions géopolitiques actuelles. **Dans le cas des États-Unis, géographiquement isolés de l'Eurasie et de l'Afrique, régions qui concentreront la majorité de la population mondiale en 2100, la seule façon de maintenir son leadership monétaire et économique serait de préserver sa domination militaire et technologique.** Cela pourrait permettre à Washington de projeter sa puissance vers les zones éloignées du territoire qui concentreront la croissance dans les prochaines décennies. Parallèlement, pour la première fois dans l'histoire moderne, l'espérance de vie a diminué en temps de paix. Les coûts liés à l'obésité, au cancer, au diabète ou aux opioïdes augmentent. **Le gouvernement devra contribuer à ces frais de santé publique, mais aussi subventionner la transition énergétique** (notamment par l'*Inflation Reduction Act*). **Le pays devra donc émettre de plus en plus de dette, dessinant d'ores et déjà une trajectoire budgétaire éloquent : en moins de 10 ans, l'encours d'obligations du Trésor américain sera passé de 20 000 (en 2017) à 40 000 milliards de dollars (prévu pour 2025)**<sup>1</sup>. Quant au coût de la dette américaine, il a dépassé 1 000 milliards de dollars par an, soit l'équivalent du PIB de la Suisse en remboursement d'intérêt chaque année.

<sup>1</sup> American Institute for Economic Research - [aier.org/article/34-trillion-and-climbing/](https://aier.org/article/34-trillion-and-climbing/)

De son côté, **l'Europe fait face aux mêmes tendances**. Les États européens devront continuer à financer l'État-providence, notamment en raison du vieillissement de leur population. Par ailleurs, en réponse au retour de la guerre sur le continent européen, la plupart des gouvernements doivent **augmenter significativement leurs dépenses militaires**.

**Ces mêmes pays doivent également financer leur transition énergétique** pour faire face, entre autres, à la rupture brutale de l'approvisionnement en gaz russe, une source d'énergie très bon marché. Une configuration qui intervient alors que le déficit budgétaire cumulé de la zone euro reste à des niveaux records<sup>1</sup>.

**Cette tendance à l'augmentation du poids des États dans les économies semble structurelle et peu soumise à l'alternance politique** dans la mesure où tous les partis politiques semblent favorables à des politiques budgétaires agressives. Ce phénomène soulève plusieurs questions.

## Qui va absorber l'augmentation des émissions obligataires des gouvernements occidentaux ?

● Nous abordons ce sujet en détail dans notre Outlook 2024 et nous sommes toujours alignés avec l'analyse produite l'an dernier. Pour aller plus loin, la question peut également se poser en ces termes : **Peut-on assister à une crise de la dette des pays développés ?** Un « 1998 à l'envers »... il n'existe bien entendu aucune certitude sur cette question, mais **le scénario d'une crise de la dette des pays développés n'est pas à exclure totalement à moyen-long terme**.

Cette hypothèse s'explique par une conjoncture particulière : les besoins de financements des États occidentaux augmentent alors que les pays financeurs (Chine, Conseil de coopération du Golfe) cherchent à réinvestir dans leur propre économie et que la hausse des taux d'intérêt et du Yen provoque le rapatriement d'une partie de l'épargne japonaise sur son marché domestique. Les marchés ne s'y trompent pas : le rendement de certains indices d'obligations d'États émergents est déjà inférieur au rendement des bons du Trésor américain<sup>2</sup>. Est-ce vraiment une anomalie, ou le reflet d'une nouvelle réalité ?

## Quelles conséquences sur les retours financiers ?

● **Les grandes économies devront protéger leurs entreprises face à la concurrence internationale. On peut donc s'attendre à une augmentation des mesures protectionnistes.** La démondialisation devrait donc s'accélérer et les considérations non économiques (politiques, stratégiques, idéologiques) devraient se généraliser dans la prise de décision d'investissement ou de financement. **Le poids de l'investissement public devrait continuer à croître** via les politiques industrielles et les initiatives stratégiques dans les différentes économies, en particulier américaine, européenne, chinoise, japonaise et indienne. **Cette tendance pourrait entraîner une allocation des capitaux moins optimale et une baisse possible des rendements financiers.** Car, à l'exception de quelques cas comme Singapour, les États n'ont généralement pas un historique d'excellence en matière d'allocation de capital.

<sup>1</sup> [ec.europa.eu/eurostat/web/products-euro-indicators/w/2-22042024-ap#:text=ln%20the%20euro%20area%20the,from%2083.4%25%20to%2081.7%25](https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-euro-indicators/w/2-22042024-ap#:text=ln%20the%20euro%20area%20the,from%2083.4%25%20to%2081.7%25)

<sup>2</sup> Source : Bloomberg, données au 12/08/2024. Indice ICE BofA Investment Grade Emerging Markets Sovereign Bond Index utilisé comme indicateur pour les obligations souveraines émergentes



## Des besoins de capex colossaux nécessaires



Les 4 D — décarbonation, défense, démondialisation et digitalisation — sont considérés comme les moteurs du plus grand cycle de dépenses d'investissement de l'Histoire. **En 2022, le cabinet de conseil McKinsey estimait le montant des dépenses d'investissement nécessaires d'ici à 2027 à 130 000 milliards de dollars, soit plus d'une fois le PIB mondial<sup>1</sup>.**

## Décarbonation, des investissements massifs à l'horizon

- Les dépenses d'investissement nécessaires pour décarboner, répondre aux besoins en eau et renforcer les transports et autres infrastructures essentielles représenteront 6 000 milliards de dollars par an au cours de la prochaine décennie<sup>2</sup>. Ainsi, rapportés sur cinq ans, les investissements nécessaires à la décarbonation représenteraient à eux seuls un quart des dépenses mondiales d'investissement.

## Des budgets militaires en hausse

- Dans le domaine de la défense, les budgets militaires augmentent fortement partout dans le monde. L'objectif fixé par l'OTAN en 2014, visant à ce que ses pays membres consacrent 2 % de leur PIB aux dépenses militaires, n'avait pas été atteint jusqu'au début de la guerre en Ukraine. Mais depuis, ces dépenses convergent vers cet objectif. En 2024, les pays européens membres de l'OTAN auront investi 380 milliards de dollars dans la défense, soit 2 % du PIB combiné de ces pays<sup>3</sup>. Le budget militaire américain, lui, continue de battre des records, restant le premier poste de dépense du budget fédéral avec près de 850 milliards de dollars<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Capital Investment is about to surge : are your operations ready ? Mc Kinsey April 2022 [mckinsey.com/capabilities/operations/our-insights/capital-investment-is-about-to-surge-are-your-operations-ready](https://mckinsey.com/capabilities/operations/our-insights/capital-investment-is-about-to-surge-are-your-operations-ready)

<sup>2</sup> The 6 trillion dollars plan – Goldman Sachs Research, 2022 [goldmansachs.com/insights/articles/unleashing-new-waves-of-green-investment](https://goldmansachs.com/insights/articles/unleashing-new-waves-of-green-investment)

<sup>3</sup> [nato.int/cps/en/natohq/news\\_222664.htm](https://nato.int/cps/en/natohq/news_222664.htm)

<sup>4</sup> Source : US Department of Defense

## L'explosion des investissements dans l'Intelligence Artificielle

Les dépenses d'investissement dans l'Intelligence Artificielle font régulièrement la une de l'actualité. Ces dépenses sont essentiellement réalisées par des entreprises privées, principalement les géants de la « tech », qui consacrent des montants considérables dans la R&D et dans la construction de capacité de calcul (les *data centers*). Au cours des cinq prochaines années, les investissements dans l'IA devraient atteindre environ 1 000 milliards de dollars<sup>1</sup>. Durant les six premiers mois de 2024, Microsoft, Alphabet, Amazon et Meta ont annoncé une augmentation significative de leurs dépenses d'investissement dans l'IA, totalisant 106 milliards de dollars pour cette période<sup>2</sup>.

Il est évident que les dirigeants de ces géants de la « tech » craignent davantage le risque de sous-investissement, qui pourrait leur faire perdre leur avantage compétitif, que celui de surinvestissement, qui pourrait détruire de la valeur économique. Comme l'a souligné Sundar Pichai, le directeur général de Google<sup>3</sup> : « Dans le domaine de la technologie, lorsque vous traversez des transitions comme celle-ci, le risque de sous-investir est considérablement plus élevé que de surinvestir. » Leurs prévisions collectives indiquent que les investissements des *Big Tech* dans l'IA pourraient plus que doubler d'ici la fin de l'année. Les analystes du groupe Dell'Oro anticipent désormais un total de 1 000 milliards de dollars d'investissements dans des infrastructures, telles que les centres de données, d'ici cinq ans<sup>4</sup>. Toutefois, ces entreprises peinent encore à convaincre les investisseurs que leurs clients sont prêts à dépenser suffisamment pour les produits et services qui en résulteront, pour rentabiliser ces investissements.

“ Au cours des cinq prochaines années, les investissements dans l'IA devraient atteindre environ 1 000 milliards de dollars.

A titre d'exemple, le dirigeant de Meta, Mark Zuckerberg estime que la puissance de calcul nécessaire pour entraîner son prochain modèle de langage (*Large Language Model*) sera « presque 10 fois supérieure » à celle de la version précédente, tout en reconnaissant que la rentabilité de ces modèles mettra des années à se concrétiser<sup>5</sup>.

Quant à la répartition géographique des besoins d'investissement en infrastructure, elle est très vaste. Mais au regard des dynamiques démographiques et économiques, la région indopacifique devrait attirer une part significative de ces investissements, notamment dans les infrastructures routières, portuaires, aéroportuaires, énergétiques et en particulier les énergies renouvelables. Dans ce contexte, la Chine, qui concentre entre 65 % et 95 %<sup>6</sup> des chaînes d'approvisionnement des infrastructures de la transition énergétique (panneaux solaires, turbines éoliennes, batteries et véhicules électriques<sup>6</sup>), devrait bénéficier de relais de croissance considérables.

La demande en matières premières nécessaires à la construction de ces infrastructures devrait rester soutenue. Combinée au protectionnisme et aux efforts de sécurisation des approvisionnements, ce phénomène devrait entretenir une inflation structurelle, alimentée par la moindre efficacité générée par la démondialisation.

<sup>1</sup> Source : Goldman Sachs Research, To of mind – Gen AI, too much spend, too little benefit ? - 2024

<sup>2</sup> Source: publications des résultats des sociétés, données à fin juin

<sup>3</sup> ft.com/content/b7037ce1-4319-4a4a-8767-0b1373cec9ea

<sup>4</sup> delloro.com/news/ai-infrastructure-spending-forecast-to-be-over-a-trillion-dollars-over-the-next-five-years/

<sup>5</sup> Conférence téléphonique de Meta sur les résultats du second semestre

<sup>6</sup> weforum.org/docs/WEF\_Greening\_the\_Renewable\_Value\_Chain\_2024.pdf

## Est-ce une bonne nouvelle ?

● À condition que les dépenses d'investissement créent de la valeur économique, un besoin massif de Capex dans un segment de l'économie constitue un signe positif, car ces dépenses devraient théoriquement créer de nouveaux emplois ou améliorer la productivité des emplois existants. Cependant, l'expérience montre que c'est rarement le cas. Pourquoi ? Parce que seules les équipes de direction les plus compétentes parviennent à allouer efficacement le cash-flow libre de l'entreprise à des investissements productifs. Construire une usine est une chose mais la construire au bon moment au bon endroit avec un horizon de temps long qui peut rendre obsolète l'investissement avant qu'il ne commence à produire en est une autre. Une majorité de ces dépenses d'investissement échoue à produire la valeur escomptée.

Il est également essentiel de savoir parfois résister à la tentation de la surenchère. Lorsque les principaux concurrents se lancent dans des dépenses d'investissement considérables, il peut être tentant de les suivre, soit par mimétisme, soit sous la pression des marchés, qui craignent que la société qui ne réalise pas ces dépenses ne soit vite dépassée. C'est ce que l'on observe en 2024 dans les dépenses en Recherche et Développement liées à l'IA. Pourtant, il est parfois plus judicieux d'opter pour un retour de liquidités à ses actionnaires, par le biais de dividendes ou de rachats d'actions. En somme, seules les meilleures équipes dirigeantes parviennent à réaliser des dépenses d'investissement qui créent de la valeur, car elles seules savent estimer la rentabilité future d'un investissement par rapport à son coût. C'est pourquoi les actions des secteurs à forte intensité de Capex, comme l'automobile, les industries lourdes, ou les infrastructures nucléaires et énergétiques, ont historiquement des retours sur investissement plus faibles que ceux des secteurs moins intenses en dépenses d'investissement. Les analystes financiers considèrent souvent que le Capex est l'ennemi de l'investisseur en capital.

Par conséquent, il est possible que ce besoin colossal de dépenses d'investissement, nécessaire à la création de résilience dans notre système économique, se traduise par des retours financiers plus faibles qu'escomptés pour les investisseurs. L'intervention croissante de la sphère publique dans les décisions d'investissement, combinée à la pression à court terme sur les dirigeants des sociétés pour s'adapter aux nouvelles technologies, provoquera probablement des déceptions sur les retours sur investissement, comme cela s'est produit lors de chaque cycle économique. Cela appelle à rester sélectif, à analyser rigoureusement la qualité des équipes dirigeantes, et à faire preuve d'une attention accrue envers les mesures de retour sur capitaux investis à long terme. On peut donc s'attendre à une augmentation de la dispersion entre les performances des sociétés mais aussi entre les États (avec comme mesure le coût de financement de leur dette).

Cette explosion des besoins d'investissement, alimentée par les « 4D » (démondialisation, décarbonation, défense et digitalisation), représente donc à la fois une opportunité d'investissement et un risque pour les investisseurs qui manqueraient de discipline dans leur sélection de valeurs.

“ Par conséquent, il est possible que ce besoin colossal de dépenses d'investissement, nécessaire à la création de résilience dans notre système économique, se traduise par des retours financiers plus faibles qu'escomptés pour les investisseurs.



## L'Intelligence Artificielle : révolution ou mirage économique ?



En 2024, la conviction que l'IA générative transformera radicalement les économies a été une source majeure de création de valeur financière sur les marchés cotés. L'attention des investisseurs semble se focaliser actuellement sur les acteurs capables de proposer les applications d'IA générative les plus performantes, sans vraiment s'intéresser aux coûts directs et indirects de leur développement, ni la manière dont ces applications seront intégrées dans les entreprises qui auront recours à ce service.

Pourtant, il nous semble tout aussi crucial d'examiner la véritable valeur ajoutée apportée par ces solutions au regard de leur coûts, que le degré d'innovation qu'elles apportent.

À première vue, l'expérience montre que les dépenses d'investissement massives tendent à freiner les retours financiers pour les actionnaires. Or, l'IA exige des dépenses d'investissement très significatives. Il sera donc intéressant d'observer les retours sur investissement dans les années à venir.

## Les défis liés aux centres de données

En effet, le progrès de l'IA est étroitement lié au déploiement de puissance de calcul dans les centres de données. Ces *data centers* sont souvent des sites spécifiques, à usage unique, qui consomment non seulement de l'électricité, mais beaucoup d'eau également, pour refroidir les serveurs. De plus, ils créent peu d'emplois. Ces éléments pourraient constituer des obstacles au développement de ces infrastructures, dans la mesure où les décideurs politiques pourraient peiner à convaincre leur électorat que l'hébergement d'un centre de données qui ne crée pas d'emploi, consomme de l'eau et de l'électricité, est une bonne chose pour la circonscription. De plus, la question de l'obsolescence rapide de ces *data centers*, en raison des progrès rapides en matière de puissance de calcul, est préoccupante. À quel rythme ces infrastructures à usage unique seront-elles dépassées ?

**Bien entendu, il existe des opportunités d'investissement importantes dans les centres de données à la fois en financement et en capital. Celles-ci résident notamment dans le besoin de souveraineté numérique qui encourage les États à développer et alimenter des centres de données locaux.** Il convient néanmoins d'être particulièrement discipliné pour créer de la valeur à long terme.

## Les coûts de l'IA : une barrière à long terme ?

Le professeur au MIT Daron Acemoglu reste, lui, sceptique quant à la valeur économique créée par ces dépenses d'investissement à court et moyen termes<sup>1</sup>. Les inventions qui ont véritablement transformé la société, comme Internet, ont permis à des solutions peu coûteuses de remplacer des alternatives onéreuses. En revanche, l'IA, elle, reste une technologie coûteuse. Les coûts de l'IA diminueront-ils donc un jour suffisamment pour rendre l'automatisation d'une grande partie des tâches abordable, malgré un point de départ élevé ? L'IA augmentera-t-elle de manière durable la valorisation des entreprises qui utilisent cette technologie ? Cela dépendra des gains de productivité effectifs générés par l'IA et de sa capacité à résoudre des tâches complexes, ce qui ne semble pas encore être le cas. Pour le moment, rien ne permet d'affirmer que les bénéfices seront assez élevés pour provoquer une révolution de la magnitude de celle de l'utilisation du charbon, du pétrole ou de l'informatique.

Il y a des grandes chances pour que l'IA révolutionne certains secteurs et change, au moins en partie, notre manière d'interagir et d'accéder à l'information. Cependant, pour un investisseur, si l'on met de côté la question universelle de « comment utiliser l'IA », « comment bien investir dans les entreprises qui généreront de la valeur économique avec l'IA » est une question beaucoup moins évidente aux vues, d'une part, des niveaux de valorisation élevés du secteur et, d'autre part, des montants de capitaux déployés en dépenses d'investissement par les acteurs de l'IA. **Comme pour la bulle internet des années 2000, il est possible que cette nouvelle technologie s'impose comme effectivement révolutionnaire, mais que les grands gagnants de cette tendance n'émergent que dans un second temps.**

<sup>1</sup> Source : Goldman Sachs Research, To of mind – Gen AI, too much spend, too little benefit ? - 2024

# 4

## L'Indopacifique, futur centre névralgique d'une économie démondialisée



En 2100, l'Asie comptera 5 milliards d'habitants et l'Afrique 4 milliards, sur un total de 11 milliards d'êtres humains<sup>1</sup>. Après l'océan Atlantique au XXe siècle et le Pacifique au XXIe siècle, **l'océan Indien deviendra probablement le centre du monde économique au siècle prochain. La région indopacifique est donc stratégique, et la Chine y renforce sa présence en imposant le yuan (RMB) comme alternative au dollar américain (USD)**. C'est ici que se trouve le vrai champ de bataille entre les devises chinoises et américaines.

“ **C'est ici  
que se trouve  
le vrai champ de bataille  
entre les devises  
chinoises et américaines.** ”

L'ouverture de lignes de swap en RMB, le lancement par la Chine de contrats à terme sur le pétrole et l'or en RMB, ou encore l'achat de pétrole russe par l'Inde en devises autres que le dollar, sont autant de signes que la devise américaine sera plus contestée à l'avenir sur son statut de seule devise utilisée pour le commerce dans cette région du monde.

<sup>1</sup> Source : Factfulness - Hans Rosling, 2019

---

## Démondialisation ou régionalisation ?

● **Vue de l'Ouest, la démondialisation semble être une tendance évidente. Mais vue de l'Est, elle ressemble davantage à une régionalisation de l'économie, centrée sur la région indopacifique.** Il semblerait que la Chine ne cherche pas à contrôler l'économie mondiale, mais plutôt à devenir une superpuissance régionale, et le développement indopacifique pourrait en effet permettre à la Chine de compenser le déclin de sa croissance domestique, dû à des facteurs démographiques défavorables et une économie encore largement sous l'emprise de l'État.

---

## Les catalyseurs de l'intégration régionale

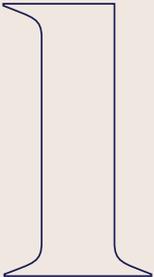
● Les sanctions américaines contre la Russie ont accéléré l'intégration économique de l'Indopacifique. Elles ont poussé plusieurs pays à commercer dans d'autres devises que le dollar, et notamment la devise chinoise. Ces sanctions ont également accéléré l'orientation des investissements de certains pays de la zone vers leur économie domestique plutôt que vers des actifs dans les pays développés (bons du Trésor américains ou biens immobiliers dans les grandes capitales) dans le but de renforcer la résilience de leurs économies. Les institutions supranationales chinoises, à savoir Exim Bank et China Development Bank, ont d'ailleurs attribué en 2023, pour la première fois, plus de prêts en RMB à leurs partenaires commerciaux (pays d'Asie, d'Afrique, du Moyen-Orient) que de prêts en USD.

Cette région, qui abrite environ les deux tiers des cent plus grandes villes du monde, va continuer à s'intégrer avec une accélération des projets d'infrastructures visant à relier ces métropoles entre elles, et ainsi, générer de la croissance économique. L'Indopacifique dispose également de réservoirs de capitaux considérables, non seulement avec la Chine, mais également avec les pays du Moyen-Orient et demain l'Inde. **Il est donc probable que l'essentiel de la croissance économique mondiale se concentre dans cette région au cours des prochaines décennies.**

# Les principales opportunités d'investissement en 2025

CRÉDIT, TRANSITION ÉNERGÉTIQUE, SOUVERAINETÉ EUROPÉENNE  
ET IMMOBILIER DE TRANSFORMATION





## Crédit : être apporteur de liquidité dans un environnement de liquidité plus contraint



**Les financements privés se sont imposés comme une alternative attractive pour les entreprises de taille moyennes aux États Unis, en Europe, et désormais en Asie, entre émissions obligataires sur les marchés de capitaux et prêts bancaires**

**traditionnels.** La convergence de ces marchés, désormais de tailles comparables, offre aux émetteurs un accès à différentes sources de capital et de liquidité. Avec le maintien des taux d'intérêt directeurs à des niveaux plus élevés qu'anticipé au début de 2024, les rendements espérés sur cette classe d'actifs demeurent attractifs. Bien que les taux courts devraient continuer de baisser en 2025, l'attractivité de la dette privée ne devrait pas être remise en question. La dispersion augmentant, les investisseurs les plus disciplinés devraient se distinguer de leurs concurrents. L'apport de liquidité, dans un marché où celle-ci se raréfie, crée des opportunités d'investissement significatives.

**Sur le marché de la dette secondaire, l'augmentation des volumes traduit un réel besoin des investisseurs d'accéder à cette liquidité moyennant une décote de valorisation.** Cette décote permet à l'acheteur discipliné de portefeuilles déjà déployés d'espérer des rendements plus élevés, tout en bénéficiant de flux de liquidités réguliers et plus rapides que sur des portefeuilles peu investis. Le marché américain reste incontournable sur ce segment, concentrant l'essentiel des volumes.

---

**Sur le marché primaire, nous privilégions l'Europe, qui bénéficie de niveaux de levier financier plus faibles que ceux de l'Amérique, pour des espoirs de rendements comparables.** De plus, dans un contexte de démondialisation, la création de résilience passe par le renforcement d'écosystèmes plus locaux. C'est ici que la taille du marché domestique joue un rôle déterminant.

L'Union Européenne, avec près de 450 millions d'habitants, dépasse d'un tiers la population des États-Unis. Ainsi, dans un monde où « local » rime avec résilience et « mondial » avec fragilité, l'Europe offre un potentiel de rattrapage considérable pour les investisseurs qui souhaitent soutenir des réussites entrepreneuriales à travers tout le continent. La démondialisation fait de la taille du marché européen une zone d'investissement incontournable. **Dans ce contexte, les financements d'acquisition par la dette privée sont particulièrement attractifs.** En finançant des entreprises de taille intermédiaire en forte croissance, il est possible de créer des champions européens, garantissant ainsi une croissance significative pour cette classe d'actifs sur le continent.

**Par ailleurs, dans un contexte de liquidité moins abondante et de pression sur les marges des entreprises, les situations spéciales se multiplient.** Les besoins de refinancement d'actifs immobiliers ou d'entreprises confrontées à des échéances de dette significatives offrent aux apporteurs de liquidité des opportunités particulièrement attractives, à condition de rester disciplinés et sélectifs.

Enfin, et bien que les primes de risque sur les marchés obligataires cotés se soient resserrées, **le marché du crédit continue d'afficher des niveaux de rendements historiquement attractifs : le crédit est devenu un produit de rendement, et non plus un produit de spread.**

**De manière générale, offrir de la liquidité sur toute la structure du capital (dette senior, financement mezzanine, obligations convertibles privées, etc.) à des entreprises solides confrontées à un manque de liquidités peut générer une création de valeur significative.**



## La transition énergétique : un impératif stratégique



Dans un environnement où la recherche de résilience primera, les entreprises devront investir localement pour rester compétitives. La transition énergétique devrait logiquement capter une grande partie de ces investissements. Car au-delà des enjeux climatiques, la transition énergétique offre un avantage concurrentiel crucial dans un contexte de démondialisation. En effet, la nécessité de relocaliser la production industrielle dans les pays où se trouvent les consommateurs, implique des investissements massifs et une augmentation des coûts de main-d'œuvre. En permettant une baisse des coûts, qui compensera en partie ceux d'une relocalisation, la transition énergétique deviendra un avantage concurrentiel pour les entreprises, partout dans le monde et tous secteurs confondus. Investir dans l'efficacité énergétique des bâtiments, des processus de production, des chaînes d'approvisionnement et des flottes de véhicules permettra aux entreprises de maintenir leur compétitivité.

Pour atteindre les objectifs fixés par les accords de Paris, 6 000 milliards de dollars doivent être investis chaque année dans la transition énergétique d'ici 2050. 80 % de ce montant doit être consacré à la transformation des infrastructures existantes<sup>1</sup>, par opposition à l'investissement dans des nouvelles technologies de rupture qui ne seront efficaces que dans 10 à 15 ans. Cette mégatendance devrait assurer une croissance soutenue aux entreprises capables de fournir des solutions pour transformer les systèmes actuels. Les entreprises, dont le cœur de métier est de permettre la mise en œuvre de la transition énergétique, bénéficient donc d'une tendance d'envergure mondiale. Nous le constatons avec la croissance générée par les sociétés de notre portefeuille, dont les revenus proviennent désormais de nombreuses régions du monde. Les entreprises européennes, leaders mondiaux dans ce domaine, devraient tirer le plus grand bénéfice de cette tendance.

“ Car au-delà des enjeux climatiques, la transition énergétique offre un avantage concurrentiel crucial dans un contexte de démondialisation.

En 2024, le marché de l'investissement dans la transition énergétique est déjà deux fois plus important que celui des énergies fossiles : 2 000 milliards de dollars pour la chaîne de valeur bas carbone, contre 1 000 milliards pour les énergies fossiles<sup>2</sup>. Autrement dit, pour chaque dollar investi dans les énergies fossiles aujourd'hui, deux sont investis dans la transition énergétique. Un ratio qui sous-estime encore la réalité puisqu'il n'intègre pas le marché lié à la nécessaire adaptation de notre système économique au réchauffement climatique : un marché estimé, lui aussi, à environ 2 000 milliards de dollars<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Source : Agence Internationale pour les énergies renouvelables

<sup>2</sup> Source : Agence Internationale de l'Énergie

<sup>3</sup> Source : World Energy Investment 2024 IEA



## La souveraineté européenne : une force dans un monde en mutation



Le point d'inflexion atteint dans la mondialisation semble offrir à l'Europe une opportunité d'investissement unique.

L'accélération fulgurante de la mondialisation après la chute de l'Union Soviétique a consacré la domination économique des États-Unis et permis l'émergence de la Chine comme potentiel successeur au rang de leader de l'économie mondiale. En perte de contrôle face à ce phénomène de mondialisation au XXe siècle, l'Europe a dû affronter des défis importants au début du XXIe siècle. Face à ces deux géants, l'Europe a dû trouver sa propre voie pour se réinventer, tout en préservant ses relations avec ces superpuissances: les États-Unis, parce qu'ils assurent sa protection militaire et ont imposé leur devise dans les échanges internationaux, et la Chine, parce qu'elle est un partenaire commercial incontournable à l'autre extrémité du bloc eurasiatique.

**Mais l'Europe possède désormais une longueur d'avance sur les deux conditions nécessaires à la génération de performance financière des prochaines décennies : l'intégration de critères extra-financiers, d'une part et le positionnement sur les quelques « mégatendances » structurelles de croissance d'autre part. Or, nous croyons fermement que, dans les années à venir, la génération de performance financière sera conditionnée à ces deux éléments.**

Du point de vue de l'extra-financier, la nécessité d'un modèle de croissance plus durable est devenue évidente, exacerbée par les crises successives du Covid-19 et du conflit russo-ukrainien. Ces crises ont révélé l'extraordinaire vulnérabilité d'un modèle de croissance basé sur la sur-optimisation des coûts de production, de la fiscalité et des capitaux propres. En effet, la recherche d'une croissance infinie pour justifier des niveaux d'endettement et des valorisations élevés a des conséquences néfastes sur le climat et la biodiversité (E), aggrave les inégalités sociales (S), et crée des bulles ainsi qu'une mauvaise allocation de capital (G). Ignorer les critères extra-financiers serait donc non seulement destructeur de valeur financière, mais également générateur de risques financiers considérables. **Aujourd'hui, l'Europe est leader dans la prise en compte de ces critères extra-financiers et dispose d'une expertise que d'autres régions du monde cherchent désormais à acquérir.**

**De la même manière que la transition énergétique représente un potentiel de croissance important, toutes les entreprises devront investir massivement dans la cybersécurité et la digitalisation des processus de production et des chaînes d'approvisionnement.** En Europe, plus des trois quarts (76 %) des entreprises de taille moyenne considèrent la digitalisation comme une priorité<sup>1</sup>. En se positionnant sur ces mégatendances, l'investisseur peut espérer des rendements alignés avec ceux générés par l'industrie du *private equity* ces dernières décennies. Capturer ces mégatendances de croissance sera essentiel pour générer, à l'avenir, de la performance financière, et l'Europe est particulièrement bien placée dans ce domaine.

<sup>1</sup> Source : 2019 European SME survey

# 4

## L'immobilier *value-add* : Investir dans une nouvelle ère



Les changements sociétaux engendrés par le monde « postpandémique », combinés à la correction des valorisations et à la raréfaction des financements, créent des opportunités d'investissement significatives dans l'immobilier de transformation.

D'une part, la hausse brutale des taux d'intérêt en 2022 et 2023 a provoqué une baisse significative des volumes de transactions, offrant désormais des niveaux de valorisation attractifs pour les apporteurs de liquidité. Ces nouvelles conditions de marché permettent d'obtenir des points d'entrées comme on en voit deux fois dans sa carrière professionnelle (*twice in a lifetime opportunity*) : la dernière correction de telle amplitude a eu lieu durant la crise financière, il y a 15 ans, et la précédente en 1993, il y a 30 ans.

D'autre part, en Europe, un déficit de financement d'environ 100 milliards d'euros est attendu au cours des quatre prochaines années<sup>1</sup>. Un déficit qui devra être comblé par de nouvelles sources de capitaux, ouvrant ainsi des opportunités sans précédent pour les gestionnaires d'actifs dans le domaine de l'immobilier.

Enfin, les évolutions récentes des modes de vie ont entraîné des transformations majeures sur le marché de l'immobilier, tant résidentiel que commercial. L'émergence de nouvelles technologies et la crise sanitaire du Covid-19 sont, entre autres, à l'origine de ces bouleversements. Le télétravail a créé une sur-offre de bureaux, aux États-Unis comme en Europe, où les bureaux les moins centraux souffrent et peinent à trouver des locataires. Un volume d'offre devra sortir du marché et être transformé dans un autre usage, entraînant une baisse de valeur très significative pour les propriétaires actuels qui avaient acheté un flux locatif et qui se retrouvent avec une valorisation de terrain à bâtir. De plus, l'e-commerce modifie les besoins logistiques et les nouveaux modes de mobilité remodelent les flux urbains. Par ailleurs, l'efficacité énergétique des bâtiments, le réaménagement des espaces urbains par l'optimisation des flux, l'intégration d'espaces de biodiversité pour la régulation thermique des villes et la résistance aux événements climatiques, figurent parmi les défis essentiels du secteur pour les années à venir. La création d'actifs adaptés à ces nouvelles réalités, situés dans des emplacements de premier choix, et leur transformation possible pour des usages mixtes, devrait représenter l'une des opportunités d'investissement les plus significatives pour les prochaines années.

<sup>1</sup> Source : CBRE 2023 – The debt funding gap for European real estate



Investir dans cette nouvelle ère nécessite d'avoir identifié les secteurs et les actifs qui seront les mieux intégrés dans ces mégatendances structurelles.

- **Afin de s'adapter aux exigences des consommateurs, les besoins de repositionnement dans le secteur de l'hôtellerie sont considérables,** qu'il s'agisse d'hôtellerie de loisir ou d'affaires.

Ces repositionnements nécessitent des investissements significatifs que les propriétaires, parfois lourdement endettés et surpris par la remontée des taux d'intérêt en 2022-2023, ne peuvent engager. L'acquisition de ces actifs et l'engagement de ces investissements devraient générer une valeur significative, à condition d'être discipliné.

- **Le repositionnement d'immeubles de bureaux bien situés offre également des opportunités** et devrait contribuer au redémarrage des transactions (rénovation des bureaux ou repositionnement en actif mixte).

- **La demande d'espace logistique, consécutive à l'essor du e-commerce, offre aussi des opportunités.**

Selon CBRE, pour chaque milliard de dollars de ventes supplémentaires à l'échelle globale en e-commerce, près de 100 000 m<sup>2</sup> d'espace logistique supplémentaire sont nécessaires pour assurer le traitement des commandes<sup>1</sup>. La classe d'actif a été fortement revalorisée et les taux de capitalisation trop réduits des années 2020-2022 se sont normalisés. Il faudra cependant être très vigilants sur la localisation du fait d'une demande locative beaucoup plus sélective sur 2024.

- **Le segment des centres commerciaux et du retail traverse également une phase de reconversion sans précédent.**

De nombreux actifs ne sont désormais plus adaptés à l'usage auquel ils étaient destinés à l'origine, créant une série d'opportunités dans les zones urbaines et en périphérie des villes.

“ **L'année 2025 devrait ainsi marquer la reprise des transactions significatives sur ces segments du marché. Nous identifions ce thème comme l'une des opportunités majeures d'investissement pour les années à venir.** ”

<sup>1</sup> Source : CBRE recherche juillet 2023



SAVOIR SAISIR LES OPPORTUNITÉS :

## Les atouts de Tikehau Capital dans l'environnement actuel

- **Tikehau Capital se distingue par une culture d'investissement rigoureuse et un très haut niveau de sélectivité** (seuls 5 % des projets étudiés aboutissent à un financement). Forts de 20 ans d'expérience dans le déploiement de capitaux sur des actifs privés et cotés, nous savons que seuls les gestionnaires d'actifs les plus disciplinés peuvent être en mesure de proposer de bons résultats dans le contexte économique actuel.
- **Avec 17 bureaux sur trois continents, nos équipes d'investissement bénéficient d'un fort ancrage local**. Cette implantation stratégique nous permet de saisir les meilleures opportunités d'investissement grâce à une compréhension approfondie des marchés locaux.
- **Tikehau Capital dispose d'un capital solide et de liquidités prêtes à être déployées, à la fois dans les fonds que nous gérons, les transactions que nous initiions, ainsi que dans des fonds et transactions de tiers**. Cet atout renforce notre écosystème dynamique et fertile.
- **Nous privilégions une approche sans effet de levier important**. Dans un environnement de croissance plus faible, où la génération de résilience est devenue essentielle, nous croyons fermement que la qualité des investissements sera le principal moteur de la création de valeur, plutôt que l'utilisation du levier pour générer de la performance financière.



■ [tikehaucapital.com](https://tikehaucapital.com)

Ce document ne constitue pas une offre de vente de titres ni des services de conseil en investissement. Ce document contient uniquement des informations générales et n'est pas destiné à représenter des conseils en investissement généraux ou spécifiques. Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des résultats futurs et les objectifs ne sont pas garantis. Certaines déclarations et données prévisionnelles sont basées sur les prévisions actuelles, les conditions actuelles de marché et la situation économique actuelle, les estimations, projections, et les opinions de Tikehau Capital et/ou de ses sociétés affiliées. En raison de divers risques et incertitudes, les résultats réels peuvent différer matériellement de ceux reflétés ou envisagés dans ces déclarations prospectives ou dans toute étude de cas ou prévision. Toutes les références aux activités de conseil de Tikehau Capital aux États-Unis ou à l'égard de ressortissants américains concernent Tikehau Capital North America.