



OUTLOOK 2026

Global Investment Perspectives

ACTIONS - OBLIGATIONS - PRIVATE ASSETS -
IMMOBILIER - CRYPTO-ACTIFS

Edito

Les perspectives d'investissement pour 2026 s'inscrivent dans un environnement complexe, marqué par la divergence des cycles économiques, par une normalisation monétaire encore incomplète ainsi que par des taux d'intérêt appelés plus élevés que ceux de la dernière décennie. Ce contexte particulier est également caractérisé par des tensions géopolitiques persistantes, une recomposition de l'ordre commercial mondial et une transformation technologique continue, portée notamment par le développement rapide de l'intelligence artificielle.

La combinaison de ces facteurs renforce ainsi la probabilité de scénarios de marché multiples et accroît la dispersion des performances, tant entre classes d'actifs qu'entre zones géographiques et moteurs de performance. Dans ce contexte, une approche disciplinée et renforcée de la diversification devient essentielle pour construire des portefeuilles robustes et résilients en 2026.



Aymane OUBELLA
Directeur de la Recherche, Ramify

Sommaire

01 Contexte macroéconomique et marché obligataire

02 Actions

03 Private Assets — Private Equity

04 Private Assets — Dette privée

05 Private Assets — Infrastructure

06 Immobilier (SCPI)

07 Crypto-actifs

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE ET MARCHÉ OBLIGATAIRE

Bilan 2025

- En 2025, l'économie américaine a fait preuve d'une résilience supérieure à celle de la zone euro, permettant une poursuite de la désinflation sans récession, malgré des taux réels durablement positifs
- Les marchés de taux ont évolué dans un régime de normalisation incomplète, avec des courbes peu pentues et des taux longs contraints par des facteurs structurels, en particulier aux États-Unis
- Le marché du crédit, aux États-Unis comme en Europe, a validé un scénario macro globalement favorable, avec des spreads restés serrés et sans signal de stress systémique

Politique monétaire

L'année 2025 a marqué l'entrée effective dans un cycle de baisse des taux des principales banques centrales, après le pic de resserrement atteint en 2024. Cet assouplissement s'est toutefois inscrit dans un cadre graduel et conditionnel, très éloigné d'un pivot rapide ou synchronisé.

Aux États-Unis, la Federal Reserve a privilégié en 2025 une approche résolument prudente, soulignant de manière répétée la nécessité de confirmer une convergence durable de l'inflation vers sa cible. Si la désinflation s'est poursuivie sur les composantes liées aux biens, et que l'inflation globale, s'établissant aux alentours de 2,7% en décembre 2025 a atteint son plus bas niveau depuis l'été, les pressions inflationnistes sont restées plus persistantes sur les services (inflation encore proche de 3,2%).

Cette composante, étroitement liée à la dynamique salariale et au marché du travail, a justifié une normalisation monétaire progressive et fortement dépendante des données macroéconomiques, limitant ainsi la marge de manœuvre pour un assouplissement plus rapide.

De son côté, en zone euro, la Banque Centrale Européenne a adopté un biais plus accommodant, dans un contexte de croissance plus faible et de tensions inflationnistes domestiques globalement moins marquées qu'aux États-Unis. L'inflation annuelle y est attendue autour de 2,0% en décembre 2025, proche de l'objectif de la BCE, mais l'inflation des services est restée sensiblement plus élevée, à environ 3,4%, signalant la persistance de pressions internes, notamment sur les coûts salariaux. Cette configuration a conduit la BCE à engager un assouplissement plus précoce, tout en conservant une approche prudente face aux composantes les plus rigides de l'inflation.

Cette divergence de trajectoire entre la Fed et la BCE a constitué l'un des faits marquants de l'année 2025, structurant à la fois les anticipations de taux directeurs et les dynamiques de marché. Elle illustre des cycles économiques désormais désynchronisés entre les deux zones, et a joué un rôle central dans l'évolution des courbes de taux, des flux de capitaux et des arbitrages géographiques opérés par les investisseurs.

Courbes de taux

Malgré le début de l'assouplissement monétaire, les marchés obligataires ont évolué en 2025 dans un régime de taux réels durablement positifs, confirmant un changement de régime par rapport à la décennie 2010–2020.

Aux États-Unis, la courbe des taux est restée globalement peu pentue sur l'ensemble de l'année. Si les anticipations de baisse des taux directeurs ont entraîné une détente modérée des

rendements à court terme, les rendements de long terme sont quant à eux demeurés élevés. Cette résistance s'explique par des facteurs structurels, notamment l'ampleur de l'offre souveraine et des primes de terme plus élevées, limitant toute pentification significative de la courbe malgré l'assouplissement monétaire engagé.

En zone euro, l'ajustement a été plus marqué sur la partie courte de la courbe. Les rendements à très court terme ont nettement reculé au cours de l'année, en lien avec l'assouplissement progressif de la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne. À titre illustratif, le taux à 3 mois est passé de 2,61% début janvier 2025 à 1,98% fin décembre 2025, traduisant la détente des conditions monétaires. À l'inverse, les rendements de long terme ont montré une résistance notable : le taux à 10 ans est passé de 2,43% à 2,95% sur la même période, reflétant le poids des facteurs d'offre et des primes de terme.

Cette configuration, marquée par une détente significative des taux courts et une résistance des taux longs, a entraîné une normalisation de la courbe des taux, initialement inversée en début d'année, sans déboucher sur une pentification franche au sens cyclique. La dynamique observée en 2025 relève ainsi davantage d'un ajustement technique lié à la politique monétaire que d'un signal d'amélioration macroéconomique marquée, les maturités longues restant contraintes par des facteurs structurels persistants.

Crédit

Les marchés du crédit ont continué à évoluer dans un environnement favorable en 2025, validant un scénario macroéconomique de croissance modérée sans récession.

Aux États-Unis, les spreads Investment Grade et High Yield se sont maintenus à des niveaux proches du bas de leur fourchette historique, reflétant à la fois la solidité des bilans d'entreprises et l'appétit persistant des investisseurs pour les rendements courants. En Europe, les spreads de crédit ont évolué à des niveaux historiquement bas, en l'absence de signal de stress macroéconomique ou financier.

Les taux de défaut sont restés contenus de part et d'autre de l'Atlantique, sans signal de dégradation macroéconomique notable. Dans ce contexte, la performance du crédit a été principalement portée par les coupons, les spreads étant déjà trop comprimés pour générer un potentiel significatif de gains en capital supplémentaires.

Les performances observées sur les indices obligataires, confirment ainsi un environnement de marché dominé par la stabilité macroéconomique et par la contribution des coupons au rendement, plutôt que par des mouvements directionnels sur le risque de crédit.

Macro globale

Sur le plan macroéconomique, l'année 2025 a été marquée par une résilience nettement supérieure aux anticipations de l'économie américaine. Au T3 2025, le PIB des États-Unis a progressé à un rythme annualisé de +4,3%, après +3,8% au T2, principalement porté par une consommation des ménages dynamique (+3,5%) et par une contribution positive des exportations et des dépenses publiques. Cette dynamique a permis d'écartier un scénario de récession, tout en accompagnant une désinflation progressive.

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE ET MARCHÉ OBLIGATAIRE

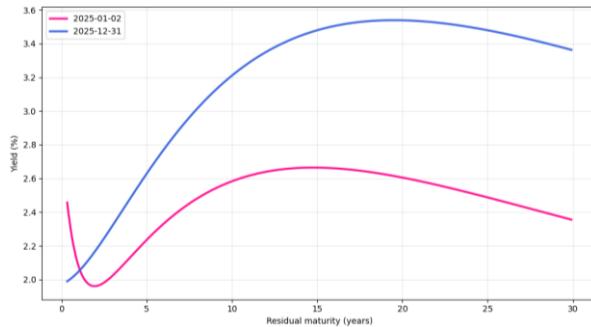
Bilan 2025

En zone euro, la croissance est restée plus modérée mais s'est stabilisée au fil de l'année. Le PIB a progressé de +0,3% au T3 2025, après +0,1% au trimestre précédent, soutenu par un rebond de l'investissement (+0,9%) et par la hausse des dépenses publiques (+0,7%), et ce, malgré une contribution négative du commerce extérieur et une consommation encore contenue.

Parmi les facteurs structurants de l'année, la politique budgétaire américaine est demeurée nettement expansionniste, avec un déficit public revenu autour de 5,9% du PIB nominal en septembre 2025, soutenant l'activité mais contribuant également à la pression sur les rendements de long terme via l'augmentation de l'offre souveraine. Parallèlement, les tensions géopolitiques ont continué de provoquer des épisodes de volatilité ponctuelle sur les marchés financiers, sans toutefois remettre en cause le scénario macroéconomique central ni la stabilité des marchés obligataires.

Dans l'ensemble, le scénario d'un soft landing sans récession a été largement validé par les données macroéconomiques et le comportement des marchés en 2025.

AAA-Rated Bond Yield Curves — 2 Jan 2025 vs. 31 Dec 2025



Source : BCE

Performance Overview — Sovereign and Corporate Bonds (Europe & U.S.)

Category	Index	Currency	Performance (2025A)
Aggregated European government bonds	Bloomberg Euro Aggregate Index	EUR	1.4%
Short-term European government bonds (1–3 years)	Bloomberg Euro Treasury 1–3 Year Bond Index	EUR	2.3%
Medium-term European government bonds (7–10 years)	Bloomberg Euro Treasury 7–10 Year Bond Index	EUR	1.8%
Long-term European government bonds (20+ years)	Bloomberg Euro Treasury 20+ Year Bond Index	EUR	-12.3%
European investment-grade corporate bonds	Bloomberg Euro Corporate 1–5 Year Bond Index	EUR	3.5%
European high-yield corporate bonds	iBoxx € Liquid High Yield Index	EUR	4.8%
Aggregated U.S. government bonds	Bloomberg US Agg Bond Index	USD	7.3%
Short-term U.S. government bonds (1–3 years)	ICE U.S. Treasury 1–3 Year Bond Index	USD	5.14%
Medium-term U.S. government bonds (7–10 years)	ICE U.S. Treasury 7–10 Year Bond Index	USD	8.2%
Long-term U.S. government bonds (20+ years)	ICE U.S. Treasury 20+ Year Bond Index	USD	4.3%
U.S. investment-grade corporate bonds	ICE BofA 1–5 Year Corporate	USD	6.8%
U.S. high-yield corporate bonds	iBoxx \$ Liquid High Yield Index	USD	9.8%

Sources : Amundi, BlackRock & Vanguard

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE ET MARCHÉ OBLIGATAIRE

Perspectives 2026

- En 2026, une divergence durable des trajectoires de politique monétaire entre les États-Unis et la zone euro reste le scénario central
- L'ajustement attendu des marchés de taux en 2026 passerait principalement par une évolution de la forme des courbes, avec des taux courts orientés à la baisse ou à la stabilisation, tandis que les taux longs resteraient plus élevés et moins réactifs, limitant un ajustement généralisé des niveaux de rendement.
- Dans un contexte de spreads de crédit historiquement serrés, la performance du crédit IG et HY en 2026 reposeraient principalement sur les intérêts encaissés, tandis que les gains liés aux variations de valorisation resteraient plus incertains. Le crédit s'inscrirait ainsi avant tout dans une logique de diversification et de génération de revenus, plutôt que comme un levier de performance directionnelle.

L'année 2026 s'inscrit dans la poursuite du cycle de baisse des taux amorcé en 2025, dans un environnement monétaire qui demeure sensiblement différent de celui observé au cours de la décennie 2010–2020. Malgré l'assouplissement engagé, les taux d'intérêt devraient rester structurellement plus élevés, reflétant une désinflation progressive mais incomplète et des contraintes macroéconomiques persistantes.

Dans ce cadre, les dynamiques de marché pour 2026 s'articulent autour de trois thèmes structurants : une divergence durable des politiques monétaires entre les États-Unis et la zone euro, un ajustement des marchés de taux passant principalement par la forme des courbes plutôt que par leur niveau, et une lecture du crédit fondée sur la diversification, dans un environnement de spreads comprimés.

Banques centrales : une divergence Fed—BCE durable

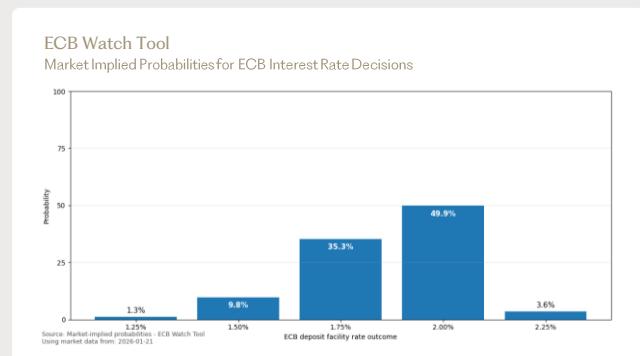
En 2026, le scénario central intégré par les marchés demeure celui d'une divergence persistante des trajectoires de politique monétaire entre les États-Unis et la zone euro. Aux États-Unis, les anticipations privilégient une poursuite très graduelle de l'assouplissement, avec une probabilité majoritaire (environ 80 %) attribuée à 25 à 75 points de base de baisses cumulées d'ici fin 2026, prolongeant le mouvement engagé en 2025. Le scénario dominant avec une probabilité de 32,6 %, situe ainsi le taux directeur cible autour de 3,00 %–3,25 % à l'horizon fin 2026.

Cette lecture reste toutefois marquée par une dispersion non négligeable des scénarios. Le marché intègre à la fois un scénario de statu quo, auquel est associée une probabilité limitée (6,8 %), et, à l'inverse, un scénario de baisse plus marquée des taux, évalué à environ 10,2 %, en cas de ralentissement économique plus prononcé. Cette distribution des anticipations reflète les incertitudes persistantes entourant l'inflation des services et la dynamique du marché du travail, incitant la Federal Reserve à privilégier une normalisation graduelle, strictement conditionnée à l'évolution des données macroéconomiques.

En zone euro, les anticipations de marché pour 2026 apparaissent plus prudentes. Les anticipations issues des instruments de taux à court terme indiquent que les investisseurs n'anticipent pas de nouvelles baisses significatives des taux directeurs, mais plutôt une phase de stabilisation après les ajustements déjà intervenus. Concrètement, pour l'échéance d'octobre 2026, le scénario dominant reste celui d'un maintien du taux de dépôt à 2,00 %, reflétant une politique monétaire devenue moins restrictive, mais pas explicitement accommodante.

Cette trajectoire est cohérente avec un environnement macroéconomique caractérisé par une croissance modérée et une inflation proche de l'objectif, conduisant la Banque centrale européenne à privilégier une posture d'attente plutôt qu'un assouplissement supplémentaire marqué.

Dans l'ensemble, cette divergence Fed—BCE constitue l'un des principaux éléments structurants des marchés de taux en 2026, influençant les anticipations de taux directeurs, la dynamique des courbes souveraines et les arbitrages géographiques au sein des portefeuilles obligataires, sans pour autant s'inscrire dans un scénario de normalisation monétaire rapide ou synchronisée à l'échelle globale.



Courbe de taux : l'ajustement par la pente plutôt que par le niveau

En 2026, le scénario implicite des marchés de taux suggère un ajustement qui passerait davantage par la forme des courbes que par une baisse marquée du niveau général des rendements. Les anticipations de marché intègrent une détente modérée des taux courts, en ligne avec la poursuite graduelle de l'assouplissement monétaire engagé précédemment, tandis que les taux longs demeurent plus résistants. Cette configuration traduit une transmission incomplète de la normalisation monétaire aux maturités longues, limitant l'ampleur d'un ajustement homogène sur l'ensemble de la courbe.

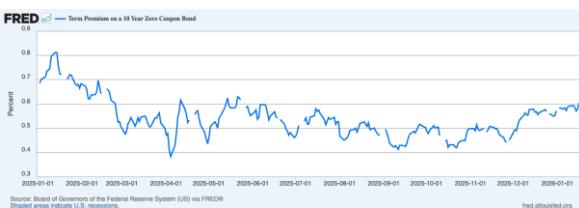
La résistance des rendements de long terme s'inscrit dans un contexte marqué par la persistance de facteurs structurels contraints, communs aux principales zones économiques. Parmi ceux-ci figurent des déficits budgétaires élevés, une offre souveraine abondante nécessitant une absorption accrue par les marchés, ainsi que des primes de terme durablement positives, reflétant la rémunération exigée par les investisseurs pour le risque de détention à long horizon. Ces éléments suggèrent que les taux longs abordent 2026 avec des contraintes déjà en place, indépendamment des seules anticipations de taux directeurs.

Dans ce cadre, la structure de la courbe des taux constitue un élément central de lecture des marchés en 2026. La relation entre maturités courtes, intermédiaires et longues apparaît déterminante pour comprendre les dynamiques de taux, au-delà du seul niveau des rendements. La sensibilité accrue des maturités longues aux facteurs d'offre et de prime de terme plaide pour une approche équilibrée et diversifiée, dans un environnement où aucune normalisation rapide ou uniforme de la courbe n'est anticipée.

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE ET MARCHÉ OBLIGATAIRE

Perspectives 2026

US — ACM 10Y Treasury term Premium Estimates



Corporate Bonds — Investment Grade & High Yield



Crédit IG / HY : un contexte favorable à la diversification

En 2026, les marchés du crédit évolueraient dans un environnement de spreads historiquement serrés, ce qui limiterait le potentiel de gains liés à une amélioration généralisée des conditions de crédit. Cette configuration ne constituerait toutefois pas nécessairement un signal de retournement imminent : historiquement, des spreads bas peuvent persister alors même que les fondamentaux restent solides.

Aux États-Unis, les segments Investment Grade et High Yield afficheraient des spreads proches de leurs plus bas historiques, autour de 0,8 % en IG et 2,7 % en HY. Dans le même temps, les obligations d'entreprises offriraient des niveaux de rendement attractifs, de l'ordre de près de 4,9 % en IG et environ 6,5 % en HY, en lien avec des rendements de marché encore élevés.

Dans ce contexte, la performance du crédit reposerait avant tout sur les coupons encaissés, tandis que les variations de valorisation resteraient plus incertaines. Le crédit apparaîtrait ainsi davantage comme un outil de diversification au sein des portefeuilles, contribuant à la génération de revenus, plutôt que comme un levier de performance directionnelle.

En Europe, le marché du crédit évoluerait dans un environnement macroéconomique différent, marqué par une croissance plus modérée et une politique monétaire perçue comme plus accommodante. Cette diversité de dynamiques entre régions et segments renforcerait l'intérêt d'une exposition diversifiée, afin de limiter la sensibilité à un choc spécifique, qu'il soit macroéconomique ou lié aux taux.

Dans l'ensemble, le crédit en 2026 s'inscrirait avant tout dans une logique de diversification et de génération de revenus, avec une attention particulière portée à l'équilibre entre rendement, sensibilité aux variations de yields et qualité des émetteurs.

ACTIONS

Bilan 2025

- 2025, année volatile mais positive : une année marquée par les incertitudes politiques américaines et les tensions géopolitiques (Ukraine, Israël), l'année se solde néanmoins par une performance solide des actions mondiales. Le MSCI ACWI progresse de +22,3% en USD, malgré un drawdown maximal supérieur à -11% en avril.
- Rotation géographique atypique : fait notable, les marchés développés hors États-Unis ont surperformé.
- Marchés émergents en soutien : les actions émergentes surperforment le MSCI World, bénéficiant du cycle technologique. La Corée du Sud et Taïwan s'imposent comme les principaux contributeurs, grâce à leur exposition clé à la chaîne de valeur de l'IA.

2025 : une année volatile mais positive

L'année 2025 s'est inscrite dans une dynamique en deux temps pour les marchés actions :

- Le début d'exercice a été marqué par une volatilité élevée, dans le sillage du Liberation Day, des incertitudes politiques américaines et dans un contexte géopolitique toujours dégradé, notamment en Ukraine et au Moyen-Orient.
- À partir du printemps, des vents porteurs macroéconomiques et des résultats d'entreprises solides, largement soutenus par la thématique de l'IA, ont permis un net rebond des marchés.

Le MSCI ACWI, représentatif des actions mondiales, termine ainsi l'année en hausse de 22,3% en dollars, après avoir enregistré une perte maximale supérieure à 11% en avril.

Indices MSCI agrégés – Performance 2025 (net total return)

Indice	Géographies couvertes	Performance [USD]	Performance [EUR]
MSCI ACWI	Monde entier	22,3%	7,9%
MSCI World	Pays développés	21,1%	6,8%
MSCI EM	Pays émergents	33,6%	17,8%

Les marchés émergents ont surperformé les marchés développés, avec une performance de 33,6% en USD, contre 21,1% en USD, signant leur deuxième meilleur exercice sur dix ans, derrière 2017. Fin 2025, les pays développés représentaient 89,6% du MSCI ACWI, tandis que les pays émergents en représentaient 10,4%.

La lecture en euros est en revanche fortement pénalisée par la dépréciation du dollar, en recul de 13,4% sur l'année, soit sa quatrième pire performance depuis la création de l'euro en 1999. Compte tenu du poids prépondérant des actions américaines dans les indices mondiaux, l'effet de change explique l'écart marqué entre les performances exprimées en dollars et en euros.

Pays développés : une surperformance marquée hors États-Unis

Que ce soit en devise locale ou en euros, les marchés actions des pays développés hors États-Unis ont surperformé le marché américain en 2025. Cette dynamique s'explique principalement par une rotation en faveur des segments value des pays développés hors US, qui ont surpassé les segments growth américains, pour deux raisons principales :

- La poursuite de la dynamique favorable du secteur bancaire européen (MSCI Europe Banks: +74,6% en 2025), soutenue

par un environnement de taux encore élevés en termes réels

- Un environnement politique plus incertain aux États-Unis en début d'année, qui a pesé sur la performance

Principaux indices pays développés – Performance 2025 (net total return)

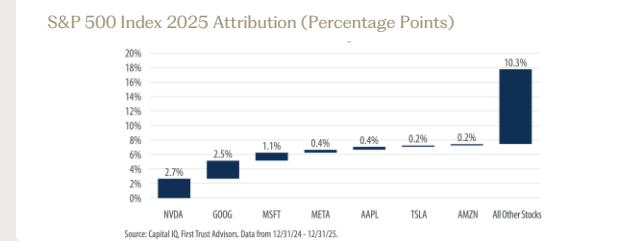
Indice	Géographie couverte	Devise locale [LCL]	Performance [LCL]	Performance [EUR]
MSCI World	Pays développés	USD	21,1%	6,8%
S&P 500	Etats-Unis	USD	17,4%	3,5%
Euro Stoxx 50	Zone Euro	EUR	21,2%	21,2%
TOPIX	Japon	JPY	25,5%	10,9%
FTSE 100	Royaume-Uni	GBP	25,8%	19,1%

États-Unis

Le marché américain, représenté par le S&P 500, progresse de 17,4%, porté par des facteurs de soutien marqués après la correction du Liberation Day (repli maximal en avril de -15% en USD et -19% en EUR).

En effet, sur les quatre derniers mois de l'année, la Fed a procédé à trois baisses de taux, soutenant ainsi les marchés actions. De plus, les résultats des entreprises sont restés solides, avec une croissance bénéficiaire à deux chiffres dans le secteur technologique.

La performance demeure toutefois fortement concentrée sur les Magnificent Seven et les valeurs liées à l'IA (notamment Google (+65%) et Nvidia (+40%)). Fin 2025, les Magnificent Seven représentaient 35% de la capitalisation du S&P 500, et ont contribué près de 43% de sa performance sur l'année.



Zone euro

La zone euro affiche une performance de +21,2%, soutenue par un contexte macroéconomique favorable. La dispersion géographique reste toutefois importante : le CAC 40 (+14,3%) sous-perfomme, pénalisé par des incertitudes politiques domestiques, tandis que les marchés périphériques (Espagne +54,2%, Italie +36,4%) se distinguent nettement, principalement portés par le secteur financier.

Principaux indices zone euro – Performance 2025 (net total return)

Indice	Géographies couvertes	Performance [USD]	Performance [EUR]
CAC 40	France	EUR	14.3%
DAX	Allemagne	EUR	22.3%
AEX	Pays-Bas	EUR	10.9%
IBEX	Espagne	EUR	54.2%
FTSE MIB	Italie	EUR	36.4%

ACTIONS

Bilan 2025

Japon et Royaume-Uni

Le TOPIX affiche une hausse de +25,5%, bénéficiant d'une normalisation monétaire graduelle ainsi que des premiers effets tangibles des réformes de gouvernance des entreprises initiées sous Shinzo Abe, favorables à la croissance des bénéfices.

Le FTSE 100 progresse de +25,8%, dans un contexte de cycle d'assouplissement monétaire engagé par la Banque d'Angleterre. Les performances ont été soutenues par des résultats solides dans les secteurs de la défense et liés aux matières premières.

Marchés émergents en soutien

La sur-performance notable du MSCI Emerging Markets est portée par deux moteurs distincts :

- Une performance extrêmement concentrée en Corée du Sud et à Taïwan, directement liée à la chaîne de valeur matérielle de l'IA
- Une amélioration graduelle du contexte macroéconomique chinois, soutenant l'ensemble de l'Asie émergente.

Principaux indices pays émergents - Performance 2025 (net total return)

Indice	Géographies couvertes	Performance [USD]
MSCI EM	Pays émergents	33.6%
MSCI China All Shares	Chine	28.9%
MSCI India	Inde	2.6%
MSCI Korea	Corée du sud	99.9%
MSCI Taiwan	Taiwan	39.1%

La Corée du Sud et Taïwan se sont distingués comme les principaux bénéficiaires du cycle lié à l'intelligence artificielle, du fait de leur positionnement clé dans la chaîne de valeur hardware.

- Corée du Sud : la performance du MSCI Korea (+99,9%) est largement portée par Samsung Electronics et SK Hynix, leaders mondiaux des mémoires DRAM et HBM. En 2025, leurs performances en devise locale atteignent respectivement environ +150% et +250%, et ces deux valeurs représentent près de 47% de la capitalisation du MSCI Korea, illustrant une concentration marquée.
- Taïwan : le marché bénéficie du rôle central de TSMC, acteur quasi monopolistique de la production de semi-conducteurs avancés. Le titre progresse d'environ +50% en TWD en 2025 et représente près de 58% de la capitalisation du MSCI Taiwan.

ACTIONS

Perspectives 2026

- Aux États-Unis, la performance récente du marché actions s'explique avant tout par la croissance des bénéfices, après une phase d'expansion des multiples en 2023-2024 liée à l'enthousiasme autour de l'IA. À des multiples de valorisation relativement élevés, mais pas encore à des hauts historiques, le marché intègrerait déjà une large part des attentes positives comme des incertitudes, qu'elles soient macroéconomiques ou spécifiques à l'IA.
- Les marchés hors Etats-Unis pourraient offrir des opportunités de diversification, portées par une amélioration des dynamiques bénéficiaires et des expositions structurelles différencierées.

Quels sont les moteurs de performance du marché actions ?

La performance d'un investissement dans le marché actions se décompose en deux composantes principales : les plus-values (price return) et les dividendes.

Dans la pratique, les analystes retiennent généralement une décomposition plus fine du price return, afin de mieux refléter les dynamiques économiques et financières sous-jacentes.

Le price return d'une action peut ainsi être ventilé en deux éléments distincts :

- **La croissance anticipée des bénéfices des entreprises (EPS Growth)**

Investir en actions revient à acquérir des droits sur les bénéfices futurs des entreprises. Une révision à la hausse des perspectives de bénéfices se traduit donc mécaniquement par une appréciation des cours. Ces perspectives sont mesurées à partir des estimations de bénéfices par action (ou EPS, pour Earnings Per Share), le plus souvent à un horizon de 12 mois, produites par les analystes des grandes institutions financières. Les fournisseurs de données financières agrègent ensuite ces estimations en un indicateur : le consensus estimate (généralement la médiane de ces estimations), dont l'évolution capture la contribution de la croissance des bénéfices à la performance boursière.

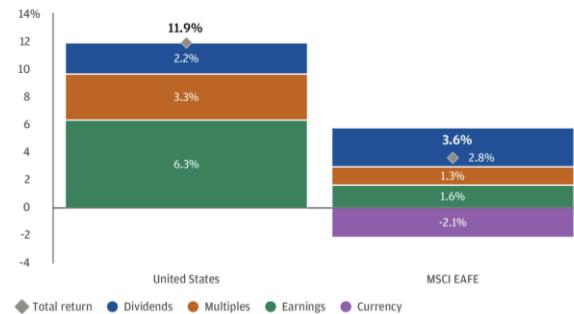
- **L'évolution du multiple de valorisation (Forward P/E)**

Le ratio forward P/E correspond au rapport entre le prix de l'action et le consensus d'EPS anticipé. Il mesure le prix que les investisseurs sont prêts à payer pour une unité de bénéfice futur. Une hausse de ce multiple reflète généralement une amélioration du sentiment de marché, une baisse de la perception du risque ou des anticipations plus favorables sur le cycle économique. À l'inverse, une contraction du multiple traduit un resserrement des conditions financières ou une révision à la baisse des attentes.

Sur une période, la performance du marché actions peut donc être analysée comme la combinaison de la croissance des bénéfices et de l'évolution des multiples de valorisation, à laquelle s'ajoute la contribution des dividendes.

Depuis la crise financière de 2008, la surperformance du marché actions américain par rapport aux autres marchés développés s'explique principalement par une croissance des bénéfices nettement plus dynamique, avec une croissance annualisée supérieure à 6% aux États-Unis contre moins de 2% dans les autres économies développées.

Attribution of returns, U.S. equities vs. EAFE (June 30, 2008-Dec 31, 2024)



En gardant ce cadre d'analyse en tête, nous proposons dans la suite de cet article une lecture structurée des perspectives des marchés actions pour 2026.

États-Unis : potentiel de croissance intact, marge d'erreur réduite

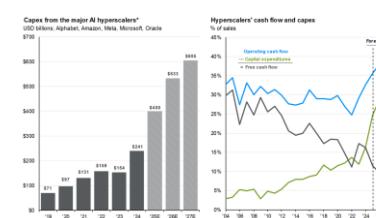
Earnings : surveiller le retour sur investissement de l'IA

Les estimations actuelles tablent sur une croissance des bénéfices par action d'environ 13% pour le S&P 500 en 2025, constituant ainsi une contribution majeure au total return de l'indice sur l'année. Cette dynamique reste fortement concentrée sur le secteur des technologies de l'information, dont la croissance des bénéfices est attendue autour de 24,4%, portée en particulier par Nvidia. Le groupe a bénéficié de la hausse marquée des dépenses d'investissement des hyperscalers — fournisseurs d'infrastructure cloud pour l'entraînement et l'inférence des modèles d'IA — nettement supérieure aux anticipations initiales. Selon une étude de Goldman Sachs, pour l'année 2025, ces dépenses étaient initialement attendues en hausse de 22%, contre une progression effectivement observée proche de 65%.

D'après les données FactSet, le consensus des analystes anticipe la poursuite de cette dynamique en 2026, avec une croissance des EPS estimée à environ 15% pour l'ensemble du S&P 500, et près de 29% pour le secteur des technologies de l'information. Plusieurs éléments permettent d'expliquer cet optimisme persistant autour des bénéfices liés à l'IA :

- Du côté de l'offre, les hyperscalers bénéficient d'une situation financière solide, caractérisée par des marges élevées et une génération de flux de trésorerie abondante, leur conférant une capacité d'investissement encore significative. Les analystes de JP Morgan estiment ainsi que les dépenses d'investissement pourraient encore progresser de 30% supplémentaires sur l'année à venir.

Forecasts of investments in AI by hyperscalers



Sources : J.P Morgan - Guide to the Markets

10

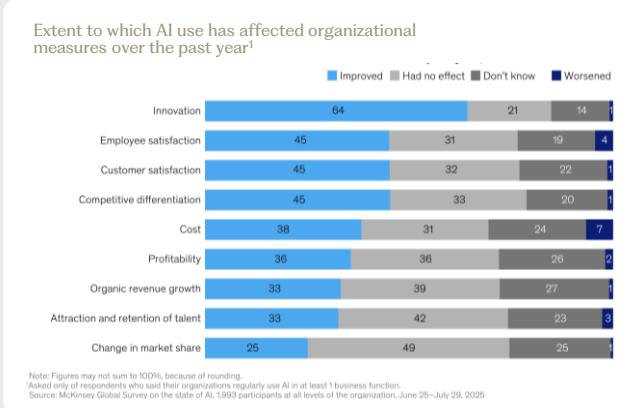
ACTIONS

Perspectives 2026

- Du côté de la demande, l'adoption de l'IA du côté des entreprises demeure encore partielle, suggérant un potentiel de diffusion encore important. Selon le Census Business Trends and Outlook Survey, seules 17% des entreprises déclarent actuellement utiliser l'IA dans au moins une fonction métier, une proportion qui devrait dépasser les 20% dans les prochains mois.

Il convient néanmoins de nuancer ce scénario. Malgré un taux élevé d'abonnement à des solutions d'IA payantes (environ 45 % des entreprises), les enquêtes récentes ne permettent pas encore de conclure à une matérialisation de retours sur investissement significatifs. Une étude McKinsey menée auprès de plus de 1 700 entreprises engagées dans des projets d'IA indique que moins de 40 % d'entre elles constatent à ce stade une création de valeur tangible en termes de profitabilité ou de réduction des coûts.

Néanmoins ce constat peut être relativisé : de nombreuses entreprises se trouvent encore dans une phase de déploiement progressif, à travers des projets pilotes ou des cas d'usage ciblés, qui commencent à produire des résultats encourageants, notamment en matière d'innovation, d'efficacité opérationnelle et d'expérience client. Ces premiers signaux pourraient suggérer que les bénéfices économiques de l'IA se matérialiseraient plutôt de manière graduelle, avec un décalage temporel par rapport à l'effort d'investissement initial.



Ainsi, sur le marché américain, il conviendra de suivre attentivement au cours des prochains trimestres la matérialisation des retours sur investissement liés à l'IA, afin d'évaluer dans quelle mesure ces promesses technologiques se traduisent durablement en gains économiques et en soutien aux bénéfices agrégés du S&P 500.

Valorisation : des marchés qui intègrent déjà un scénario très favorable

En 2023 et 2024, dans un contexte marqué par l'enthousiasme autour de l'intelligence artificielle, la performance du S&P 500 a été largement tirée par une expansion des multiples de valorisation. En revanche, en 2025, le principal moteur de performance a basculé vers la croissance des bénéfices. L'évolution du forward P/E illustre clairement ce changement de régime : dès la fin de l'année 2024, les niveaux de valorisation du marché actions américain se situaient à des niveaux historiquement élevés, comparables à ceux observés à la veille de la crise des dot-com — autour de 22x, contre environ 24x à la fin des années 1990.

S&P 500 index: Forward P/E ratio



Dans ce contexte, le potentiel d'une nouvelle expansion significative des multiples apparaît limité. Même s'il est par nature impossible de prédire l'évolution future des valorisations, les niveaux actuels rendent plausible un scénario similaire à 2025, dans lequel l'essentiel de la performance du S&P 500 en 2026 proviendrait à nouveau de la croissance des bénéfices plutôt que d'une revalorisation supplémentaire des multiples.

Le P/E forward reflète en effet le degré d'optimisme intégré dans les anticipations de résultats à un horizon de douze mois. À des niveaux aussi élevés, il indique que le marché intègre déjà une large part de bonnes nouvelles — et, pour certaines valeurs liées à l'IA, un scénario qui serait proche de la perfection opérationnelle (prenons pour exemple Tesla, avec un forward P/E de plus de 215x).

Dans ce cadre, une vigilance accrue s'impose :

- Publications de résultats et earnings calls : lorsque les multiples sont élevés, de modestes révisions à la baisse des anticipations de résultats pourraient entraîner des ajustements de prix disproportionnés. Ce risque est accentué par la forte concentration du marché, les Magnificent Seven représentant désormais plus de 35% de la capitalisation du S&P 500.
- Sensibilité au régime de taux et au contexte macroéconomique : des forward P/E élevés sont généralement cohérents avec un contexte de détente monétaire. Toute surprise haussière sur l'inflation — susceptible d'entraîner un resserrement inattendu des conditions monétaires — pourrait peser significativement sur les valorisations. Dans ce contexte, les élections américaines de mi-mandat en novembre constituent également un facteur de risque macroéconomique à surveiller.

Nous rappelons cependant qu'il n'y a historiquement pas de relation statistiquement significante entre valorisations élevées et espérance de rendement. Regarder les multiples de valorisation en isolation pour déterminer si cela est pertinent ou non d'investir à un instant apporte rarement de la valeur, et ce particulièrement dans ce contexte difficile à lire.

Des différences structurelles avec la période pré-bulle dot-com, rendant l'analyse complexe

La comparaison avec la crise des dot-com doit être maniée avec prudence, les conditions de marché étant très différentes :

- Les niveaux de valorisation des Magnificent Seven, autour de 28x en P/E forward, restent nettement inférieurs à ceux observés à la fin des années 1990, lorsque les valeurs technologiques s'échangeaient en moyenne à des multiples souvent supérieurs à 50x.

ACTIONS

Perspectives 2026

De ce point de vue, les multiples actuels apparaissent moins excessifs qu'à l'époque. En effet, les grandes capitalisations technologiques d'aujourd'hui tirent l'essentiel de leurs profits d'activités matures et fortement génératrices de cash flows, leur permettant ainsi de financer des investissements massifs dans l'IA sans détérioration immédiate de leurs résultats opérationnels.

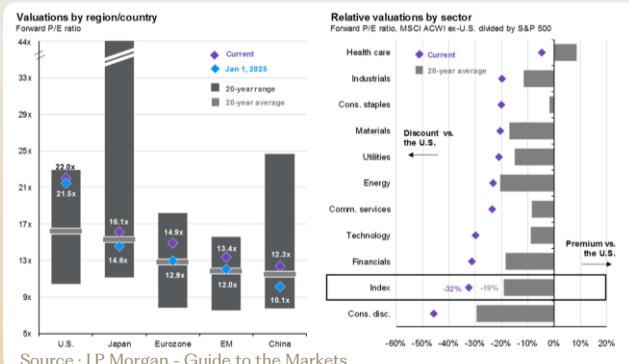
- Cependant, lors de la bulle dot-com, les entreprises au cœur de la dynamique spéculative, telles que Cisco ou Oracle, étaient cotées et affichaient des multiples extrêmement élevés, parfois supérieurs à 100x, bien avant que leurs modèles économiques ne soient pleinement stabilisés. À l'inverse, aujourd'hui, une part significative de la création de valeur potentielle liée à l'IA se situe dans le non coté : les principaux acteurs de l'IA applicative (OpenAI, Anthropic, xAI, etc.) ne sont pas listés et restent, pour la plupart, non rentables, ce qui rend leur valorisation plus opaque et difficile à apprécier.

Dans ce contexte, si les multiples observés sur les marchés cotés apparaissent globalement moins excessifs que lors de la période pré-dot-com, le risque de surévaluation pourrait être davantage déplacé vers le segment non coté, rendant toute comparaison directe avec la fin des années 1990 nécessairement partielle.

Hors États-Unis : un levier de diversification qui pourrait être attractif

Dans un environnement marqué par une forte concentration du marché et des niveaux de valorisation élevés aux États-Unis, les marchés hors US pourraient constituer une source crédible de diversification.

Si l'année 2025 a été marquée par un certain rattrapage des multiples, le potentiel de normalisation n'apparaît pas épuisé. En effet, bien que supérieurs à leurs moyennes de long terme, les multiples de valorisation des principales économies hors États-Unis demeurent globalement situés au cœur de leur plage de valeurs sur 20 ans. À ce titre, ils pourraient disposer d'une capacité d'expansion relative plus importante que pour les Etats-Unis à court-terme. Même dans des secteurs ayant fortement performé en 2025 — tels que les banques ou la défense — les valorisations restent inférieures à celles de leurs homologues américaines, y compris en tenant compte de leur décote structurelle historique.



Sur le plan des bénéfices, l'Europe montrerait des signes d'infexion après une décennie de sous-performance, en grande partie liée à une moindre exposition au secteur technologique. Certains analystes envisagent désormais une dynamique de croissance des bénéfices plus alignée avec celle du S&P 500 sur les prochaines années.

Nous rappelons toutefois qu'à début 2026, les États-Unis représentent environ 65% de la capitalisation actions mondiale. Dans un cadre de marchés globalement efficents, une réallocation tactique marquée, où les États-Unis seraient largement sous-pondérés, impliquerait des hypothèses fortes et un risque d'erreur non négligeable. La diversification géographique conserve donc toute sa pertinence, mais doit s'inscrire dans des limites de risque clairement définies.

PRIVATE EQUITY

Bilan 2025

- Une levée de fonds plus concentrée et en net recul, avec des capitaux levés sur un nombre beaucoup plus limité de fonds, reflet d'une sélectivité accrue des investisseurs.
- Une activité d'investissement et des exits en amélioration pour la deuxième année consécutive, portée par l'assouplissement monétaire et le retour progressif de la confiance.
- Des performances 2025 encore modérées, affectées notamment par les effets de change.

Activité de levée de fonds (Fundraising)

L'environnement mondial de la levée de fonds en private Equity est resté atone en 2025. La faiblesse persistante des exits et le ralentissement des distributions vers les investisseurs (LPs) ont continué à freiner la capacité des investisseurs à réallouer leurs capitaux, pesant sur leur appétit et allongeant les cycles de levée.

Dans ce contexte, l'activité de levée est demeurée en net retrait par rapport aux niveaux de 2021. Les montants levés sont passés d'environ 667 milliards de dollars en 2021 à près de 407 milliards de dollars en 2025, soit une baisse d'environ 39 %. Malgré ce recul marqué, la collecte reste supérieure aux niveaux observés avant 2018, reflétant l'ancrage structurel du private Equity dans les allocations de long terme.

La baisse de l'activité se traduit également par une forte diminution du nombre de fonds lancés. Celui-ci est passé d'environ 1 508 fonds en 2021 à près de 540 fonds en 2025, soit une contraction d'environ 64 %, illustrant une concentration accrue du capital et une sélectivité renforcée des investisseurs.

Géographiquement, la levée de fonds est restée largement concentrée aux États-Unis et en Europe en 2025. Environ 70 % du capital levé a été capté par les États-Unis, représentant près de 284 milliards de dollars, tandis que l'Europe concentrerait environ 22 % des montants, soit près de 88,7 milliards de dollars.

Cette répartition s'inscrit dans la continuité des années précédentes, avec une dynamique relativement plus défavorable en Europe. La même tendance est observée en nombre de fonds, avec environ 62 % des fonds levés aux États-Unis contre 23 % en Europe.

Activité d'investissement et Deal Making

Les conditions d'investissement (deal making) se sont sensiblement améliorées en 2025. L'assouplissement progressif de la politique monétaire, marqué notamment par plusieurs baisses de taux opérées par la Fed et la BCE au cours de l'année, combiné à une meilleure visibilité sur les enjeux tarifaires et géopolitiques, a contribué à restaurer la confiance des investisseurs.

Dans le même temps, plus de 1 000 milliards de dollars de capitaux disponibles mais non encore investis aux États-Unis ont renforcé la capacité des fonds à remettre du capital au travail à grande échelle.

Dans ce contexte, 2025 marque la deuxième année consécutive de croissance en glissement annuel de l'activité d'investissement en private Equity.

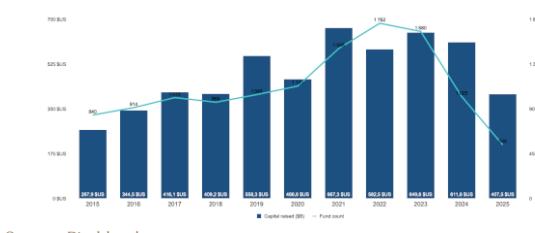
Selon les estimations de PitchBook, l'activité transactionnelle a connu un net rebond en 2025. Le volume total des transactions a atteint environ 2 211 milliards de dollars, contre 1 799 milliards de dollars en 2024 et 1 460 milliards de dollars en 2023. Une dynamique similaire est observée en nombre d'opérations. Malgré cette reprise, les volumes sont demeurés légèrement inférieurs au pic observé en 2021, qui avait atteint environ 2 332 milliards de dollars.

Sur le plan géographique, les États-Unis et l'Europe continuent de concentrer l'essentiel de l'activité. En valeur, près de 90 % des montants investis sont réalisés dans ces deux régions, avec environ 57,3 % aux États-Unis et 32,8 % en Europe. En nombre de transactions, cette concentration est comparable, autour de 88 %, avec une répartition plus équilibrée entre les deux zones, à savoir environ 48 % des deals aux États-Unis et 42 % en Europe.

En Europe, des dynamiques régionales différencieront se dessinent. La région France & Benelux enregistre une légère baisse de son poids relatif, avec environ 25 % des transactions en nombre en 2025, contre 26 % en 2024 et une moyenne supérieure à 27 % sur la période 2018-2023. Une évolution similaire est observée en valeur, suggérant une modération à la fois du volume et de la taille des tickets. À l'inverse, l'Europe du Sud (Espagne, Portugal, Italie...) affiche une dynamique plus favorable, sa part passant d'une moyenne de 12,8 % sur la période 2018-2023 à environ 14,6 % en 2024, puis 15,8 % en 2025. La région DACH (Allemagne, Autriche et Suisse) ainsi que le Royaume-Uni & Irlande ont, pour leur part, maintenu une activité stable, représentant respectivement environ 14 % et 25 % des transactions en nombre, avec des encours investis globalement inchangés.

Enfin, la typologie des opérations confirme certaines tendances structurelles du marché. En valeur, les opérations de buyout / LBO (capital-transmission, rachat d'entreprises avec effet de levier) représentent environ 56 % des montants investis, devant les add-ons (acquisitions complémentaires réalisées par des entreprises déjà détenues) à hauteur de 31 %, et le growth Equity / expansion (capital-développement) qui concentre près de 12 % des volumes. En revanche, en nombre d'opérations, les add-ons dominent largement l'activité, représentant environ 54 % des transactions, contre 25 % pour les buyouts / LBO et 21 % pour les opérations de croissance, illustrant la poursuite des stratégies de consolidation par les fonds.

Evolution of fundraising and new funds creation by year

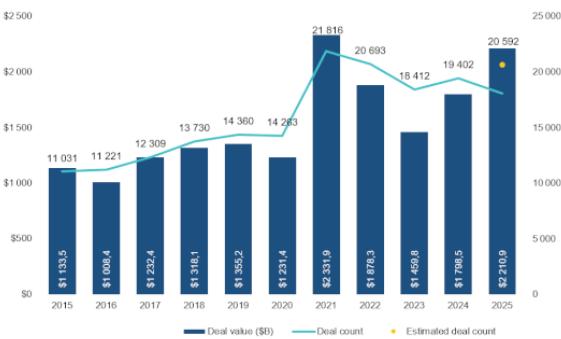


Source: Pitchbook

PRIVATE EQUITY

Bilan 2025

Evolution of deal value and deal count by year



Source: Pitchbook

Performance du private Equity (RPEI)

Au premier semestre 2025, la performance du private Equity, telle que mesurée par le Ramify Private Equity Index (RPEI) et ses sous-indices, est restée modérée. Elle a été influencée par la dépréciation du dollar américain, la normalisation des multiples de valorisation, ainsi que par une activité de cession encore progressive et une incertitude persistante liée aux politiques commerciales et aux tarifs douaniers (tariffs).

Dans ce contexte, la performance globale du RPEI ressort à +0,9% au premier trimestre 2025, puis à -0,4% au deuxième trimestre. Le sous-indice buyout affiche toutefois une meilleure résilience sur la période, avec une performance d'environ +1,1% au deuxième trimestre, portée par une exposition plus marquée à des fonds investis en Europe.

Activité de cession (Exits)

Depuis 2022, les sorties d'investissements en private Equity ont été limitées par des taux d'intérêt élevés, des désaccords sur les prix et un marché des introductions en Bourse (IPO) quasi fermé. À partir de la fin du troisième trimestre 2025, la situation s'est améliorée : la baisse du coût du financement, liée aux réductions de taux décidées par la Federal Reserve et d'autres banques centrales, ainsi que la réouverture progressive du marché des IPOs, ont favorisé la reprise des transactions.

L'année 2025 marque ainsi une deuxième année consécutive de reprise des sorties. Les volumes atteignent environ 1 347 milliards de dollars, contre 896 milliards en 2024 et 750 milliards en 2023, soit une hausse d'environ 50 % sur un an. Malgré cette amélioration, l'activité reste inférieure aux niveaux de 2021, où les sorties s'élevaient à 1 724 milliards de dollars.

Dans ce contexte, les marchés secondaires et les sorties partielles continuent d'apporter de la liquidité. Les opérations de revente organisées par les fonds eux-mêmes (GP-led secondaries) ont fortement progressé, mais restent encore limitées : aux États-Unis, elles ne représentent qu'environ 7,5 % des volumes de sorties en 2025. À l'échelle mondiale, les principales formes de sortie demeurent les cessions à des groupes industriels (37 %), les ventes à d'autres fonds (33 %) et les introductions en Bourse (23 %). Les IPOs progressent par rapport à 2024, mais restent bien en dessous des niveaux de 2021.

Evolution of exit value and exit count by year



Source: Pitchbook

PRIVATE EQUITY

Perspectives 2026

- L'IA pourrait devenir un accélérateur majeur de création de valeur en private Equity, portée par l'horizon long et l'approche opérationnelle des fonds de private Equity.
- Dans un environnement incertain et peu visible sur les distributions, les fonds evergreen gagneraient du terrain grâce à leur flexibilité, auprès des investisseurs institutionnels comme non institutionnels.
- Avec la montée en puissance des GP-led face aux LP-led, le marché des secondaires ne serait plus homogène, mais structuré autour de deux stratégies aux profils de risque et de rendement clairement distincts.

L'IA : un levier de valeur pour les sociétés en portefeuille

Avec l'émergence des modèles de langage de grande taille (LLM) au cours des dernières années, l'intelligence artificielle est passée rapidement de la conceptualisation à la mise en application opérationnelle, permettant des gains significatifs en automatisation, en efficacité et en qualité de la prise de décision. Son impact dépasse largement les seules entreprises directement exposées à la chaîne de valeur de l'IA.

Dans un environnement où les moteurs traditionnels de performance — leverage financier et expansion des multiples — devraient être moins contributifs, l'IA apparaît comme un levier clé d'amélioration opérationnelle et de croissance des bénéfices pour les sociétés accompagnées par les fonds de private Equity.

Si ces initiatives nécessitent souvent des investissements initiaux et une exécution rigoureuse, les fonds de private Equity bénéficié d'un avantage structurel grâce à son horizon d'investissement de long terme. Cette capacité à accompagner la transformation opérationnelle permet aux sociétés en portefeuille, en particulier sur le mid-market, de capter pleinement la valeur créée par l'adoption de ces technologies.

La sélection des fonds : un enjeu central dans un environnement plus LP-friendly

Dans un contexte marqué par un rythme de déploiement plus mesuré et une offre de capital plus sélective, la sélection des fonds s'impose comme l'un des principaux déterminants de la performance future. Elle souligne l'importance d'une allocation rigoureuse vers des gérants capables de générer des performances asymétriques ajustées au risque.

La performance devrait dépendre davantage de la création de valeur opérationnelle que des leviers historiques tels que le leverage financier ou l'expansion des multiples. La sélection devra ainsi privilégier les fonds (GPs) disposant d'une forte capacité de sourcing, d'une discipline d'investissement adaptée au contexte et d'une expertise opérationnelle permettant d'accompagner durablement la croissance et la rentabilité des sociétés en portefeuille. Dans ce cadre, les secteurs non cycliques apparaissent mieux positionnés en cas de ralentissement économique, tandis que la diversification géographique constitue un levier clé de gestion du risque, compte tenu de la dispersion accrue des scénarios macroéconomiques.

Dans un environnement marqué par une incertitude macroéconomique persistante et des distributions moins prévisibles, les investisseurs cherchent également à adapter les structures de fonds afin d'améliorer la gestion de la liquidité et la visibilité des flux. Cette dynamique favorise l'intérêt croissant pour les fonds evergreen, qui offrent une exposition continue au marché, sans horizon de liquidation prédéfini, et permettent des souscriptions et rachats périodiques dans un cadre contrôlé.

Dans ce contexte, les fonds evergreen continuent de gagner en importance : environ 30 % des investisseurs institutionnels les utilisent déjà ou envisagent de le faire. Cette adoption croissante reflète une recherche accrue de flexibilité, de meilleure gestion des cash-flows et d'une exposition au Private Equity plus adaptée aux contraintes actuelles des investisseurs.

Le secondaire : normalisation de l'activité, permanence du rôle stratégique

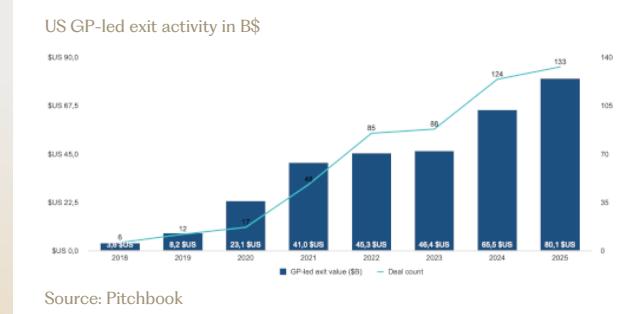
Le marché des secondaires, et en particulier des GP-led (reventes initiées par les sociétés de gestion elles-mêmes), a connu un essor marqué au cours de la dernière décennie. Aux États-Unis, son volume est passé d'environ 17 transactions représentant 23 milliards de dollars en 2018 à près de 133 transactions en 2025 pour environ 80 milliards de dollars. Si l'activité en 2026 pourrait se situer en deçà du pic atteint en 2025, les GP-led secondaires devraient rester un pilier du marché, soutenus par des facteurs structurels durables : capitaux importants levés par les fonds secondaires, recours croissant aux fonds de continuation et demande persistante de distributions de la part de leurs investisseurs.

L'évolution des conditions macroéconomiques restera déterminante. Une normalisation graduelle des marchés de sortie pourrait soutenir l'activité traditionnelle, mais tout retard dans l'assouplissement monétaire ou une inflation plus persistante pourrait prolonger le recours aux solutions secondaires, en particulier du côté des GP-led.

En 2026, les LP-led secondaires (reventes initiées par les investisseurs) devraient néanmoins rester un segment clé en 2026, répondant à des besoins structurels de gestion de la liquidité et d'optimisation de l'allocation d'actifs. Ils offrent généralement une exposition diversifiée, acquise avec un discount à l'entrée, contribuant ainsi au profil de performance. Les GP-led devraient conserver une part du marché secondaire significativement supérieure à celle observée en 2014, reflétant leur intégration durable dans les stratégies des GPs.

Les deux segments présentent toutefois des profils différents : les LP-led offrent une performance principalement liée à la décote à l'entrée et à l'évolution globale du marché, tandis que les GP-led reposent davantage sur une sélection ciblée des actifs et sur la poursuite active de la création de valeur, avec un potentiel de performance additionnelle plus élevé, mais également un niveau de risque supérieur. Nous observons, et estimons que cette tendance pourrait se poursuivre, que de nombreux gestionnaires spécialisés en secondaires continuent de lancer des fonds avec des allocations mixtes LP-led / GP-led, souvent proches des structures historiques, historiquement très orientées vers les LP-led et intégrant peu de GP-led, tout en développant, en parallèle, des fonds 100 % GP-led. Cette approche viserait notamment à préserver la lisibilité et l'intégrité du track record historique, tout en répondant à l'évolution de la demande du marché.

Dans ce contexte, pour les investisseurs, l'enjeu central en 2026 resterait le suivi fin de leur exposition, dans un univers où les fonds secondaires pourraient présenter des structures de cash-flows, des profils de risque et des moteurs de performance sensiblement différenciés, en fonction de leur positionnement et de leur degré d'exposition aux GP-led.



DETTE PRIVÉE

Bilan 2025

- Collecte robuste malgré la concentration : volumes de capitaux élevés, confirmant l'attractivité de la dette privée, avec une préférence marquée pour les gestionnaires établis.
- Risque de crédit maîtrisé mais à surveiller : quelques incidents isolés et des tensions émergentes sur certains emprunteurs, sans remise en cause du cœur du marché.
- Performance résiliente en phase de normalisation : revenus d'intérêts toujours solides, malgré une pression progressive sur les coupons et les spreads.

Fundraising 2025 : résilience des volumes et concentration accrue

La dynamique de collecte en dette privée est restée solide en 2025, confirmant l'attractivité structurelle de cette classe d'actifs malgré un environnement d'investissement plus exigeant. À mi-année, les montants levés s'inscrivaient dans la continuité des six dernières années marquées par des collectes annuelles supérieures à 200 milliards de dollars en rythme annualisé, avec une trajectoire attendue légèrement supérieure à celle de 2024. Cette résilience des encours sous gestion s'explique par l'intérêt soutenu des investisseurs pour des stratégies offrant des rendements élevés, portés par des primes liées à l'illiquidité et à la complexité des transactions, ainsi que par une volatilité plus limitée que celle des marchés du crédit cotés.

Cette progression en valeur masque toutefois une contraction marquée du nombre de fonds levés. En 2025, le marché s'oriente vers une troisième année consécutive de baisse du nombre de fonds clôturés, atteignant des niveaux parmi les plus faibles observés depuis plus d'une décennie. Cette évolution reflète une consolidation structurelle du secteur, dans laquelle l'augmentation de la taille des fonds compense la diminution de leur nombre. La taille médiane des véhicules a ainsi poursuivi sa progression, de nombreux fonds atteignant des montants supérieurs à ceux de leurs millésimes précédents.

La collecte s'est concentrée de manière accrue autour des gestionnaires les plus établis. Les acteurs disposant d'un historique d'investissement long et de plusieurs générations de fonds ont capté l'essentiel des capitaux levés, bénéficiant de relations de long terme avec les investisseurs institutionnels et d'une capacité démontrée à déployer les capitaux dans un environnement plus sélectif. Les très grands fonds ont ainsi représenté une part significative des montants levés, tandis que la durée moyenne des levées s'est allongée, traduisant des processus d'analyse et de sélection plus approfondis.

Private debt fundraising activity



Source: Pitchbook

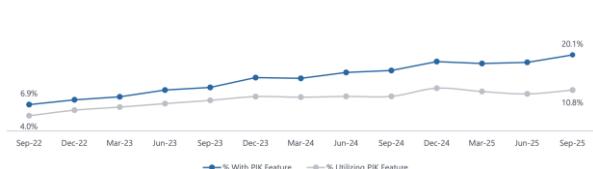
Risque de défaut : entre incidents isolés et premiers signaux de tension

En 2025, plusieurs faits très médiatisés ont alimenté un discours préoccupant autour de la dette privée (*private credit*), alors même que nombre de ces événements n'étaient pas directement représentatifs du cœur de cette classe d'actifs. Les cas impliquant notamment *Cantor Group V*, *First Brands*, *Tricolor*, ou plus récemment l'affaire associée à *BlackRock* dans le secteur des télécommunications, relèvent de situations spécifiques, souvent liées à des fraudes d'emprunteurs ou à des montages complexes en financement adossé à des actifs (*asset-based lending*) ou en crédit structuré (*structured credit*). La couverture médiatique de ces dossiers, parfois traités de manière agrégée, a pu donner l'impression d'une multiplication des défauts et d'un risque généralisé, alors que ces situations restent isolées et hétérogènes.

Ces épisodes soulignent surtout la nécessité d'une lecture plus pédagogique du terme « dette privée » (*private credit*), qui recouvre des réalités très différentes. Une partie des incidents récents concerne des prêts syndiqués (*syndicated loans* *), initialement accordés par des banques, puis distribués à de multiples investisseurs et fréquemment regroupés au sein de véhicules de titrisation de prêts (*Collateralized Loan Obligations* — *CLOs*). Dans ce modèle, la dispersion de la détention limite la visibilité et le contrôle effectif des investisseurs sur les emprunteurs et sur les actifs donnés en garantie, créant un environnement plus exposé aux risques d'erreur, de mauvaise information ou de fraude. À l'inverse, le prêt direct (*direct lending*) repose sur une relation bilatérale entre le prêteur et l'emprunteur, sans syndication ni revente, avec une conservation des prêts au bilan, une documentation juridique plus contraignante et un suivi financier régulier, offrant un cadre de gouvernance et de contrôle nettement plus robuste.

Pour autant, la dette privée commence à afficher certains signaux de tension qui appellent à la vigilance, en particulier sur le marché américain. En octobre 2025, environ 15 % des emprunteurs en crédit privé aux États-Unis présentaient un résultat opérationnel (*EBITDA*) inférieur à leurs charges d'intérêts, traduisant une capacité insuffisante à couvrir le coût de la dette par l'activité courante. Dans ce contexte, le recours aux intérêts capitalisés (*Payment-In-Kind* — *PIK*) s'est nettement accru depuis la hausse des taux initiée en 2022. Plus de 20 % des prêts privés aux États-Unis intègrent désormais une clause PIK, contre 6,9 % trois ans auparavant, et près de 10,8 % y ont effectivement recours, souvent à la suite d'amendements de la documentation initiale. Si ces mécanismes permettent de préserver temporairement la trésorerie des entreprises et d'éviter des défauts immédiats, ils se traduisent par une augmentation de l'endettement et constituent un indicateur avancé de fragilité sur certains segments du marché.

PIK Feature Availability and Utilization



Source: Houlihan Lokey

DETTE PRIVÉE

Bilan 2025

Performance 2025 : rendements sous pression, prime toujours présente

La performance de la dette privée en 2025 est restée globalement positive, principalement liée aux revenus d'intérêts générés par les prêts, dans un environnement toutefois moins favorable aux rendements courants.

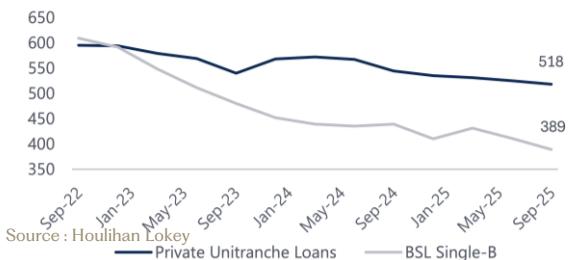
L'indice RPEI (Ramify Private Equity Index), lancé en janvier 2022, permet de suivre la performance de différentes stratégies de marchés privés, dont la dette privée. Son sous-indice dédié à la dette privée a affiché une performance de +1,3 % au deuxième trimestre 2025 et une performance annualisée de +6,7 % depuis le lancement de l'indice, traduisant une dynamique régulière.

En 2025, la baisse des taux directeurs en Europe et aux États-Unis a pesé sur les coupons servis par les fonds de dette privée, tandis qu'une compression des spreads s'est matérialisée sur l'ensemble du marché du prêt direct, sous l'effet combiné de la détente des marchés du crédit et d'une concurrence accrue entre gestionnaires. Cette dynamique est observable sur l'ensemble des segments, le marché du large cap en constituant une illustration. En octobre 2025, 47 % des prêts de direct lending en large cap affichaient un spread inférieur à 500 points de base, contre 23 % en 2024 et seulement 4 % en 2023.

Malgré cette compression, la dette privée continue d'offrir une prime de rendement significative, avec des spreads restant supérieurs de plus de 130 points de base à ceux observés sur les marchés publics comparables.

Private vs Public Spread Premium

While private and public credit spreads have tightened materially, the gap between the two segments has widened to 129 bps.



DETTE PRIVÉE

Perspectives 2026

- Rendements plus normalisés mais toujours attractifs : baisse attendue des taux de base et compression des spreads, notamment en direct lending, tout en conservant une prime de risque.
- Sélectivité comme levier de performance : la qualité des gestionnaires et des structures restera déterminante pour capter la valeur et limiter les pertes.
- Diversification porteuse d'opportunités : élargissement à d'autres segments de la dette privée pour renforcer la résilience des portefeuilles.

Suivi et gestion du risque des investissements en direct lending

En 2026, le suivi des investissements déjà réalisés en prêt direct (direct lending) devrait s'inscrire dans une approche réaliste du risque de crédit, dans un cadre par nature illiquid. La dette privée ne saurait être assimilée à une exposition sans risque : des défauts et des pertes pourraient survenir et feraient partie intégrante du fonctionnement normal de la classe d'actifs. L'enjeu ne serait donc pas d'anticiper l'absence de défauts ni de pouvoir ajuster rapidement les positions, mais de s'appuyer sur une diversification adéquate et un suivi actif afin d'en absorber l'impact dans la durée et d'en limiter les conséquences au niveau du portefeuille.

Dans ce cadre, une attention particulière devrait être portée à la capacité des entreprises à servir leur dette sur la durée. Le ratio de couverture des intérêts, calculé comme le rapport entre le résultat opérationnel (EBITDA) et les charges d'intérêts, constituerait un indicateur central du risque de crédit. Les entreprises dont ce ratio se rapprocherait de 1, ou passerait en dessous de ce seuil, devraient faire l'objet d'un suivi renforcé, ces situations traduisant une marge de manœuvre financière limitée. La baisse des taux d'intérêt pourrait contribuer à alléger partiellement la charge financière, mais elle ne suffirait pas, à elle seule, à compenser une fragilité opérationnelle durable.

Au-delà de la capacité à servir les intérêts, la capacité de remboursement du principal dépendrait avant tout de la valeur de l'entreprise à l'échéance des prêts ou lors d'une cession. Cette capacité serait fonction du niveau d'EBITDA atteint et du multiple de valorisation applicable à la sortie. L'analyse devrait donc se concentrer sur le niveau de levier financier (dette/EBITDA) et sur la sensibilité de la valeur à une normalisation des multiples. Si la valeur devenait insuffisante pour couvrir la dette, le remboursement du principal serait compromis et une restructuration de la structure du capital s'imposerait.

Direct lending : des rendements plus faibles, une exigence accrue sur le risque

En 2026, les rendements du direct lending pourraient être inférieurs aux niveaux observés ces dernières années. La baisse attendue des taux de base (taux directeurs, base rates), combinée à une compression des marges de crédit (spreads) liée à une concurrence accrue, pourrait conduire à des rendements plus normalisés, de l'ordre de 8–9 % sur le segment des entreprises de taille intermédiaire supérieure (*upper middle market*), contre environ 12 % en 2022. Cette baisse des rendements réduirait la capacité d'absorption des pertes : à niveau de défaut inchangé, chaque incident de crédit pèserait davantage sur la performance globale, renforçant ainsi l'importance de la gestion du risque.

Cette pression pourrait toutefois être partiellement compensée par certains facteurs de marché. La reprise progressive de l'activité de fusions-acquisitions (*mergers and acquisitions – M&A*) pourrait soutenir la demande de financements et contribuer à stabiliser les spreads. Par ailleurs, la montée en puissance des opérations de grande taille (*large cap*) pourrait favoriser les grandes plateformes de dette privée, mieux positionnées pour structurer les financements, négocier une documentation robuste et exécuter efficacement les transactions. Dans ce contexte, le risque de défaut resterait central, ce qui rendrait la sélection des gestionnaires (GP) plus déterminante que jamais.

Diversification : un levier clé pour préserver le couple rendement / risque

Dans un environnement où le direct lending offrirait des rendements plus normalisés, la construction des portefeuilles de dette privée devrait s'appuyer sur une diversification accrue. Celle-ci pourrait s'opérer au sein du direct lending, entre dette sponsorisée (*sponsored*) et non sponsorisée (*sponsorless*), dette senior (*senior debt*) et dette mezzanine (*mezzanine debt*), ainsi qu'entre segments de marché (*large cap et mid cap*).

Au-delà du direct lending, d'autres sous-classes de la dette privée pourraient jouer un rôle complémentaire. Le financement privé adossé à des actifs (*asset-backed finance*), le crédit immobilier (*real estate debt*), les transactions sur le marché secondaire (*secondary transactions*) ou encore des stratégies plus décorrélées comme le financement de contentieux (*litigation finance*) pourraient contribuer à améliorer la diversification et la résilience globale des portefeuilles.

INFRASTRUCTURE

Bilan 2025

- En 2025, la levée de fonds en infrastructures a nettement rebondi, avec plus de 115 milliards de dollars levés à fin septembre, mais cette collecte s'est concentrée sur un nombre limité de fonds de grande taille.
- La performance des infrastructures est restée globalement résiliente en 2025, mais marquée par une dispersion géographique accrue, avec une correction plus visible en Amérique du Nord et une meilleure tenue relative en Europe.

Activité de levée de fonds

En 2025, la levée de fonds en infrastructures a nettement rebondi après le creux observé en 2024. À fin septembre 2025, 115,8 Md\$ avaient été levés à travers 41 fonds, dépassant déjà le total de 96,9 Md\$ levé sur l'ensemble de l'année 2024 et se rapprochant du niveau atteint en 2023 (127,6 Md\$). Ce rebond s'inscrit dans un contexte de retour progressif de l'appétit des investisseurs pour l'infrastructure, soutenu par des besoins d'investissement de long terme.

La hausse des capitaux levés s'est accompagnée d'un nombre limité de fonds clos, traduisant une concentration de la collecte. Les fonds de plus de 1 Md\$ ont représenté 92,2 % des capitaux levés, tandis que les fonds de plus de 5 Md\$ ont concentré 58,7 % de la collecte totale. Cette configuration confirme une augmentation de la taille moyenne des fonds et une collecte dominée par un nombre restreint de véhicules.

Sur le plan géographique et stratégique, l'Europe s'est distinguée en 2025, captant 50,3 % des capitaux levés au niveau mondial, soit 58,3 Md\$. L'Amérique du Nord est restée un pôle majeur de la collecte. Du point de vue des stratégies, les investisseurs ont surtout privilégié deux types d'investissements en infrastructures. Le premier consiste à investir dans des infrastructures déjà en service, comme des réseaux d'énergie ou de transport, qui génèrent des revenus réguliers, tout en cherchant à les améliorer ou à les agrandir : ces stratégies, dites *core plus*, ont représenté 34,8 % des capitaux levés. Le second vise des projets plus complexes, par exemple des infrastructures à construire ou à moderniser, avec plus de risques mais aussi des perspectives de gains plus élevées : ces stratégies, dites *value-added*, ont concentré 31,4 % de la collecte.

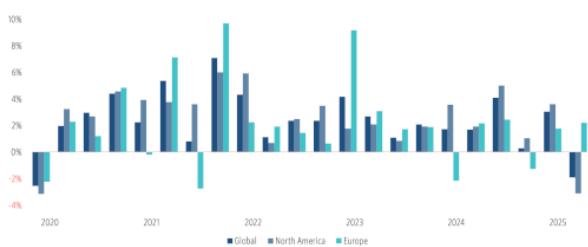
Performance 2025 : résilience globale et dispersion géographique accrue

Selon PitchBook, les données de performance, établies à partir des valorisations trimestrielles des portefeuilles, mettent en évidence une dispersion accrue entre les infrastructures nord-américaines et européennes en 2025.

Après un premier trimestre positif des deux côtés de l'Atlantique, le deuxième trimestre a marqué une divergence nette : les infrastructures nord-américaines ont enregistré une performance préliminaire de -3,1 %, tandis que les infrastructures européennes ont affiché +2,2 %.

Cette meilleure résilience européenne s'explique par un coût du capital plus favorable et par un soutien public renforcé, illustré notamment par l'annonce, en mars 2025, d'un fonds d'infrastructure allemand de 500 Md€ destiné à soutenir les investissements de long terme dans l'énergie et les réseaux. À l'inverse, la performance nord-américaine a été pénalisée par des risques d'exécution, des incertitudes sur le financement public et des pressions persistantes sur les coûts de construction.

Infrastructure funds quarterly returns by region



Source: Pitchbook

Infrastructure fundraising activity



Source: Pitchbook

INFRASTRUCTURE

Perspectives 2026

- Les infrastructures devraient continuer de à bénéficier de besoins d'investissement structurels dans l'énergie, les réseaux et les infrastructures digitales, en particulier autour des data centers et de la montée en puissance de l'intelligence artificielle.
- Dans un contexte de baisse des taux, l'infrastructure pourrait conserver un rôle clé de diversification au sein des marchés privés, portée par la visibilité de ses flux de trésorerie et une sensibilité plus limitée aux cycles de valorisation.

Des moteurs structurels toujours porteurs

En 2026, les opportunités en infrastructures devraient continuer d'être alimentées par des besoins d'investissement de long terme dans l'énergie, les réseaux et les infrastructures digitales, qui demeurent supérieurs aux capacités d'investissement actuelles.

Le développement des data centers, soutenu par la montée en puissance de l'intelligence artificielle et par la croissance structurelle des usages numériques, devrait rester un moteur central, avec des effets d'entraînement sur les réseaux électriques, les capacités de stockage et les infrastructures de transmission. Ces dynamiques s'inscrivent dans des cycles d'investissement longs et visibles, même si elles s'accompagnent de contraintes accrues en matière de coûts, de délais d'exécution et de cadre réglementaire, renforçant l'importance de la sélectivité dans l'identification des projets.

Une brique stratégique de diversification

Dans un contexte de baisse progressive des taux d'intérêt, l'infrastructure pourrait conserver, voire renforcer, son rôle au sein des allocations de marchés privés. Les actifs offrant des flux de trésorerie contractuels et de long terme continueraient de présenter un profil différenciant face au private Equity, plus sensible aux cycles de valorisation, et à la dette privée, davantage exposée au risque de crédit.

Dans cette optique, l'infrastructure pourrait rester un outil de diversification stratégique, combinant visibilité des revenus, exposition à des thématiques structurelles et dispersion des sources de performance selon les segments, les régions et les profils de risque, dans une logique d'allocation de long terme.

- 2025 marque une sortie progressive de la phase de correction, avec un retour des performances en territoire positif
- Le marché reste caractérisé par une dispersion sectorielle maîtrisée, dominée par les SCPI diversifiées
- La reprise de la collecte confirme une réallocation très ciblée vers les SCPI diversifiées, les investisseurs privilégiant la diversification, dans un marché immobilier stabilisé mais encore contraint.

Performance et valorisation : sortie de crise, retour à l'équilibre

Après deux années marquées par des ajustements significatifs, le marché des SCPI a amorcé en 2025 une sortie progressive de la phase de correction. Les performances agrégées sont revenues en territoire positif, traduisant à la fois la stabilisation des valeurs d'expertise et la résilience des revenus locatifs.

Cette amélioration intervient après les baisses de prix observées en 2023–2024, principalement liées à la remontée rapide des taux d'intérêt et à la revalorisation du coût du capital immobilier.

En 2025, la normalisation des conditions financières et l'ajustement des portefeuilles ont permis de restaurer une meilleure lisibilité des rendements, sans pour autant renouer avec une dynamique euphorique. Le marché s'est ainsi rapproché d'un nouvel équilibre, caractérisé par des niveaux de valorisation plus cohérents avec l'environnement de taux et une hiérarchisation plus marquée entre véhicules.

Lecture sectorielle : dispersion maîtrisée, leadership du diversifié

L'année 2025 a confirmé une dispersion sectorielle réelle mais maîtrisée, dans un marché en cours de normalisation. Les SCPI diversifiées ont affiché une trajectoire particulièrement robuste sur les trois premiers trimestres, avec des performances globales comprises entre +1% et +1,13% par trimestre, principalement portées par les loyers distribués (environ +1,1% par trimestre), tandis que les revalorisations sont restées limitées. Les résultats attendus au T4 2025 s'inscrivent dans cette continuité, avec une performance globale autour de +1,04%, confirmant la capacité des véhicules diversifiés à lisser le cycle.

La logistique a conservé un profil défensif tout au long de l'année, avec des performances régulières autour de +1,2% à +1,3% par trimestre. Les données attendues pour le T4 2025 suggèrent une performance proche de +1,04%, reposant toujours majoritairement sur les revenus locatifs, dans un contexte de normalisation après les fortes hausses passées.

Le segment des bureaux a montré des signes de stabilisation progressive. Après un premier trimestre encore pénalisé par des ajustements de valorisation (-3,9%), les performances sont redevenues positives aux trimestres suivants, proches de +1% par trimestre, soutenues par les loyers. Les résultats attendus au T4 2025, autour de +1,0%, confirment cette stabilisation, tout en maintenant une forte hétérogénéité selon la qualité des actifs et les localisations.

Dans l'ensemble, la performance en 2025 a été largement tirée par les revenus, les revalorisations jouant un rôle secondaire. Les résultats attendus en fin d'année prolongent cette dynamique, confirmant l'importance de la qualité des actifs, de la diversification et de la sélectivité dans un marché en phase de normalisation.

Collecte et comportements des investisseurs : reprise sélective

La reprise de la collecte en 2025 s'est accompagnée d'une forte concentration des flux, traduisant une sélectivité accrue des investisseurs après la phase de correction. Sur les trois premiers trimestres de l'année, les SCPI diversifiées ont capté l'essentiel de la collecte, avec des parts comprises entre 59% au T2 et près de 84% au T3, pour une capitalisation représentant seulement environ 11 à 13% du marché. Cette surpondération reflète une préférence marquée pour les véhicules offrant une meilleure lisibilité et une diversification accrue.

À l'inverse, le segment des bureaux, bien que représentant environ 60% de la capitalisation totale des SCPI, n'a attiré qu'une part limitée de la collecte, comprise entre 6% et 22% selon les trimestres, confirmant la prudence persistante des investisseurs vis-à-vis de ce segment. Les autres secteurs : logistique, santé, résidentiel et commerces, ont enregistré des flux positifs mais modestes, généralement inférieurs à 5% de la collecte trimestrielle chacun, malgré des poids de capitalisation parfois significatifs.

Cette dissociation entre structure de marché et allocation des flux illustre l'évolution des comportements d'investissement en 2025. La reprise de la collecte ne s'est pas traduite par un retour indifférencié sur l'ensemble du marché, mais par une réallocation ciblée vers les segments perçus comme les plus résilients. La recherche de rendement s'est ainsi accompagnée d'un renforcement des critères de sélection, traduisant une maturisation du marché et une approche plus disciplinée des investisseurs.

IMMOBILIER

Bilan 2025

Contexte immobilier 2025 : stabilisation sans euphorie

Sur le plan macro-immobilier, l'année 2025 a été marquée par une reprise graduelle mais heurtée de l'activité en Europe, après le net ralentissement observé en 2023–2024.

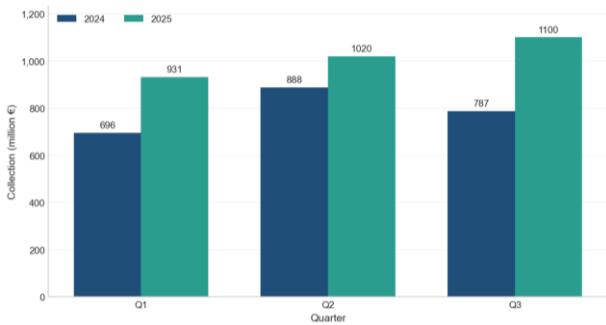
Les volumes investis ont atteint 45 Md€ au T1 2025 (+6% sur un an), avant de reculer à 48,9 Md€ au T2 2025 (–6% vs T2 2024), puis de rebondir à 48,4 Md€ au T3 2025, en hausse d'environ +12% sur un an, signant leur meilleur niveau trimestriel depuis le T3 2022. Sur douze mois glissants, les investissements immobiliers européens s'élèvent à 226 Md€, soit +19% sur un an, tout en restant environ 25% en dessous de la moyenne décennale, illustrant une reprise encore incomplète.

La dynamique reste contrastée selon les pays. Au T3 2025, le Royaume-Uni demeure le premier marché européen (11,5 Md€, +7% sur un an), tandis que l'Allemagne (8,1 Md€, +19%) et l'Espagne (5,5 Md€, +38%) confirment une reprise plus marquée. Les pays d'Europe du Sud et du Nord, notamment la Suède (+51%) et l'Italie (+38%), affichent également une amélioration significative des volumes, soutenant la progression de l'Europe continentale hors Royaume-Uni.

En France, l'activité s'est redressée plus progressivement. Les investissements ont atteint 4,4 Md€ au T3 2025, en hausse d'environ +8% sur un an, portant les volumes sur douze mois glissants à 19,9 Md€. Cette reprise ayant été plus modérée qu'en Espagne ou en Italie, reflète un contexte domestique encore marqué par les incertitudes politiques, budgétaires et la prime de risque associée au marché immobilier français. Dans l'ensemble, la dynamique observée en 2025 s'apparente davantage à une phase de stabilisation progressive qu'à un redémarrage cyclique marqué, confirmant l'absence de retour à une dynamique euphorique.

Période	Revalorisation moyenne	Loyers distribués	Performance globale
T1 2025	-3,67%	+1,02%	-2,65%
T2 2025	+0,01%	+1,10%	+1,11%
T3 2025	+0,04%	+1,09%	+1,13%
T4 2025 (attendu)	+0,03%	+1,01%	+1,04%

Comparaison de la collecte entre 2024 et 2025



IMMOBILIER

Perspectives 2026

- En 2026, le cadre macro-financier deviendrait plus lisible, avec une inflation maîtrisée et des taux directeurs stabilisés, ce qui améliorera la visibilité pour l'immobilier.
- Le marché immobilier évoluerait vers une approche plus pragmatique et sélective, avec une reprise inégale selon les pays et une préférence pour les actifs liquides et bien positionnés.
- La performance dépendrait davantage de la qualité et de l'utilité économique des actifs que d'une hausse généralisée des prix, renforçant l'intérêt de la diversification pour les investisseurs en SCPI.

Environnement macro-financier : un cadre plus favorable

Après la phase d'ajustement rapide observée entre 2022 et 2024, l'environnement macro-financier apparaît plus lisible à l'approche de 2026. La désinflation est désormais bien engagée en zone euro : l'inflation annuelle est attendue autour de 2% en décembre 2025, proche de l'objectif de la BCE. La stabilisation de l'inflation et des taux directeurs réduit l'incertitude sur le coût du financement et sur les conditions de valorisation des actifs immobiliers.

Pour les SCPI, cette meilleure lisibilité joue à deux niveaux. D'abord, elle améliore la visibilité sur les revenus, car une inflation plus stable rend plus prévisible l'évolution des loyers lorsqu'ils sont indexés (même partiellement). Ensuite, elle réduit le risque d'une nouvelle vague de dépréciations liée au financement : les baisses de prix observées en 2023–2024 étaient principalement la conséquence d'une remontée rapide des taux, qui a mécaniquement augmenté le taux de rendement exigé par les investisseurs et pesé sur les valeurs d'expertise.

Dans un scénario où les taux se stabilisent au lieu de remonter à nouveau fortement, la probabilité d'un ajustement brutal supplémentaire des valorisations diminue. Autrement dit, l'environnement ne garantit pas une revalorisation rapide, mais il favorise une normalisation progressive du marché, avec moins de risque de corrections massives induites par un nouveau choc de taux.

Sentiment de marché et dynamiques structurelles : vers un immobilier plus pragmatique

À l'horizon 2026, l'immobilier européen évoluerait dans un environnement plus pragmatique et sélectif, prolongeant la normalisation amorcée en 2025. Le redressement progressif de l'activité observé l'an dernier constituerait une base plus saine, sans retour aux niveaux élevés des cycles passés, avec une reprise inégale selon les pays.

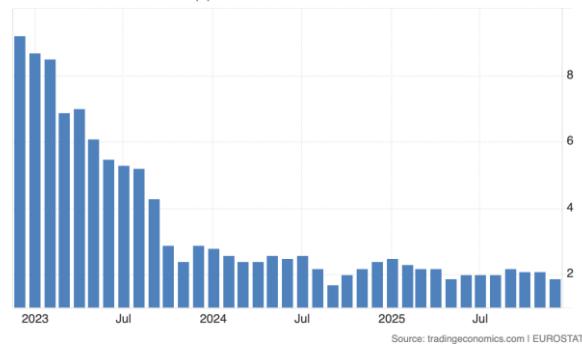
Dans ce contexte, les stratégies privilégiées en 2026 resteraient orientées vers des actifs offrant une bonne liquidité. Les actifs diversifiés conserveraient un rôle central, leur capacité à répartir l'exposition entre plusieurs secteurs et zones géographiques répondant à un environnement où la performance ne serait plus uniforme.

Les bureaux de qualité en centres urbains resteraient recherchés, tandis que les actifs plus anciens ou mal situés demeurerait sous pression. Les actifs résidentiels, notamment dans les grandes métropoles, offrirait une bonne visibilité sur les loyers, soutenus par une sous-offre structurelle et une demande locative persistante. Les hôtels dans des destinations établies et les commerces prime bénéficieraient également de perspectives plus stables, portées par la fréquentation touristique.

Enfin, l'environnement 2026 serait marqué par une prise en compte croissante de facteurs structurels de long terme, en particulier les enjeux climatiques, les conditions d'accès au financement et la qualité intrinsèque des actifs, notamment leur localisation, leur performance énergétique et leur adéquation aux usages actuels. La performance dépendrait alors moins d'une hausse généralisée des prix que de la capacité des actifs à rester attractifs et finançables dans la durée, ce qui renforcerait, pour les investisseurs en SCPI, l'intérêt d'une approche fondée sur la qualité des actifs et la diversification sectorielle.

Euro Area Inflation Rate Evolution

Taux d'inflation de la zone euro (%)



CRYPTO-ACTIFS

Bilan 2025

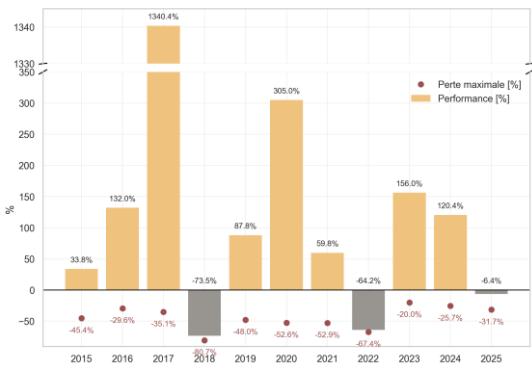
- 2025 a été marquée par une volatilité élevée sur le marché des crypto-actifs, avec un Bitcoin en baisse de 6,4% sur l'année après l'atteinte d'un plus haut historique en octobre, illustrant une phase de consolidation après deux années de forte performance.
- Plusieurs indicateurs suggèrent une poursuite de l'adoption institutionnelle, notamment via la progression des encours des ETP (exchange-traded products) crypto, une intégration graduelle dans les allocations d'actifs et une amélioration de la lisibilité du cadre réglementaire.

Après deux années de croissance supérieure à 100% en 2023 et 2024, le marché des crypto-actifs a connu une légère correction en 2025. Le Bitcoin clôture l'année avec une performance de -6,4%, après avoir atteint un plus haut historique le 6 octobre 2025 à 126 000 USD. L'Ethereum, quant à lui, enregistre une baisse de 11%.

Historiquement, l'évolution du Bitcoin est analysée, par de nombreux analystes, au prisme de cycles de quatre ans, fréquemment associés aux halvings. Le halving correspond à un mécanisme du protocole réduisant de moitié, tous les quatre ans environ, la récompense versée aux mineurs, limitant progressivement le rythme de création de nouveaux bitcoins. Les cycles observés autour de ces événements tendent à s'étendre sur une période allant d'environ deux ans avant le halving à deux ans après, souvent marquée par une phase de correction. Les trois derniers halvings ont eu lieu en 2016, 2020 et 2024.

Une comparaison avec les cycles précédents met en évidence une réduction de la volatilité sur le cycle en cours, amorcé en 2023. Entre 2015 et 2022, la perte maximale annuelle moyenne du Bitcoin s'établissait autour de 51%, contre environ 26% sur le cycle actuel, commencé en 2023.

BTC — Performance et perte maximale par année (en dollars)



Source: Refinitiv

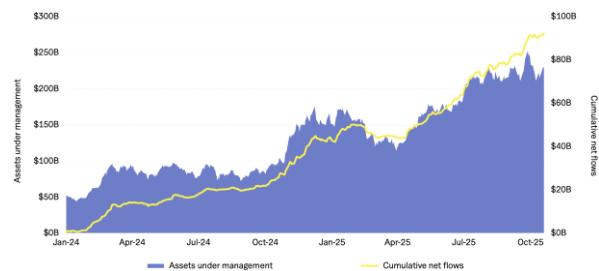
Une interprétation possible de cette diminution de la volatilité réside dans la poursuite de l'institutionnalisation de la classe d'actifs : la part relative de la spéculation de court terme tendrait à diminuer, tandis que la détention par des investisseurs institutionnels, ou assimilés à des stratégies de long terme, gagne en importance.

Plusieurs éléments observés en 2025 vont dans ce sens :

- Une progression des encours sous gestion des exchange-traded products (ETP) crypto, y compris lors des phases de stress de marché ; en 2025, malgré une année marquée par une volatilité élevée, la collecte des ETP Bitcoin a progressé d'environ 100% ;
- Une intégration progressive de ces instruments dans les univers d'investissement de certains acteurs institutionnels de la gestion d'actifs (ex: Morgan Stanley)
- Une clarification graduelle du cadre réglementaire dans plusieurs juridictions, notamment en Europe, contribuant à améliorer la lisibilité des conditions d'accès et de distribution.

Ces évolutions participent à une réduction de certains risques opérationnels et réglementaires, sans pour autant supprimer les incertitudes structurelles propres à la classe d'actifs.

Stablecoin market cap and share of total crypto market, 2020-25



Source: 21Shares

CRYPTO-ACTIFS

Perspectives 2026

- En 2026, plusieurs signaux suggèreraient que l'adoption des crypto-actifs pourrait se poursuivre, au-delà des seules dynamiques de marché à court terme, tant du côté institutionnel que du côté des particuliers.

Stablecoins : vers une intégration progressive dans les infrastructures de paiement

Les stablecoins — tokens indexés sur une monnaie fiduciaire, le plus souvent le dollar américain, et adossés à des actifs de réserve — évoluent progressivement d'un usage principalement interne à l'écosystème crypto vers un outil d'interface entre finance numérique et finance traditionnelle. La hausse de leur capitalisation, supérieure à 250 milliards de dollars fin 2025, reflète l'élargissement de leurs cas d'usage, en particulier dans les paiements : règlement des transactions liées aux crypto-actifs, mais également transferts transfrontaliers.

En 2025, l'adoption du Genius Act a instauré le premier cadre réglementaire américain dédié aux stablecoins de paiement, les plaçant sous supervision réglementaire. Dans l'ensemble, ces évolutions constituent une étape encore graduelle mais significative vers un système financier plus largement tokenisé, dans lequel les formes numériques de la monnaie coexistent avec les canaux traditionnels d'intermédiation et en modifient progressivement le fonctionnement.

Stablecoin market cap and share of total crypto market, 2020-25



Source: BlackRock

Finance décentralisée (DeFi) : structuration des usages et montée en charge graduelle

Parallèlement, la finance décentralisée continue de se structurer autour de quelques applications centrales, notamment :

- Le lending et le borrowing, qui permettent aux détenteurs de crypto-actifs de prêter ou d'emprunter des actifs via des protocoles automatisés, sans intermédiaire financier traditionnel. Ces mécanismes visent à faciliter la mise en relation de l'offre et de la demande de capital, avec des conditions de taux déterminées par le marché
- Le liquid staking, qui permet aux investisseurs de participer à la sécurisation des réseaux en proof-of-stake, en contrepartie d'un rendement, tout en conservant une liquidité sur les actifs engagés, via des jetons représentatifs pouvant être réutilisés dans d'autres applications

Entre le début de l'année 2024 et la fin de l'année 2025, la Total Value Locked (TVL, ou valeur totale verrouillée) de la DeFi progresse de 121%, contre 31% pour le prix de l'ETH sur la même période. Cet écart suggère une croissance de l'activité économique sous-jacente plus rapide que celle des prix, traduisant un approfondissement progressif des usages.



Alternative digitale à la banque privée offre aux investisseurs une expertise patrimoniale premium.

En conjuguant expertise financière, technologique et patrimoniale, Ramify propose une sélection rigoureuse des meilleures opportunités d'investissement — actions, obligations, Private Assets, art, cryptomonnaies — dans une logique de création de performance à long terme.

Résolument axée sur la personnalisation et l'accompagnement, la plateforme ambitionne de réinventer la gestion de patrimoine pour la nouvelle génération d'investisseurs en France.