



**Roberto Pacault, CFA**  
Responsable de la gestion

### INTRODUCTION

L'équipe de gestion d'HOMA Capital est heureuse de partager son analyse sur les thèmes qui concentrent l'attention des marchés.

Cette approche sélective a pour objet de guider votre lecture en fonction de vos questionnements et des réflexions du moment.

Les concernant, nous vous rappelons notre disponibilité pour tout complément d'information.

Bonne lecture !

### SOMMAIRE

1. Alors que fin février les marchés tablaient sur un cumul de 4 baisses de taux dans les économies du G7 pour 2026, ils anticipent désormais 10 hausses. L'ampleur de ces révisions est-elle justifiée ?

*Par Roberto Pacault, CFA – Responsable de la gestion*

2. Malgré la guerre au Moyen-Orient, les perspectives bénéficiaires continuent de progresser au niveau mondial. De quoi est-ce le reflet ?

*Par David Guichard-Rein – Responsable de la gestion privée*

3. Les véhicules d'investissement dans la dette privée subissent des rachats importants, poussant certains acteurs à réduire la liquidité de leur passif. Quelles raisons motivent ces demandes de rachat ? Ce marché pourrait-il présenter un risque systémique ?

*Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié*

### 1. ALORS QUE FIN FÉVRIER LES MARCHÉS TABLAIENT SUR UN CUMUL DE 4 BAISSSES DE TAUX DANS LES ÉCONOMIES DU G7 POUR 2026, ILS ANTICIPENT DÉSORMAIS 10 HAUSSES.

À l'aube du conflit au Moyen-Orient, les investisseurs anticipaient, pour 2026, des baisses de taux directeurs en zone euro, aux États-Unis, au Canada ainsi qu'en Angleterre. Seul le Japon faisait figure d'exception avec deux hausses anticipées. Depuis, la fermeture du détroit d'Ormuz a provoqué de nombreuses perturbations d'approvisionnement ce qui a poussé le prix des matières premières à la hausse.

Dès lors, les prévisions d'inflation sont remontées entraînant avec elles les anticipations de politiques monétaires des banques centrales. Au moment d'écrire ces lignes, trois hausses étaient anticipées en zone euro et en Angleterre, deux au Canada et au Japon, et aucune aux États-Unis pour l'année en cours (cf. schéma 1).

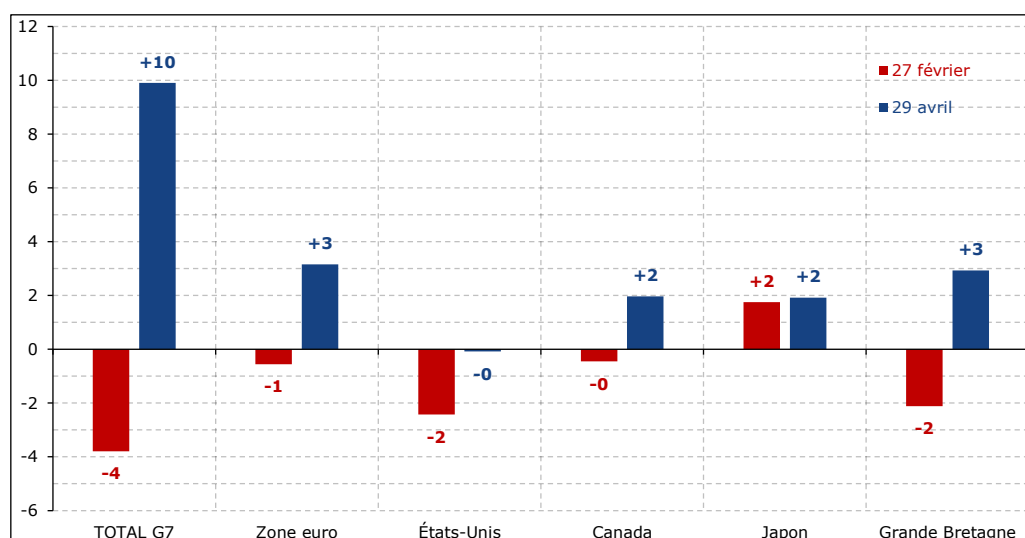


Schéma 1 : Mouvements des taux directeurs attendus par les investisseurs dans les pays du G7 pour l'année 2026.  
(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

#### L'ampleur de ces révisions est-elle justifiée ?

L'effet de la hausse des matières premières sur les prix est d'ores et déjà une réalité dans de nombreux pays. L'impact le plus immédiat est bien évidemment sur les prix de l'énergie (prix du litre d'essence ou de diesel), ce qui a conduit de nombreux gouvernements à dégainer des aides afin d'en limiter les effets pour les consommateurs.

Historiquement, les hausses importantes des prix des matières premières, bien qu'ayant une forte incidence sur l'inflation générale, n'ont que peu d'effet sur l'inflation sous-jacente (hors énergie et l'alimentation). Or c'est cette dernière que les banquiers centraux pilotent, un choc d'offre exogène ne justifiant pas mécaniquement un resserrement monétaire. Ce sont donc les craintes d'une contagion aux prix des services et des salaires, et le risque de désancrage des anticipations d'inflation, qui ont provoqué une remontée des anticipations. Les investisseurs semblent rejouer la sortie du Covid, mais la situation du marché de l'emploi et de la demande est aujourd'hui moins porteuse qu'en 2022.

Selon nous, deux issues sont les plus probables : soit les difficultés d'approvisionnement prennent fin rapidement et dans ce cas la poussée inflationniste restera limitée dans le temps et en ampleur, soit les perturbations perdurent, et ici c'est la demande mondiale qui est à risque. Dans un cas comme dans l'autre, les prévisions de taux monétaires devraient être revues à la baisse (à court terme dans le premier cas et à moyen terme dans le second).

## 2. MALGRÉ LA GUERRE AU MOYEN-ORIENT, LES PERSPECTIVES BÉNÉFICIAIRES CONTINUENT DE PROGRESSER AU NIVEAU MONDIAL.

Le déclenchement des frappes américano-israéliennes sur l'Iran le 28 février a ouvert un important choc d'offre énergétique. Le Détroit d'Ormuz, par lequel transitent 15 à 20 % de l'offre mondiale d'hydrocarbures, est resté fortement bloqué. Pourtant, en mars, les estimations de bénéfices par action du MSCI Monde pour 2026 ont été significativement révisées à la hausse (cf. schéma 2). Cette résilience mérite d'être décortiquée.

### De quoi est-ce le reflet ?

Ce dynamisme reflète une combinaison de facteurs structurels (IA, capex technologiques) et conjoncturels (énergie, dynamique macroéconomique préexistante). Elle traduit aussi la résilience sectorielle compensatoire qui caractérise les cycles géopolitiques — les producteurs d'énergie gagnant ce que les industriels perdent.

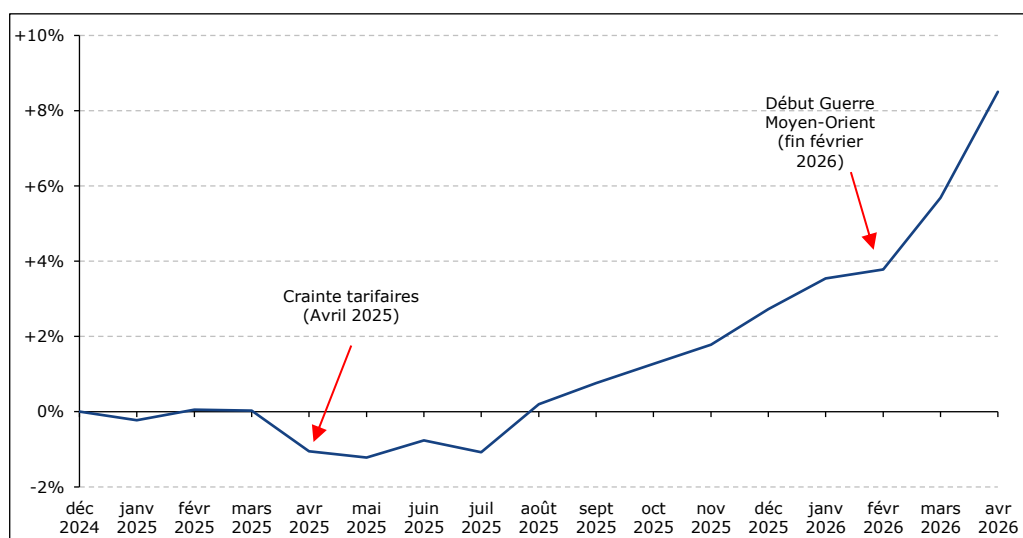


Schéma 2 : Évolution historique des prévisions de bénéfices par actions pour 2026 de l'indice MSCI World depuis fin 2024.  
(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

### 1. L'IA : MOTEUR DE PRODUCTIVITÉ ET DE MARGES

L'intelligence artificielle est devenue le plancher structurel des BPA. Elle génère des gains de productivité concrets : automatisation des processus, réduction des coûts salariaux, optimisation logistique. Les marges nettes du S&P 500 ont atteint des niveaux records, confirmant cette dynamique. C'est le 6ème trimestre consécutif de croissance à deux chiffres aux États-Unis.

### 2. RUISSELLEMENT DES DÉPENSES D'INVESTISSEMENT TECHNOLOGIQUES

Les investissements colossaux des « Magnificent 7 » en centres de données et infrastructures IA irriguent désormais l'ensemble de l'économie mondiale. Équipementiers industriels, fournisseurs d'énergie, sous-traitants électroniques : chaque dollar dépense d'investissement génère un effet multiplicateur estimé entre 1,5x et 2x sur les bénéfices de l'économie réelle.

### 3. MOMENTUM MACROÉCONOMIQUE ET BIAIS DES ANALYSTES

La robustesse des PMI mondiaux, les relances budgétaires allemande et japonaise et la détente des taux d'intérêts avaient créé un fort soutien positif. À cela s'ajoute un effet sectoriel : les producteurs d'énergie (WTI ~100 \$/b) relèvent mécaniquement le consensus. Enfin, le biais haussier structurel des analystes *sell-side* reste à l'œuvre — les révisions à la baisse étant souvent décalées et incrémentales.

### 3. LES VÉHICULES D'INVESTISSEMENT DANS LA DETTE PRIVÉE SUBISSENT DES RACHATS IMPORTANTS, POUSSANT CERTAINS ACTEURS À RÉDUIRE LA LIQUIDITÉ DE LEUR PASSIF.

Depuis le début de l'année, plusieurs fonds de dette privée ont fait les gros titres après avoir été contraints de bloquer des demandes de rachats significatives. Selon Bloomberg, les principales sociétés de gestion sur ce segment ont enregistré plus de sorties que d'entrées pour la première fois de leur histoire au T1 2026. Les fonds les plus touchés sont ceux les plus exposés au secteur technologique, avec des demandes qui ont pu représenter jusqu'à 40% du passif. Grâce à des mécanismes de gestion de la liquidité prévus en amont de la création de ces fonds, les gestionnaires ont pu bloquer un certain nombre de ces demandes et ainsi préserver le marché de ventes forcées qui auraient eu un impact disproportionné sur les prix, créant des risques de panique en cascade.

#### Quelles raisons motivent ces demandes de rachat ?

Longtemps considérée comme une classe d'actifs incontournable, car offrant des rendements plus élevés que les actifs obligataires traditionnels avec une volatilité (artificiellement) très faible, les véhicules de dette privée ont attiré beaucoup d'investisseurs institutionnels et particuliers après la crise du Covid et l'afflux de liquidité qui s'en est suivi. Face au nombre limité d'opportunités pour déployer ce capital, les fonds se sont fait concurrence en assouplissant leurs conditions d'octroi de crédit, via des taux d'intérêt et des demandes de garanties toujours plus généreuses.

Concomitamment, le poids du secteur technologique dans ces fonds a fortement augmenté, passant d'environ 9% en 2010 à plus de 25% actuellement, avec une forte proportion d'entreprises de services technologiques et d'éditeurs de logiciels. Or, avec le développement à marche forcée des modèles d'intelligence artificielle, ces sociétés ont vu arriver des concurrents féroces et inattendus. Cela commence à se traduire dans leurs comptes, avec des croissances de chiffres d'affaires et des niveaux de profitabilité inférieurs aux prévisions établies à l'époque. Selon une étude de BCA Research, le taux de défaut n'a pas encore significativement augmenté mais la quantité de restructurations de dettes a elle nettement accéléré au cours des deux dernières années. La conjonction de ces facteurs se traduit par un mouvement d'écartement des *spreads* de crédit, qui vient affecter la valorisation des fonds. Les investisseurs, habitués à un rendement linéaire, commencent donc à réévaluer leur niveau d'exposition à la classe d'actifs.

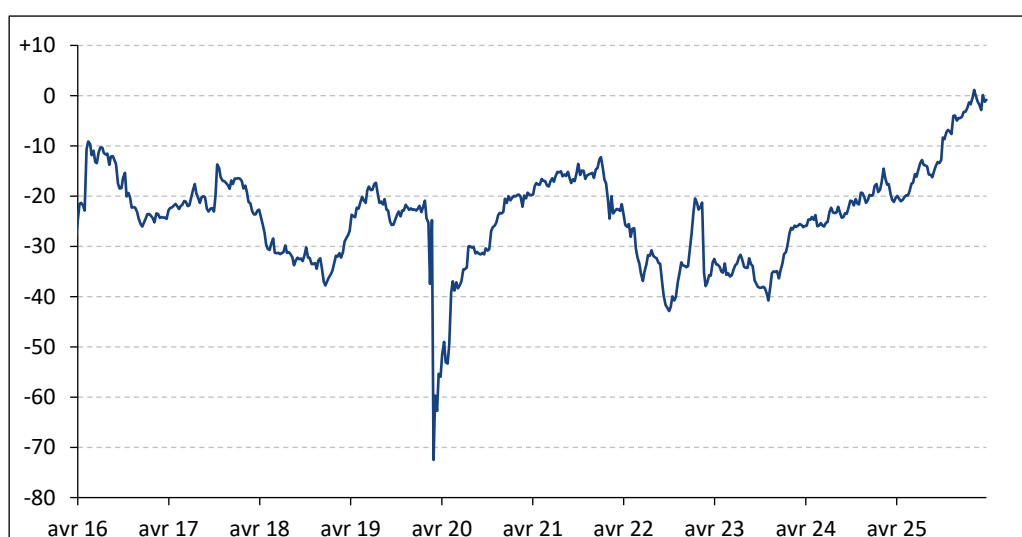


Schéma 3 : Différentiel de *spread* OAS (en pbs) des émetteurs du secteur technologique par rapport au reste des obligations cotées (*Investment Grade*).  
(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

Il convient tout de même de noter que le niveau de risque de ces entreprises reste actuellement dans la moyenne des autres secteurs (cf. schéma 3), les rachats récents sont donc probablement plus le reflet d'un mouvement de réallocation des portefeuilles que d'une volonté de désengagement massif de la classe d'actifs. Cela est par ailleurs confirmé par les propos de Larry Fink (PDG de Blackrock) selon lequel la demande des institutionnels pour les actifs privés continue d'augmenter.

#### Ce marché pourrait-il présenter un risque systémique ?

Ce risque nous paraît contenu pour plusieurs raisons. La première à trait à la taille de ce marché. Celle-ci est en effet relativement modeste, avec à fin 2025 un encours global estimé à 2 300 milliards USD, soit environ 4% de la capitalisation boursière du S&P 500. À titre de comparaison, à fin 2024, le marché de la dette immobilière commerciale aux États-Unis représentait près de 6 000 milliards USD et le total de dette immobilière résidentielle autour de 14 000 milliards USD.

Par ailleurs, la quantité d'instruments dérivés adossés à ce marché est nettement moins importante que ce qui a pu être observé lors des dérives précédentes la crise 2008. Toujours d'après les analystes de BCA Research, les dettes privées représenteraient aujourd'hui moins de 5% de l'exposition des CLOs. Selon le rapport de la FCIC (*Financial Crisis Inquiry Commission*), avant l'éclatement de la bulle immobilière, les actifs adossés à des prêts hypothécaires représentaient plus de 50% du collatéral des CDOs.

Enfin, ces actifs sont aujourd'hui détenus en très grande majorité (environ 80%) par des investisseurs institutionnels au travers de fonds fermés, et l'exposition de ces investisseurs à ce marché représenterait moins de 5% de leurs portefeuilles. En cas de besoin de liquidité, ces derniers disposent donc d'autres « poches » dans lesquelles piocher.