



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. Après près de quatre mois de blocage, le trafic dans le détroit d'Ormuz semble sur le point de reprendre. En supposant une normalisation durable du trafic dans le détroit, quel est le scénario le plus probable pour la croissance européenne ?

Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié

2. Malgré la baisse des prix de l'énergie, les marchés anticipent une hausse de de taux supplémentaire en zone euro. Le choc inflationniste peut-il devenir persistant à l'instar de 2022 ?

Par Roberto Pacault, CFA – Responsable de la gestion

3. CME Group et Silicon Data Partners prévoient de lancer le premier marché à terme sur la puissance de calcul. Quel pourrait être l'intérêt d'un tel marché pour l'industrie IA ? Ce mécanisme peut-il tenir ses promesses ?

Par Matthieu Massie – Analyste obligataire

1. APRÈS PRÈS DE QUATRE MOIS DE BLOCAGE, LE TRAFIC DANS LE DÉTROIT D'ORMUZ SEMBLE SUR LE POINT DE REPRENDRE.

Après de longues négociations marquées par des désaccords profonds sur les sujets les plus sensibles, les États-Unis et l'Iran sont parvenus à un protocole d'accord le 18 juin dernier afin de mettre fin au conflit militaire qui les oppose. Malgré l'absence de compromis durables sur les points clés (repoussés à de futures négociations) cette avancée diplomatique ouvre la porte à une reprise du trafic maritime dans le détroit d'Ormuz, ce qui devrait permettre au prix du pétrole de se normaliser et de redonner un peu de visibilité sur la croissance mondiale.

En supposant une normalisation durable du trafic dans le détroit, quel est le scénario le plus probable pour la croissance européenne ?

Depuis le début du conflit fin février, les prévisions de croissance pour cette année en zone Euro ont été réduites de moitié, passant de 1,2% à 0,6% (cf. schéma1). Les facteurs explicatifs sont bien connus : la hausse des incertitudes et des prix énergétiques vient directement affecter l'activité en zone euro, tandis que la hausse des tensions sur les chaînes d'approvisionnement au niveau mondial (l'indice calculé par la FED de New York est remonté à son niveau le plus élevé depuis août 2022) devrait amputer l'activité pendant encore plusieurs mois.

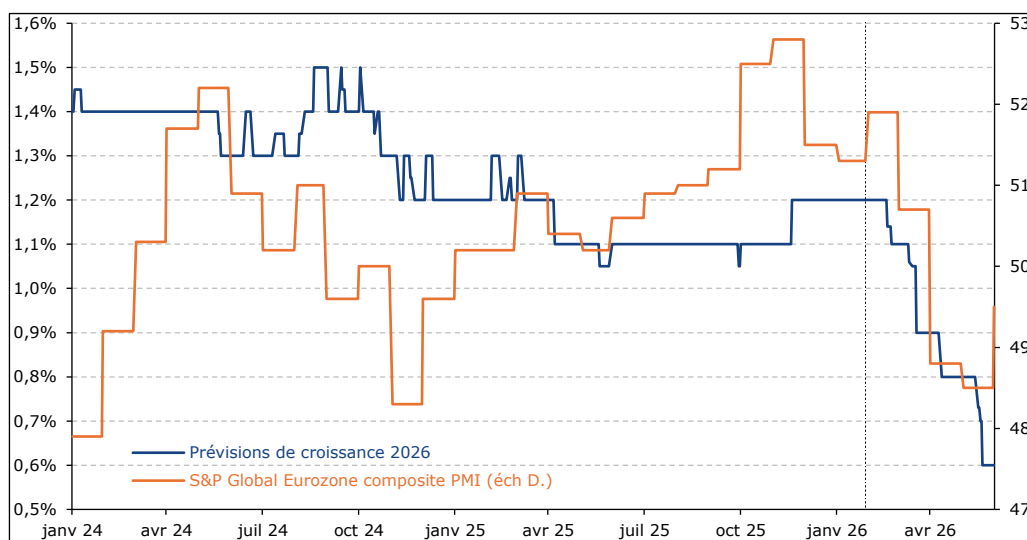


Schéma 1 : Historique de la médiane des prévisions des principales banques mondiales pour la croissance pour la zone Euro en 2026.
(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

Dans ce contexte d'incertitude, la BCE a publié plusieurs scénarios, dont un favorable supposant une désescalade rapide qui permettrait aux prix du pétrole de repasser sous 80\$ par baril et le prix du gaz sous 41€ par MWh à court terme, ce qui correspond aux prix observés sur le marché actuellement. Dans ce scénario, l'institution estime une croissance de +0,8% en 2026.

Bien que les indices de confiance tendent à se redresser depuis la signature du protocole d'accord, ces prévisions nous paraissent encore optimistes. En effet, sur la période récente, la croissance de la zone euro a principalement été tirée par la consommation des ménages et les investissements privés. Or, la croissance réelle des salaires en zone euro est négative depuis le mois de mars ce qui devrait pénaliser la consommation des ménages dans les prochains trimestres. De même, la hausse des taux de +0,25% de la BCE au mois de juin, couplée aux difficultés d'approvisionnement qui devrait mettre plusieurs mois à se résorber, pointe vers un ralentissement des investissements privés. Enfin, il paraît peu probable que la contribution du commerce extérieur (négative depuis fin 2024) se redresse à court terme pour toutes les raisons précitées. La réouverture du détroit reste une bonne nouvelle et pourrait permettre à la zone euro d'éviter une récession, mais la croissance devrait rester faible pendant encore plusieurs trimestres.

2. MALGRÉ LA BAISSÉ DES PRIX DE L'ÉNERGIE, LES MARCHÉS ANTICIPENT UNE HAUSSE DE TAUX SUPPLÉMENTAIRE EN ZONE EURO.

Alors que l'inflation européenne semblait sous contrôle en début d'année, l'éclatement du conflit au Moyen-Orient et l'augmentation du prix des matières premières qui s'en est suivie ont fait remonter les prix sur le vieux continent (+3,2% pour l'inflation sur un an à fin mai contre +1,9% fin février).

Dans ces conditions et face aux craintes de désancrage des anticipations, la BCE a décidé, le 11 juin dernier, de remonter ses taux directeurs de +25 pb, et cela malgré la hausse contenue de la composante sous-jacente de l'inflation (+2,6% sur un an à fin mai contre +2,4% fin février). Depuis ce jour, et bien que les prix des matières premières énergétiques se soient normalisés, les membres de la BCE ont conservé un discours très prudent quant à la trajectoire de l'inflation, ce qui conduit les investisseurs à anticiper une nouvelle hausse de taux d'ici à la fin 2026.

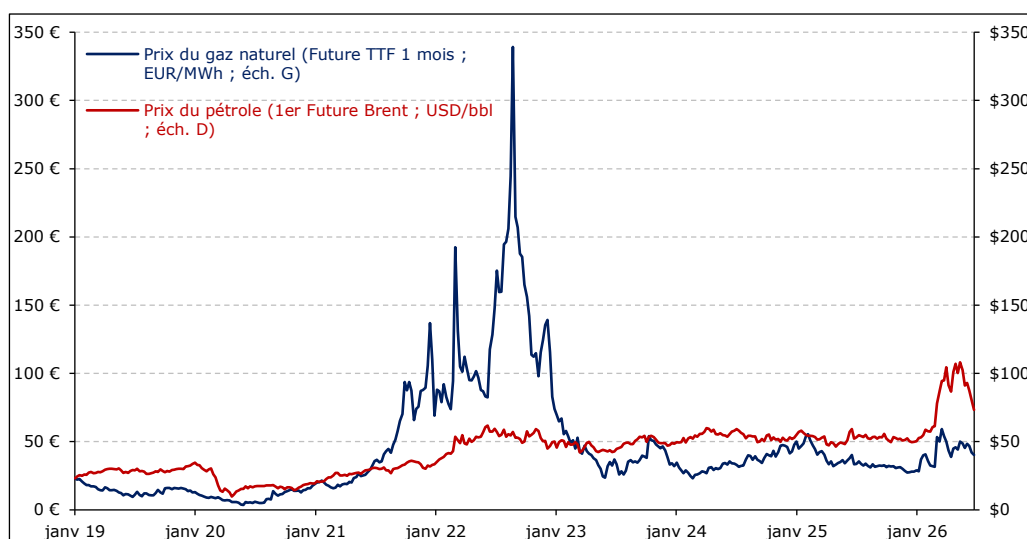


Schéma 2 : Évolution des prix du pétrole (contrat Future Brent) et du gaz (contrat Future TTF) depuis 2019.
(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

Le choc inflationniste peut-il devenir persistant à l'instar de 2022 ?

Si l'on se fie aux différentes prises de parole de ses membres, l'institution francfortoise semble vouloir éviter à tout prix un scénario à la 2021-2022 : une réponse monétaire tardive ne permettant pas d'empêcher une hausse des prix massive et généralisée. De notre point de vue, le risque que cela advienne est très largement surestimé depuis le début du conflit.

En effet, le choc inflationniste qui a suivi l'invasion de l'Ukraine par la Russie a été rendu possible par une combinaison extraordinaire de plusieurs facteurs : un double choc énergétique (pétrole + gaz) ; un rebond explosif de la demande dû à la réouverture post Covid ainsi qu'à un marché du travail tendu ; des politiques monétaires et budgétaires accommodantes. Tous ces éléments ont amplifié la transmission de la hausse des coûts aux prix.

Aujourd'hui la situation est tout autre : le choc est principalement pétrolier (cf. schéma 2), ce qui impacte moins le prix de l'électricité européenne, davantage indexée sur le gaz que sur le pétrole ; le marché de l'emploi s'est normalisé et la demande s'est détendue ; les politiques budgétaires sont moins accommodantes et la BCE maintient ses taux directeurs en territoire neutre.

Si l'on considère ce qui précède, il semble difficilement envisageable de retrouver l'environnement qui prévalait en 2021-2022 et qui avait conduit à une hausse non maîtrisée de l'inflation. Même l'anticipation d'une nouvelle hausse de taux directeurs par la BCE d'ici à la fin de l'année nous paraît infondée au regard des fondamentaux actuels.

3. CME GROUP ET SILICON DATA PARTNERS PRÉVOIENT DE LANCER LE PREMIER MARCHÉ À TERME SUR LA PUISSANCE DE CALCUL.

Le 12 mai 2026, CME Group et Silicon Data ont annoncé le lancement, sous réserve d'approbation réglementaire, du premier marché à terme sur la puissance de calcul, indexé sur le « Silicon Data H100 Rental Index », (: un indice quotidien normalisant le coût de location d'un GPU H100 parmi différents fournisseurs). La nécessité d'un tel instrument s'impose : entre septembre 2024 et décembre 2025, le prix spot d'un GPU Nvidia H100 est passé de 3,06 \$ à 2,00 \$ l'heure avant de remonter à 2,76 \$ en mai 2026, une amplitude de 40 % en dix-huit mois (cf. schéma 3).

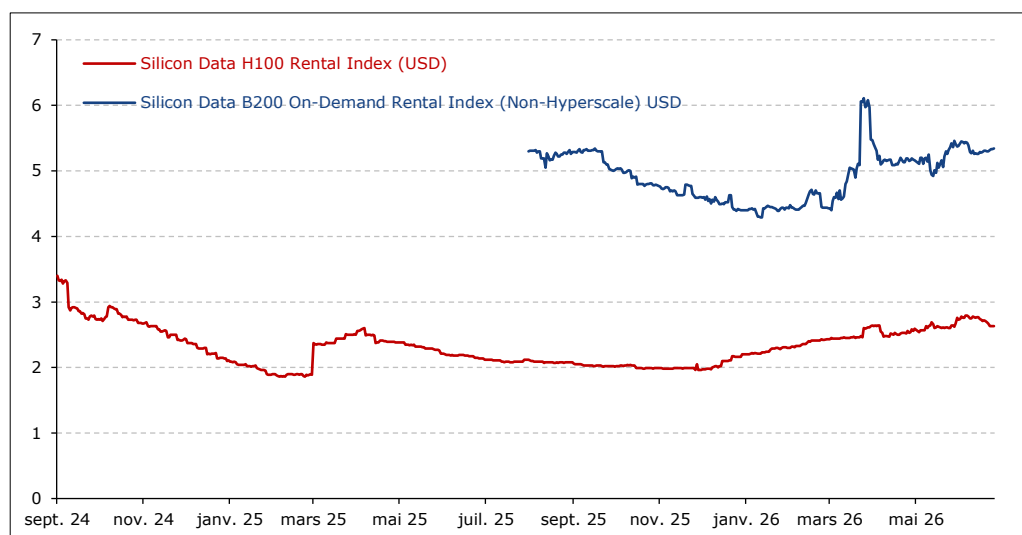


Schéma 3 : Silicon Data H100 Rental Index vs. B200 Index sept. 2024 – juin 2026
(en USD/h/GPU).
(Sources : HOMA Capital ; Silicon Data ; Bloomberg)

Quel pourrait être l'intérêt d'un tel marché pour l'industrie IA ?

Ce marché remplit deux fonctions complémentaires. D'abord, il stabilise les flux de trésorerie des opérateurs d'infrastructure à levier élevé comme les néo-clouds et anciens mineurs de cryptomonnaies reconvertis dont la capacité à vendre à terme leur puissance de calcul transforme un revenu incertain en chiffre d'affaires sécurisé opposable à ses créanciers et débloque ainsi les financements nécessaires à l'expansion des data centers. Ensuite, il crée un prix de référence public là où l'opacité domine : d'après Silicon Data, le marché des *néo-cloud* cote à 2,76 \$/h contre 7,46 \$/h chez les *hyperscalers* pour le même H100 en mai 2026, un écart de 170 % qui, sans indice de référence, restait invisible aux acheteurs.

Ce mécanisme peut-il tenir ses promesses ?

Un tel instrument a deux objectifs : la création d'une couverture de prix futurs et la découverte des prix. La couverture ne fonctionne que si la liquidité reste ancrée dans des acteurs commerciaux plutôt que dans des flux uniquement spéculatifs : entre 2003 et 2008, les fonds indiciels ont multiplié leurs positions sur les marchés à terme agricoles de 13 à 317 milliards de dollars (CFTC) ; le prix du blé a triplé dans le même temps, bien au-delà des fondamentaux d'offre et de demande, au détriment des industriels et de consommateurs qui cherchaient précisément à s'en couvrir. La découverte des prix, elle, ne se produira réellement que si la puissance de calcul devient véritablement interchangeable. Si les puces sont standardisées, la surcouche logicielle propres à chaque loueur ne l'est pas encore, ce qui limite le passage d'un fournisseur à l'autre.

Cette évolution devrait profiter aux opérateurs indépendants d'infrastructure IA, dont la sécurisation des revenus améliore le profil de crédit, et pourrait matérialiser une pression structurelle sur les marges des *hyperscalers*.