

Perspectives de marché : un mégacycle sous tension



RAPHAËL THUIN

Directeur des Capital Markets Strategies



NINA MAJSTOROVIC

Stratège, Capital Markets Strategies



Ce document, préparé par Tikehau Investment Management, société de gestion d'actifs contrôlée par Tikehau Capital, ne constitue ni un conseil financier ni une recommandation d'investissement. Tout investissement comporte des risques, y compris, mais sans s'y limiter, le risque de perte en capital.

Perspectives de marché : un mégacycle sous tension

Depuis le début de l'année, **les actifs risqués ont poursuivi leur trajectoire haussière¹ en dépit d'un environnement toujours marqué par les tensions géopolitiques** et les interrogations qu'elles nourrissent sur l'inflation, la croissance et l'orientation des politiques monétaires.

Si les sources de risque se sont accumulées au fil des mois, **les marchés ont néanmoins continué de trouver un soutien dans des résultats d'entreprises globalement solides²**, comme en ont de nouveau témoigné les publications du premier trimestre. Cette dynamique a été particulièrement visible parmi les sociétés exposées à la thématique de l'intelligence artificielle, dont les publications se sont révélées robustes³, certaines commençant désormais à traduire les investissements engagés ces derniers trimestres en premiers relais tangibles de croissance⁴.

Dans ce contexte, notre lecture reste constructive : les facteurs porteurs du marché devraient continuer à offrir un soutien à la performance au deuxième semestre de l'année, mais les niveaux de valorisation, toujours exigeants⁵, laissent moins de marge d'erreur. **La dispersion accrue entre secteurs, classes d'actifs, segments et zones géographiques redevient un moteur central de performance.**

¹ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 16/06/2026.

² Source : Tikehau Investment Management, publications des entreprises, données au 31/03/2026.

³ Source : Tikehau Investment Management, publications des entreprises, données au 31/03/2026.

⁴ Source : Tikehau Investment Management, publications des entreprises, données au 31/03/2026.

⁵ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 16/06/2026.

Actions : l'heure de la sélectivité



LA DÉFENSE EUROPÉENNE

L'Europe abrite, selon nous, l'un des écosystèmes de défense les plus performants au monde, qu'il s'agisse des grands donneurs d'ordres ou de l'ensemble de leur chaîne de sous-traitance. Le principal enjeu pour ces entreprises réside désormais dans leur capacité à augmenter rapidement leurs capacités de production afin de répondre à une demande en forte progression.

Nous pensons que la thématique du réarmement européen dépasse largement le seul cadre du conflit russo-ukrainien ou plus récemment, du conflit iranien. Elle s'inscrit dans une dynamique structurelle, alimentée à la fois par l'érosion progressive du parapluie militaire américain et par plusieurs décennies de sous-investissement chronique qui ont fragilisé l'appareil de défense européen. À cela s'ajoute une volonté croissante de souveraineté industrielle, illustrée par la montée en puissance du thème du "Buy European", qui vise à réduire la dépendance aux équipements importés, notamment américains, au profit de capacités de production domestiques. Ces éléments militent, selon nous, en faveur d'une demande durablement soutenue pour les acteurs européens du secteur.

Cependant, et de manière contre-intuitive, le secteur a sous-performé depuis le début du conflit au Moyen-Orient⁶. Pour autant, **cette consolidation ne remet pas en cause la lecture de long terme.** Elle s'explique d'abord par un positionnement devenu extrêmement consensuel en début d'année⁷, qui a favorisé d'importantes prises de bénéfices dans un contexte de valorisations tendues⁸. Elle reflète également des craintes macroéconomiques, le marché redoutant qu'un environnement de croissance plus faible et la dégradation potentielle des finances publiques ne viennent, à terme, peser sur les trajectoires budgétaires de défense. Le secteur est en outre resté très sensible



L'Europe abrite, selon nous, l'un des écosystèmes de défense les plus performants au monde, qu'il s'agisse des grands donneurs d'ordres ou de l'ensemble de leur chaîne de sous-traitance.

aux annonces géopolitiques, notamment aux rumeurs de cessez-le-feu en Ukraine ou au Moyen-Orient, dans un contexte où chaque perspective d'apaisement a pu être interprétée comme un facteur de prise de profits. Enfin, l'évolution récente des conflits a ravivé les interrogations sur la capacité d'adaptation des acteurs européens historiques à une guerre plus technologique, marquée par le rôle croissant des drones, de la défense antiaérienne et des missiles de précision.

Pour autant, **les fondamentaux structurels restent intacts selon nous.** La thèse d'investissement continue de reposer sur une tendance de fond : après plusieurs décennies de sous-investissement, l'Europe entre dans un cycle durable de réarmement, soutenu par des budgets appelés à rester

⁶ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 15/06/2026.

⁷ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 15/06/2026.

⁸ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 15/06/2026.

élevés. De plus, la visibilité reste, à ce titre, exceptionnelle, comme en témoigne par exemple le carnet de commandes de Rheinmetall⁹, supérieur à 73 milliards d'euros, soit près de huit fois son chiffre d'affaires des douze derniers mois¹⁰. Dans le même temps, la correction récente a permis aux valorisations de se normaliser¹¹, ce qui renforce, selon nous, l'intérêt du secteur dans une optique de long terme.

Il convient néanmoins de rester très sélectif. La récente correction a eu pour effet de réintroduire davantage de discernement dans la lecture du secteur. Là où le marché traitait auparavant la défense européenne comme un bloc homogène, il commence désormais à différencier plus clairement les profils, les expositions industrielles et la qualité d'exécution. Cette évolution nous paraît saine. Dans ce contexte, la diversification entre activités civiles et militaires, ainsi qu'entre équipementiers et fabricants de systèmes, nous paraît rester un facteur clé de résilience et de différenciation.

L'INDUSTRIE EUROPÉENNE

La nécessité de renforcer l'autonomie européenne va au-delà du secteur de la défense. Face à ce constat, une mobilisation sans précédent de capitaux est en cours : plusieurs centaines de milliards d'euros sont prévus pour soutenir les secteurs clés à l'échelle européenne, afin de renforcer leur autonomie et leur compétitivité, et d'assurer le rayonnement et la résilience de l'économie européenne dans la durée.

Dans ce contexte, **le Vieux Continent marque aujourd'hui une volonté de regagner une certaine autonomie industrielle.** Cette démarche se traduit par un vaste mouvement de réindustrialisation du tissu économique européen. Là aussi, le continent possède des grands champions à même de tirer parti des vastes plans de déploiement budgétaire engagés.

Au sein des industrielles européennes, notre lecture demeure une fois de plus sélective. Nous restons, à ce stade, plus prudents sur les valeurs industrielles « traditionnelles », qui demeurent exposées à plusieurs vents contraires, en particulier la hausse des coûts énergétiques et logistiques dans le sillage de la crise d'Ormuz, ainsi qu'au risque de nouvelles barrières douanières, notamment aux États-Unis. À l'inverse, nous conservons une vue favorable sur les industriels directement exposés à la thématique de l'intelligence artificielle, en particulier ceux positionnés



Le Vieux Continent marque aujourd'hui une volonté de regagner une certaine autonomie industrielle.

sur les infrastructures électriques et les équipements nécessaires au développement des *data centers*. La dynamique de demande y reste particulièrement soutenue, comme l'illustrent les tendances observées chez plusieurs acteurs européens du secteur. Nous demeurons également constructifs sur les entreprises bénéficiant indirectement des tensions actuelles à travers les enjeux de sécurité d'approvisionnement énergétique. Dans ce segment, les acteurs intervenant dans le transport ou stockage du GNL (gaz naturel liquéfié) continuent de profiter d'une demande robuste, soutenue par la reconfiguration durable des flux énergétiques mondiaux.

LA TECHNOLOGIE : DES OPPORTUNITÉS DE PART ET D'AUTRE DE L'ATLANTIQUE

Au sein des actions américaines, notre lecture reste globalement positive au sein de la chaîne de valeur liée à l'intelligence artificielle, mais avec une hiérarchie de convictions qui demeure très marquée.

Nous conservons d'abord une vue favorable sur les hyperscalers, pour lesquels la thèse d'investissement continue de se renforcer selon nous. Le cycle d'investissement reste particulièrement puissant, comme en témoigne la hausse continue des budgets de Capex annoncés par les grands acteurs technologiques¹². Surtout, le retour sur investissement commence désormais à se matérialiser de façon plus tangible et la monétisation de l'intelligence artificielle commence à émerger plus clairement, ce qui conforte, selon nous, la solidité de la

⁹ Ceci est une valeur détenue à ce jour dans nos fonds gérés par Tikehau Investment Management.

¹⁰ Source : Tikehau Investment Management, publication de résultats, données au 31/03/2026.

¹¹ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 15/06/2026.

¹² Source : Tikehau Investment Management, publication des résultats, données au 31/03/2026.

thématique. **Nous restons également constructifs sur les acteurs du segment « pelles et pioches »**, c'est-à-dire les fournisseurs d'infrastructures, de semi-conducteurs et d'équipements indispensables au déploiement de l'IA. La demande y demeure soutenue, portée par un déséquilibre persistant entre l'offre et la demande. Au-delà des seuls fabricants de puces, le thème continue en outre de s'élargir aux entreprises exposées aux goulets d'étranglement les plus critiques de l'écosystème, notamment dans le refroidissement, la connectivité optique et l'alimentation électrique des *data centers*. À mesure que les capacités de calcul se déploient, la contrainte énergétique devient en effet un facteur de plus en plus central, ce qui soutient l'ensemble de la chaîne d'infrastructure associée.

À l'inverse, nous demeurons plus prudents à ce stade sur le secteur des logiciels. Si les révisions bénéficiaires restent, dans l'ensemble, encore bien orientées¹³, la sous-performance récente du segment reflète selon nous des interrogations légitimes sur la soutenabilité de certains modèles économiques. Dans le même temps, malgré la correction observée depuis le début de l'année, une large part du secteur reste valorisée sur la base d'hypothèses de croissance de long terme encore soutenues, ce qui laisse peu de marge d'erreur. Le segment pourrait néanmoins redevenir, à terme, un terrain particulièrement fertile pour le *stock-picking*, à mesure que les valorisations se normalisent et que les futurs gagnants se distinguent plus clairement.

Le recentrage vers les États-Unis sur la thématique de l'intelligence artificielle ne doit pas occulter le fait que l'Europe occupe des positions de premier plan dans plusieurs maillons critiques de la chaîne de valeur technologique mondiale. C'est notamment le cas dans les semi-conducteurs, où l'écosystème néerlandais demeure incontournable, avec des acteurs disposant de positions quasi irremplaçables dans les équipements nécessaires à la fabrication des puces les plus avancées. L'Europe est également bien placée sur la photonique, appelée à jouer un rôle croissant dans l'optimisation énergétique et la vitesse de transmission au sein des *data centers*, et qui pourrait constituer l'un des prochains goulets d'étranglement de l'infrastructure IA.



Le recentrage vers les États-Unis sur la thématique de l'intelligence artificielle ne doit pas occulter le fait que l'Europe occupe des positions de premier plan dans plusieurs maillons critiques de la chaîne de valeur technologique mondiale.

Enfin, certaines valeurs technologiques européennes plus matures retrouvent aujourd'hui une nouvelle dynamique grâce à leur exposition indirecte à l'essor des *data centers* et de la connectivité. Ce mouvement rappelle qu'au-delà des leaders américains les plus visibles, **la thématique IA bénéficie aussi à des acteurs européens bien positionnés sur des niches technologiques essentielles, parfois sous-estimées par le marché.**

¹³ Source : Tikehau Investment Management, publication des résultats, données au 31/03/2026.



L'âge d'or du crédit, pilier central d'une allocation

L'environnement reste toujours porteur pour le crédit selon nous, la classe d'actifs continuant d'offrir des rendements jugés attractifs¹⁴. De plus, **sur le Haut Rendement européen** plus particulièrement, **les fondamentaux des émetteurs restent bien orientés** selon notre analyse¹⁵ : les taux de défaut restent mesurés¹⁶ et les marges nettes se maintiennent à des niveaux confortables en Europe¹⁷, bien que certains secteurs soient en difficulté, à l'image de la chimie, de l'automobile ou encore de l'emballage. La volatilité reste par ailleurs relativement contenue¹⁸, la classe d'actifs étant portée par une base d'investisseurs largement orientée vers le portage, ainsi que par une offre nette d'obligations toujours limitée¹⁹.

Dans cet environnement, nous privilégions toujours une construction de portefeuille centrée sur des émetteurs **High Yield** présentant selon nous des niveaux d'endettement raisonnables et offrant des rendements compris entre 5 % et 8 %²⁰. **Autour de ce cœur de portefeuille, nous cherchons à identifier certains segments susceptibles d'offrir davantage de convexité.**

C'est notamment le cas de la sélection de titres au sein des notations les plus basses, en particulier les CCC. Cet univers constitue, selon nous, un vivier d'opportunités intéressant pour des investisseurs rigoureux et sélectifs. Notre approche consiste principalement à cibler des émetteurs notés B ou B- sur la dette senior, mais dont certaines obligations subordonnées non sécurisées (*unsecured*) sont notées un cran en dessous, c'est-à-dire CCC. Cette approche permet, au sein d'une même structure de capital, d'aller chercher un supplément de rendement de l'ordre de 2 à 3 %²¹.

Nous continuons également d'identifier de la valeur au sein des subordonnées financières. Les fondamentaux du secteur bancaire européen restent solides selon notre analyse²² : les banques et plus particulièrement les institutions du sud de l'Europe ont assaini leurs bilans de remarquable ces dernières années. En parallèle, **les instruments Additional Tier 1 (AT1) continuent d'offrir des niveaux de rendement que nous jugeons attractifs**²³.

Au sein de cet univers, nous conservons une préférence pour certaines banques périphériques européennes, à savoir les institutions portugaises, espagnoles, italiennes et grecques. **Nous investissons également de plus en plus sur des titres émis par des banques de premier rang des pays de l'Est** (Kommunalkredit Austria, Volsbank, OTP Bank etc.).

Enfin, **nous continuons à maintenir une sensibilité aux taux d'intérêt limitée**. L'appétence pour les maturités longues demeure restreinte à ce jour selon nous, compte tenu de la faible pente observée sur les courbes crédit²⁴ ainsi que des importants besoins d'émission souveraine pouvant être à l'origine de la volatilité sur les taux longs.

¹⁴ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 15/06/2026.

¹⁵ Source : Tikehau Investment Management, publications des entreprises, données au 31/03/2026.

¹⁶ Source : Tikehau Investment Management, publications des entreprises, données au 31/03/2026.

¹⁷ Source : Tikehau Investment Management, publications des entreprises, données au 31/03/2026.

¹⁸ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 15/06/2026.

¹⁹ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 15/06/2026.

²⁰ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 15/06/2026.

²¹ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 15/06/2026.

²² Source : Tikehau Investment Management, publications des entreprises, données au 31/03/2026.

²³ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 15/06/2026.

²⁴ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 15/06/2026.

Avertissement

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

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

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

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

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

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

Toute déclaration contenue dans ce document et faite dans le cadre d'une opinion et/ou d'une croyance, ainsi que toute prévision, ou déclaration relative aux attentes, concernant des futurs événements ou de la performance potentielle d'un fonds, représente seulement la propre évaluation de Tikehau Investment Management, et son interprétation des informations disponibles à compter de la date du présent document. En raison de ces divers risques et incertitudes, les résultats réels peuvent différer considérablement de ceux reflétés dans ce document.

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

Pour plus d'informations, veuillez contacter Tikehau Investment Management.