

INSTITUTIONNELS

OCTOBRE 2026

LA LETTRE D'INFORMATION TRIMESTRIELLE
DE L'ASSOCIATION FRANÇAISE
DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



association française des
investisseurs institutionnels

An aerial photograph of a terraced landscape, possibly a quarry or a large-scale construction site. The terraces are carved into the earth, creating a series of steps that descend towards the bottom right. The colors of the earth range from light tan to dark brown. In the bottom right corner, a large, stylized face is visible, formed by the natural contours of the landscape. The face has a prominent nose, a wide mouth, and a forehead. The overall scene is one of dramatic, man-made or natural erosion.

SAVE THE DATE

MARDI 8 DECEMBRE 17 HEURES
HÔTEL MARRIOTT CHAMPS-ÉLYSÉES



Le Club

DE PROSPECTIVE

MÉTAUX CRITIQUES
SOUVERAINETÉ, TRANSITION
ET INVESTISSEMENT

SAVE *the* DATE

DU 15 AU 17 MARS 2027 À DEAUVILLE



TIME TO CHANGE

Le Forum Climat, Energies
& Finance Durable

L'ensemble
des acteurs
de la finance
durable

2
jours de
conférences

130
intervenants
experts

Une vision
à **360°**
des enjeux

Un dîner
des
investisseurs

CONTACTS

01.53.63.55.86

service.evenements@optionfinance.fr

01.53.63.55.55

publicite@optionfinance.fr

Un événement



co-organisé par



et



Faire le choix de l'optimisme

«Un pessimiste voit la difficulté dans chaque opportunité ; un optimiste voit l'opportunité dans chaque difficulté.» Winston Churchill

L'été qui s'achève n'a pas été avare en motifs d'inquiétude. À vrai dire, rares sont ceux qui auront abordé cette rentrée avec le sentiment que le monde est devenu plus simple, plus prévisible ou plus serein qu'il ne l'était quelques mois auparavant.

Sur le plan géopolitique, les conflits continuent de peser sur les équilibres internationaux. La reprise des tensions entre l'Iran et les Etats Unis, en propulsant le prix du baril au-dessus de 100 dollars ont ravivé les craintes d'inflation persistante et obligé les banques centrales américaine et européenne à réagir et remonter leurs taux directeurs.

L'été a également rappelé avec force la réalité du défi climatique. Les épisodes de canicule ont affecté une grande partie de l'Europe. Les méga-feux observés dans plusieurs régions ont mobilisé des moyens considérables et provoqué des dégâts humains, environnementaux et économiques considérables. Au-delà de l'émotion légitime suscitée par ces événements, ils confirment que les phénomènes climatiques extrêmes ne constituent plus des exceptions mais deviennent une composante structurelle de notre environnement économique car il est maintenant clair que le coût de l'inaction dépasse de beaucoup celui de la réparation.

À ces tensions s'ajoutent les interrogations économiques. La remontée brutale des taux d'intérêt

observée aux Etats Unis comme en Europe continue de peser sur la croissance. Les entreprises voient leurs conditions de financement se durcir. Les investissements immobiliers ralentissent. En France, l'Etat doit composer avec un coût de la dette toujours plus élevé dans un contexte budgétaire difficile rendu encore plus compliqué par la perspective des élections à venir.



**Nous devons
refuser une vision
fataliste de l'avenir.
Cet état d'esprit,
je l'ai retrouvé dans
les échanges que
j'ai eus avec nombre
d'entre vous.**



L'environnement monétaire n'est pas non plus exempt d'incertitudes. Certaines interventions des autorités américaines sur les marchés des changes et de la dette ont suscité des interrogations sur leur efficacité et nourri un regain de défiance envers la capacité des politiques économiques à maintenir durablement les grands équilibres financiers.

Enfin, un phénomène plus inattendu a fait irruption avec la lettre de démission fracassante de Jacob Coxon, chercheur chez Open IA : la montée d'un puissant mouvement de contestation à l'égard de l'intelligence artificielle soupçonnée de préparer la fin de l'espèce humaine.

Initiée dans certains milieux académiques, professionnels ou culturels aux États-Unis, la menace de l'IApocalypse a conduit de nombreux patrons de la Tech comme Sam Altman ou Dario Amodei à demander

une pause sur le développement sans contrôle de l'IA le temps de mettre en place les garde-fous nécessaires et éviter les dérives constatés ces derniers mois. Face à cette accumulation de mauvaises nouvelles, la tentation du pessimisme est compréhensible. Les médias privilégient naturelle-

ment les événements exceptionnels, les ruptures, les crises et les conflits. Les réseaux sociaux amplifient souvent les émotions négatives.

Les experts eux-mêmes paraissent parfois prisonniers d'une forme de concurrence à la prévision la plus sombre. Pourtant, c'est précisément parce que les difficultés sont réelles que nous devons faire de l'optimisme un pilier de nos actions pour 2027. Je ne parle pas d'un optimisme naïf qui nierait les problèmes, mais d'un optimisme fondé sur une analyse fondée sur la raison et sur la confiance dans les capacités d'adaptation des sociétés humaines.

La première raison de rester optimiste est simple : le pire n'est jamais sûr. Bergson ne disait-il pas : « *L'avenir n'est pas ce qui va arriver, mais ce que nous allons faire* ». L'histoire économique et financière est jalonnée de crises annoncées comme insurmontables. Chocs pétroliers, crises financières, pandémie mondiale, tensions géopolitiques ou inflation durable : à chaque fois, les économies ont démontré une remarquable capacité d'adaptation.

Par ailleurs, élargir un peu le champ de vision permet de dresser un tableau plus encourageant de la situation. Sur l'environnement, les transitions sont plus rapides qu'on ne le percevait. En 2025, 47,3 % de l'électricité produite dans l'Union européenne provenait de sources renouvelables, un record historique de même que pour la première fois, l'éolien et le solaire ont produit davantage d'électricité que les combustibles fossiles. Au niveau mondial, selon l'Agence Internationale pour l'Energie, les investissements mondiaux dans les technologies bas carbone atteignent désormais plus de 2 000 milliards de dollars par an, soit près du double des investissements consacrés aux combustibles fossiles. L'inauguration récente du Projet Greensand au Danemark, l'un des premiers sites de stockage à grande échelle du CO₂ visant un objectif de 50 millions de tonnes d'ici 2030, offre de nouvelles perspectives aux industries difficiles à décarboner comme les cimenteries ou la sidérurgie.

Sur le plan macroéconomique, malgré les tensions géopolitiques, les conflits commerciaux et l'incertitude politique, la Banque mondiale anticipe toujours une croissance mondiale proche de 2,5 % à 2,7 % par an à l'horizon 2027-2028, signe d'une économie mondiale qui demeure

remarquablement résiliente. Malgré les remontrances des taux d'intérêt, les marchés boursiers demeurent solides, portés par des prévisions de croissance des résultats positifs en 2027, en relation notamment avec la diffusion de l'IA dans tous les secteurs d'activité. Un autre signe encourageant a été envoyé par le nouveau président de la FED, Kevin Warsh, avec la décision de relever de 25bp les taux de la banque centrale américaine montrant ainsi son indépendance vis à vis du président Trump.

Enfin, dans l'Union européenne, les derniers mois ont montré que les choses bougeaient dans le bon sens et que de nombreuses initiatives avaient été lancées en vue de retrouver une certaine autonomie stratégique. Politique industrielle avec le Net-Zero Industry Act, sécurité d'approvisionnement avec le Critical Raw Materials Act, indépendance énergétique depuis la crise ukrainienne, financement commun à travers NextGenerationEU, montée en puissance de la défense européenne et leadership mondial dans la régulation numérique : sous les crises, une Europe plus stratégique est probablement en train d'émerger. Dernière initiative en date, en proposant au Canada dans son discours sur l'état de l'Union européenne, un nouveau statut de « membre associé » à l'UE, la présidente de la Commission Ursula von der Leyen prend acte du nouvel ordre mondial et cherche ainsi à renforcer le poids économique et politique de l'Europe dans le nouvel équilibre international. Je pourrais multiplier les exemples pour défendre l'idée que malgré les difficultés qui surgissent de toute part, nous devons refuser une vision fataliste de l'avenir.

Je voudrais conclure en disant que cet état d'esprit, je l'ai retrouvé dans les échanges que j'ai eus avec nombre d'entre vous dans les semaines qui ont suivi ma prise de fonction de président. L'objectif était de vous écouter mais aussi de discuter du futur de l'Af2i. J'ai entendu des membres heureux de se retrouver et de travailler ensemble au sein de l'association. J'ai entendu des dirigeants enthousiastes, combattifs, engagés à innover, à déployer leur stratégie au sein de leur institution et à saisir les opportunités qui surgissent de ce monde en transformation. C'est clairement avec cet état d'esprit que je m'attacherai à porter avec votre soutien, les projets de l'Af2i durant les 3 prochaines années. ■

81

SOMMAIRE

L'Af2i

Association Française des Investisseurs Institutionnels
58, rue de Lisbonne 75008 Paris
Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901
Agrément n°00155634 délivré le 26/07/02 à Paris

Contacts

Philippe Taffin, Président
France Vassaux, Déléguée générale
Christelle Pattegay, Responsable administratif
Lætitia Coly, Chef de projet éditorial
af2i@af2i.org
www.af2i.org
Tél. +33 (0) 1 42 96 25 36

5 Edito

Faire le choix de l'optimisme

8 Nos actualités

10 Carbone forestier et boisement

Une classe d'actifs qui s'ouvre aux institutionnels

14 Obligations européennes

Pourquoi elles reviennent sur le devant de la scène ?

16 SRT

Un marché en pleine maturité

18 Allocation obligatoire

Aborder le dernier trimestre avec agilité

20 Infrastructures privées

Les co-investissements gagnent du terrain

24 Brèves réglementaires

25 Obligataire

Les rendements ouvrent de nouvelles perspectives

29 Immobilier industriel

La souveraineté économique de l'Europe en dépend

33 Gestion d'actifs

Vers une refonte des partenariats d'exécution

35 Financement des petites entreprises

Des solutions contre les retards de paiement

37 Résilience active

Une nouvelle approche des portefeuilles

NOS ACTUALITÉS

C'est avec beaucoup d'enthousiasme et d'humilité que je prends mes fonctions de Déléguée générale de l'Af2i, succédant à Éric Sidot. Je remercie chaleureusement Philippe Taffin, les membres du Conseil d'administration ainsi que l'équipe de permanents : Christelle Pattegay et Laetitia Coly pour leur accueil et la confiance qu'ils me témoignent. J'adresse également un remerciement tout particulier à Hubert Rodarie et Éric Sidot pour leur engagement constant et leur contribution déterminante au développement de l'Af2i au cours de ces dernières années. Je m'attacherai à poursuivre cette dynamique et à être à la hauteur des attentes de notre communauté, en veillant à porter les engagements de l'Association au service des investisseurs institutionnels et de l'ensemble de ses partenaires.

Cette nouvelle rubrique, « Nos actualités », me permettra de vous tenir régulièrement informés de la vie de l'association. Nous y mettrons en lumière les travaux de nos commissions et groupes de travail, ainsi que les événements et initiatives qui contribuent à nourrir la réflexion et le dialogue au sein de notre communauté.

Nos travaux en cours

L'Af2i a constitué un groupe de travail dédié à l'Intelligence artificielle et l'ESG, ayant vocation à explorer les interactions entre intelligence artificielle, analyse ESG et investissement responsable. Les travaux ont commencé et donneront lieu à une restitution sous la forme de Dossiers de l'Af2i dans le courant de l'année 2027.

Un nouveau groupe de travail consacré à l'analyse des quinze dernières années de l'enquête de l'Af2i a été lancé en septembre sous l'égide de la Commission Recherche, présidée par Jean-François Boulier. Son objectif est de valoriser les milliers de données collectées au

fil des éditions de l'enquête annuelle de l'Af2i afin d'identifier les grandes évolutions des pratiques d'investissement institutionnel, de mettre en perspective les principales tendances observées et d'en tirer des enseignements utiles pour la profession.

Les conclusions de ces travaux, attendues à la fin du troisième trimestre 2027, donneront lieu à une restitution dédiée et offriront un éclairage inédit sur les transformations du paysage de l'investissement institutionnel au cours des quinze dernières années.



Cette nouvelle rubrique, « Nos actualités », me permettra de vous tenir régulièrement informés de la vie de l'association.



Nos prochains rendez-vous

L'Af2i poursuit ses actions au service de ses membres en proposant de nouveaux temps d'échange et de réflexion autour des grands enjeux qui façonnent l'investissement institutionnel.

Restitution de l'enquête ESG 2026

Parmi les événements les plus attendus de cette fin d'année figure la restitution de l'enquête ESG 2026, réalisée en partenariat avec Hexagone, qui se tiendra le jeudi 8 octobre 2026 à partir de 8h30 aux Salons Hoche. Cette année, 182 sociétés de gestion ont répondu au questionnaire ESG. Leurs contributions constituent une source d'information particulièrement précieuse pour les investisseurs institutionnels membres de l'Af2i. Les résultats de cette nouvelle édition

devraient être riches d'enseignements, dans un contexte marqué par les évolutions réglementaires européennes issues du paquet Omnibus I, qui conduisent à une révision de plusieurs exigences en matière de transparence et de reporting de durabilité.

Forum « Intelligence artificielle et gestion financière ». L'Af2i, en collaboration avec Emergence et le Cercle Europe IA & Finance, a le plaisir de vous convier à un Forum consacré à l'intelligence

artificielle et à la gestion financière, qui se tiendra le mercredi 4 novembre 2026 à partir de 8h00 à l'Hôtel de Poulpry. Cet événement, inédit par son format et son ambition, sera l'occasion d'explorer les transformations que l'intelligence artificielle est en train d'apporter aux métiers de la gestion d'actifs et de la finance.

Deux tables rondes rythmeront la matinée :

- l'une consacrée à l'impact de l'IA sur les processus d'investissement, aux évolutions en cours et aux enjeux à anticiper ;
- l'autre dédiée à des retours d'expérience concrets et à la présentation de cas d'usage dans le domaine de la gestion financière.

Nous remercions chaleureusement Emergence pour cette collaboration qui nous permet de proposer un événement de grande qualité réunissant des intervenants de premier plan autour d'un sujet à la fois innovant, stratégique et pleinement d'actualité.

Le nombre de places étant limité, nous vous invitons à vous inscrire dès à présent.

Club Prospective 2026 : les métaux critiques au cœur des enjeux de souveraineté.

Le Club Prospective, rendez-vous incontournable particulièrement apprécié de nos membres, sera consacré aux métaux critiques, sous l'angle de la souveraineté, de la transition énergétique et des opportunités d'investissement.

Cet événement, coorganisé avec OFI Invest Asset Management, se tiendra le jeudi 8 décembre 2026, à l'Hôtel Marriott Champs-Élysées. À travers deux tables rondes réunissant des experts issus des mondes économique, industriel et financier, les participants pourront approfondir leur compréhension des enjeux liés aux ressources minérales stratégiques et à leur rôle croissant dans les politiques de souveraineté économique. Dans un contexte marqué par l'accélération de la transition énergétique, les tensions géopolitiques et la nécessité de sécuriser les chaînes d'approvisionnement, ce Club Prospective apportera un éclairage utile sur les défis et les opportunités associés aux métaux stratégiques pour les investisseurs institutionnels.

Ateliers de l'Af2i

Dans une logique de partage des connaissances et des retours d'expérience, nos partenaires

vous proposent régulièrement des ateliers dédiés aux enjeux qui mobilisent la communauté des investisseurs institutionnels.

Au cours du quatrième trimestre, nous souhaitons attirer tout particulièrement votre attention sur les rendez-vous suivants :

• **Mardi 13 octobre à 12h30 (déjeuner) : Dorval Asset Management** proposera aux membres de l'Af2i d'aborder l'innovation sous l'angle de la souveraineté en présentant son modèle propriétaire de notation, le DICSC (Dorval Innovation Souveraine Score Card).

• **Jeudi 15 octobre à 12h30 (déjeuner) : Goldman Sachs Asset Management** présentera les opportunités offertes aux investisseurs institutionnels par les marchés publics et privés adossés à des actifs, ainsi que les incidences récentes de Solvabilité II pour les assureurs.

• **Jeudi 5 novembre à 12h30 (déjeuner) : Alken Fund** partagera son expertise sur les obligations convertibles, une classe d'actifs hybride à la croisée de la dette et des actions, dont les pratiques de marché ont connu des évolutions significatives ces dernières années.

• **Jeudi 19 novembre à 9 heures : PRI et Aéma Groupe** vous invitent à une matinée consacrée à la biodiversité, autour d'une question centrale : comment les investisseurs peuvent-ils agir dès aujourd'hui ? Deux tables rondes seront consacrées respectivement à l'agriculture régénératrice et à la gestion durable de l'eau. Le programme détaillé est disponible sur le site de l'Af2i.

Nous espérons avoir le plaisir de vous retrouver nombreux à l'occasion de ces différents rendez-vous, qui constituent autant d'opportunités d'échanger, d'enrichir nos réflexions et de partager les meilleures pratiques au sein de notre communauté. Pour toute inscription ou demande d'information complémentaire, n'hésitez pas à contacter Laetitia Coly.

Dans l'attente de vous rencontrer prochainement lors de nos événements, nous vous souhaitons une excellente lecture de ce n°81 de la lettre *Institutionnels*. ■

France Vassaux
Déléguée générale de l'Af2i

Carbone forestier et boisement

Une classe d'actifs qui s'ouvre aux institutionnels



Arnaud Filhol
DIRECTEUR GÉNÉRAL



Une nouvelle classe d'actifs s'impose à la croisée de la finance, de la forêt et du climat. Portée par une demande des entreprises qui change d'échelle et par un cadre européen qui se met en place, elle offre aux investisseurs institutionnels une combinaison rare : un actif réel de diversification, doublé d'une exposition au carbone comme source de performance. Les marchés du carbone pèsent déjà plusieurs centaines de milliards de dollars, se sont dotés d'une infrastructure d'intégrité solide, et n'ont jamais été aussi porteurs pour les capitaux de qualité. Reste à identifier le bon segment – celui qui conjugue le plus fort potentiel et la plus grande robustesse : le boisement européen.

Un crédit carbone est une unité correspondant à une tonne de CO₂ équivalent soit évitée, soit retirée de l'atmosphère. Il s'échange sur deux marchés très différents – et qu'il ne faut surtout pas confondre avec une taxe carbone, qui est un impôt, sans rapport.

Un marché déjà vaste, en deux compartiments

Le marché réglementé (dit «compliance») repose sur des quotas d'émission imposés par les États à certains secteurs. Il est considérable : ses seules recettes publiques ont atteint un record d'environ 100 milliards de dollars en 2024 (Banque mondiale), plus de trente dispositifs de ce type sont en vigueur dans le monde, et le système européen d'échange de quotas (EU-ETS) représente à lui seul près de 87 % de la valeur du marché carbone mondial (LSEG). Le quota européen s'échangeait autour de 83 € (89 \$) fin 2025, en hausse de plus de 20 % sur un an. Sur ce marché, les émissions des secteurs couverts ont déjà baissé de 47 % depuis l'origine, avec une cible de -62 % d'ici 2030. Autrement dit : un marché vaste, liquide et qui fonctionne.

Le marché volontaire (« Voluntary Carbon Market », ou VCM) est celui où les entreprises

achètent librement des crédits, au-delà de toute obligation, pour financer des projets de captation. C'est ici que se logent les projets forestiers. Plus jeune et plus dynamique, ce compartiment est encore modeste – de l'ordre de 1,5 milliard de dollars en 2024, après un pic proche de 2 milliards en 2021 – mais c'est là que se construit la prochaine vague de croissance.

La qualité, nouveau moteur de valeur

Le marché volontaire a connu une phase de maturation accélérée, dont il sort plus solide. Les controverses de 2023 sur certains projets REDD+ (protection de forêts tropicales menacées de déforestation), dont l'additionnalité avait été surévaluée, ont agi comme un révélateur : elles concernaient un segment précis - l'évitement d'émissions en zone tropicale – et non le boisement, ni l'Europe, ni les crédits de retrait (« removal », le carbone réellement extrait de l'atmosphère et stocké). Loin de fragiliser le marché, elles ont déclenché sa montée en gamme.

Le marché s'est doté en quelques années d'une infrastructure d'intégrité de premier ordre. Trois piliers le structurent : l'ICVCM et ses Core



Carbon Principles (label de qualité international désormais attribué méthodologie par méthodologie) ; le cadre européen CRCF de certification des absorptions de carbone, entré en vigueur fin 2024 ; et la directive CSRD, dont la norme climat (ESRS E1) impose désormais aux entreprises de publier en détail les crédits qu'elles achètent. Des registres unifiés préviennent les doubles comptages. Autant de garde-fous qui sécurisent désormais l'acheteur – et donc l'investisseur.

Le résultat est une « fuite vers la qualité » très lisible. Les retraits de crédits (leur usage effectif pour compenser) restent soutenus – environ 128 millions de crédits retirés sur les neuf premiers mois de 2025, l'un des plus hauts niveaux jamais observés (Sylvera). Les crédits les mieux notés se sont échangés en 2025 à plus de 300 % au-dessus des crédits bas de gamme. Et les projections de croissance sont massives : Barclays anticipe un marché volontaire de 250 milliards de dollars en 2030 et 1 500 milliards en 2050 ; MSCI, plus prudent, retient 7 à 35 milliards dès 2030. Un marché petit aujourd'hui, mais sain, structuré, et promis à un changement d'échelle.

Les solutions fondées sur la nature, incontournables pour tenir l'accord de Paris

L'accord de Paris vise la neutralité carbone en 2050 : ramener les émissions à un niveau que la nature peut absorber. Or, même si les engagements pris étaient tenus, il resterait environ 20 milliards de tonnes de CO₂ à absorber chaque

année – et près de 60 milliards sur la trajectoire réellement suivie. Réduire les émissions, impératif, ne suffira pas : il faut aussi augmenter la captation.

Les solutions purement technologiques (captation directe dans l'air, enfouissement) plafonnent, à horizon 2050, autour de 2 milliards de tonnes – soit environ 10 % du besoin. Les solutions fondées sur la nature (planter ou

restaurer des forêts, des sols, des zones humides) sont, elles, à portée de main : le GIEC estime qu'elles peuvent couvrir jusqu'à un tiers de l'effort nécessaire pour limiter le réchauffement à 1,5 °C. Les forêts captent déjà 29 % des émissions mondiales.

Le levier est connu et puissant, mais encore largement sous-financé : le monde a perdu 178 millions d'hectares de forêts depuis 1990, davantage que toute la surface boisée de l'Union européenne. C'est précisément là que les capitaux privés ont un rôle décisif – et

une opportunité d'investissement à saisir.

Une demande des entreprises qui change d'échelle

La bascule est mesurable. Début 2026, plus de 10 000 entreprises disposaient d'objectifs climatiques validés par la Science Based Targets initiative (SBTi, la référence mondiale de l'engagement « net zéro »), et près de 12 700 d'un objectif ou d'un engagement. Ensemble, elles représentent plus de 40 % de la capitalisation boursière mondiale et environ un quart du chiffre



Les forêts captent déjà 29 % des émissions mondiales. Le levier est connu et puissant, mais encore largement sous-financé.

d'affaires mondial. Le nombre d'entreprises s'engageant sur une trajectoire net zéro a bondi de 227 % depuis fin 2023. Ces entreprises réduisent d'abord leurs émissions ; mais leurs émissions résiduelles, incompressibles, devront être neutralisées par des crédits de retrait de haute qualité. La demande future est donc, pour partie, déjà contractée.

Les faits le confirment. Après avoir passé en revue toutes les technologies disponibles, Apple a conclu que les solutions fondées sur la nature offrent « l'approche de captation la plus complète aujourd'hui », et a doté son Restore Fund de 400 M\$. Microsoft, qui s'est engagé à effacer d'ici à 2050 l'intégralité de son empreinte historique, a acheté plus de 3,5 millions de crédits dès janvier 2025 pour compenser les émissions liées à l'IA, et finance un programme d'un milliard d'euros de reboisement. En France, Orange a constitué un fonds de décarbonation de 50 M€ ; Danone, Kering, Hermès ou Chanel financent déjà des projets de captation. Signe des temps : en 2025, les contrats d'achat anticipé (« pre-purchase ») de crédits de retrait se sont multipliés, les entreprises cherchant à se couvrir contre la hausse des prix et à sécuriser leur approvisionnement futur.

Le boisement, superstar de la séquestration

Toutes les solutions naturelles ne se valent pas, et c'est ici que se joue la qualité. Deux notions à distinguer : le reboisement (recréer une forêt là où elle a été détruite) et, plus exigeant encore, le boisement - créer une forêt entièrement nouvelle sur des terres nues, qui n'en portaient pas.

Le critère décisif est l'additionnalité : la preuve que le projet, et donc la captation, n'aurait pas existé sans le financement carbone. Sur une terre nue transformée en forêt, cette preuve est la plus solide qui soit - l'additionnalité du boisement est la plus élevée de toutes les méthodes fondées sur la nature. Le marché valide cette hiérarchie par les prix. En 2024, les crédits de retrait issus de forêts se sont négociés deux à

quatre fois plus cher que les crédits d'évitement forestier. Surtout, alors que les volumes de crédits de boisement/reboisement reculaient de 21 % en 2024, leur prix moyen progressait de 19 % - pure illustration de la rareté qui se paie. Au troisième trimestre 2025, le crédit de boisement de qualité atteignait environ 24 \$/t, contre ~14 \$ en début d'année (Sylvera).

Les projets premium se traitent bien au-delà : jusqu'à 60 €/t pour les crédits nature de meilleure facture, et des références à 50-100 \$/t pour des projets à forte intégrité et co-bénéfices (Pachama, Mombak, Nattergal). À l'inverse, les crédits REDD+ amazoniens décriés tournent autour de 12 €/t. La méthodologie de référence du boisement (Verra VM0047) a obtenu le label Core Carbon Principles de l'ICVCM, et le cadre européen CRCF doit finaliser sa méthodologie boisement courant 2026. Tous les attributs du crédit le plus recherché de demain - retrait, local, européen, additionnalité incontestable, co-bénéfices - convergent sur ce segment.

Pour un institutionnel : la diversification d'abord, le carbone en surperformance

Au-delà du climat, la forêt répond à une logique d'allocation. C'est d'abord un actif réel : faiblement corrélé aux marchés financiers, adossé à un sous-jacent tangible - la terre et le bois -, et historiquement protecteur en période d'inflation. À ce titre, elle répond directement à un besoin de diversification de l'allocation stratégique, là où les classes d'actifs traditionnelles sont de plus en plus corrélées entre elles. Le carbone vient s'y superposer non comme un simple « co-bénéfice » de communication, mais comme un actif à part entière : une source de performance distincte, en upside du rendement du bois, dont la valeur est portée par les tendances de marché décrites plus haut. La forêt apporte la stabilité et la tangibilité ; le carbone apporte le potentiel de revalorisation. C'est cette combinaison qui rend la classe d'actifs pertinente pour un mandat institutionnel.



Au-delà du climat, la forêt répond directement à un besoin de diversification de l'allocation stratégique, là où les classes d'actifs traditionnelles sont de plus en plus corrélées entre elles.



En 2024, les crédits de retrait issus de forêts se sont négociés deux à quatre fois plus cher que les crédits d'évitement forestier. Surtout, alors que les volumes de crédits de boisement/reboisement reculaient de 21 % en 2024, leur prix moyen progressait de 19 % – pure illustration de la rareté qui se paie.

Le fonds Carbone & Biodiversité de France Valley

Premier gérant forestier européen (plus de 5,1 Md€ d'actifs sous gestion, 12 pays), France Valley a fait un choix singulier : plutôt que de vendre des crédits, nous construisons et cédon l'actif qui les produit. Le fonds acquiert des terres marginales en Europe, y crée des forêts selon une charte de gestion durable stricte, puis revend, à terme, ces puits de carbone – un puits de carbone étant un écosystème qui stocke durablement plus de CO₂ qu'il n'en émet. Les acquéreurs visés à la sortie sont les entreprises souhaitant sécuriser un accès à des crédits rares et locaux et se couvrir contre la hausse de leur prix, ainsi que des gérants forestiers et des institutionnels en quête d'actifs tangibles.

Les caractéristiques répondent au cahier des charges d'un investisseur institutionnel :

- Structure : Société de Libre Partenariat (véhicule fermé dédié aux investisseurs professionnels), d'une durée de 15 ans, classée Article 9 SFDR – la catégorie européenne la plus exigeante, réservée aux fonds poursuivant un objectif d'investissement durable. Période d'investissement de 3 ans, univers européen.
- Performance : TRI net cible supérieur à 10 % (10–11 %), la valeur étant réalisée à la cession des actifs, sans distribution intermédiaire.
- Protection du capital : point décisif. La valeur finale d'un actif est la somme de la valeur du

foncier, de la valeur du bois sur pied et de la valeur actualisée des crédits carbone. Le capital reste adossé au socle foncier et forestier, indépendamment du carbone : ce dernier constitue l'upside, jamais la condition de remboursement.

- Sourcing différenciant : une logique d'agrégation de parcelles (« buy-and-build ») achetées sous la valeur de marché, là où les acteurs traditionnels visent de grandes transactions.

Le fonds vise un premier closing de 100 M€ d'ici la fin de l'année, dont une part substantielle est déjà couverte par des engagements (« soft commitments ») d'investisseurs institutionnels de premier plan, parmi lesquels des institutions financières publiques européennes et françaises ayant mené leurs diligences à leur terme.

Une fenêtre à saisir

La convergence est rare : un marché du carbone large et désormais structuré, une demande corporate qui change d'échelle, une offre de crédits de haute intégrité structurellement insuffisante, un cadre européen qui se referme sur la qualité – et, au cœur de ce paysage, le boisement européen, segment le plus solide et le mieux valorisé.

Pour l'institutionnel, le format fonds permet d'y accéder avec la diversification, la protection du capital et la gouvernance qu'exige un mandat. France Valley se tient à disposition pour en détailler les termes. ■

Obligations européennes

Pourquoi elles reviennent sur le devant de la scène ?



Mauro Valle
RESPONSABLE DE LA GESTION
OBLIGATAIRE ACTIVE



Compte tenu des rendements attractifs sur certains marchés souverains et des écarts significatifs entre les émetteurs européens, les obligations d'État de la zone euro méritent un regain d'intérêt, explique Mauro Valle, Responsable de la gestion obligataire active, chez Generali Asset Management.

Après une période de volatilité sur les marchés obligataires mondiaux, nous estimons que les opportunités à moyen terme des obligations d'État libellées en euros gagnent en attractivité. La remontée des rendements a recréé des niveaux de portage significatifs, tandis que les spreads de crédit des obligations d'entreprise malgré des niveaux toujours serrés, font preuve d'une bonne résilience, ce qui laisse peu de place à la déception.

Les risques n'ont toutefois pas disparu. L'inflation demeure au-dessus des objectifs des banques centrales et reste sensible aux prix de l'énergie ainsi qu'aux éventuels effets de second tour. Les préoccupations budgétaires continuent également d'influencer les segments longs des courbes de taux. Dans cet environnement, les obligations d'État offrent selon nous un potentiel relatif plus attractif, notamment grâce à une gestion active des expositions géographiques et du positionnement sur la courbe.

Obligations d'État ou crédit d'entreprise ?

Le marché européen du crédit semble conserver des fondamentaux solides. Les entreprises affichent des bilans globalement sains, les tendances de notation restent favorables et la demande des investisseurs demeure soutenue. Les valorisations restent essentielles.

Les spreads de crédit sont désormais assez faibles, offrant une rémunération supplémentaire limitée pour un risque qui demeure exposé aux incertitudes macroéconomiques et monétaires

et où l'offre, notamment celle des obligations dites « hyperscaler », ne cesse de croître tant en volume qu'en termes de maturités proposées.

À l'inverse, la remontée des rendements souverains a rétabli un potentiel de performance. Les investisseurs peuvent bénéficier d'un portage attractif et d'une exposition à la durée, susceptible de générer un supplément de performance si les rendements reculent.

Dans ce contexte, nous identifions davantage de valeur relative dans certaines obligations d'État de la zone euro que dans un renforcement du crédit d'entreprise. Cela ne signifie pas un désengagement du crédit : des opportunités sélectives demeurent, notamment sur les obligations Investment Grade et certaines émissions du secteur financier. Aux valorisations actuelles, les marchés souverains nous semblent offrir un couple rendement/risque plus favorable.

Le positionnement sur la courbe des taux est tout aussi importante que le risque de durée

Le choix du point de la courbe est essentiel.

La BCE a relevé son taux directeur de 25 pbs en septembre tout en adoptant un ton résolu restrictif, reflétant des anticipations d'inflation plus élevées pour 2027 et 2028 en raison notamment de la hausse des prix de l'énergie.

Une nouvelle hausse en fin d'année est probable, afin de contenir le risque d'une hausse des anticipations d'inflation. Néanmoins, un resserrement excessif pourrait peser sur une économie européenne déjà confrontée à des taux réels

élevés. Les rendements des Bunds ont récemment atteint un pic à 3,50 %*, après la réunion de la BCE, anticipant les craintes d'une politique monétaire plus restrictive et de prix élevés du pétrole et du gaz, compte tenu de la situation en Iran. L'évolution des cours du pétrole et les prochains chiffres de l'IPC joueront un rôle important dans la détermination des niveaux d'équilibre du marché.

Selon nous, les rendements actuels compensent désormais une large partie des risques liés à l'inflation et à la politique monétaire. Un cycle de hausse des taux trop marqué pourrait conduire à un ralentissement économique marqué, voire à une récession, ce qui soutient une vision constructive sur la durée à moyen terme.

Notre préférence tactique reste orientée vers les maturités courtes et intermédiaires.

Elles intègrent déjà une large part du scénario attendu de la BCE. En cas de nouvelles hausses en 2027, les taux à 2 ans pourraient passer sous le niveau des taux de dépôt afin d'anticiper le risque de récession, comme en 2023. Nous restons plus prudents sur la partie longue, notamment autour des maturités à 30 ans, où les incertitudes budgétaires, les volumes d'émission et le risque de prime de terme continuent de peser sur les rendements.

Où se trouvent les meilleures opportunités souveraines ?

La sélection géographique est déterminante au sein des marchés européens.

Nous conservons une préférence pour les obligations d'État italiennes. Les spreads des BTP, d'environ 80 bps par rapport aux Bunds, nous semblent soutenables au regard de la croissance, de l'amélioration des finances publiques et de l'absence de risque électoral immédiat.

Nous sommes également favorables aux marchés espagnols et grecs grâce à une croissance supérieure à la moyenne de l'UE, à des

finances publiques solides et à un ratio dette/PIB en baisse. Ces marchés offrent un supplément de portage avec des fondamentaux que nous jugeons relativement solides. La France constitue en revanche une exception. Les obligations d'État françaises demeurent exposées aux incertitudes budgétaires et politiques. Malgré des spreads déjà tendus, le maintien attendu d'un déficit public élevé et la perspective de l'élection présidentielle conduisent à une approche plus prudente. Pour l'instant, nous conservons une position sous-pondérée sur la France.

Quelles perspectives après la réunion de la Banque centrale ?

Le débat autour du pic des taux devrait se poursuivre. Aux États-Unis, les déclarations de la Fed ont renforcé la possibilité d'un nouveau relèvement, même si le ralentissement de la croissance et les données contrastées sur l'inflation entretiennent l'incertitude. Les préoccupations budgétaires demeurent également un facteur de risque.

L'Europe offre une opportunité différente. Malgré une volatilité susceptible de perdurer, les niveaux actuels de rendement nous semblent constituer un point d'entrée plus attractif qu'au cours des dernières années. Plus généralement, une gestion obligataire active en euros repose, selon nous, sur trois piliers : le portage, l'allocation géographique et le positionnement sur la courbe, complétés par une gestion active de la durée et

une analyse macroéconomique, afin d'identifier les opportunités rémunérant correctement le risque pris.

En résumé, dans un contexte de spreads de crédit resserrés, de rendements souverains redevenus attractifs et de fortes disparités entre les émetteurs européens, les obligations d'État de la zone euro nous semblent offrir à nouveau un potentiel d'investissement attractif. ■



La France constitue en revanche une exception.

Les obligations d'État françaises demeurent exposées aux incertitudes budgétaires et politiques.

*Source : Bloomberg au 10/09/2026



SRT

Un marché en pleine maturité



Milan Stupar
HEAD OF BANK PORTFOLIO



La croissance rapide du marché des Synthetic Risk Transfers (SRT) au cours des cinq dernières années, conjuguée à l'élargissement des actifs sous-jacents, a considérablement renforcé les opportunités de diversification offertes aux investisseurs. Dans le même temps, l'arrivée de nouveaux acteurs a rendu le marché plus concurrentiel. Milan Stupar, gérant de stratégies SRT chez BNP Paribas AM Alts, revient sur les évolutions du marché, leurs conséquences sur les spreads et les principaux critères à prendre en compte avant d'investir.

En quelques mots, qu'est-ce qu'un SRT ?

Un SRT permet à une banque de transférer une partie du risque de crédit d'un portefeuille de prêts via une garantie à des investisseurs institutionnels, tout en conservant les prêts à son bilan ainsi que la relation commerciale avec ses clients. En contrepartie, elle réduit ses besoins en fonds propres réglementaires, améliore son ratio CET1 et peut réallouer ce capital vers de nouveaux financements, des investissements stratégiques ou d'autres priorités de développement.

Aujourd'hui, le marché est pleinement intégré au système bancaire européen. Les opérations portent principalement sur des portefeuilles de prêts aux entreprises, mais couvrent désormais également d'autres classes d'actifs.

Au-delà des rendements potentiellement attractifs, quel est le principal intérêt des SRT ?

La diversification constitue sans doute leur principal atout. Les SRT donnent accès à des expositions de crédit qui restent largement inaccessibles via les fonds de dette privée traditionnels ou les marchés syndiqués. Une grande partie des prêts sous-jacents sont en effet originés et conservés par les banques, notamment les facilités de crédit accordées aux grandes entreprises internationales ou les financements

des PME européennes. Les banques demeurant les principaux financeurs de l'économie européenne, les SRT permettent ainsi d'accéder à des segments du marché difficilement accessibles autrement. Historiquement, cette classe d'actifs a également présenté une faible corrélation avec les obligations traditionnelles et les autres actifs risqués, ce qui renforce son intérêt dans une optique de construction de portefeuille.

Le marché américain suit-il la même dynamique que l'Europe ?

L'Europe reste largement dominante et représentait environ 80 % des émissions mondiales l'an dernier. Le marché américain connaît toutefois une croissance soutenue après plusieurs années d'activité limitée. Les moteurs sont néanmoins différents. En Europe, les SRT répondent principalement à des objectifs d'optimisation du capital réglementaire. Aux États-Unis, ils sont davantage utilisés pour la gestion du bilan ou la couverture du risque de crédit, les contraintes réglementaires étant moins fortes qu'en Europe.

Quelles sont les principales tendances du marché ?

Le marché poursuit sa diversification. Alors qu'il y a dix ans près de 95 % des transactions portaient

sur des prêts aux entreprises, cette proportion est aujourd'hui proche de 80 %. Les banques incluent désormais davantage d'actifs tels que les financements immobiliers, le trade finance ou le subscription finance. La base d'investisseurs continue également de s'élargir. Les SRT ne sont plus considérés comme une stratégie de niche et figurent désormais dans les allocations stratégiques de nombreux investisseurs institutionnels. Enfin, les émissions sont devenues beaucoup plus régulières tout au long de l'année, les banques intégrant désormais les SRT dans leur gestion du capital à long terme.

L'intérêt croissant des investisseurs a-t-il comprimé les spreads ?

Les spreads se sont effectivement resserrés au cours des deux à trois dernières années. Les opérations offrant des rendements à deux chiffres sont devenues plus rares et la plupart des transactions offrent désormais des spreads compris entre 7 % et 8 %. Pour autant, l'accès au marché reste un facteur déterminant. Les relations

de long terme avec les banques constituent un avantage concurrentiel essentiel pour identifier les meilleures opportunités. Malgré une concurrence plus forte, nous n'avons pas observé de dégradation généralisée de la qualité des portefeuilles ni de relâchement des critères de sélection.



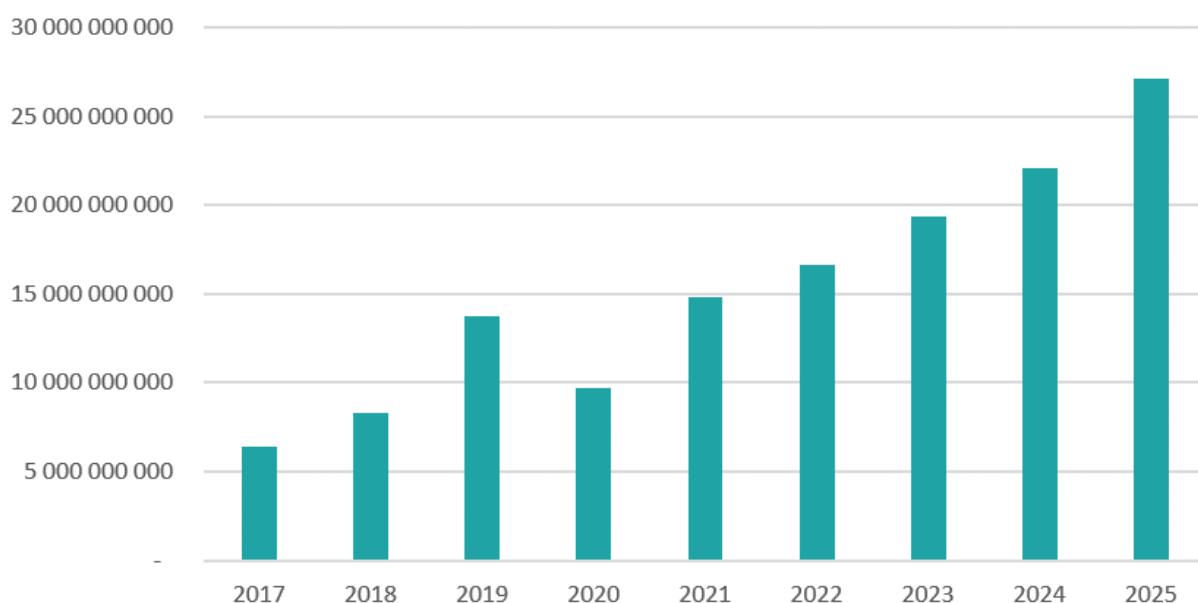
Les SRT ne sont plus considérés comme une stratégie de niche et figurent désormais dans les allocations stratégiques de nombreux investisseurs institutionnels.

Qu'est-ce qui distingue votre approche ?

Notre plateforme couvre un univers d'investissement plus large que de nombreux acteurs spécialisés uniquement dans les prêts aux grandes entreprises. Nous analysons également les financements immobiliers, le trade finance et le subscription finance, ce qui nous permet d'accéder à un éventail d'opportunités plus diversifié. Nous nous appuyons également sur une longue expérience acquise au travers de plusieurs

cycles de marché, y compris les périodes de forte volatilité. Enfin, nous proposons des stratégies entièrement dédiées aux SRT, permettant aux investisseurs de bénéficier d'une exposition ciblée à cette classe d'actifs au sein d'une plateforme spécialisée. ■

VOLUME ANNUEL DES ÉMISSIONS DE SRT





Zakaria Darouich
GÉRANT & RESPONSABLE
DE LA GESTION MULTI-ACTIFS



Allocation obligataire

Aborder le dernier trimestre avec agilité

Les marchés obligataires offrent de nouveau des niveaux de rendement attractifs. Pour autant, la visibilité sur les taux, le crédit et la croissance reste limitée. Dans cet environnement, la performance repose moins sur un scénario directionnel unique que sur la capacité à ajuster en continu l'exposition aux principaux moteurs de risque : duration, crédit et liquidité.

Après plusieurs années marquées par une remontée rapide des taux, l'univers obligataire retrouve des niveaux de rendement plus convaincants. Le portage redevient une source de performance potentielle. L'obligataire reprend également toute sa place dans la diversification des portefeuilles. Ce retour de l'attractivité ne signifie pas pour autant un retour à la simplicité. À l'approche du dernier trimestre, le marché reste traversé par des forces contradictoires : ralentissement de la croissance, désinflation incomplète, banques centrales toujours dépendantes des données et dispersion accrue des primes de risque. En zone euro, la BCE a laissé ses taux inchangés fin juillet, tout en soulignant sa vigilance face au choc énergétique et à ses effets de second tour. Ses projections illustrent bien la configuration actuelle : une inflation encore supérieure à la cible à court terme, mais une croissance faible. Dans ce cadre, les convictions trop univoques paraissent fragiles.

L'enjeu : construire un portefeuille capable de s'adapter

Dans cet environnement, l'enjeu n'est plus tant d'identifier le bon scénario que de construire un portefeuille capable de traverser plusieurs régimes de marché et différents stades du cycle de crédit. La création de valeur repose alors sur la flexibilité de l'allocation. Il s'agit d'ajuster la duration, de renforcer ou d'alléger le crédit, de cibler les segments les mieux rémunérés,

d'arbitrer entre zones géographiques et de gérer activement la liquidité. Dans un marché où les moteurs de performance peuvent évoluer rapidement — inflation, politique monétaire, énergie, activité ou sentiment de crédit — la discipline d'allocation redevient centrale. La performance procède moins d'une vue figée que d'une succession d'ajustements cohérents.

Un crédit plus dispersé, donc plus sélectif

Le crédit constitue aujourd'hui un terrain d'analyse plus exigeant. Les spreads ne se lisent plus comme un ensemble homogène. La dispersion s'est accrue entre secteurs, émetteurs et maturités. Cette évolution renforce la valeur de la sélectivité. L'investisseur n'est plus seulement rémunéré pour porter du risque de crédit. Il doit l'être pour porter le bon risque, au bon moment, sur le bon segment du marché. L'enjeu devient donc la qualité du couple rendement/risque. Dans ce contexte, une gestion agile trouve toute sa pertinence : capter le portage là où il demeure attractif, tout en réduisant l'exposition lorsque les primes deviennent trop étroites ou que la visibilité macroéconomique se détériore..

La duration, toujours, mais sans dogme

Le sujet des taux reste, lui aussi, ouvert. D'un côté, l'inflation n'a pas totalement disparu. De l'autre, le ralentissement de la croissance pourrait peser sur les taux longs. Les marchés restent ainsi exposés à des mouvements parfois rapides



de la courbe, dans un contexte où les anticipations monétaires demeurent révisables. Dans ce cadre, la duration doit être envisagée comme un levier tactique plutôt que comme une exposition de principe. Elle peut être allongée lorsque le marché a déjà intégré une large part des mauvaises nouvelles, puis réduite lorsque les taux se retendent ou que les primes de terme se reconstituent. Cette capacité d'ajustement est essentielle. Elle permet de traverser les différentes phases du cycle sans figer l'exposition au risque de taux, dont la rémunération varie sensiblement selon les séquences de marché.

Pourquoi le contexte redonne de la valeur au pilotage tactique

Le contexte actuel redonne de la valeur à une gestion obligataire à pilotage tactique pour

trois raisons. D'abord, les niveaux de rendement permettent à nouveau de construire du portage sans dépendre exclusivement d'une baisse des taux. Ensuite, la visibilité macroéconomique demeure limitée, ce qui plaide pour des portefeuilles capables d'absorber des changements de régime. Enfin, le risque s'est fragmenté entre taux, crédit, liquidité et, ponctuellement, devises, ce qui renforce l'intérêt des arbitrages tactiques.

À l'approche du dernier trimestre, l'enjeu n'est donc pas de formuler une prévision macro unique. Il consiste plutôt à construire un portefeuille lisible, robuste et adaptable. Dans un univers obligataire redevenu porteur, la recherche de performance passe moins par un pari directionnel que par une méthode : flexibilité, sélectivité et discipline. ■



En zone euro, la BCE a laissé ses taux inchangés fin juillet, tout en soulignant sa vigilance face au choc énergétique et à ses effets de second tour.





Infrastructures privées

Les co-investissements gagnent du terrain



Yvonne Goetz
EXECUTIVE DIRECTOR, HEAD
OF UGA AM INFRASTRUCTURE
INVESTMENT SPECIALISTS

Alors que les investisseurs institutionnels peinent à atteindre leurs allocations cibles aux infrastructures, les co-investissements peuvent accélérer le déploiement du capital, diversifier les portefeuilles et potentiellement réduire les frais, sous réserve d'une sélection rigoureuse.

Une classe d'actifs en forte croissance

Alors que les infrastructures privées continuent de croître à un rythme supérieur à celui de toutes les autres classes d'actifs alternatives, à l'exception de la dette privée, les investisseurs institutionnels rehaussent leurs allocations cibles. Atteindre ces objectifs croissants peut toutefois s'avérer difficile, car ces investissements peuvent mettre plusieurs années à être entièrement appelés. D'autres modes de déploiement du capital peuvent aider les investisseurs à rattraper leur retard et à combler plus rapidement leurs écarts d'allocation. Parmi eux, les co-investissements et les fonds de co-investissement permettent un accès direct aux actifs sous-jacents et une meilleure compréhension des modèles économiques propres aux infrastructures.

Mise en œuvre de l'allocation

Une allocation stratégique intègre principalement les anticipations de risque et de rendement, les besoins prévisionnels de liquidité et les contraintes réglementaires. En tant que classe d'actifs distincte, l'infrastructure ne cotee demeure relativement récente : elle s'est

développée après l'an 2000, lorsque les privatisations et les véhicules de financement de projets ont créé de nouvelles sources potentielles de rendement pour les investisseurs institutionnels. Les gérants suivent de près les allocations

publiées par les investisseurs, car elles peuvent indiquer les segments susceptibles de générer de nouveaux engagements. Hodes Weill & Associates mène chaque année une enquête auprès de grands investisseurs institutionnels sur leurs allocations aux infrastructures. L'édition 2026 indique que les allocations cibles des principales catégories d'investisseurs institutionnels s'échelonnent de 3,8% des encours sous gestion pour les compagnies d'assurance et à 9,3% pour les fonds de pension privés. Toutefois, les investisseurs ne sont pas toujours investis à hauteur de leurs objectifs : les allocations effectives ressortent à environ 106 points de base sous la cible moyenne de 6,2%. Cet écart s'est resserré par rapport à 2024, lorsque les allocations étaient inférieures d'environ 120 points de base à une cible moyenne de 5,5%. La relative jeunesse de la classe d'actifs



les co-investissements et les fonds de co-investissement permettent un accès direct aux actifs sous-jacents et une meilleure compréhension des modèles économiques propres aux infrastructures.



Joanie Brunner
ASSOCIATE DIRECTOR,
UGA INFRASTRUCTURE
EUROPE

infrastructure est cohérente avec le constat de la dernière enquête : 58% des investisseurs se déclarent sous-investis, alors même que les objectifs d'allocation continuent d'augmenter.

Innovation par imitation

À mesure que l'infrastructure non cotée gagne du terrain face à l'immobilier dans l'univers des fonds fermés, des modèles déjà courants sur les marchés privés y trouvent un terrain favorable. Si les fonds de fonds ne sont pas nouveaux dans ce secteur, leur capacité à donner accès, par le biais de co-investissements, à des opérations indépendantes de plus grande taille devient de plus en plus pertinente. Les co-investissements permettent à un investisseur commanditaire, ou Limited Partner (LP), de participer à un actif ou à un portefeuille d'actifs aux côtés du gérant du fonds, ou General Partner (GP), qui initie et gère l'opération. Contrairement aux fonds à l'aveugle, ils exigent une analyse approfondie de l'actif et un

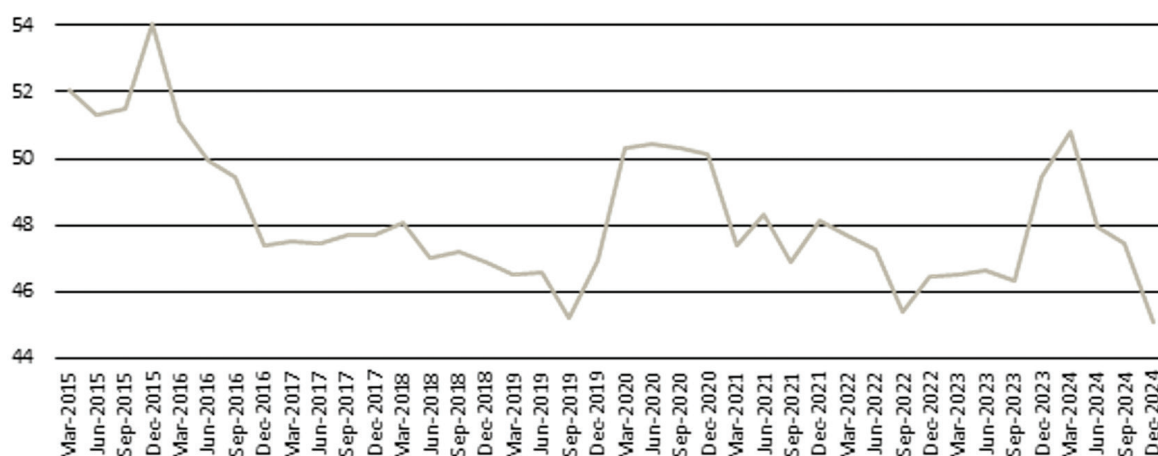
suivi adapté à ses contrats, à son cadre réglementaire, à son financement et à ses dépenses d'investissement. Pour le GP, le co-investissement permet de mobiliser des fonds propres additionnels sans faire porter toute l'exposition au fonds principal. Il contribue ainsi à respecter les ratios d'investissement du véhicule, notamment les limites de taille des opérations et de concentration sectorielle ou géographique. Des relations durables avec les GP peuvent donner accès à un volume plus important d'opportunités de co-investissement, avec des bénéfices potentiels tels qu'une diversification par GP et par actif, des frais compétitifs, un déploiement plus rapide du capital et une réduction du risque d'exécution.

La hausse des taux stimule la demande de fonds propres

Le resserrement monétaire engagé depuis 2022 a réduit le recours à la dette et accru les besoins

LE LEVIER DES ACTIFS D'INFRASTRUCTURE a atteint un point bas historique fin 2024

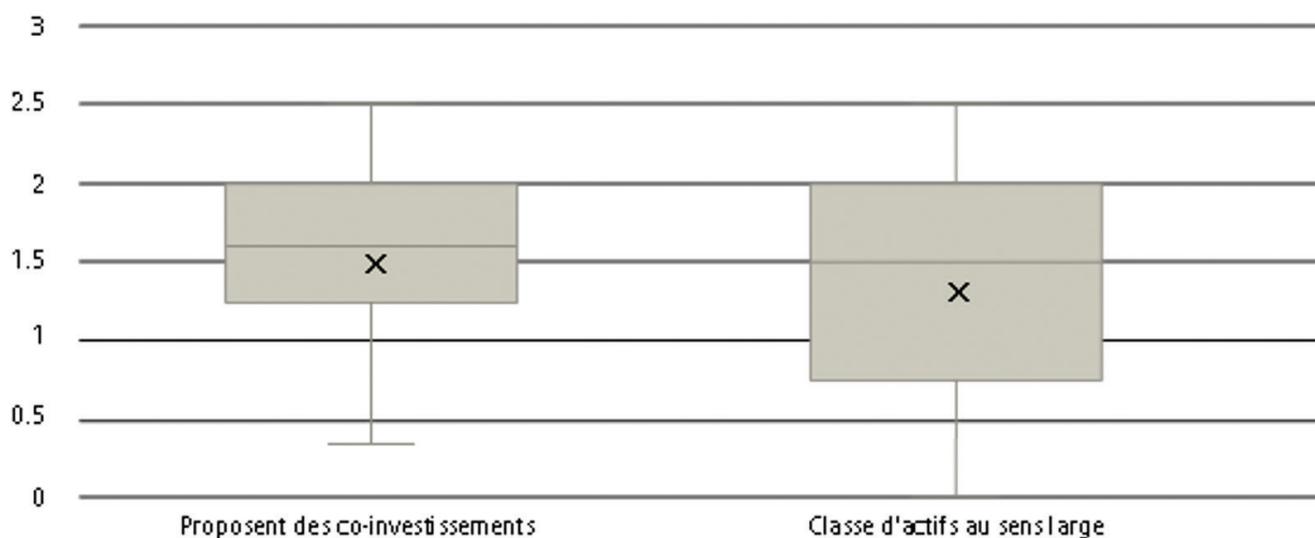
(Dette mondiale des infrastructures rapportée à la valeur d'entreprise, %)



Source : MSCI Asset-Level Infrastructure Index, décembre 2024.

LES FONDS PROPOSANT DES CO-INVESTISSEMENTS facturent des frais plus élevés pendant leur période d'investissement

(Frais de gestion des fonds d'infrastructure pendant la période d'investissement, %)



Source : Preqin Pro, février 2026. Analyse UGA Infrastructure. La différence entre les distributions est statistiquement significative au seuil de 5 % ($p = 0,032$).

en fonds propres. En Europe, tandis que le coût de la dette notée BBB est passé d'environ 1,5% en 2015 à près de 4% récemment, le levier des opérations d'infrastructure a reculé d'environ 5 fois l'EBITDA à 3,5 fois en 2024. Le ratio dette/valeur d'entreprise est tombé à 45% fin 2024. Cette évolution renforce la pertinence des co-investissements comme source de fonds propres pour les opérations de grande taille.

L'approche d'investissement

Les co-investissements portent généralement sur des opérations plus importantes, leur intégration dans le fonds pouvant entraîner un dépassement des ratios réglementaires en matière de taille, de secteur, de zone géographique ou de stratégie. Structurer les co-investissements de sorte que l'essentiel de l'exposition demeure hors du fonds contribue à limiter le risque de concentration. Les GP peuvent les proposer aux investisseurs du fonds et à d'autres LP dans le cadre d'une syndication des fonds propres. Malgré la taille des opérations, le montant investi par un LP dans un

co-investissement reste généralement inférieur à son engagement dans le fonds principal. Les co-investissements étant liés à une opération particulière, le capital est souvent appelé plus rapidement que lors d'une souscription à un fonds, permettant d'atteindre plus vite les allocations cibles.



Le levier des opérations d'infrastructure a reculé d'environ 5 fois l'EBITDA à 3,5 fois en 2024.

Le ratio dette/valeur d'entreprise est tombé à 45% fin 2024.

Quand l'accès rencontre l'opportunité

Dans les infrastructures, les relations de longue date entre investisseurs et gérants donnent une meilleure visibilité sur les transactions et d'avantage d'informations pour analyser celles-ci dans des délais serrés. La confiance acquise au fil des opérations peut transformer une origination fondée sur les relations en un flux récurrent d'opportunités : les GP privilégient les partenaires capables de déployer rapidement les montants investis.

Des frais potentiellement plus faibles

Les frais de gestion des co-investissements, négociés au niveau de l'actif, sont souvent faibles ou nuls. Depuis 2004, UBS Asset Ma-

nagement constate une économie d'environ 240 points de base entre des fonds de fonds largement diversifiés et des fonds de co-investissement. Cet avantage compte car les fonds offrant une option de co-investissement appliquent souvent des frais plus élevés durant leur période d'investissement, alors que tous les LP ne disposent pas des ressources nécessaires pour saisir ces opportunités.

Fonds de co-investissement

Un fonds de co-investissement regroupe plusieurs opérations issues de différents gestionnaires. Les fournisseurs de fonds de fonds sont bien placés pour construire ces portefeuilles grâce à leurs réseaux et à leur expérience de sélection d'actifs. L'accès seul ne suffit toutefois pas : accepter toutes les opportunités sans expertise peut dégrader les rendements. Ces fonds peuvent offrir une exposition diversifiée par secteur, région et stratégie. Les travaux de l'EDHEC montrent qu'il faut généralement plus de 30 actifs pour capter les bénéfices de la diversification, et que la volatilité peut encore diminuer au-delà de 60 actifs.

Analyse des actifs et gestion des risques

La gestion des risques à toutes les étapes du processus de gestion est indispensable : risque de construction, d'exécution, d'exploitation et réglementaire. Ces risques doivent être pris en

compte lors de la sélection, de la due diligence, de la structuration et du suivi, avec des scénarii défavorables. Une diversification adaptée peut limiter la concentration sur quelques actifs, secteurs, régions ou GP. Un niveau d'endettement raisonnable associé à une due diligence ciblée, contribue à préserver les rendements malgré de potentielles hausses de taux. L'expertise de gérants expérimentés est essentielle.

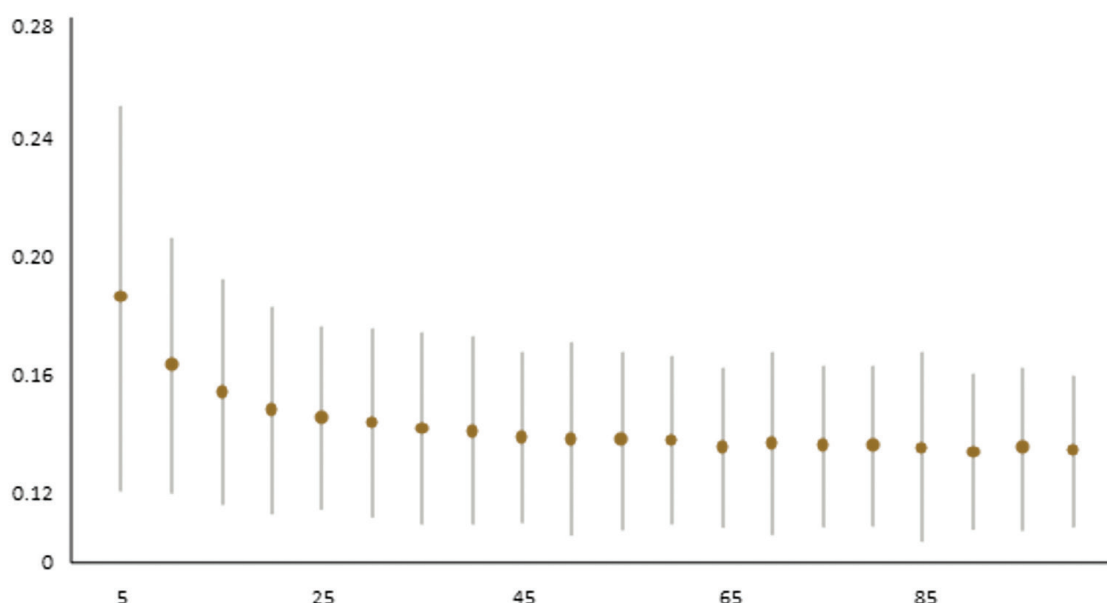
Une boîte à outils pour développer les allocations

Les co-investissements peuvent renforcer l'expertise des investisseurs et offrir une exposition plus directe aux actifs d'infrastructure. Dans un mandat ouvert, le LP choisit chaque opération et bénéficie de l'expertise du gérant pour analyser, sélectionner et formaliser la thèse d'investissement, selon des critères définis en amont. Cette approche réduit le recours à des conseils financiers externes et permet de filtrer les opportunités. Elle réduit également les coûts d'origination pour les investisseurs souhaitant investir directement, tout en leur donnant accès à des opérations souvent difficiles à sourcer en dehors de l'univers des gérants reconnus.

Les co-investissements rapprochent ainsi les investisseurs de l'actif sous-jacent, améliorent leur accès à l'information et facilitent le suivi et peuvent être pertinents pour ceux qui souhaitent investir de façon plus sélective. ■

LA VOLATILITÉ DES PERFORMANCES continue de diminuer dans les portefeuilles d'infrastructure comptant plus de 30 actifs

(Volatilité moyenne du portefeuille en fonction du nombre d'actifs d'infrastructure)



Source : EDHEC Infrastructure & Private Assets Research Institute, mars 2024.



Brèves réglementaires

SFDR 2.0

Le Parlement européen et le Conseil arrêtent leurs positions avant le trilogue

La révision du règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (SFDR 2.0) a franchi une étape importante à l'été 2026. Après l'adoption de la position du Conseil de l'UE le 24 juin, le Parlement européen a également finalisé son mandat de négociation.

Initialement attendue le 15 juillet, la position du Parlement a finalement été approuvée le 10 septembre par la commission des affaires économiques et monétaires (ECON), par 37 voix pour, 9 contre et 4 abstentions. Le mandat de négociation sera officiellement annoncé lors de la session plénière du 1^{er} octobre, ouvrant ainsi la voie au lancement du trilogue entre le Parlement, le Conseil et la Commission européenne. Sous ré-

serve d'une issue favorable de ces négociations, un accord politique sur le texte de SFDR 2.0 pourrait être trouvé avant la fin de l'année 2026. Les travaux de niveau 2 devraient ensuite débiter en 2027. Ils porteront notamment sur l'élaboration de l'acte délégué et des normes techniques de réglementation (RTS), qui préciseront les modalités opérationnelles d'application du futur règlement.

L'entrée en application du SFDR 2.0 pourrait intervenir à partir de la mi-2028. Toutefois, un démarrage début 2029 demeure envisageable, notamment si les États membres obtiennent une période de mise en œuvre de 24 mois, comme proposé par le Conseil, contre 18 mois dans le projet initial de la Commission européenne. ■

Union de l'épargne et de l'investissement (SIU)

Point d'actualité

Lancée en 2025 par la Commission européenne, le SIU vise à mieux mobiliser l'épargne des Européens pour financer la croissance, l'innovation, la transition écologique et les besoins de souveraineté de l'Union.

L'enjeu est majeur : l'UE doit mobiliser entre 750 et 800 milliards d'euros d'investissements supplémentaires par an d'ici 2030, alors qu'une part importante de l'épargne des ménages reste placée sur des dépôts bancaires peu rémunérateurs. Après les premières initiatives portant sur la titrisation, les produits d'épargne-investissement et l'intégration des marchés de capitaux, la Commission a présenté le 17 juillet 2026 une communication consacrée à la compétitivité du secteur bancaire européen. Celle-ci constitue un pilier central de la SIU. La Commission identifie trois défis principaux : la fragmentation persis-

tante des marchés bancaires nationaux, certaines rigidités dans l'application des normes de Bâle III aux spécificités européennes et la complexité croissante du cadre réglementaire et prudentiel. Pour y répondre, elle préconise de faciliter l'allocation transfrontalière des capitaux et de la liquidité, de réduire les divergences réglementaires entre États membres, de simplifier les obligations de reporting et de favoriser l'intégration du marché bancaire européen. L'objectif est de permettre aux banques européennes d'atteindre une taille critique suffisante pour financer les priorités stratégiques de l'Union tout en préservant la stabilité financière.

Cette orientation est largement soutenue par la BCE, l'EBA et l'ESRB, qui appellent à approfondir l'Union bancaire et à renforcer l'efficacité du cadre de supervision européen. ■

Obligataire

Les rendements ouvrent de nouvelles perspectives



Marion Le Morhedec
DIRECTRICE DES INVESTISSEMENTS
OBLIGATAIRES



La hausse des rendements obligataires mondiaux ne traduit plus seulement une réévaluation de la politique des banques centrales, mais aussi une appréciation plus large de l'inflation, du risque budgétaire et de l'offre de duration. Si l'environnement à court terme reste complexe, la hausse des rendements améliore les perspectives de performance des actifs obligataires et renforce les opportunités offertes par le crédit de qualité et les stratégies à échéance fixe.

De la réévaluation des politiques monétaires à celle de la prime de maturité

Les marchés obligataires ont traversé quelques semaines difficiles. Mais le principal changement ne tient pas seulement à la hausse des rendements. C'est surtout l'origine de cette hausse qui s'altère. Le rendement du taux souverain américain, le Treasury à 10 ans a brièvement atteint environ 4,82 %, son plus haut niveau depuis 2023, tandis que celui à 30 ans a frôlé 5,30 %. Ce mouvement a été généralisé à l'échelle mondiale : le rendement du Gilt britannique à 10 ans a atteint environ 5,29 %, celui du Bund allemand s'est rapproché de 3,4 % et celui de l'emprunt d'État japonais à 10 ans a dépassé 3 % pour la première fois depuis trente ans. Dans le même temps, le baril de Brent est remonté autour de 95 dollars, sur fond de regain d'inquiétudes concernant l'approvisionnement énergétique au Moyen-Orient. La correction s'est déroulée en deux temps. Pendant une grande partie du mois d'août, elle a principalement été alimentée par les perspectives de politique monétaire. Le rendement du Treasury à 2 ans a augmenté d'environ 6 points de base, tandis que celui à 30 ans a légèrement reculé, entraînant un aplatissement de la courbe des taux à mesure que les marchés réévaluaient la fonction de réaction de la Fed. Le symposium de Jackson Hole a conforté ce mouvement. Le président de la Fed, Kevin Warsh, y a réaffir-

mé l'engagement de la Réserve fédérale américaine en faveur de son objectif d'inflation de 2.0 %, tandis que les marchés portaient à environ 60.0 % la probabilité d'une hausse des taux en septembre. Plus récemment, toutefois, la hausse s'est étendue aux rendements à plus long terme, signe d'une réévaluation plus large de la prime de maturité. La hausse des prix du pétrole a ravivé les inquiétudes inflationnistes dans un contexte marqué par d'importants déficits budgétaires, des émissions souveraines soutenues et des emprunts exceptionnellement élevés du secteur privé. Aux États-Unis, les émissions de titres Investment grade ont atteint environ 164 milliards de dollars en août, un record pour ce mois, augmentant encore l'offre de duration que les investisseurs doivent absorber.

Les rendements des Treasuries de longue maturité ont été les principaux moteurs de la récente correction

La question ne se limite donc plus à savoir si la Fed relèvera encore ses taux une ou deux fois. Elle devient : à quel niveau de rendement la demande du secteur privé sera-t-elle suffisante pour absorber l'offre croissante de dette assortie d'une duration longue ?

Si le rendement requis augmente, cela signifie que les investisseurs exigent une rémunération supplémentaire, non seulement au titre des



taux directeurs anticipés, mais aussi de l'incertitude entourant l'inflation, du risque budgétaire et de l'offre. Cette évolution est importante, car les anticipations concernant la politique monétaire peuvent s'inverser relativement rapidement lorsque la croissance ralentit, tandis qu'une prime de maturité structurellement plus élevée peut s'avérer plus persistante.

Une question de politique économique se pose également à plus long terme. Si la hausse des rendements sur la partie longue de la courbe commence à menacer la soutenabilité des finances publiques ou les investissements stratégiques, les autorités disposent encore de plusieurs outils pour contenir la prime de maturité. Ceux-ci vont des achats d'actifs et de la gestion des maturités aux dispositifs contrôle de la courbe des taux (Yield Curve Control, YCC), dans le scénario le plus extrême. La mise en place formelle d'un dispositif de YCC ne constitue pas notre scénario central, mais le risque plus général de répression financière ne doit pas être écarté.

La hausse des rendements pèse à court terme, mais ouvre des opportunités à l'avenir

Pour les investisseurs obligataires, il est important de souligner que cette même hausse des rendements, qui pèse aujourd'hui sur la performance, améliore les perspectives à venir.

Les marchés des emprunts d'État et des obligations d'entreprise offrent désormais des niveaux

de rendements plus élevés, permettant d'absorber une plus grande part de la volatilité grâce au portage. Pour générer une performance totale attractive, les investisseurs sont ainsi moins dépendants d'un nouveau resserrement des spreads ou d'importantes plus-values en capital. Cela devrait renforcer l'intérêt des stratégies à échéance fixe et de type buy-and-maintain.

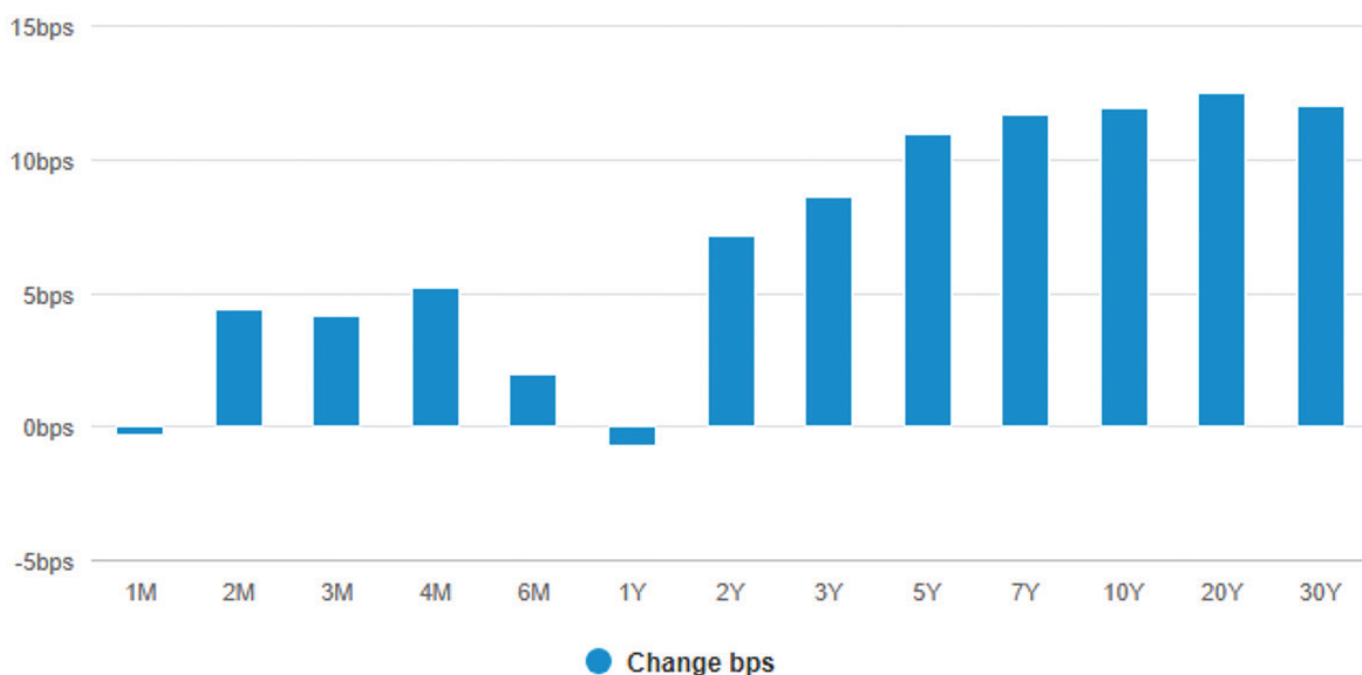
La demande pour ces approches est déjà soutenue aux niveaux de rendement actuels, mais une nouvelle hausse pourrait attirer les investisseurs qui attendent des points d'entrée plus attractifs ou inciter à réinvestir sur les marchés obligataires une partie des liquidités encore en attente. Surtout, l'inverse n'est pas nécessairement vrai. Une baisse modérée des rendements ne devrait pas peser sensiblement sur la demande, compte tenu des niveaux de portage qui resteraient disponibles. Il faudrait probablement une baisse beaucoup plus marquée des rendements pour réduire sensiblement l'intérêt fondamental qui est de sécuriser les niveaux de revenu actuellement disponibles.

La question de la durée est plus complexe. À court terme, l'environnement technique reste difficile : les prix du pétrole demeurent volatils, d'importants volumes d'émissions doivent encore être absorbés et les banques centrales pourraient ne pas avoir achevé leur travail.

Toutefois, les expositions en termes de durée apparaissent de plus en plus à contre-courant sur

“
Pour générer une performance totale attractive, les investisseurs sont moins dépendants d'un nouveau resserrement des spreads ou d'importantes plus-values en capital.

ÉVOLUTION DES RENDEMENTS DES *TREASURIES* AMÉRICAINS par maturité, du 28 août au 2 septembre



Source : Fidelity International, LSEG Workspace, septembre 2026

les marchés. Plus les rendements augmenteront sans amélioration proportionnelle des perspectives de croissance à moyen terme, plus le profil rendement-risque d'une exposition en termes de durée deviendra attractif. Si l'emploi se dégrade plus nettement, si les prix de l'énergie se stabilisent ou si les banques centrales estiment que le resserrement monétaire déjà mis en œuvre commence à produire ses effets, la durée pourrait de nouveau offrir un potentiel de hausse significatif, tout en contribuant à la diversification des portefeuilles.

Ces éléments plaident en faveur d'une approche flexible plutôt que d'un abandon pur et simple de la durée. Un environnement structurellement plus inflationniste ne fait pas disparaître le cycle économique, et les périodes de tensions sur les marchés devraient continuer à créer des opportunités tactiques sur les emprunts d'État.

Crédit : une opportunité à saisir, un signal à suivre

Les marchés du crédit font preuve d'une résilience remarquable malgré la correction des emprunts d'État. Aux États-Unis, les spreads du

haut rendement se sont par exemple resserrés en août, tandis que les entreprises ont été en mesure d'émettre des volumes records de dette Investment grade.

Cette distinction est importante. Les emprunts d'État intègrent une hausse des risques liés à l'inflation, à la durée et à l'offre, tandis que les marchés du crédit n'anticipent pas encore de dégradation significative de la solvabilité des entreprises ni du risque de défaut. Les spreads de crédit sont indéniablement serrés, offrant une marge de protection relativement limitée en cas de dégradation de l'environnement macroéconomique. Pour l'heure, ils indiquent néanmoins que le récent mouvement reste principalement lié aux taux et ne constitue pas encore un mouvement de correction plus général sur les marchés du crédit.

Le crédit constitue donc un indicateur important à surveiller. Si les rendements des emprunts d'État continuent d'augmenter et que les spreads de crédit commencent eux aussi à s'écarter sensiblement, les entreprises seraient confrontées à la fois à une hausse de leur taux de financement sous-jacent et à une prime de risque de

crédit plus élevée. Cela entraînerait un durcissement plus marqué des conditions financières et assombrirait les perspectives économiques.

Du point de vue de l'investissement, cela renforce l'importance de privilégier la qualité. Le segment Investment grade et les signatures les plus solides du haut rendement peuvent offrir un portage attractif, mais le niveau actuellement serré des spreads plaide pour une approche sélective plutôt que pour une prise de risque généralisée.

Le haut rendement bénéficie également d'un profil de duration généralement plus court, ce qui le protège en partie d'une correction principalement liée à la duration des emprunts d'État, du moins tant que les fondamentaux des entreprises et, plus largement, les actifs risqués restent résilients.

L'évolution des marchés actions sera de plus en plus déterminante

L'ajustement des marchés obligataires a également d'importantes répercussions au-delà de l'univers obligataire.

Pour les entreprises, la hausse du taux sans risque entraîne progressivement une augmentation des coûts de refinancement à mesure que la dette existante arrive à échéance.

La transmission aux valorisations boursières peut être beaucoup plus rapide : la hausse des taux réels accroît le taux d'actualisation appliqué aux bénéfices futurs, pénalisant généralement davantage les actifs à longue duration, dont la valorisation dépend fortement de bénéfices attendus sur un horizon lointain.

La distinction entre taux nominaux et taux réels est donc importante. Une hausse des taux nominaux principalement alimentée par une progression des anticipations d'inflation n'a pas les mêmes implications qu'une hausse des taux d'actualisation réels. Cette dernière constitue une menace plus directe pour les multiples de valorisation. La concurrence entre les classes

d'actifs s'intensifie également. À mesure que les rendements obligataires augmentent, les rendements des dividendes et les flux de trésorerie futurs des actions doivent être comparés à une alternative obligataire de plus en plus attractive. Cela ne signifie pas nécessairement qu'une correction des marchés actions est imminente. Les bénéfices et les investissements des entreprises restent solides. Toutefois, le niveau de performance exigé pour des actifs risqués augmente, ce qui signifie que des résultats solides pourraient soutenir moins fortement les valorisations que lorsque les taux d'actualisation étaient plus faibles.

L'argument stratégique en faveur de l'obligataire se renforce

Sur les marchés obligataires mondiaux, le débat va désormais bien au-delà de la prochaine décision de 25 points de base des banques centrales. La question porte de plus en plus sur la rémunération exigée par les investisseurs pour maintenir une exposition en termes de duration dans un monde marqué par une inflation plus volatile, d'importants déficits budgétaires, des emprunts souverains considérables, des investissements soutenus des entreprises et un environnement d'offre moins prévisible.

Cet environnement est plus exigeant pour les investisseurs obligataires, mais il est également

source d'opportunités. À court terme, nous resterons sélectifs sur le crédit, prudents avant de conclure trop rapidement que les rendements à long terme ont atteint leur pic, et flexibles en matière de duration. Toutefois, chaque nouvelle hausse des taux renforce l'attrait du portage, tandis que le durcissement des conditions financières accroît parallèlement la probabilité d'un ralentissement de la dynamique économique. Pour l'heure, la correction rend les marchés obligataires plus difficiles à aborder d'un point de vue tactique, mais elle renforce parallèlement l'intérêt stratégique de cette classe d'actifs. ■



Un environnement structurellement plus inflationniste ne fait pas disparaître le cycle économique, et les périodes de tensions sur les marchés devraient continuer à créer des opportunités tactiques sur les emprunts d'État.



Immobilier industriel

La souveraineté économique de l'Europe en dépend



Craig Wright
HEAD OF EUROPEAN REAL ESTATE
INVESTMENT RESEARCH

Aberdeen
Investments

Lors des 75 dernières années, le tissu industriel européen s'est transformé en un modèle économique axé sur la mondialisation, ce qui le rend désormais inadapté à un monde en pleine fragmentation. La réponse sera une réindustrialisation avec un impact structurel sur l'immobilier.

Il y a douze mois, notre thèse était que les inquiétudes économiques mondiales et les fractures géopolitiques avaient mis en évidence le besoin de l'Europe de renforcer sa résilience.

Deux décennies d'hyperglobalisation ont rendu l'Europe vulnérable dans des secteurs tels que la sécurité, l'énergie, la chimie, les minéraux critiques, l'alimentation, l'automobile et la technologie – des chaînes de valeur qui sont aujourd'hui en train de se fracturer ou qui le sont déjà. Le continent subit désormais les conséquences d'une dépendance excessive vis-à-vis de l'Asie pour ses intrants économiques et des États-Unis pour sa sécurité.

Un an plus tard, nous avons encore progressé sur cette voie, marquée par des tensions géopolitiques accrues entre les États-Unis et la Chine, ainsi qu'avec d'autres puissances mondiales d'importance stratégique, sans mentionner le conflit au Moyen Orient. Face à cela les décisions politiques à l'échelle de l'UE et au niveau national visent de plus en plus à renforcer la résilience et à exploiter de nouveaux potentiels de croissance. Selon nous, ce changement radical entraînera une augmentation sensible de la demande en immobilier industriel et logistique au cours de la prochaine décennie. Cela inclut les installations de recherche et développement, les ateliers et des locaux industriels légers destinés à la maintenance et au prototypage, ainsi que des usines de production et d'assemblage. Cela comprend également toute une gamme de bâtiments adaptés aux opérations logistiques tout au long de la

chaîne d'approvisionnement. Cela se traduira par de nouvelles opportunités d'investissement attractives permettant de tirer parti des performances accrues du secteur. En particulier, grâce à la modernisation du parc industriel européen, insuffisant pour répondre aux nouvelles sources de demande et aux exigences en matière d'efficacité opérationnelle et énergétique.

Changements de politique économique

En réponse aux défis croissants de l'économie européenne (et comme l'encourageait le rapport Draghi), l'Europe s'engage dans une série de changements de politique économique destinés à redynamiser le bloc et à accroître sa résilience.

Politique de sécurité et de défense

Des initiatives telles que SAFE, ReArm Europe, le Programme européen pour l'industrie de la défense et Readiness 2030, l'obligation faite aux pays de l'UE de consacrer 60 % de leurs dépenses en matériel militaire à des produits de fabrication européenne d'ici à 2035, associées à un assouplissement budgétaire visant à soutenir les dépenses de défense, devraient générer une demande notable en installations industrielles et logistiques. Savills estime que la réalisation de l'objectif de l'OTAN visant à consacrer 3,5 % du PIB aux dépenses de défense pourrait générer 37 millions de mètres carrés de demande supplémentaire de la part des industries de la défense et des secteurs connexes.

Des politiques axées sur la résilience économique

C'est au-delà de la défense que nous observons certains des changements les plus profonds. L'année écoulée a vu la multiplication des mesures politiques de l'UE telles que le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (CBAM), la loi européenne sur les puces électroniques (European Chips Act), la loi européenne sur les médicaments essentiels (mars 2025) et les projets d'intérêt européen commun (IPCEI) de l'UE sur les batteries automobiles, le plan industriel du Pacte vert pour l'Europe qui soutient les projets nationaux dans les domaines de l'énergie solaire, éolienne et de l'hydrogène, enfin le récent Industrial Accelerator Act (IAA). Tous visent à renforcer la capacité industrielle de l'UE et à accélérer la décarbonation dans les secteurs stratégiques.

Déplacement des capacités industrielles vers l'Europe

La relocalisation résulte des pressions sur les chaînes d'approvisionnement liées aux risques et aux coûts croissants. Au début de la pandémie la part d'activité des sites de relocalisation avait augmenté de deux tiers, passant de 6 % en 2019 à 10 % en 2024, en juin 2025 elle attei-

gnait 15% (enquête Qima). Cette tendance s'est probablement accélérée à la suite des droits de douane imposés par l'administration Trump et les tensions du détroit d'Ormuz, les acteurs recherchant des chaînes d'approvisionnement plus résilientes même si plus coûteuses.

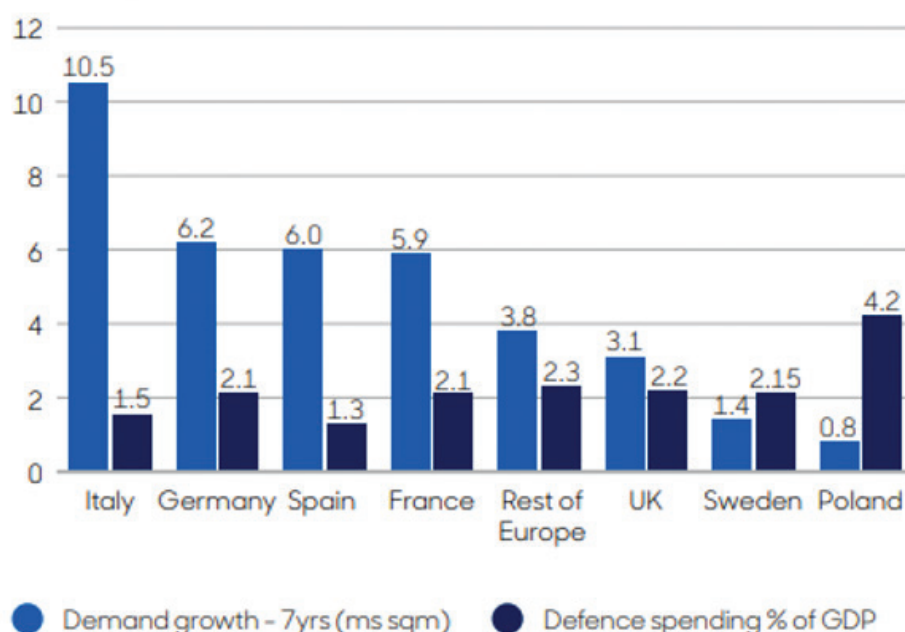
Les gains de productivité et la maîtrise des coûts via les progrès en matière d'automatisation, notamment l'impression 3D, devraient compenser la hausse des coûts de production globaux et renforcer l'attrait du 'nearshoring'.

Les taux de croissance du commerce électronique reviennent à la normale

Les données montrent que les taux de pénétration des ventes en ligne renouent avec une croissance régulière, à un rythme annuel de 5 à 10 %, comme c'était le cas avant les perturbations liées à la pandémie. Selon les données de la Fevad, la croissance des ventes en ligne en France a atteint 7,9 % au premier semestre 2025, par rapport au semestre précédent. Les prévisions indiquent que le taux de pénétration des ventes en ligne devrait revenir à environ 20 % à la fin de l'année 2026, soit un niveau similaire à celui at-

Figure 3: 2024 defence spending as a share of GDP and projected industrial demand increase as a result of 3.5% target

millions sqm and % of GDP



Source: Savills, NATO, Aberdeen December 2025.

teint au plus fort de la pandémie. Les prévisions actuelles concernant l'impact du commerce électronique sur la demande logistique européenne suggèrent que l'essor du commerce en ligne au cours des cinq prochaines années, combiné aux 37 millions de mètres carrés de demande locative supplémentaire provenant des dépenses de défense, créera des conditions très favorables.

Les tendances cycliques prennent un tournant

L'indice des directeurs d'achat (PMI) du secteur manufacturier de la zone euro s'est progressivement amélioré au cours des six derniers mois et a récemment dépassé la barre des 50 pour la première fois en plus de trois ans. Bien que les chiffres restent faibles, ils sont nettement meilleurs que le score de 45 de l'indice un an plus tôt. L'Allemagne reste sous la barre des 50, à 47,5 en décembre 2025, mais ce chiffre est à comparer à un résultat particulièrement faible de 40,7 enregistré un peu plus d'un an auparavant. Un allègement fiscal de 50 milliards d'euros en faveur des industriels lourds allemands et le plan de relance budgétaire de 500 milliards d'euros annoncé par le gouvernement allemand constituent des mesures de soutien. Celles-ci devraient avoir un impact significatif sur la demande de la plus importante économie manufacturière d'Europe.

Considérations géographiques

Les facteurs liés à l'emplacement ont toujours été la principale considération pour les installations industrielles et logistiques. Les opportunités actuelles présentent un ensemble de critères d'emplacement légèrement différent de celui auquel nous sommes habitués.

Pour les biens logistiques, nous continuons de privilégier les emplacements de taille moyenne en périphérie des villes, qui bénéficient à la fois d'une forte demande de la part des locataires et des investisseurs. Cependant, les changements structurels de la chaîne d'approvisionnement évoqués devraient profiter aux « ports de distribution » d'Europe du Nord, aux pôles multimodaux existants dans les grandes agglomérations, aux ports d'Europe du Sud reliés à l'Afrique du Nord et au Moyen-Orient, ainsi qu'aux sites où les coûts d'exploitation sont moins élevés, comme la Pologne et la République tchèque. Nous privilégions également les emplacements « dernier kilomètre » dans les grandes agglomérations, où la valeur résiduelle est plus élevée et où la croissance des loyers est plus forte.

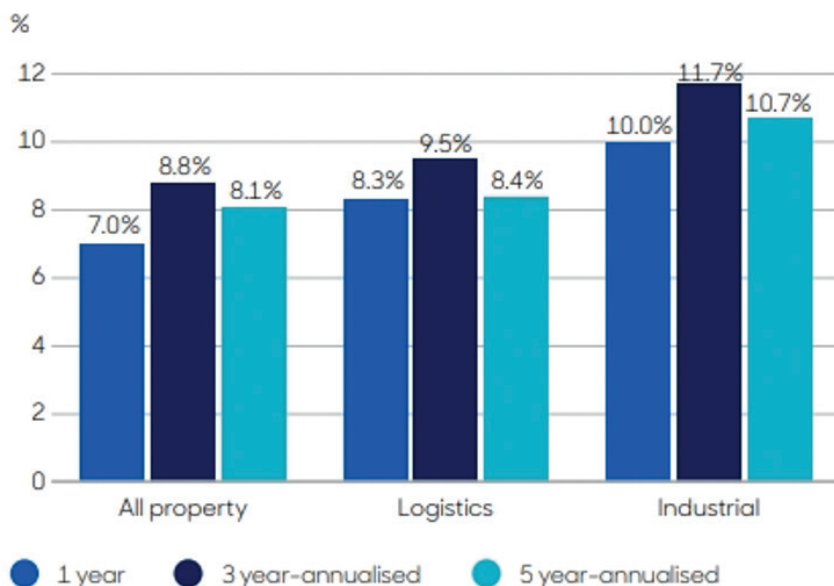
Les installations industrielles modernes accorderont une plus grande importance à la sécurité des sites qu'auparavant, mais l'accès à une main-d'œuvre qualifiée et la proximité d'entreprises et d'institutions complémentaires feront que les

Figure 8: European industrial market assessment

Market assessment rankings	Economic growth	Economic resilience	Global Risk Navigator	Market size & liquidity	Industrial index	Logistics index	Nearshoring potential	Defence & security	E-commerce penetration	Return forecasts	Average	Ranking
Germany	3	5	5	5	5	5	5	5	4	5	4.7	1
Netherlands	3	4	4	4	5	5	4	3	5	4	4.1	2
UK	3	2	5	5	4	4	3	5	5	3	3.9	3
France	2	3	4	5	4	5	4	5	3	3	3.8	4
Spain	5	2	3	4	2	3	4	4	5	3	3.5	5
Denmark	3	5	3	3	2	4	3	2	4	5	3.4	6
Sweden	4	4	5	3	3	4	1	3	3	4	3.4	7
Poland	5	1	1	4	4	3	5	4	2	2	3.1	8
Czech Rep	4	3	2	2	4	3	5	2	3	3	3.1	9
Italy	4	1	2	1	5	3	4	4	1	4	2.9	10
Belgium	3	3	2	2	3	4	2	3	4	3	2.9	11
Austria	2	4	3	3	3	4	2	1	2	1	2.5	12
Portugal	5	2	1	1	1	2	3	1	1	5	2.2	13
Finland	1	1	4	3	1	3	2	2	2	1	2	14

Source: Oxford Economics Economic Risk & growth forecasts, Aberdeen Global Risk Navigator 2025, RCA investment volumes, Unido industrial classification, World Bank Logistics Performance Index 2023, QIMA nearshoring tracker, NATO world defence spending, all data ranked and countries scored from 5 (best) to 1 (weakest) Aberdeen December 2025.

Figure 12: European industrial and logistics total return forecasts



Source: Aberdeen, December 2025; forecasts are unleveraged, excluding taxes and fees. Forecasts are offered as a guide only and actual results may differ significantly.

emplacements en périphérie des villes resteront essentiels. Certaines régions du Royaume-Uni, d'Allemagne, de France, des Pays-Bas, d'Espagne et du nord de l'Italie bénéficieront d'une demande supplémentaire liée aux dépenses de défense, toutefois, les agglomérations existantes devraient surperformer les nouveaux sites, car la concentration reste un facteur clé dans les décisions d'implantation de la plupart des entreprises.

En substance, nous restons ouverts quant aux endroits où de nouvelles opportunités émergeront, mais nous pensons que les sites établis en Allemagne, en France, aux Pays-Bas, en Espagne et au Royaume-Uni offriront les opportunités les plus intéressantes à l'avenir.

Indicateurs de performance industrielle

Des données récentes de Savills montrent que le marché de l'immobilier industriel et logistique commence à se redresser. Au troisième trimestre 2025, les taux de vacance dans le secteur logistique en Europe a baissé pour la première fois depuis plus d'un an, passant de 7 % à 6,8 % en septembre 2025. En parallèle une augmentation de 24 % des prises en charge au troisième trimestre a été constatée, le marché s'étant quelque peu affranchi de la prudence qui avait suivi le « Jour de la Libération ». L'offre nouvelle devrait également rester limitée, Savills

prévoyant une baisse de 20 % des nouveaux stocks livrés l'année prochaine. Cette tendance est également corroborée par les données de Green Street, qui prévoit que l'offre nouvelle totale tombera à 4 % du parc existant en 2026 et 2027. Les loyers augmentent à un rythme modéré de 1,9 % par an, à compter de septembre 2025. Ainsi, sur le plan opérationnel, le secteur se redresse après avoir atteint un creux cyclique.

La figure 12 ci-dessus, présente nos dernières prévisions de rendement total pour les segments industriel et logistique en Europe, par rapport à nos prévisions pour l'ensemble du secteur immobilier. Nous estimons que les perspectives conjoncturelles sont prometteuses et que les thèmes structurels décrits permettront au secteur d'enregistrer de solides performances. De plus, nous estimons que les actifs industriels auront l'avantage sur les actifs logistiques, ce segment affichant une croissance des loyers plus soutenue. Cela se traduira par une croissance plus rapide des résultats opérationnels, grâce à des baux plus courts et à la possibilité de mettre en œuvre une gestion d'actifs visant à améliorer les caractéristiques des biens.

Nous prévoyons que des rendements plus élevés et une convergence partielle des rendements dans les secteurs industriel et logistique devrait entraîner une surperformance des actifs industriels. ■



Gestion d'actifs

Vers une refonte des partenariats d'exécution

Nick Zylkowski
MANAGING DIRECTOR,
CO-HEAD OF CUSTOMIZED
PORTFOLIO SOLUTIONS



Face à des portefeuilles plus complexes et des risques accrus, les investisseurs repensent les modèles fragmentés. L'approche globale du portefeuille s'impose pour mieux coordonner couverture, liquidité et exécution, tout en conciliant personnalisation, maîtrise des coûts et économies d'échelle.

Les équipes de gestion sont confrontées depuis longtemps à la complexité de l'implémentation des stratégies d'investissement, mais leur manière d'y répondre évolue.

Traditionnellement, les investisseurs s'appuient sur plusieurs gérants et spécialistes pour mettre en œuvre leur stratégie globale : gestion active et passive, overlays, gestion des transitions, trading ou encore mise en place de portefeuille de complétion. Si cette organisation répondait aux besoins d'un environnement de marché plus simple, elle génère aujourd'hui davantage d'inefficacités opérationnelles et de coûts.

Face aux tensions sur la liquidité, aux exigences croissantes de personnalisation et à la complexité des marchés, les équipes d'investissement s'interrogent sur les bénéfices d'une approche plus intégrée, susceptible d'améliorer leurs processus et, à terme, les résultats obtenus pour leurs clients.

Des pressions croissantes sur la liquidité

La gestion de la liquidité est devenue un enjeu majeur alors que le taux de distribution des investissements privés ralentit ces dernières années. Cette baisse des revenus complique le financement des prestations, la gestion des appels de capitaux et des autres engagements des portefeuilles, et in fine le respect des objectifs d'allocation stratégique. Cette situation impose un exercice d'équilibriste : préserver la liquidité sans déséquilibrer les expositions aux

marchés liquides ni s'éloigner de l'exposition recherchée. Les investisseurs adoptent ainsi de plus en plus une approche fondée sur le portefeuille global. Les stratégies de couverture, de complétion de portefeuille et les outils de rééquilibrage systématique sont davantage utilisés pour maintenir les expositions, répondre aux besoins de liquidité et renforcer la flexibilité des portefeuilles dans des marchés volatils.

Les risques de concentration mettent la diversification à l'épreuve

La gestion des risques se complexifie également. La forte concentration des marchés, notamment sur les grandes capitalisations américaines, réduit l'efficacité de la diversification traditionnelle qui ne peut seule protéger contre la concentration des risques sur un nombre limité d'émetteurs ou de secteurs.

Les investisseurs recherchent donc des outils plus précis pour la mise en place de portefeuille de complétion et de stratégie de couverture afin de gérer le risque de concentration et les risques non souhaités à l'échelle du portefeuille global. Cette évolution stimule la demande pour des solutions capables de coordonner dynamiquement les expositions, avec l'appui d'outils d'analyse mesurant le risque global du portefeuille.

Ils élargissent également leur palette d'outils, en recourant notamment à la couverture active du risque de change, aux stratégies d'alpha portable, aux modèles d'implémentation utilisés

pour les ETF et à des dispositifs de complétion plus sophistiqués, afin d'améliorer la précision des portefeuilles tout en conservant leur flexibilité.

La personnalisation réinvente les modèles de partenariat

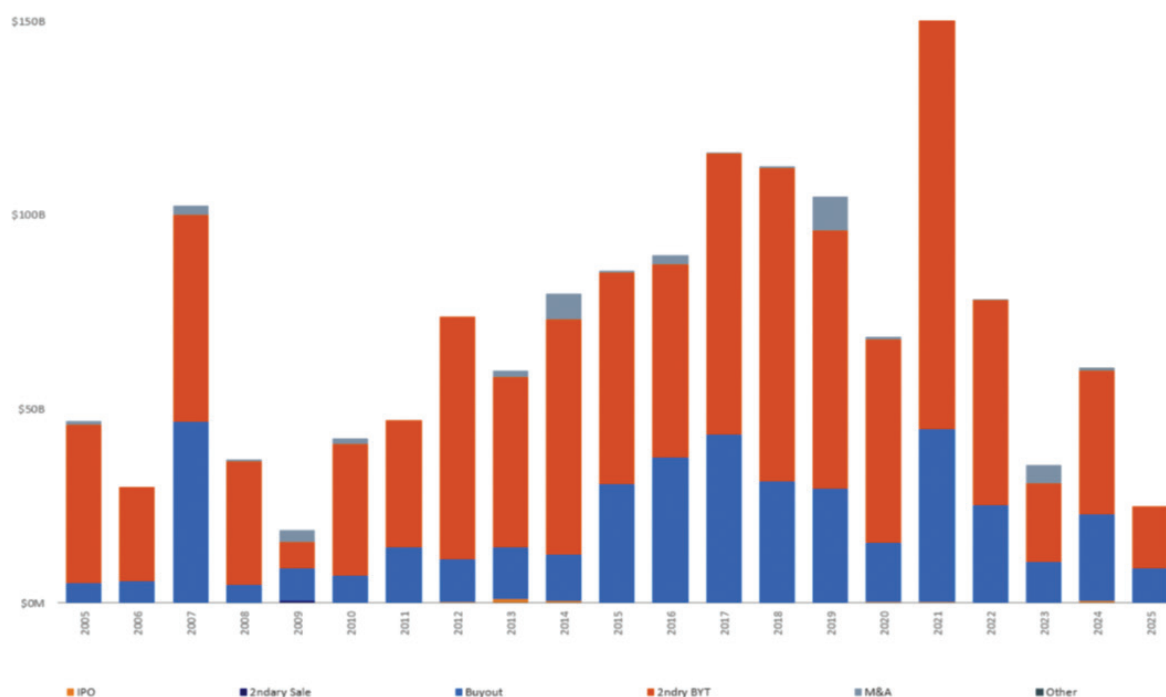
Les exigences de personnalisation progressent aussi bien chez les investisseurs institutionnels que dans la gestion de patrimoine, conduisant les organisations à repenser leurs modèles de partenariat. Certains souhaitent ajuster plus finement leurs expositions par facteur, secteur ou région, tandis que d'autres mettent en place des exclusions ou des critères d'investissement alignés sur leur mission. La gestion fiscale ne concerne plus uniquement la gestion de patrimoine. De plus en plus d'investisseurs institutionnels cherchent à mieux maîtriser leurs plus ou moins-values et les revenus générés par leurs portefeuilles afin d'optimiser la gestion de leurs engagements. Ces nouvelles attentes accroissent la complexité opérationnelle et renforcent l'intérêt pour des partenaires capables de proposer des solutions personnalisées, évolutives et déployables à

grande échelle. Parallèlement, les établissements financiers doivent réduire leurs coûts, gagner en efficacité et différencier leurs offres dans un environnement toujours plus concurrentiel. Les progrès technologiques accélèrent cette évolution en facilitant le développement de portefeuilles personnalisés, de stratégies intégrant les considérations fiscales et de modèles d'investissement déployables à grande échelle.

Implications pour les investisseurs

L'environnement d'investissement devient de plus en plus complexe. Si de nombreux investisseurs disposent déjà des outils et des partenaires nécessaires, le véritable défi consiste désormais à coordonner efficacement ces différentes expertises à l'échelle du portefeuille global. À mesure que les contraintes de liquidité, les exigences de personnalisation et la complexité des portefeuilles augmentent, les modèles les plus intégrés devraient gagner en importance. Les partenariats d'investissement devront ainsi offrir davantage d'intégration, de flexibilité et d'évolutivité pour répondre aux nouveaux défis des marchés. ■

Ralentissement des distributions



Source : Prequin 'Private Equity en 2026'

Financement des petites entreprises

Des solutions contre les retards de paiement



Fabrice Rossary
PRÉSIDENT
EXPERTISE DE DETTE PRIVÉE



Le durcissement des conditions de crédit touche particulièrement les petites entreprises alors même que le sujet du refinancement des PGE (Prêt Garanti par l'Etat) va prendre de l'ampleur. Pour atténuer les effets négatifs de cet environnement contraint, des dispositifs peu coûteux pourraient être mis en œuvre.

Le contexte n'est guère favorable aux petites entreprises en quête de financement. La fragmentation de l'économie mondiale, l'endettement des Etats et les tensions géopolitiques autour des zones de production de matières premières sont autant de facteurs nourrissant un nouveau régime de croissance plus faible et d'inflation persistante en Europe. Ce phénomène contraint la Banque centrale européenne (BCE) à conserver ses taux à un niveau jugulant les pressions inflationnistes au détriment de la relance de la croissance. Ce nouveau resserrement des conditions d'octroi de crédit frappe particulièrement les petites entreprises en créant une certaine tension sur leur trésorerie et un report des investissements dans un contexte de plus grande incertitude.

En France la fragilité de l'écosystème des petites entreprises est toujours de mise avec un nombre élevé de faillites. Une enquête de la Banque de France, parue en avril dernier, indiquait que leur nombre s'établissait à 69 392, un nouveau record avec une accélération au premier tri-



Pour certaines entreprises, le CIR représente un outil de financement structurant : jusqu'à 30 % des dépenses éligibles de R&D peuvent être remboursées par l'État.

mestre. Et les perspectives ne sont pas bonnes. En effet, le début de la période d'échéance des PGE (Prêt garanti par l'Etat) attribués pendant la

crise sanitaire va commencer cet été. 680 000 entreprises en ont bénéficié pour plus de 144 milliards d'euros, dont 69 milliards sont encore à rembourser. La possibilité offerte par le gouvernement de rééchelonner ces dettes de deux à quatre ans devrait atténuer le phénomène de « mur de remboursement » mais pour de nombreuses structures, cela restera insuffisant. Pour l'instant le taux d'appel à garantie est resté contenu à 4% mais pour combien de temps ?

En outre, 25% des faillites constatées s'expliquent toujours par des retards de paiement. Deux propositions de loi visant à durcir les sanctions contre les mauvais payeurs sont actuellement en discussion. L'ironie étant que l'Etat lui-même n'est pas un très bon payeur.

En effet, environ un tiers des retards de paiement proviennent de collectivités territoriales ou d'organismes publics.



Mobiliser plus en amont les créances du Crédit d'impôt recherche (CIR)

Pour y remédier, l'Etat a annoncé vouloir porter un fonds public d'affacturage qui devrait voir le jour en 2028 et assurerait, sous un mois, le paiement des factures en lieu et place d'une entité publique pour les PME dont 30% du chiffre d'affaires y serait lié. Le fonds se substituerait alors à l'entreprise pour recouvrer la créance.

Parmi les autres solutions permettant de financer directement l'économie réelle, la mobilisation des créances de Crédit d'impôt recherche (CIR) constitue une illustration particulièrement intéressante. Pour certaines entreprises, le CIR représente un outil de financement structurant : jusqu'à 30 % des dépenses éligibles de R&D peuvent être remboursées par l'État. L'anticipation de cette créance, par un acteur privé, permet d'accélérer les cycles d'investissement, de soutenir l'innovation et d'améliorer la situation de trésorerie des entreprises concernées. Certains fonds d'investissement proposent ce

type de mécanisme. Au-delà de son utilité économique, cette approche présente la particularité de s'appuyer sur un risque « État français », tout en offrant une rémunération attractive au regard du risque sous-jacent qui peut atteindre 5 % net (Euribor 6 mois + prime de 2,5 %). Ce rendement est comparable à celui des obligations high yield pourtant notées BB/B et dont le taux de défaut annuel devrait s'approcher de 4%. Cette prime importante au regard du risque est due aux barrières à l'entrée de ce type de financements. En effet, ils requièrent une organisation spécifique et une forte technicité sans commune mesure avec la simplicité d'investir dans des obligations high yield.

Dans le contexte actuel, où l'incertitude laisse présager une hausse des taux de défaut des entreprises, ces types de financements, décorrés du cycle économique, devraient tirer leur épingle du jeu. Ils permettent aux investisseurs de construire une position d'attente tout en conservant un rendement compétitif. ■



25% des faillites constatées s'expliquent toujours par des retards de paiement. Deux propositions de loi visant à durcir les sanctions contre les mauvais payeurs sont actuellement en discussion.

Résilience active

Une nouvelle approche des portefeuilles



Charles Moussier
EUROPEAN HEAD OF INSURANCE
SOLUTIONS



Dans un environnement marqué par le retour du rendement obligataire, la compression des spreads et des changements de régime plus fréquents, la résilience ne consiste plus uniquement à réduire le risque. Elle repose sur la construction de portefeuilles capables de traverser durablement les cycles tout en préservant leur capacité à créer de la valeur.

Le retour des rendements obligataires ne signifie pas le retour de la simplicité. Face à des spreads comprimés et à des régimes plus instables, la performance durable dépend moins de la prise de risque supplémentaire que de la qualité de construction des portefeuilles.

La fin de la résilience défensive

Pendant plus d'une décennie, les investisseurs obligataires ont évolué dans un environnement dominé par des politiques monétaires exceptionnellement accommodantes. La baisse continue des taux d'intérêt et l'action des banques centrales ont soutenu la valorisation des actifs obligataires tout en comprimant progressivement les primes de risque. Dans ce contexte, la résilience consistait principalement à gérer l'exposition aux taux et à diversifier les risques de crédit. Les changements de régime étaient rares, les banques centrales jouaient un rôle stabilisateur et la durée constituait souvent la principale source de performance. Depuis 2022, les obligations



La BCE sont passés d'un territoire négatif à plus de 4 % avant de revenir autour de 2 %, provoquant l'une des plus fortes corrections obligataires des dernières décennies.

ont retrouvé du rendement mais perdu une partie de leur pouvoir stabilisateur. Les taux directeurs de la BCE sont passés d'un territoire négatif à plus de 4 % avant de revenir autour de 2 %, provoquant l'une des plus fortes corrections obligataires des dernières décennies. Dans le même temps, les investisseurs doivent gérer simultanément le risque de taux, le risque de crédit et les besoins de liquidité. Cette évolution modifie profondément la notion même de résilience. Historiquement, celle-ci a souvent été associée à une approche défensive consistant à réduire les expositions, raccourcir la durée ou renforcer les positions liquides afin de traverser une période de stress. Or, lorsque les changements de régime deviennent plus fréquents et que les spreads demeurent comprimés, cette logique atteint ses limites. L'il-

lustration 1 montre qu'au 31 juillet 2026, les spreads Investment Grade américains, européens et britanniques s'établissaient respectivement à 79, 77 et 66 points de base, très en deçà des niveaux observés lors des crises précédentes. Les inves-



tisseurs continuent ainsi de porter des risques de taux, de crédit et de liquidité significatifs, alors même que la prime de crédit disponible pour les rémunérer reste historiquement modeste. Dans ce contexte, la question n'est plus seulement de savoir comment réduire le risque, mais comment construire des portefeuilles capables de fonctionner efficacement à travers plusieurs régimes de marché. Lorsque la rémunération du risque devient plus limitée, la qualité de sa construction devient plus importante.

La résilience ne consiste donc plus uniquement à réduire le risque. Elle consiste à combiner différentes sources de rendement, à sélectionner des actifs capables d'absorber les chocs et à conserver suffisamment de flexibilité pour rester investi lorsque l'environnement change. C'est cette approche que nous qualifions de résilience active.

De la protection à la résilience active

La résilience traditionnelle repose essentiellement sur une logique de réduction du risque. Elle cherche à limiter les pertes potentielles en diminuant certaines expositions ou en privilégiant les actifs considérés comme les plus défensifs. Cette approche conserve toute sa pertinence, mais elle demeure souvent dépendante d'un scénario particulier.

La résilience active repose sur une logique différente. Son objectif n'est pas seulement de protéger le portefeuille lors des périodes difficiles, mais de lui permettre de fonctionner durablement dans plusieurs environnements de marché. Elle s'appuie sur trois piliers complémentaires : l'adaptation plutôt que la prévision, la robustesse structurelle des risques détenus et la discipline dans l'allocation du capital.



Illustration 1. Spreads des obligations d'entreprise Investment Grade, décembre 2007 à juillet 2026, en points de base.

Source : M&G, Bloomberg. Données au 31 juillet 2026. Indices précisés dans l'illustration.

Résilience traditionnelle : réduire le risque (mono-scénario)

- **Approche défensive et statique** : réduction mécanique du risque (exposition, duration, liquidité), protectrice mais peu créatrice d'alpha.
- **Résilience conditionnelle** : sous-performance limitée en stress, mais dépendante du régime et peu adaptable.

Résilience active : structuration du risque, performance à travers les cycles

- **De la résilience passive** : réduction du risque, dépendante du régime et des arbitrages en crise
- **...à une résilience active** : construite ex-ante via structuration, diversification et discipline de pilotage
- **Résultat** : traverser les cycles sans ventes contraintes ni décisions d'urgence — un portefeuille qui tient dans tous les régimes

La résilience active ne vise pas à éviter les cycles, mais à traverser les phases défavorables sans perdre la capacité de créer de la valeur ensuite.

Illustration 2. Résilience traditionnelle et résilience active : de la réduction à la structuration du risque.

La différence est essentielle : la résilience traditionnelle cherche principalement à réduire le risque, tandis que la résilience active cherche à organiser le risque de manière à préserver la capacité du portefeuille à fonctionner dans plusieurs scénarios économiques.

Premier pilier : l'adaptation plutôt que la prévision

Pendant longtemps, la performance obligataire reposait largement sur la capacité à anticiper la direction des taux et l'évolution du cycle économique. Or les dernières années ont montré qu'inflation, resserrement monétaire, tensions géopolitiques et changements de politique budgétaire pouvaient rapidement modifier les moteurs de performance. Dans un environnement où les régimes se succèdent plus vite, la dépendance à un scénario central devient elle-même une source de risque. Les expositions rigides constituent alors une vulnérabilité. La gestion de la duration, l'allocation entre les segments du crédit et la diversification des moteurs de rendement doivent permettre au portefeuille de s'ajuster lorsque les conditions évoluent. L'objectif est de préserver son optionnalité, c'est-à-dire sa capacité à fonctionner sous plusieurs trajectoires de marché plutôt qu'à dépendre d'une seule. La résilience repose ainsi moins sur la capacité à prévoir le prochain cycle que sur la capacité à rester pertinente à travers plusieurs cycles.

Deuxième pilier : la robustesse structurelle

Le deuxième pilier de la résilience active repose sur la qualité intrinsèque des risques détenus.

Lorsque les spreads sont généreux, le rendement supplémentaire peut absorber une partie des erreurs d'investissement. Lorsqu'ils se resserrent, cette marge de sécurité diminue et la qualité du risque devient déterminante.

L'analyse ne peut alors plus se limiter au spread affiché. Elle doit intégrer la qualité des protections contractuelles, la hiérarchie des créanciers, la visibilité des flux financiers et la capacité de l'actif à absorber des chocs. Cette réflexion est particulièrement pertinente pour les investisseurs institutionnels soumis à des contraintes prudentielles, comptables ou réglementaires.

Les actifs titrisés Investment Grade constituent une illustration de cette logique. Leur profil de risque repose en partie sur des mécanismes de rehaussement de crédit, de subordination, de séniorité et de diversification destinés à absorber des pertes avant qu'elles n'affectent les tranches les mieux protégées. Leur exposition souvent à taux variable peut également limiter la sensibilité directe à la duration. Ces protections n'éliminent toutefois ni le risque de crédit, ni le risque de liquidité, ni le risque de perte en capital.

Toutefois, la résilience ne résulte pas uniquement des caractéristiques intrinsèques des actifs détenus. Elle dépend également de la capacité du gérant à sélectionner les expositions les plus attractives, à arbitrer entre les différents segments du crédit et à adapter le portefeuille lorsque les régimes de marché évoluent. Les approches de crédit Total Return illustrent cette combinaison entre robustesse structurelle et pilotage actif. Elles permettent de diversifier les

Enquête Af2i-Agefi

L'édition 2026 disponible
sur www.af2i.org "Contenus Membres"



L'AGEFI

Enquête
— 2026 —

sources de rendement en combinant plusieurs segments du marché du crédit, parmi lesquels les ABS Investment Grade, tout en ajustant les allocations au fil du cycle. L'illustration 3 montre comment différentes stratégies de crédit ont traversé plusieurs épisodes de stress. Elle rappelle que la résilience ne se mesure pas uniquement au point bas atteint lors d'une crise, mais également à la capacité du portefeuille à rester investi et à participer à la phase de normalisation qui suit.

Troisième pilier : la discipline du capital

L'adaptation du portefeuille et la qualité intrinsèque des actifs détenus constituent deux dimensions essentielles de la résilience. Une troisième dimension est souvent plus difficile à mettre en œuvre : la discipline dans l'allocation du capital. Lorsque les spreads sont comprimés et que les primes de risque deviennent limitées, la tentation est forte d'allonger la durée, d'abaisser la qualité du crédit ou d'accroître le levier afin de préserver le rendement du portefeuille. Pourtant, ces ajustements augmentent souvent davantage le risque qu'ils n'améliorent véritablement la rémunération attendue.

Pour les investisseurs institutionnels, la résilience repose aussi sur la capacité à accepter qu'une partie du capital ne soit pas investie dans des risques insuffisamment rémunérés. Cette discipline permet de conserver une capacité d'action

lorsque les spreads se normalisent ou que de nouvelles opportunités apparaissent.

Dans cette perspective, certaines stratégies de dette privée, de financement d'infrastructures ou de transition énergétique peuvent constituer des alternatives pertinentes lorsqu'elles reposent sur des flux contractuels robustes, une structuration prudente et une rémunération cohérente avec les risques assumés.

La résilience ne résulte donc pas uniquement de la capacité à investir sur le long terme. Elle réside également dans la capacité à déployer le capital avec discipline, lorsque le couple rendement-risque reste attractif.

Quand la résilience devient une source de performance

Le retour du rendement obligataire ne marque pas le retour de la simplicité. Dans un environnement où les marges de sécurité offertes par les spreads demeurent limitées, la résilience devient un enjeu de construction de portefeuille autant que de gestion du risque.

Adaptabilité, robustesse structurelle et discipline du capital constituent trois leviers complémentaires permettant de traverser les cycles sans remettre en cause les objectifs d'investissement.

Dans un monde où le portage est revenu sans restaurer la prévisibilité des cycles, la performance durable dépend moins de la quantité de risque assumée que de la qualité du risque construit. ■

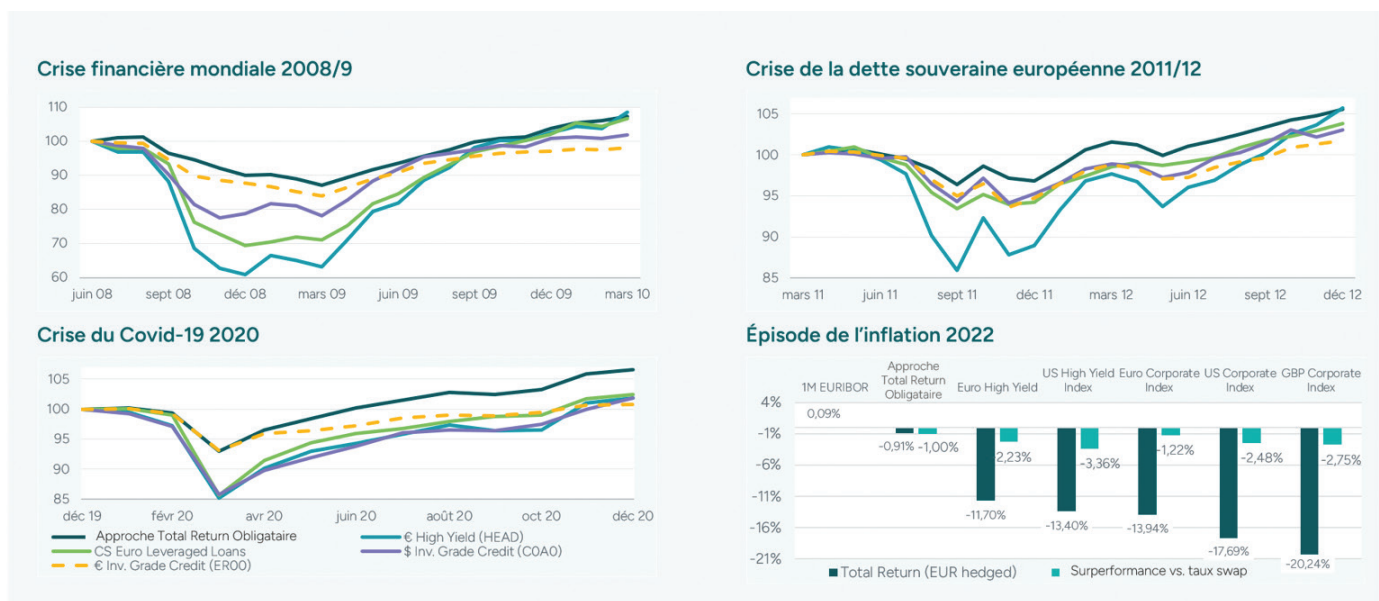


Illustration 3. Comportement d'une approche Total Return Credit et de plusieurs indices de crédit lors de quatre épisodes de stress.

Source : M&G, à titre illustratif uniquement. La performance de l'approche Total Return est représentée par le composite GIPS du M&G Total Return Credit Fund. Indices ICE BofA Merrill Lynch, références UC00, HEAD et C0A0, et indice Credit Suisse Euro Leveraged Loan. Données au 31 décembre 2022. Rendements

Dossier Af2i

Disponible en français et en anglais sur www.af2i.org
"Contenus Membres"



Les Dossiers de l'Af2i

ESG & financement de l'industrie du nucléaire civil

Novembre 2025



INSTITUTIONNELS



association française des
investisseurs institutionnels