

JUILLET 2026

RÉSILIENCE FACE À L'INCERTITUDE : LES MARCHÉS NON COTÉS AU S2 2026

Jeff Miller

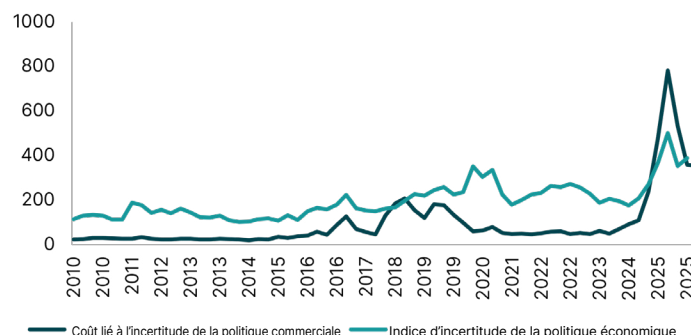
Directeur des investissements



Le monde est au cœur d'une évolution qui pourrait définir une nouvelle ère. Bien que l'IA présente des perspectives très attrayantes, elle émerge à un moment de grande vulnérabilité face à un ensemble de forces économiques plus importantes. Nous traversons une période où chaque année semble apporter une nouvelle série d'événements macroéconomiques et géopolitiques importants, ce qui contribue à créer un contexte difficile pour les investisseurs. Ces événements se produisent avec une fréquence accrue et nous pensons que cela est attribuable à la présence de plusieurs forces structurelles majeures, notamment un paysage géopolitique en mutation, un bouleversement technologique de grande ampleur, une polarisation de plus en plus importante du paysage politique et des niveaux d'endettement plus élevés dans le système. Malgré ce contexte, la croissance économique se maintient et les marchés des actions cotées ont enregistré de solides performances. Nous pensons que cette dichotomie s'explique par la croissance et les dépenses liées à l'IA, ainsi que par l'ampleur du soutien monétaire et budgétaire.

Le contexte économique en milieu d'année 2026 est particulièrement remarquable. Il s'opère actuellement un changement géopolitique si profond que certains y voient la fin de l'ordre mondial issu de la Seconde Guerre mondiale : cela se manifeste par des tensions commerciales et des droits de douane, par deux conflits militaires distincts et par les chocs d'approvisionnement qui en ont découlé. Certaines régions connaissent une polarisation politique sans précédent, accompagnée d'une hausse des dépenses publiques et de la dette. En outre, bien que l'IA constitue clairement une opportunité majeure et prometteuse, elle représente également un risque pour certains secteurs d'activité et bassins de main-d'œuvre. Tant que ces enjeux majeurs resteront d'actualité, nous devrions nous attendre à une volatilité plus élevée, à une incertitude accrue et à une baisse de la confiance des consommateurs.

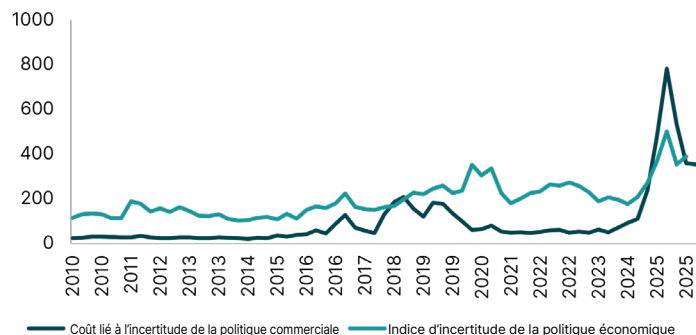
Mesures de la confiance des consommateurs (exprimées en scores Z)



Source : Université du Michigan, OCDE via la Réserve fédérale de Saint-Louis, scores z calculés depuis 1980 et 1990 pour la Chine

Mais, de façon étonnante, dans ce contexte volatil et incertain, la croissance mondiale a fait preuve d'une réelle résilience et les prévisions du PIB sont restées intactes.

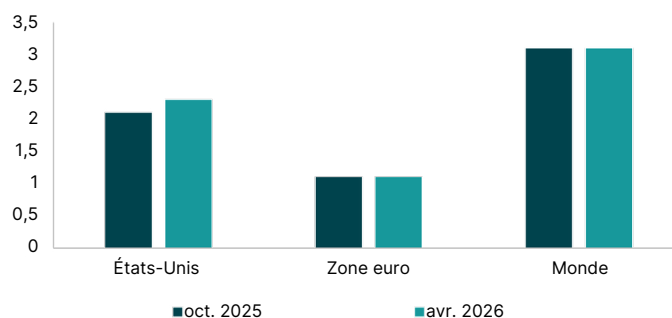
Incertainité mondiale



Source : Baker et al. via la Réserve fédérale de Saint-Louis, Caldara et al.

Aux États-Unis, la confiance des consommateurs a d'ores et déjà atteint son plus bas niveau enregistré depuis le début de l'enquête de l'Université du Michigan en 1952.

Prévisions de croissance du PIB 2026 du FMI, en %

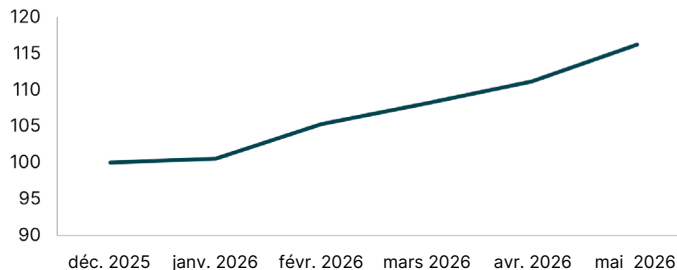


Source : FMI



Les bénéfices des entreprises sont également restés solides aux États-Unis, avec une accélération des projections de bénéfices à 12 mois.

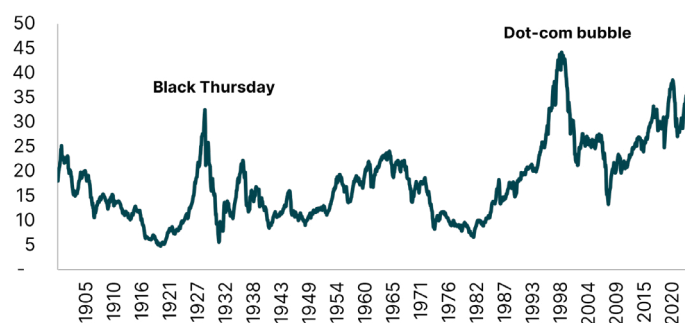
BPA prévisionnel à 12 mois du S&P 500 Prévisions du consensus, déc. 2025=100



Source : Bloomberg

De même, les marchés cotés ont affiché de solides performances dans de nombreuses régions, tout particulièrement dans le S&P 500, où les valorisations sont désormais proches de leurs plus hauts historiques.

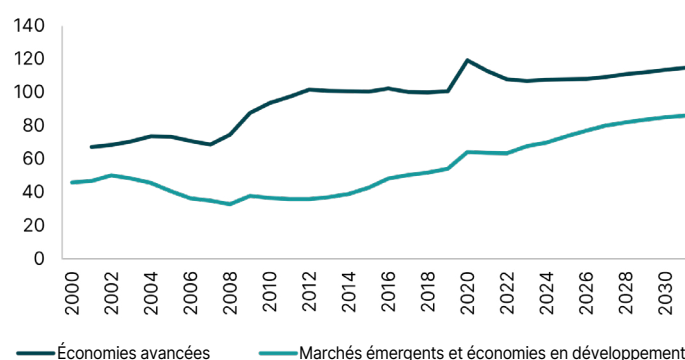
Ratio cours/bénéfices corrigé des variations cycliques



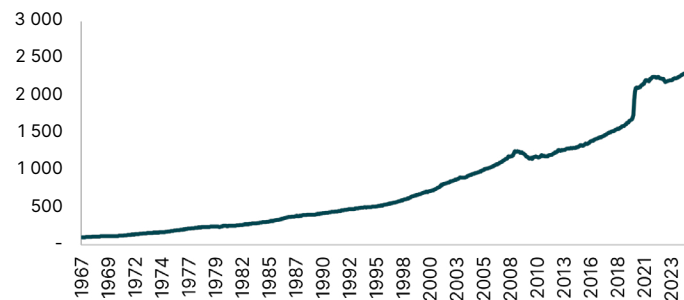
Source : Bloomberg

Pourquoi l'impact sur nos marchés et nos économies n'a-t-il pas été plus significatif malgré la multitude d'événements majeurs et transformateurs qui se produisent à travers le monde ? La résilience des marchés a en partie été soutenue par le niveau élevé de liquidité actuellement présent dans le système. Le ratio dette publique/PIB dépasse désormais largement les 100 % pour les économies avancées, et les marchés émergents s'apprêtent à atteindre ces niveaux.

Ratio dette publique/PIB, en %



Masse monétaire américaine au sens large, Divisia M4, janv. 1967=100



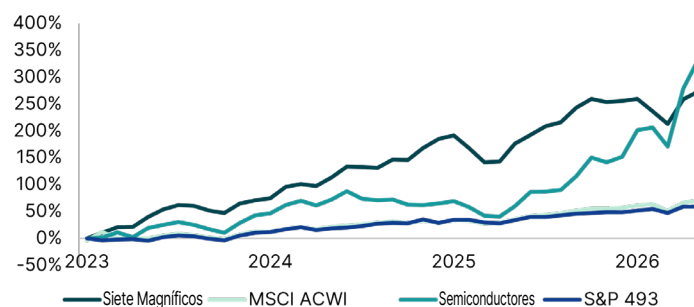
Source : FMI ; Center for Financial Stability

Selon de nombreux économistes, les mesures actuelles de relance monétaire et budgétaire se répercutent sur les bénéfices des entreprises, qui demeurent élevés par rapport aux niveaux historiques. Cette dynamique soutient à la fois les valorisations de marché tout en compliquant la lutte contre l'inflation.

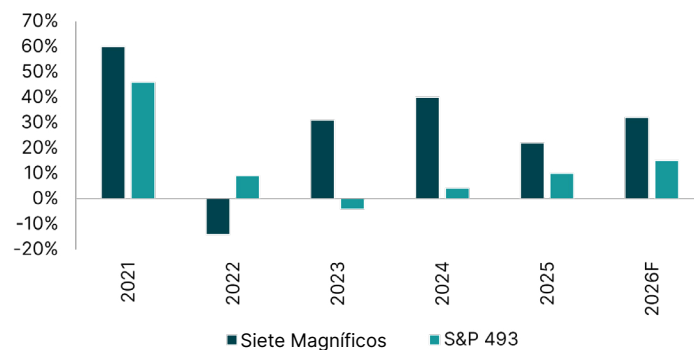
Les risques et les opportunités liés à l'IA

La résilience globale de l'économie a néanmoins été portée par la vigueur du secteur de l'IA. En particulier, sur les marchés cotés, nous avons constaté une performance remarquable des valeurs technologiques des « Magnificent Seven » et des entreprises de semiconducteurs, qui ont véritablement propulsé le marché vers le haut. De plus, l'essor de la productivité liée à l'IA a permis de compenser la baisse des bénéfices dans le reste du S&P 500.

Performance des indices actions depuis 2023



Croissance des bénéfices, variation annuelle en %

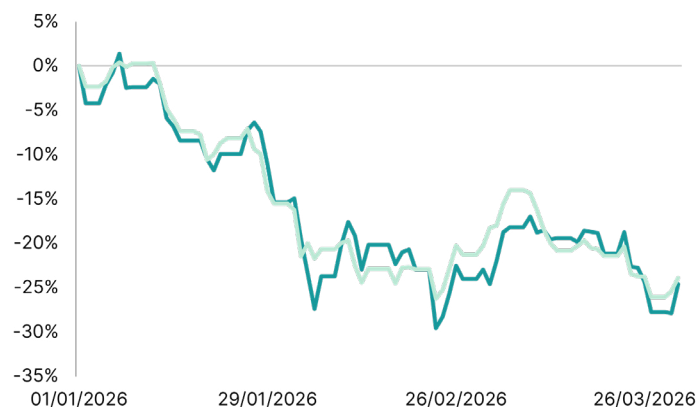


Source : LSEG pour l'indice MSCI ACWI, l'indice MerQube MAG7 Equal-Weighted et l'iShares MSCI Global ETF, Bloomberg pour l'indice S&P 500 ex Magnificent 7

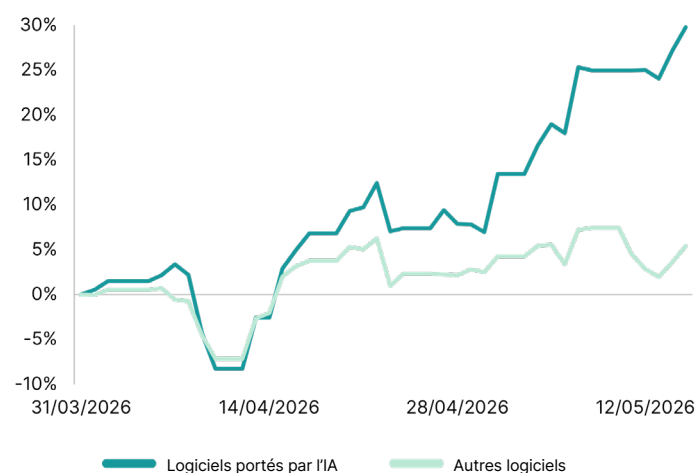
Au cours du premier semestre 2026, de nombreux gros titres alarmistes ont traité des risques liés aux logiciels et à l'IA. La vente massive de 48 heures du secteur SaaS en février, surnommée la « SaaS apocalypse », a entraîné une baisse d'environ 285 milliards de dollars de la valorisation des entreprises de logiciels en tant que service. Toutefois, à l'issue du premier semestre, il apparaît clairement que les entreprises présentant les caractéristiques adéquates, à savoir celles qui sont solidement ancrées auprès de leur clientèle et qui jouent un rôle clé dans la gestion des données de leurs clients, pourraient être idéalement positionnées pour prospérer dans ce contexte. Il s'agit des entreprises qui pourraient tirer parti de l'IA pour approfondir leurs relations avec leurs clients et accéder à de nouvelles sources de revenus au sein de leurs bases de clients. Or, les entreprises SaaS acquièrent, développent et intègrent d'ores et déjà des outils d'IA pour renforcer leurs capacités.

Performance des actions cotées

Performance du T1 2026



T2 2026 (à ce jour)

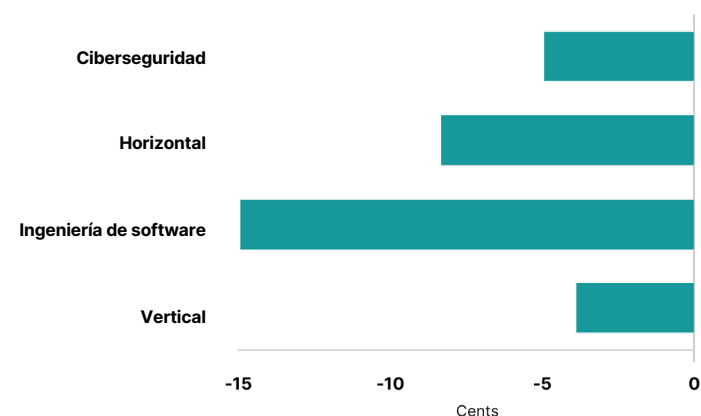


Source : CapIQ. Note : reflète l'évolution du 20 janvier au 23 avril

Il existe cependant une réelle pression sur les entreprises qui ne possèdent pas les meilleurs atouts, ce qui entraîne une véritable dispersion sur les marchés. Nous sommes actuellement en phase de tri, en distinguant les gagnants des perdants. Cependant, il est clair que, même si les résultats ne seront pas aussi mauvais que prévu, les perspectives ne seront jamais aussi favorables qu'auparavant pour l'ensemble des entreprises de logiciels.

Performance de la dette publique

Variation du coût du crédit par type d'activité logicielle



Sources : Analyse du WSJ (classification des entreprises) ; S&P Global Price Viewer (variations du coût)

Quelle que soit l'évolution des entreprises de logiciels, il ne fait aucun doute qu'une opportunité majeure se dessine avec le déploiement des infrastructures d'IA. Le montant dépensé à l'échelle mondiale pour les infrastructures liées à l'IA pourrait atteindre 2 600 milliards de dollars en 2026¹, et le déploiement de centres de données d'IA devrait nécessiter des investissements de près de 7 000 milliards de dollars d'ici 2030².

Ces chiffres indiquent clairement que l'opportunité qui se dessine est considérable. Il convient toutefois de rappeler que la plupart des grandes mutations technologiques que nous avons observées par le passé ont été accompagnées, à un moment donné du cycle, par des dépenses démesurées, un surinvestissement dans les infrastructures et des valorisations excessives. Il s'agit d'un phénomène observé au cours du développement des chemins de fer au Royaume-Uni, de la correction du secteur des télécommunications et de l'essor d'Internet à la fin des années 1990 et au début des années 2000. Ces événements ont entraîné une hausse significative des valorisations, suivie d'une correction.

Alors que les économistes soulignent que les dépenses actuelles consacrées au développement de l'IA contribuent d'ores et déjà à hauteur d'environ 1 % à la croissance du PIB réel des États-Unis³, il s'agit là d'un enjeu qui génère clairement un impact considérable sur nos perspectives économiques, ainsi que sur les valorisations et les performances des marchés cotés.

¹ Source : Prévisions de Gartner : Dépenses en IA à l'échelle mondiale, de 2025 à 2030, T1 2026

² Source : McKinsey, Le coût du calcul, avril 2025

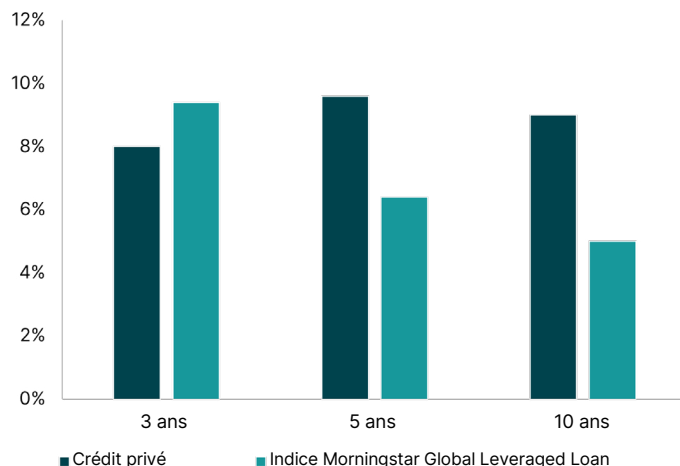
³ Source : Dean Baker, CEPR, PIB du premier trimestre 2026, avril 2026



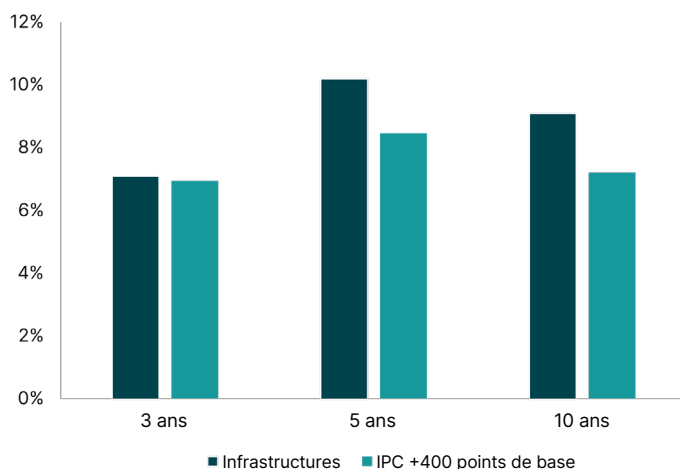
Les marchés non cotés demeurent solides

Au sein des marchés non cotés, les performances à moyen et long terme demeurent solides par rapport à leurs indices de référence sur les marchés cotés, notamment dans le crédit et les infrastructures.

Crédit privé



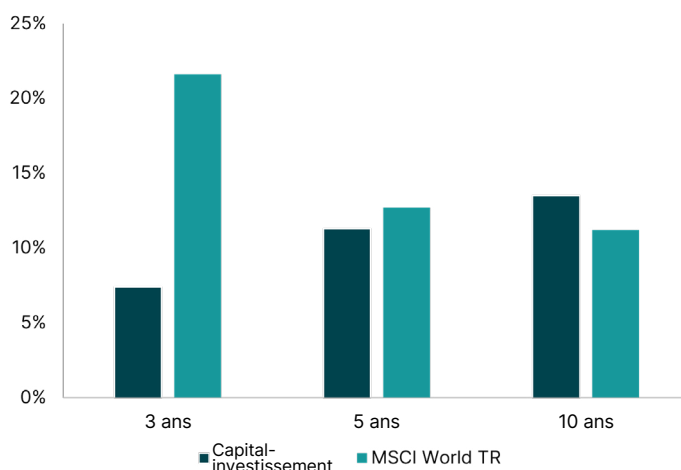
Infrastructures



Source : Preqin au 31 décembre 2025. Les horizons supérieurs à 1 an sont annualisés. Les indices boursiers utilisent la méthode de calcul du PME de Preqin. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances futures. Les résultats futurs ne peuvent être garantis et une perte en capital est possible.

Dans le domaine du capital-investissement, les comparaisons avec les marchés cotés semblent plus difficiles, notamment en raison des solides performances de ces derniers ainsi que des rendements plus modérés du capital-investissement ces derniers temps. Même si ce phénomène a été plus marqué aux États-Unis qu'en Europe, la combinaison de prix d'achat plus élevés et de hausses des taux d'intérêt au cours des cinq dernières années s'est traduite par une compression des multiples dans les portefeuilles et un ralentissement de l'activité de sortie.

Capital-investissement



Source : Preqin au 31 décembre 2025. Les horizons supérieurs à 1 an sont annualisés. Les indices boursiers utilisent la méthode de calcul du PME de Preqin. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances futures. Les résultats futurs ne peuvent être garantis et une perte en capital est possible.

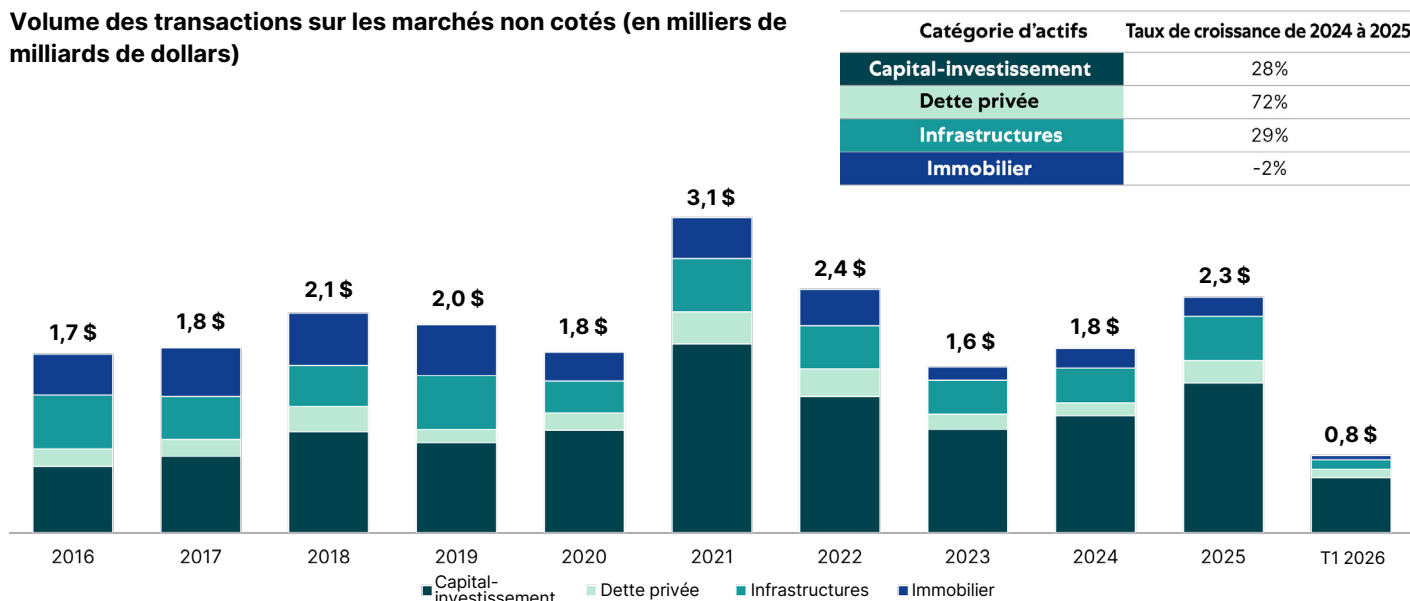
Bien que nous ayons constaté de solides performances opérationnelles dans nos portefeuilles de capital-investissement, cela ne se traduit pas par une hausse de la valeur des portefeuilles sur les marchés. Toutefois, l'écart de performance entre les marchés non cotés et les marchés cotés devrait se traduire par une certaine amélioration sur les marchés du capital-investissement : nous avons d'ores et déjà constaté une amélioration progressive de la croissance de la VNI au sein de nos portefeuilles.

Les volumes augmentent

À la fin du premier semestre 2025, nous avons souligné qu'une meilleure visibilité sur les droits de douane pourrait entraîner une reprise des volumes. C'est exactement ce qu'il s'est produit. Dans l'ensemble, les volumes du marché non coté ont augmenté d'environ 30 % l'an dernier, portés par une accélération de l'activité au second semestre, et l'année 2026 a démarré sur une note solide.



Volume des transactions sur les marchés non cotés (en milliers de milliards de dollars)



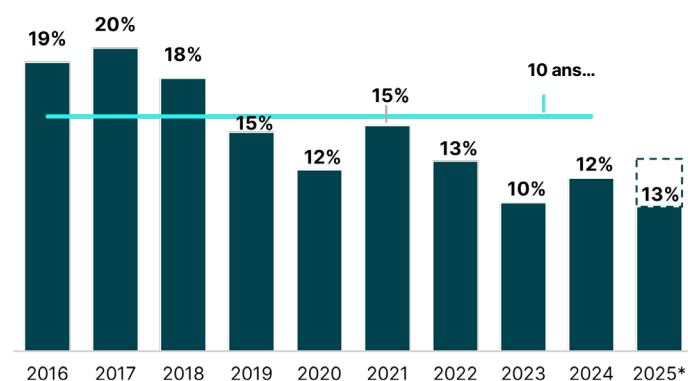
Source : Preqin Pro au mois de mai 2026, le capital-investissement inclut les investissements en capital-risque et les investissements en capital-investissement suivants : acquisitions/opérations de buyout, acquisitions supplémentaires et fusions, cessions d'actifs d'entreprise et investissements non cotés dans des entreprises cotées (Private Investment in Public Equity, PIPE). Les transactions X.Corp 2025, X.AI et WarnerBros 2026 sont exclues. Rien ne garantit que ces tendances se poursuivront.

En 2025, les volumes de capital-investissement ont atteint le deuxième niveau le plus élevé jamais enregistré en matière de volume de transactions, soutenus notamment par le rachat de 57 milliards de dollars de l'entreprise de jeux vidéo Electronic Arts.

Dans le domaine du crédit privé, les volumes mondiaux ont augmenté d'environ 70 %, portés par l'augmentation des volumes de capital-investissement, une reprise de l'activité de refinancement et des financements soutenant le déploiement des infrastructures d'IA. La demande en IA et en infrastructures numériques a également soutenu la croissance de 30 % des volumes d'infrastructures, parallèlement à une croissance plus forte des énergies renouvelables ainsi qu'à des montants d'opérations plus élevés.

L'environnement des sorties et des distributions continue de s'améliorer, bien que modestement, avec des taux de distribution inférieurs aux niveaux historiques.

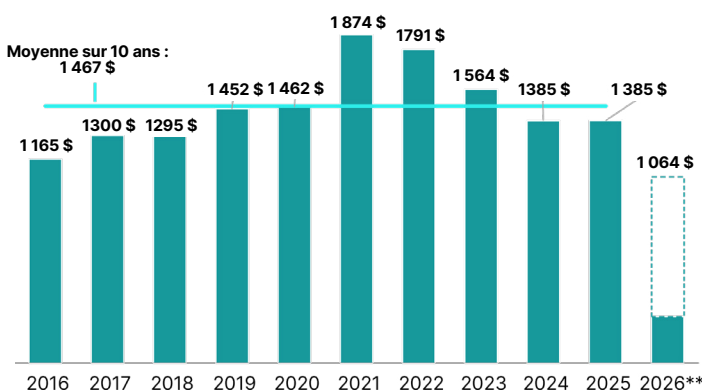
Les rendements des distributions du capital privé mondial (en % de la VNI) ont enregistré une amélioration modérée



Source : Preqin au 21 avril 2026. * La barre colorée représente la période du T1 au T3 2025 ; la barre en pointillés représente l'équivalent annualisé de 2025.

Bien que le taux de distribution de 13 % anticipé pour l'année 2025 soit plus élevé que celui de 2024, il demeure inférieur à la moyenne sur dix ans de 16 %. Nous ne nous attendons pas à un retour rapide à un rythme plus normalisé de sorties, et un volume important de participations détenues depuis longtemps reste à céder. La persistance de taux de distribution inférieurs à la normale pèse sur la collecte de fonds.

Capitaux privés mondiaux levés (en milliards de dollars)



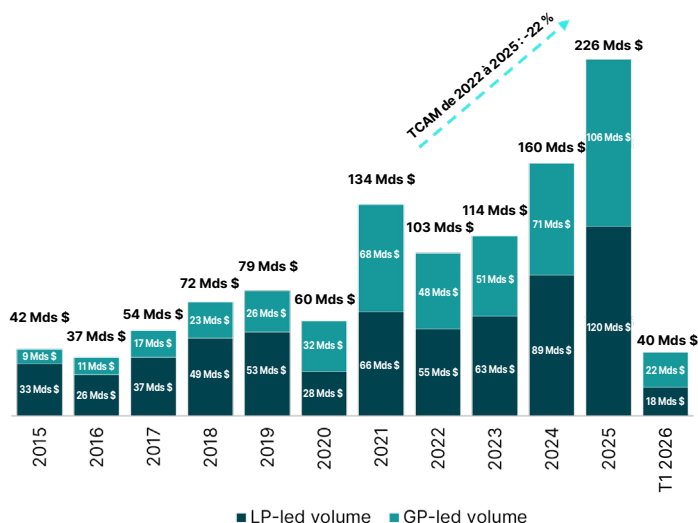
Source : Preqin au 21 avril 2026.

Globalement, les levées de fonds en 2025 sont restées stables par rapport à l'année précédente. Cependant, celles dans les infrastructures se sont nettement démarquées. Les levées de fonds sur ce marché ont augmenté de plus de 50 % par rapport à 2024, marquant une année record. Cette tendance s'explique en partie par le désir des investisseurs de se tourner vers la stabilité à long terme offerte par la catégorie d'actifs des infrastructures en période de volatilité. Elle est également liée au fait que les investisseurs restent sous-exposés aux infrastructures.

Bien que les montants levés dans le capital-investissement et le crédit privé aient diminué en 2025, le point positif est que nous réduisons progressivement le stock de capitaux disponibles à investir. Cela contribue à rééquilibrer l'offre de capitaux et le flux d'opérations.

La persistance des difficultés de liquidité a entraîné une hausse de l'activité sur le marché secondaire, et 2025 a une fois de plus établi un record en matière de volumes.

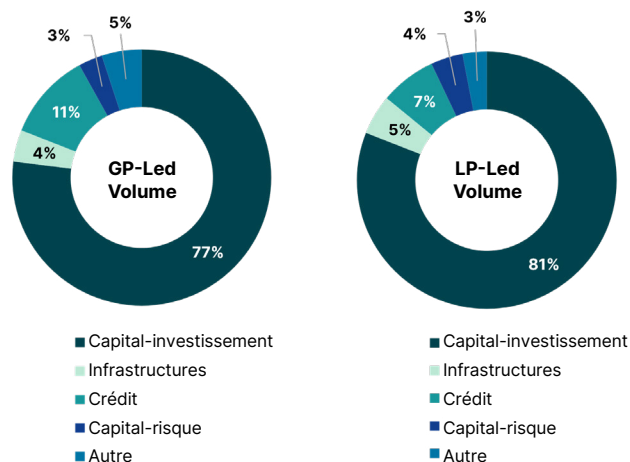
Volume des transactions sur le marché secondaire (en milliards de dollars)



Source : Evercore, janvier 2026, « Faits marquants du marché secondaire 2025 » ; PJT Partners, perspectives du marché secondaire au T1 2026 pour les données du T1 2026.

En 2025, les transactions sur le marché secondaire ont atteint un montant record de 226 milliards de dollars, représentant une hausse significative de 41 % par rapport au précédent record atteint en 2024. En 2025, environ 52 % des vendeurs ayant eu recours au marché secondaire l'utilisaient pour la première fois, et les cessions de portefeuilles de commanditaires ont atteint des niveaux records (en hausse d'environ un tiers sur un an), tout comme les transactions initiées par un commandité (en hausse d'environ 50 %). Nous sommes fermement convaincus que les transactions initiées par un commandité vont désormais durer et qu'à terme, le volume de ces transactions pourrait dépasser celui des cessions de portefeuilles de commanditaires.

Volume des transactions sur le marché secondaire en 2025 par stratégie



Source : William Blair, mars 2025, « Rapport sur le marché secondaire 2025 ». PitchBook, novembre 2025, « Perspectives des marchés non cotés à l'horizon 2029 ». Augmentation estimée du volume selon Lazard, janvier 2026, Bilan 2025 des fusions-acquisitions et perspectives 2026

La demande actuelle de liquidité offrira de réelles opportunités d'investissement sur le marché secondaire à court terme, bien que les signaux contrastés qui persistent sur les marchés nécessitent une approche prudente.



AVIS IMPORTANT

La présente publication a été préparée uniquement à des fins d'illustration, d'information pédagogique et/ou de discussion. Elle ne constitue pas un travail de recherche indépendant et cette publication ou les informations qu'elle contient ne doivent, en aucun cas, être utilisées ou considérées comme une offre, une incitation, une invitation, une sollicitation ou une recommandation d'acheter ou de vendre un titre, instrument financier ou service, ou d'adopter un produit ou une stratégie d'investissement, ou de s'engager autrement dans une activité d'investissement, ou comme l'expression d'une opinion sur la valeur ou le prix actuel ou futur d'un titre ou instrument financier. Aucun élément contenu dans la présente publication ne constitue un conseil juridique, fiscal, en matière de valeurs mobilières ou d'investissement.

La présente publication peut inclure des « déclarations prospectives ». Toutes les projections, prévisions ou déclarations connexes, ou expressions d'opinion, constituent des déclarations prospectives. Bien que Pantheon considère que les attentes reflétées dans ces déclarations prospectives sont raisonnables, Pantheon ne saurait garantir qu'elles se révéleront exactes. Ces déclarations prospectives ne doivent pas être interprétées comme une garantie, une prévision ou une déclaration définitive de faits ou de probabilités.

Pantheon a pris les précautions raisonnables pour garantir que les informations contenues dans le présent document sont exactes à la date de publication. Toutefois, Pantheon ne fournit aucune garantie (expresse ou implicite) quant à l'exactitude des informations contenues dans le présent document et, dans la mesure permise par la loi applicable, Pantheon décline expressément toute responsabilité en cas d'erreurs, d'inexactitudes ou d'omissions contenues dans le présent document, ainsi que pour toute perte ou tout dommage résultant de son utilisation. Sauf indication contraire, les opinions exprimées dans les présentes sont à jour à la date du présent document et peuvent faire l'objet de modifications à tout moment. Sauf indication contraire, toutes les opinions exprimées dans le présent document représentent l'opinion de Pantheon.

Le présent document est distribué par Pantheon, qui se compose d'entités opérationnelles principalement basées à San Francisco, New York, Londres, Dublin, Singapour et Tokyo. Pantheon Ventures Inc. et Pantheon Ventures (US) LLP sont enregistrées en tant que conseillers en investissement auprès de la US Securities and Exchange Commission (« SEC »). Enregistrée en tant que courtier-négociant à objet limité auprès de la SEC, Pantheon Securities LLC est membre de la Financial Industry Regulatory Authority (« FINRA ») et de la Securities Investor Protection Corporation (« SIPC »). Pantheon Ventures (UK) LLP est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (« FCA ») au Royaume-Uni. Pantheon Ventures (Ireland) DAC est réglementée par la Banque centrale d'Irlande (Central Bank of Ireland, « CBI »). Pantheon Ventures (Singapour) Pte. Ltd détient une licence de services sur les marchés de capitaux auprès de l'Autorité monétaire de Singapour (Monetary Authority of Singapore, « MAS ») pour exercer des activités de gestion de fonds auprès d'investisseurs accrédités et institutionnels.

Les enregistrements et adhésions décrits ci-dessus n'impliquent en aucune manière que la SEC, la FINRA, la SIPC, la FCA, la CBI ou la MAS ont approuvé l'une quelconque des entités mentionnées, leurs produits ou services, ou le présent document.

Tous les contenus publiés sur le Site sont protégés par le droit d'auteur et sont détenus ou contrôlés par Pantheon en tant que fournisseur de ces contenus. Si vous téléchargez des informations ou des logiciels depuis ce Site, vous acceptez de ne pas les copier sans le consentement écrit préalable de Pantheon, ni de supprimer ou de masquer toute mention de droit d'auteur ou autre avis ou légende figurant dans ces informations.

Copyright © Pantheon 2026. Tous droits réservés.