

La lettre marchés & convictions





David TAIEB,
Chief Investment
Officer – Listed
Assets (CIO)

Le mois de mars a évidemment été placé sous le joug du conflit au Moyen-Orient lequel a entraîné d'importantes phases d'arbitrages entre les différentes classes d'actifs. Au-delà d'une envolée des prix des matières premières, nous retenons aussi une baisse sensible des marchés d'actions, et surtout une forte hausse des taux souverains mondiaux. Finalement, et alors que même l'or a recheté, seul le dollar a constitué une protection fiable pour les investisseurs. Dans ce contexte, nous en avons profité pour de nouveau commencer à construire de nouvelles expositions en sensibilité dans nos portefeuilles et renforcer certains secteurs sur la partie actions. À ce stade, notre scénario central reste celui d'un conflit court inférieur à 3 mois.

Essentiel



Croissance

Avant la guerre au Moyen-Orient, la conjoncture mondiale était robuste, avec une expansion attendue de +3 % et une inflation stabilisée. Aujourd'hui, le conflit rebat les cartes, et le spectre de la stagflation fait son retour (combinaison d'une croissance qui stagne et d'une inflation plus élevée). Reste à savoir quelle sera la durée de cette guerre. Au 4^e trimestre 2025, l'activité aux États-Unis et dans la zone euro commençait à ralentir.



Inflation

Aux États-Unis, les prix à la consommation sont restés stables à +2,4 % en février, mais l'envolée des prix à la pompe pourrait faire grimper la facture énergétique en mars. Même scénario possible en zone euro où l'inflation était encore sous contrôle en février dernier à +1,9 %.



Politiques monétaires

Les principales banques centrales maintiennent leurs taux d'intérêt tout en adoptant un ton restrictif face aux risques inflationnistes liés au choc énergétique. C'est le cas de la BCE qui laisse ses taux à 2 %. Statu quo aussi de la Fed sur ses taux directeurs (3,50 %-3,75 %). Dans sa communication, Jerome Powell met en avant un pilotage prudent, dans un environnement marqué par une forte incertitude.

Convictions

Tous les mois, notre Comité d'Allocation réunit toutes nos équipes de gestion et fixe nos stratégies d'allocation d'actifs, déclinées ensuite dans la gestion de nos fonds.



Évolution des avis par rapport au mois précédent



Avis de l'équipe de gestion sur la classe d'actifs

Actions



Zone euro Nous restons à surpondérer sur les actions de la région. Avec la guerre en Iran, les valorisations ont baissé et deviennent attractives. Nous augmentons notre exposition aux Large Caps et gardons nos positions sur les Mid Caps allemandes et les Mid et Small Caps européennes.



États-unis Nous sommes à sous-pondérer sur les actions américaines. Nous gardons néanmoins notre exposition à certaines thématiques comme la cybersécurité, l'espace ou le nucléaire.



Asie et pays émergents Nous maintenons la neutralité sur les actions japonaises, sous pression avec la volatilité du pétrole. En Chine, et du fait de la ré-accélération de la croissance fin 2025, nous restons exposés aux valeurs technologiques. Nous confirmons aussi notre exposition aux actions indiennes.

Obligations



Souverains Nous profitons de la hausse des taux obligataires européens à 10 ans pour augmenter la sensibilité de nos fonds à cette dette souveraine qui reste la plus touchée par la situation au Moyen-Orient.



Crédit Nous restons à surpondérer sur le crédit, notamment sur les segments Investment Grade, High Yield Euro, et sur les subordonnées financières.

Devises et matières premières



Devises Nous sommes toujours à l'achat sur le yen contre l'euro, du fait d'un possible durcissement de la politique monétaire japonaise. Nous restons neutres sur les autres devises, notamment sur le dollar.



Pétrole et or Avec la crise iranienne, nous tablons sur un baril de pétrole à 80 \$ en moyenne sur 2026, avec un point haut vers 120 \$ et une détente progressive en 2^e partie d'année. Nous conservons notre position sur l'or malgré la remontée du dollar et les tensions inflationnistes qui neutralisent son rôle de valeur refuge.

Tendance

Le conflit au Moyen-Orient perturbe fortement l'économie mondiale

L'éventail des scénarios reste particulièrement large. Les développements des prochains jours et des prochaines semaines pourraient modifier sensiblement la nature et l'ampleur du conflit et donc la trajectoire des marchés financiers.

Les volumes en jeu sont colossaux : près de 20 millions de barils de pétrole (20 % de la demande mondiale), ainsi qu'environ 20 % des flux mondiaux de gaz liquéfié (GNL) transitent chaque jour par le détroit d'Ormuz. En cas de blocage prolongé, l'Asie serait la plus impactée, avec un effet de contagion vers l'Europe via les prix du gaz. Aux États-Unis, une hausse durable des prix à la pompe constituerait un risque significatif pour la croissance.

En mars, les Bourses ont immédiatement intégré le risque d'un choc inflationniste lié à l'énergie susceptible de peser sur l'économie mondiale. Les investisseurs ont massivement réduit leur exposition au risque. Le S&P 500 a perdu 7,5 % depuis son point haut du mois de février, le Nasdaq environ 9 % et l'indice Euro Stoxx 50 plus de 10 %.

Le scénario du pire, si le conflit venait à durer, accentuerait nettement l'aversion au risque des investisseurs. Un choc énergétique prolongé agit comme une taxe sur la demande et détériore les marges des entreprises.

Nous n'optons pas pour ce scénario, mais nous voyons plutôt une guerre limitée dans sa durée. Un choc durable sur les prix de l'énergie touche beaucoup trop d'acteurs clés pour qu'il s'éternise.

Sur les marchés financiers, les actifs survendus touchent un point bas, les actifs surachetés sont allégés, et les valeurs refuge cessent d'être recherchées. Cette séquence serait actuellement en train de se mettre en place, ce qui pourrait apaiser les pressions vendeuses. Il y a un intérêt à ne pas surréagir aux turbulences géopolitiques. L'historique des marchés montre que ces perturbations sont généralement de courte durée et que les indices rebondissent rapidement une fois l'incertitude dissipée.

Dans cet environnement, nous restons favorables aux actions, notamment à celles de la zone euro, et nous sommes neutres sur les valeurs américaines. Même neutralité sur les actions japonaises malgré l'annonce d'un important plan de relance budgétaire. Parallèlement, nous restons surpondérés sur les émergents.

Du côté des taux, les obligations souveraines européennes restent les actifs les plus touchés par le conflit, avec une hausse sensible des taux à 10 ans dans la zone (OAT français, Bund allemand et BTP italien). Les Gilts britanniques sont même à leurs plus hauts depuis 2008, déclenchant des inquiétudes croissantes. Ce mouvement est alimenté par l'envolée des prix de l'énergie et par des anticipations de resserrement monétaire. Les marchés intègrent désormais deux à trois hausses de taux de la BCE, avec une probabilité de 79 % d'un relèvement dès fin avril.

Rédigé le 30 mars 2026



Loïc Bécue
Gérant Gestion Diversifiée & Allocation d'Actifs, Listed Assets



Dette privée corporate

Dette privée US versus dette privée européenne : pourquoi le crédit privé européen pourrait bien tirer son épingle du jeu ?



Fabrice Rossary
Deputy CEO au sein de l'expertise Dette Privée de Sienna IM

Tout d'abord il est important de rappeler comment sont structurés les marchés de la dette privée aux États-Unis et en Europe.

| | États-Unis | Europe |
|---|---|---|
| Taille & maturité des marchés (direct lending) | 1 500 Mds €/marché mature | 500–600 Mds €/marché en croissance |
| Contexte bancaire | Banques commerciales moins présentes dans le financement des PME-ETI | Hégémonie du secteur bancaire dans le financement des PME-ETI |
| LBO via le crédit privé | 40 % | 24 % |
| Véhicules dominants | BDC* cotés, BDC non cotés, Interval funds**, Fonds institutionnels fermés | ELTIF 2.0***, Fonds institutionnels fermés, RAIF/SCSp (Luxembourg), Fonds semi-liquides > 20 Mds € |
| Base investisseurs | <ul style="list-style-type: none"> Retail : environ 20 % des AuM via notamment des BDC, soit environ 100 Mds € Institutionnels : environ 80 % | Quasi-exclusivement institutionnel (fonds de pension, assureurs,...) ; accès retail très récent via ELTIF 2.0 |
| Tendance de flux | En contraction – en décollecte | En croissance – en collecte |

*BDC (Business Development Companies) : sociétés d'investissement américaines proposant des fonds de dette privée, cotés en bourse (liquidité quotidienne) et non cotés (illiquide).

**Interval Funds : fonds hybride entre la gestion cotée en dette privée et la dette privée pure. Ils peuvent être comparés aux fonds ELTIF, mais n'ayant pas les mêmes contraintes en termes de liquidité.

***ELTIF 2 : version assouplie du cadre European Long-Term Investment Fund ouvrant les actifs non cotés au retail.

Pourquoi la dette privée aux US fait elle l'objet de toutes les attentions depuis plusieurs mois ?

Les premiers signes de tensions sont venus de la conjonction de plusieurs facteurs :

- La distribution de produits financiers à vocation institutionnelle à des investisseurs **moins qualifiés**.
- L'opacité des performances : les valorisations ont démontré une forte latence à prendre en compte la dégradation de la situation de certaines entreprises financées par les fonds.
- **L'utilisation de levier dans certains fonds.**
- Une certaine inadéquation entre l'actif et le passif des fonds : les États-Unis ont ouvert massivement la dette privée aux particuliers avec des fonds (à travers les BDC et les *interval funds*), qui offrent une liquidité partielle et régulière aux investisseurs. Structurellement, il y a une inadéquation en cas de rachats importants.

Ainsi, la limitation des rachats de fonds spécialisés en crédit privé distribués auprès de particuliers et gérés par des sociétés de gestion américaines ne cesse de s'allonger avec Blue Owl, Blackstone, Appolo ou encore Blackrock.

Comparatif avec l'Europe

- Comme mentionné plus haut, en Europe, la dette privée est essentiellement souscrite par les institutionnels de dette privée qui sont en général **fermés**, alors qu'aux US, la capacité de rachat peut aller jusqu'à 5 % à 7 % par trimestre.
- En Europe, **le marché de la dette privée est en phase de croissance**, mais il reste moins développé et les **niveaux de levier y sont en moyenne plus modérés**.

Les conditions d'octroi de crédit sont plus encadrées.



Quelles sont les réactions des marchés et des investisseurs ?

- Ces signaux présentant des **similitudes avec la crise des subprimes de 2008-2009**, certains y voient les premiers indicateurs d'une **crise systémique généralisée du système financier**.
- En effet, les marchés du crédit sont sujets aux mouvements autoréalisateurs : **la crainte d'une hausse des défauts** génère une diminution des refinancements, qui génère une **tension dans les entreprises endettées**, générant à son tour une **hausse des défauts**...
- Ce phénomène est accentué par le **caractère asymétrique de la classe d'actif qui exacerbe la sensibilité** des investisseurs au risque de perte.

Pour les investisseurs européens, la question d'une amplification et d'une propagation des tensions de la dette privée US à la dette privée européenne est centrale. Mais qu'en est-il exactement ?

Si certains mécanismes de propagation sont en place, **ils n'ont pas la vélocité nécessaire pour enclencher un processus autoréalisateur et sa diffusion aux marchés européens, et ce pour des raisons techniques et fondamentales.**

Raisons techniques

- **En Europe, la part de marché des banques y est encore dominante**, ce qui confère donc une certaine **discipline dans l'octroi de crédit**.
- Le développement de fonds semi-liquides et **la distribution auprès des clients non professionnels est relativement faible, ce qui limite les risques de rachat massifs** (selon Preqin, environ 85 % des fonds sont complètement fermés).
- La distribution du crédit privé aux investisseurs non-professionnels reste très encadrée avec un **corpus ELTIF 2 protecteur quant à la liquidité des produits**.
- L'utilisation du levier dans les fonds de dette privée est moins généralisée et reste en moyenne mesurée, **en pourcentage d'engagement** (rarement plus de 30 % de levier).

Raisons fondamentales

Situation macroéconomique européenne : **plutôt porteuse pour la dette.**

- **Les perspectives d'inflation restent contenues en France** (projection Banque de France à 1,7 % pour 2026 vs 2,1 % en 2025).
- **La croissance anticipée reste orientée à la hausse** avec des prévisions à de 0,9 % selon la BCE. En conséquence, les prévisions de taux de défauts sur le segment spéculatif du crédit sont à la stabilisation autour de 3 % – 4 %.

Quels sont les risques à ne pas négliger ?

Dans ce contexte relativement porteur (sous l'hypothèse d'un apaisement de la situation au Moyen-Orient), on notera deux facteurs de risque à ne pas négliger.

1. Le premier est lié aux **refinancements des dettes accordées dans la période pré-hausse de taux (2021)** qui n'est pas un bon millésime. Les conditions **d'octroi de crédit y ont été laxistes**. Les années 2027 et 2028 pourraient être critiques, car correspondent à la maturité de ces dettes.

Convictions

- **Dans ce contexte, certains gérants voient émerger une fenêtre d'opportunité pour l'Europe.**
- Le retrait relatif de certains acteurs américains, combiné à des **besoins de financement accrus des PME européennes**, pourrait favoriser le développement du marché.
- Plusieurs tendances se dessinent :
 - Montée en puissance des fonds européens de dette privée.
 - Désintermédiation accrue du financement bancaire.
 - Intérêt croissant des investisseurs institutionnels pour des actifs décorrélés.

2. Le second, **l'essor de l'intelligence artificielle** qui va impacter de nombreux secteurs.

- Ceux des logiciels, du conseil, ou encore de l'éducation sont en première ligne. C'est un nouveau paramètre que les gérants de crédit privé doivent intégrer dans leur analyse factorielle des risques des entreprises financées.
- Les fonds de leveraged loans (crédits syndiqués) et le marché des CLOs (titrisation de ces crédits syndiqués) pourraient être les plus touchés avec des expositions sectorielles de 10 % à 20 % sur les logiciels.

Dans ce cadre, le crédit privé direct européen, peu exposé à ce secteur, pourrait bien tirer son épingle du jeu grâce à sa capacité à structurer des solutions de financement sur mesure et à la prise de sûretés adaptées.

Réponses clients

- Le marché européen est bien différent des US. Il ne s'agit pas des mêmes acteurs, des mêmes sous-jacents, et des mêmes investisseurs. Cela limite mécaniquement les risques de contagion.
- **Sienna IM n'utilise pas de levier** pour la gestion de ses fonds et ses fonds institutionnels sont fermés.

- **L'Europe pourrait bénéficier d'un rééquilibrage global, à condition de maintenir une discipline forte**, la dette privée devient un pilier stratégique de l'allocation.
- La dette privée européenne offre une **combinaison attractive de rendement**, de résilience et de décorrélation, à condition d'être abordée avec rigueur.
- Le choc américain agit ainsi comme un révélateur : il expose les excès passés, mais met aussi en lumière **les atouts d'un marché européen en voie de maturité**. Plus que jamais, **la discipline d'investissement sera la clé pour transformer ce nouvel environnement en opportunité.**

Durable

EU ETS : vers une réforme structurante du marché du carbone européen

Créé en 2005, l'EU ETS est le principal instrument climatique européen. Basé sur un mécanisme « cap-and-trade », il impose un plafond décroissant d'émissions aux installations industrielles, au secteur énergétique, à l'aviation et au transport maritime.

Le système qui couvre environ 40 % des émissions de l'UE a déjà démontré son efficacité : celles des secteurs couverts ont été réduites de 39 % en 2024 par rapport à 2005, tandis que l'économie a progressé de 71 % depuis 1990.

À moyen terme, nous anticipons une tendance structurelle à la décarbonation des entreprises européennes dans lesquelles nous investissons. Le succès de la décarbonation de nos portefeuilles repose en effet directement sur celle des émetteurs qui les composent, le marché du carbone constituant à cet égard un mécanisme central d'alignement et d'incitation. Cette dynamique s'inscrit pleinement dans notre stratégie climat et dans l'atteinte de nos objectifs de décarbonation.

L'adoption de l'objectif climatique européen à l'horizon 2040 — soit une réduction nette de 90 % des émissions par rapport à 1990 — donne désormais le mandat à la Commission européenne pour engager une révision ambitieuse du dispositif.



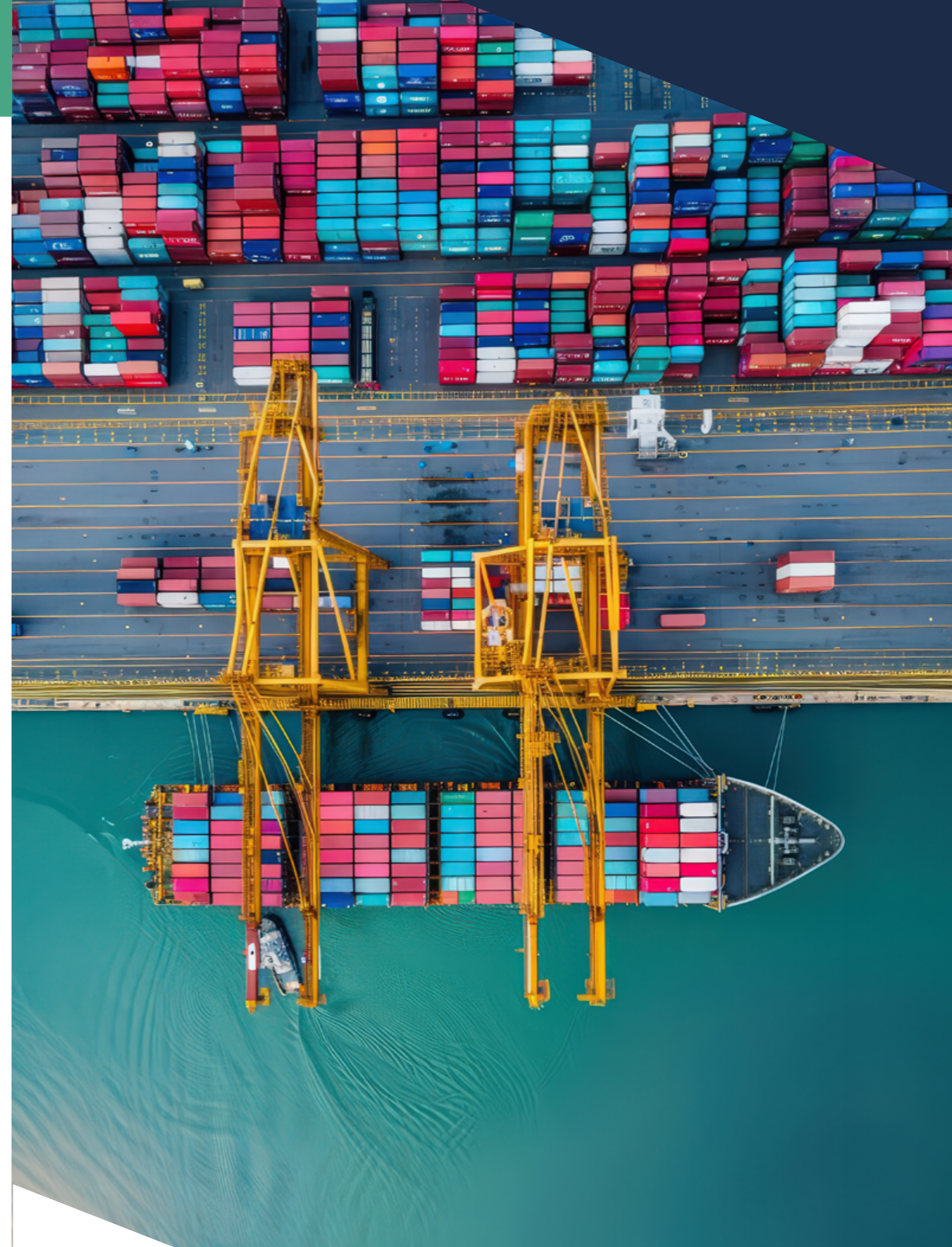
Igor IGNATIEFF
Analyste climat,
Listed Assets

Malgré de nombreux appels à un assouplissement du dispositif par plusieurs États membres, invoquant des préoccupations de compétitivité industrielle et de coûts énergétiques élevés, l'Union européenne réaffirme et maintient une trajectoire ambitieuse.

Dans ce contexte, une révision majeure du système est attendue d'ici juillet 2026, dont les **évolutions principales** suivantes sont envisagées :

- **Extension sectorielle** : intégration progressive du transport maritime (déjà amorcée en 2024), de l'aviation internationale extra-UE (à partir de janvier 2027), de l'incinération des déchets municipaux (potentiellement dès 2028), et des petites installations industrielles à horizon 2031.
- **Fin progressive des quotas gratuits** pour les secteurs exposés à la concurrence internationale, en parallèle de la montée en charge du Mécanisme d'Ajustement Carbone aux Frontières (MACF) visant à aligner le coût carbone des produits importés sur celui supporté par les producteurs européens.
- **Intégration des émissions négatives** : inclusion potentielle des technologies de capture et stockage du carbone dans le système.
- Ajustement de la réserve de stabilité du marché pour mieux réguler l'offre de quotas.

Le durcissement du cadre réglementaire constitue un facteur de pression haussière structurelle sur les prix du carbone.





Suivez nos analyses



Nos actualités



Contactez-nous

Ce document a été produit à titre d'information exclusivement et n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. La référence à certaines valeurs est donnée à titre d'illustration. Ce document n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces dernières, et ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni un conseil en investissement de la part de Sienna Gestion. Ce document est la propriété intellectuelle de Sienna Gestion ne peut pas être reproduit, distribué ou publié, en totalité ou en partie, sans l'autorisation préalable écrite de Sienna Gestion. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Sienna Gestion s'efforce d'assurer l'exactitude des informations communiquées mais ne peut cependant en garantir l'exhaustivité et décline toute responsabilité en cas d'omission, ou d'erreur dans ces informations. Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations de Sienna Gestion, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées.

SIENNA GESTION – Membre du groupe SIENNA INVESTMENT MANAGERS – Société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance au capital de 9 824 748 € – RCS : 320 921 828 Paris – N° Agrément AMF : GP 97020 en date du 13 mars 1997 – N° TVA intracommunautaire : FR 47 320 921 828 – Code APE : 6430Z – Siège social : 21 boulevard Haussmann 75009 Paris

ACHEVÉ DE RÉDIGER LE 7 AVRIL 2026