

La lettre marchés & convictions





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

Le mois de juin a été marqué par une phase de détente sur le plan géopolitique, ponctuée par la signature d'un protocole d'accord de paix entre les États-Unis et l'Iran. Si le cours du brut a nettement recheté, les marchés actions ont néanmoins connu une phase de respiration après un important rallye haussier.

Dans le même temps, les conséquences économiques du conflit se sont précisées, notamment sur le front de l'inflation, conduisant les banques centrales à adopter une posture plus restrictive.

Dans ce contexte, nous avons conservé une neutralité sur les actions par rapport à nos indices de référence et pris des profits sur notre sur-exposition accumulée en début de conflit.

Essentiel



Croissance

La guerre en Iran a fragilisé la reprise mondiale via un choc stagflationniste (plus d'inflation et moins de croissance) qui pèse sur la demande et les marges des entreprises. Dans ce contexte, nous abaissons notre objectif de croissance mondiale à +2,9 % en 2026, contre +3,2 % précédemment. En Europe, l'expansion ressort déjà en dessous des attentes, alors qu'aux États-Unis, l'impact est moins marqué.



Inflation

Selon notre scénario, l'inflation mondiale devrait progressivement refluer vers 3,5 % en fin d'année. Après avoir atteint un pic au plus fort du conflit, le baril de pétrole a retrouvé ses niveaux d'avant-guerre autour de 70 \$. L'offre en provenance du Moyen-Orient se rétablit plus rapidement qu'anticipé. En attendant, l'inflation reste nettement supérieure aux objectifs des grandes banques centrales aussi bien en Europe qu'aux États-Unis.



Politiques monétaires

Après la Norvège et l'Australie, la BCE est la 3e banque centrale à relever ses taux pour contrer l'inflation depuis le déclenchement de la guerre en Iran. La hausse de 25 points de base de son taux directeur est la première depuis 2023. Côté Fed américaine, son nouveau président Kevin Warsh, qui a entrepris de réformer l'institution, pourrait faire de même en septembre prochain.

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 Même si notre position globale sur les actions demeure neutre, nous sommes à surpondérer sur les valeurs européennes. Après avoir été pénalisées par la guerre au Moyen-Orient, les places de la zone euro devraient profiter d'une rotation des flux d'investissements avec la réouverture du détroit d'Ormuz.



États-Unis Nous restons à sous-pondérer sur les actions américaines dont les valorisations sont élevées et les perspectives de bénéfices trop optimistes. L'idée d'une bulle sur les technologiques fait son chemin.



Asie et pays émergents Nous sommes toujours à surpondérer sur les actions émergentes, en particulier sur les valeurs chinoises et indiennes. La Chine pourrait voir une accélération des stimulus du gouvernement au 2e semestre pour compenser certains vents contraires sur son économie.

Obligations



Souverains Dans nos allocations du 2e semestre, nous conservons notre position "neutre +" sur les obligations d'État qui nous semblent attractives, avec une préférence pour les titres "dette core" de la zone euro.



Crédit Même si nous réduisons notre surexposition au crédit, nous restons à surpondérer sur l'Investment Grade et le High Yield en zone euro. Même chose sur les subordonnées financières.

Devises et matières premières



Devises Sur les marchés des changes nous sommes neutres sur la paire euro-dollar, et nous continuons de surpondérer le yen japonais face à l'euro.



Pétrole et or Nous sommes neutres sur le pétrole. Après un point haut autour de 120 dollars, le baril de Brent devrait s'établir en moyenne à 75 dollars en 2026 (contre 69 dollars l'an dernier), grâce à une détente rapide des prix au 2e semestre. L'or a nettement reculé à 4 000 \$ l'once, nous en profitons pour nous renforcer sur les minières aurifères.

Tendance

La prime de risque liée à la guerre au Moyen-Orient disparaît progressivement



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

Un protocole d'accord a été conclu entre les États-Unis et l'Iran. Il doit mettre fin aux hostilités et lancer une période de négociations en vue d'un règlement définitif. La réouverture du détroit d'Ormuz est un autre élément majeur de ce protocole, permettant au prix du baril de Brent de revenir à des niveaux proches de ceux observés avant la guerre. Il a ainsi perdu plus de 20 % sur le mois de juin. En effet, l'accélération du trafic maritime dans le détroit et la reprise progressive des exportations du golfe Persique a permis au marché de passer d'un régime de pénurie à une suroffre pesant sur les prix du pétrole. Le redémarrage des chargements saoudiens au terminal de Ras Tanura est un autre signal important de normalisation et de montée en puissance de l'offre régionale. Dans notre scénario, nous tablons toujours sur un baril de pétrole à 75 dollars en moyenne sur 2026 (contre 69 dollars en 2025), illustrant le retour progressif de la confiance sur l'approvisionnement du golfe Persique.

Entre-temps, l'inflation mondiale a augmenté de 1 % depuis le début de la guerre, et ressort à 3,5 %. Aux États-Unis, elle s'affiche à +4,2 % sur un an après 3,8 % en avril, et en Zone euro, elle est à +3,2 % contre +3,0 % toujours en avril. Compte tenu de l'impact inflationniste des prix de l'énergie, la BCE a relevé son taux de dépôt, sa référence pour les conditions de crédit, de 2 à 2,25 % (première hausse depuis 2023). La Banque du Japon, elle, a mis fin à 6 mois de pause en annonçant un relèvement de son taux directeur à 1 % (son plus haut niveau depuis 1995). De son côté, la Fed américaine, désormais dirigée par Kevin Warsh, a préféré attendre en laissant ses taux inchangés à 3,50 % / 3,75 %.

La guerre en Iran a fragilisé la reprise mondiale via un choc stagflationniste (plus d'inflation, moins de croissance). À ce propos, nous abaissons notre anticipation sur la croissance mondiale à +2,9 % en 2026, contre +3,2 % auparavant.

En termes d'allocation d'actifs, notre position globale sur les actions reste neutre. Nous voyons l'accord entre les deux belligérants comme un catalyseur positif, mais qui a désormais produit en partie ses effets. Les indices mondiaux ont déjà peu ou prou récupéré la totalité de leur baisse, voire dépassent leur niveau d'avant le conflit. L'Euro Stoxx 50 et le CAC 40 gagnent respectivement 4,9 % et 3,4 % sur le mois, surperformant les marchés américains. Le début du durcissement des conditions de crédit pourrait peser à court terme sur les marges des entreprises et la confiance des ménages. Avant de prendre position, nous attendons les publications du 2e trimestre courant juillet. Au niveau géographique, nous continuons de privilégier l'Europe. Nous pensons que la réouverture du détroit d'Ormuz devrait engendrer une rotation des flux vers l'Europe. Nous restons sous-pondérés sur les actions américaines en raison de valorisations élevées et d'une croissance attendue des bénéfices trop optimistes. De plus, une hausse des taux d'intérêt de la Fed pourrait peser sur les technologiques.

Les taux obligataires se stabilisent. Nous restons sur-sensibles via la dette souveraine européenne et surpondérés sur les obligations d'entreprises et les subordonnées financières.

Notre exposition aux minières aurifères reste d'actualité. L'or a logiquement subi des prises de profits après son envolée de ces derniers mois, mais avec les craintes de débasement du dollar et les incertitudes politiques, il garde toute sa place en tant qu'actif défensif et décorrélé.

Dettes privées corporates

Dettes privées : quelles perspectives ?



Fabrice Rossary
Directeur de
l'activité de Dette
Privée

Comment financer l'économie réelle, en particulier les PME/ETI, dans un contexte de croissance faible et d'inflation persistante ?

La plus grande fragmentation de l'économie mondiale, l'endettement des Etats et les tensions géopolitiques autour de zones de production de matières premières sont des facteurs nourrissant un nouveau régime de **croissance plus faible et d'inflation persistante en Europe**. Ce phénomène contraint la banque centrale à conserver ses taux à un niveau jugulant les pressions inflationnistes au détriment de la relance de la croissance.

Quel impact sur le marché du crédit ?

Le dernier Bank *Lending Survey* de la Banque Centrale Européenne commence à montrer un **nouveau resserrement des conditions d'octroi de crédit** et une stabilité de la demande de crédit par les entreprises avec un biais pour les **financements de trésorerie** et une baisse pour les financements long terme. C'est tout particulièrement le cas pour les plus petites entreprises. L'interprétation logique est 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**. Dans l'enquête de la Banque de France d'avril dernier leur nombre s'établissait à 69 392, un nouveau record avec une accélération au premier trimestre. 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 France près de 25 % des faillites s'expliquent 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.





Quelles solutions ?

L'état 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, décorrélés 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.**

Le rôle de Sienna

Depuis 2015, Sienna accompagne le financement de projets d'infrastructures énergétiques en Europe via la dette privée. Plus de 3 gigawatts de capacités ont ainsi été soutenus, sans défaut enregistré. Dans un contexte de renforcement des enjeux de souveraineté énergétique, Sienna poursuit son engagement en faveur du développement d'infrastructures compétitives, décarbonées et durables.

Durable

Climat : l'adaptation, un impératif désormais chiffré pour la France et l'Europe



Igor Ignatieff,
Analyste Climat,
Listed Assets

La vague de chaleur exceptionnelle qui a touché la France fin juin illustre une réalité désormais bien établie : les événements climatiques extrêmes ne constituent plus des aléas ponctuels, mais un risque économique structurel. Longtemps appréhendé sous l'angle des coûts de réparation, ce risque commence à être quantifié sous celui, plus stratégique, des investissements d'adaptation nécessaires.

Une étude récente d'Allianz Trade apporte un éclairage particulièrement frappant. En simulant la répétition, entre 2026 et 2030, des épisodes de chaleur les plus intenses observés au cours de la dernière décennie, les auteurs estiment que les pertes cumulées de P.I.B. pourraient atteindre 5 à 7 % dans les économies les plus exposées. La France serait le pays européen le plus affecté (du fait de son économie très tertiaire et urbaine, de l'ancienneté de son parc immobilier, ou encore de l'importance de son agriculture) avec près de 209 milliards d'euros de production perdue sur 5 ans, devant l'Italie (128 Md€), l'Allemagne (114 Md€) et l'Espagne (104 Md€).

Au-delà de ces montants, l'étude met en évidence un mécanisme très préoccupant : l'investissement productif serait plus pénalisé que la consommation. La multiplication des épisodes de chaleur dégrade les rendements attendus du capital, freine les décisions d'investissements et pèse durablement sur la croissance potentielle. Les finances publiques seraient également touchées : recul des recettes fiscales, hausse des dépenses de santé ou de remise en état des infrastructures. Dans certains pays, cette détérioration budgétaire pourrait même compliquer le respect des critères de Maastricht (déficit public inférieur à 3 % du P.I.B. et dette publique inférieure à 60 % du P.I.B.).

Le principal enseignement est que les coûts les plus importants ne sont pas nécessairement ceux des dommages visibles, mais ceux résultant d'une adaptation insuffisante. Bâtiments, réseaux électriques, infrastructures de transport ou gestion de l'eau : les besoins d'investissements sont aujourd'hui largement sous-dimensionnés face à la fréquence croissante des événements extrêmes.

Pour les investisseurs, l'adaptation au changement climatique n'est donc plus un sujet périphérique de la finance durable. Elle devient une composante essentielle de l'analyse du risque, de la résilience des actifs, et de l'allocation du capital aux infrastructures et aux entreprises pouvant faire face à un climat plus contraignant.



Les experts



DAVID TAIEB
Directeur des investissements
13 gérants



FABRICE ROSSARY
Directeur de l'activité de Dette Privée
17 gérants et analystes



JEAN-MARIE PÉAN
Directeur Finance Responsable
4 analystes

Équipe distribution retail et wholesale



PIERRE-ANTOINE NONOTTE-VARLY
Directeur commercial en charge de la clientèle retail & wholesale



LUCAS PRESIER
Chargé de Relations Investisseurs



LAËTITIA GAUDENZI
Chargée de Relations Investisseurs



CYRIL GRINBLAT
Chargé de Relations Investisseurs



BILEL MARJAOUI
Chargé de Relations Investisseurs

Équipe distribution institutionnelle



ESTELLE MERGER-LEVIS
Directrice commerciale en charge de la clientèle institutionnelle



LAURE MAHE
Chargée de relations investisseurs, Dette privée



RAPHAËLLE ATLANI
Chargée de relations investisseurs, Dette privée

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 opérant sous la marque de Sienna Investment Managers, est l'entité qui développe les expertises en gestion cotée et hybride – Société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance au capital de 9 829 688 € – 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 30 JUIN 2026