

Un premier semestre correct dans un environnement incertain : une géopolitique inquiétante et un accord qui porte mal son nom

Nous venons de vivre un premier semestre historique. Les cours des matières premières ont progressé de plus de 100 % dans certains cas, après des hausses déjà significatives en 2025, avant de connaître une décrue tout aussi impressionnante à la suite de l'accord conclu avec l'Iran.

Pendant environ quarante ans, des années 1980 jusqu'au Covid, la création de valeur reposait sur la quête d'efficacité, portée par la baisse des taux et la mondialisation. Ce régime a changé : la valeur est désormais tirée par la résilience, les entreprises ne pouvant plus optimiser aussi facilement leurs chaînes d'approvisionnement, leur fiscalité et leur structure de capital. Conséquence directe : une croissance davantage financée par les investissements nécessaires à cette résilience que par la consommation. Nous reviendrons sur ce point.

Lettre Marchés

Édition Juillet

2026

Des questions importantes, des réponses multiples

Nos réflexions et nos investissements s'appuient sur les « 4D » identifiés par McKinsey :

- Déglobalisation
- Défense
- Digitalisation
- Décarbonation

Les secteurs qui financent ces investissements, en particulier les banques, bénéficient pleinement de cette dynamique de croissance. Il faut également compter avec tous les secteurs indirectement porteurs : une partie de la construction, les semi-conducteurs, les matières premières, les constructeurs de camions, certains industriels, etc.

Les taux, quant à eux, sont restés plus stables et n'ont finalement pas retrouvé leurs niveaux d'avant-crise, signe, peut-être, que le marché peine à croire pleinement à l'accord passé entre les États-Unis et l'Iran. Dans le même temps, les actifs perçus comme refuges ont considérablement souffert, à l'image de l'or ou du bitcoin, qui ont chacun perdu plus de 25 %.

Un phénomène demeure constant : l'inflation. Nous sommes entrés dans un nouveau monde où, dès l'après-Covid, les signes d'une reflation importante occupaient déjà le devant de la scène économique. Ce que l'on pensait passer s'avère en réalité beaucoup plus structurel. Cette dynamique tire sa force de plusieurs facteurs :

- La déglobalisation des chaînes de valeur ;
- Des matières premières durablement chères ;
- Une expansion budgétaire massive des États ;
- Des politiques migratoires restrictives, notamment aux États-Unis ;
- La réappréciation du renminbi face au dollar, qui supprime une force déflationniste historique.

Face à ce constat, la marge de sécurité comme boussole

La dernière période comparable remonte aux années 1970, durant laquelle la stratégie dominante consistait à investir avec une marge de sécurité (value investing) : acheter des actifs à des prix raisonnables afin de se prémunir contre la baisse des revenus et la hausse des coûts. Or le marché fait aujourd'hui l'inverse, en déployant des capitaux massifs sur des actifs déjà très chers (IA, infrastructures), ce qui nous incite à la prudence.

Nous privilégions les actifs offrant des décotes, quitte à accepter de ne pas participer à certaines tendances que nous jugeons trop onéreuses. Nous restons ainsi absents de la tech et d'une large partie de la cote américaine.

Le constat est clair, tout comme l'analyse de ces dernières semaines.

Un trimestre « ultra technique »

Le semestre s'achève sur un trimestre particulièrement mouvementé, marqué par un rallye de marché soutenu et une dynamique que nous qualifions d'« ultra technique » : rééquilibrages de portefeuilles institutionnels et rotations sectorielles partielles ont davantage guidé les cours que les fondamentaux.

Le fil conducteur de cette période reste l'anticipation, par une partie des investisseurs, d'une reprise de la consommation. Cette reprise demeure toutefois hypothétique : le secteur peine à décoller et les signaux restent trop contradictoires pour justifier une exposition significative. Certains acteurs de marché nous semblent, à cet égard, être « allés un peu vite en besogne » dans leur optimisme.

Rotations sectorielles et contradictions de marché

Ces rotations ne se limitent pas à la technologie : l'agroalimentaire (à l'image de Pernod), les foncières et les utilities, ces dernières portées par l'anticipation d'une baisse des taux, ont également connu un regain d'intérêt marqué.

Le marché reste néanmoins traversé par une contradiction de fond : des valorisations proches de leurs plus hauts niveaux coexistent avec un environnement économique complexe, la principale explication résidant dans le manque d'alternatives d'investissement crédibles à long terme. Dans ce contexte, les prochaines publications de résultats seront déterminantes, moins par les chiffres eux-mêmes que par le ton des commentaires de direction, pour confirmer ou invalider la dynamique de rotation en cours. Nous restons prudents quant à la fiabilité d'un discours d'entreprise qui pourrait relever autant de la communication que du constat opérationnel. Les publications du mois d'octobre constitueront, à nos yeux, le véritable juge de paix pour la direction des marchés d'ici la fin de l'année.

Nos investissements, vos portefeuilles

Industrie vs consommation

Le secteur industriel nous paraît plus sûr que celui de la consommation, le consommateur restant sous forte pression, tendu par la hausse des matières premières et du coût de la vie en général. Dans cette optique, une valeur comme Saint-Gobain nous semble préférable à Pernod, en particulier après la récente correction de sa valorisation.

Financières

Le secteur constitue une forme de valeur refuge intermédiaire. Ses marges demeurent positives et le titre n'a pas connu de progression significative cette année, ce qui lui confère un potentiel de rattrapage en cas de reprise économique confirmée, une manière de s'exposer à une consommation « protégée ».

Automobile

Un secteur plus complexe, pris en étau entre la hausse des coûts (semi-conducteurs, mémoires) et une demande atone, ce qui pèse sur les marges. Les positions vendeuses sur Valeo ont été réduites par les acteurs de marché (de 17 % à 10 %) ; nous apprécions particulièrement ce dossier, présent notamment dans Ginjer Actifs 360, Valeo demeure selon nous un candidat clé sur la thématique du véhicule autonome à long terme. Daimler Truck nous paraît porter un dossier d'investissement plus lisible : bien que classé « automobile » par le marché, son activité de poids lourds répond à une dynamique propre, avec des marges qui peuvent connaître des à-coups trimestriels liés aux matières premières sans remettre en cause la thèse de long terme. Il faudra par ailleurs des camions dans de nombreux secteurs portés par les expansions budgétaires.

Faire face à de nombreuses incertitudes

Plusieurs facteurs continuent d'alimenter l'incertitude ambiante : des taux d'intérêt qui, comme nous l'avons vu, n'ont pas significativement reflué par rapport à leur niveau de février dernier ; une inflation que nous jugeons désormais structurelle compte tenu de la dynamique des prix des matières premières ; ainsi qu'un dollar qui se renforce, signe selon nous, d'un repli défensif des investisseurs plutôt que d'un signal de croissance.

À cela s'ajoutent des risques géopolitiques liés à l'accord conclu début juin, dont l'onde de choc continue de peser sur la visibilité à moyen terme. Enfin, les valorisations dans la tech, et plus particulièrement dans l'IA, représentent également un risque majeur pour les marchés.



Shiller PE ou CAPE historique du S&P 500.
Source : Schiller PE, Juin 2026



Valorisation du secteur Tech aux États Unis:
P/Ventes

51% du S&P 500 (en valeur) à plus de 10x les ventes : Nvidia, Apple, Alphabet, Microsoft, Broadcom, Tesla, Miron, Eli Lilly, AMD, Oracle...IPO de SpaceX (société en perte): 92x les ventes



Sentiment de marché : optimisme au plus haut
Source : Elliott Wave, 5 juin 2026

Une posture prudente, mais toujours investie

Nous devons donc rester vigilant. Nous demeurons investis, de façon raisonnable, sur des actifs que nous considérons comme encore décotés. Nous restons en revanche à l'écart des actifs de consommation. Sur les valorisations, nous nous intéressons aux valeurs dont les cours ont certes baissé, mais dont les perspectives bénéficiaires, même révisées à la baisse, ne se traduisent pas encore par des niveaux de valorisation suffisamment attractifs (luxé, consommation, etc.).

Depuis plus d'un an, nous privilégions un investissement actions orienté vers l'Europe, ainsi que des véhicules de performance absolue tels qu'All Road ou Pictet Atlas. Nous commençons par ailleurs à intégrer Cypanga Diversified à l'ensemble de nos portefeuilles : ce fonds représente à nos yeux une brique solide pour l'ensemble de nos allocations. Nous évitons les trackers à ce stade, eu égard à la concentration des indices, les phases de correction pourraient nous jouer de mauvais tours :



Nous conservons également des poches de cash importantes, afin de préserver notre capacité à saisir les opportunités qui se présenteront dans les prochains mois. Piquemal Houghon, qui avait connu un très bon début d'année porté par les matières premières et son absence d'exposition à la tech, a souffert au cours des trois derniers mois. Nous envisageons de renforcer nos positions sur ce fonds : les fondamentaux restent bons et nous y voyons davantage une opportunité qu'une remise en cause de la thèse d'investissement.

Cette posture prudente ne nous empêche pas d'afficher un bon premier semestre, avec des portefeuilles tous situés entre 5 % et 6 % de performance depuis le début de l'année.

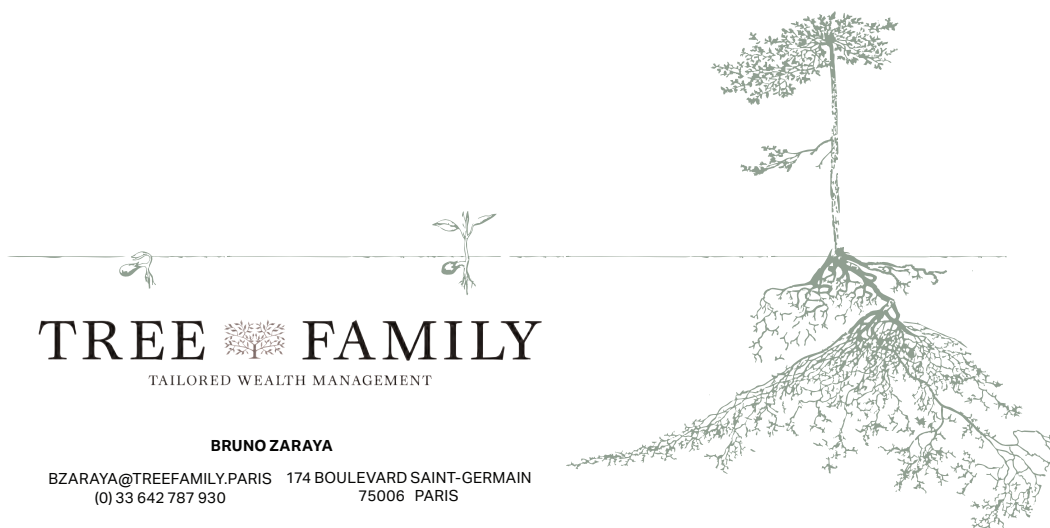
✧ Les raisons de rester prudent ne manquent jamais.

Je constate des mouvements paraboliques récents dans certaines parties du marché, des actions coréennes à certains bénéficiaires de l'intelligence artificielle, en passant par des poches de technologie non rentable, qui portent selon moi les marques d'un comportement alimenté par la peur de rater le mouvement. Les valorisations deviennent de plus en plus exigeantes, tandis que la hausse des émissions actions et obligataires d'entreprises m'interroge sur la capacité des investisseurs à absorber cette nouvelle offre. L'histoire nous rappelle toutefois que les dynamiques de fin de cycle peuvent durer bien plus longtemps que ne le suggéreraient les seuls fondamentaux, comme l'a montré la fin des années 1990.

Au fond, je considère que le principal risque se situe sur la partie longue de la courbe des taux. Des rendements obligataires de long terme plus élevés constituent aujourd'hui à mes yeux le dénominateur commun de la plupart des vulnérabilités de marché : ils remettent en question la valorisation des actifs de duration longue, fragilisent l'effet richesse qui a soutenu la consommation, et renchérissent les coûts de financement des entreprises comme des États. Une nouvelle hausse des taux longs demeure ainsi selon moi le catalyseur le plus probable d'un mouvement plus large d'ajustement des primes de risque.

✧ Sur le plan géopolitique,

Je reste également prudent concernant l'accord entre les États-Unis et l'Iran. Après quatre mois de conflit ouvert au Moyen-Orient, Washington et Téhéran ont conclu un accord pour mettre fin à la guerre, signé fin juin 2026 à Genève, prévoyant la réouverture du détroit d'Ormuz et la levée du blocus naval américain. Mais le texte intégral n'a pas été rendu public et les négociations sur le fond, levée des sanctions, dossier nucléaire, reconstruction, ne doivent commencer que dans les 60 jours suivant la signature. Netanyahu a par ailleurs fait savoir qu'Israël ne se considère pas lié par la clause libanaise de l'accord et que ses forces resteraient en position. Je pense que cette fragilité structurelle, un cadre encore flou, des points durs non tranchés (nucléaire, sanctions) et un allié israélien qui s'en démarque déjà, pourrait à terme générer davantage de tensions qu'elle n'en a résolu, avec un risque de rechute qui resterait à surveiller pour nos scénarios de marché (pétrole, primes de risque géopolitiques).



BRUNO ZARAYA

BZARAYA@TREEFAMILY.PARIS 174 BOULEVARD SAINT-GERMAIN
(0) 33 642 787 930 75006 PARIS