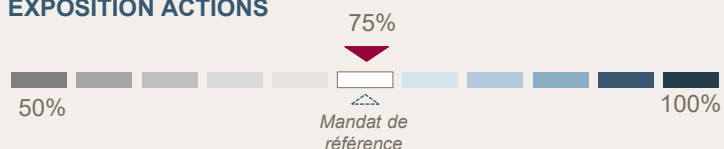


STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

COMITÉ D'INVESTISSEMENT – 1^{ER} DÉCEMBRE 2025

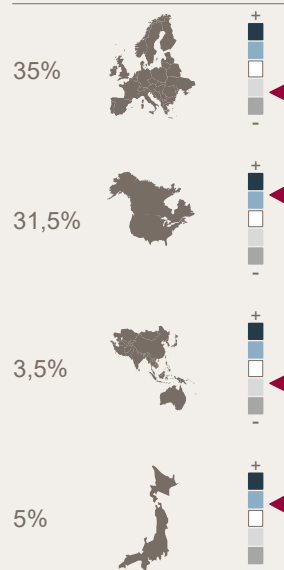
EXPOSITION ACTIONS



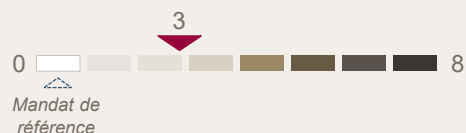
ALLOCATION GÉOGRAPHIQUE

Poids actions

Pondération vs. Mandat de référence



SENSIBILITÉ DES OBLIGATIONS



Le Comité d'investissement statue toutes les 6 semaines sur l'allocation d'actifs (actions et produits de taux) ainsi que sur les surpondérations et/ou sous-pondérations par zone géographique.

L'exposition actions communiquée ci-dessus correspond à un portefeuille ayant pour objectif un investissement actions entre 50% et 100%. Elle se décline en fonction de l'objectif d'investissement du mandat de chaque client.

Une exposition actions supérieure à 75% qualifie une surpondération. A l'inverse, une exposition inférieure caractérise une sous-pondération.

EXPOSITION NEUTRE AUX ACTIONS CONSERVÉE DANS UN ENVIRONNEMENT RÉSILIENT MAIS INCERTAIN

- Malgré un environnement marqué par l'incertitude, la croissance mondiale est demeurée résiliente en 2025. Contrairement aux anticipations, l'instauration de droits de douane n'a pas entraîné de poussée inflationniste aux États-Unis, et nous n'en anticipons pas davantage en 2026. Ces mesures devraient conduire à une réorganisation du commerce mondial plutôt qu'à un ralentissement. Par ailleurs, la perspective de nouvelles baisses de taux directeurs ainsi que les projets de politiques budgétaires expansionnistes dans les principales zones géographiques devraient soutenir l'activité économique en 2026.
- Néanmoins, plusieurs fragilités demeurent. Aux États-Unis, le marché du travail montre des signes croissants de ralentissement. Si la consommation des ménages reste globalement bien orientée, elle est désormais principalement portée par les revenus les plus élevés, qui continuent de dépenser. Enfin, bien que les scénarios extrêmes semblent pour l'instant écartés, la guerre commerciale demeure une source importante d'incertitudes.
- Par ailleurs, les valorisations demeurent élevées sur certains segments du marché actions, accentuant le risque de volatilité en cas de déception sur les données économiques ou les résultats d'entreprises. La polarisation des marchés sur la thématique de l'intelligence artificielle, ainsi que la forte concentration des performances sur quelques acteurs dominants, appellent également à une vigilance accrue.
- L'équilibre entre facteurs de soutien et éléments de fragilité nous conduit à maintenir un positionnement neutre sur les actions.

SENSIBILITÉ ET QUALITÉ MAINTENUES SUR LES OBLIGATIONS

- La BCE poursuit sa pause dans son cycle d'assouplissement monétaire, dans un contexte d'inflation revenue à la cible et de croissance économique proche de son potentiel. Aucune baisse supplémentaire des taux directeurs n'est désormais anticipée. Dans un contexte de taux encore élevés, les rendements obligataires restent attractifs.
- Nous maintenons une sensibilité contenue pour nos portefeuilles avec une cible de 3, afin de limiter l'exposition à la volatilité des taux longs. Nous privilégions des obligations de bonne qualité (BBB+/A-), en cohérence avec notre stratégie de portage prudente.

Mansartis

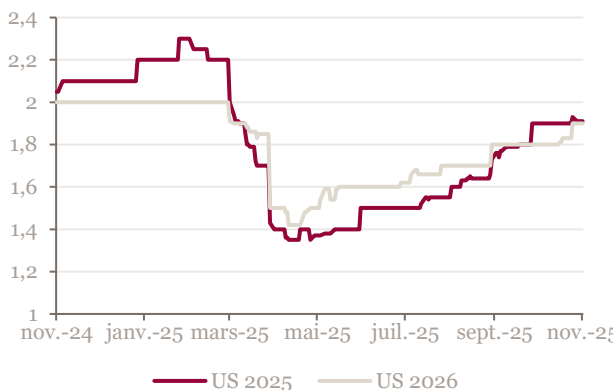
ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉ

CONJONCTURE AMÉRICAINE GLOBALE CONTRASTÉE

Malgré le contexte d'incertitude et les perturbations liées au retour de D. Trump à la Maison-Blanche, l'activité économique américaine s'est montrée résiliente en 2025, essentiellement grâce aux investissements dans l'intelligence artificielle, et devrait le rester en 2026. L'entrée en vigueur des droits de douane n'a pas entraîné une diminution des échanges mais plutôt une réorganisation du commerce mondial : la part de la Chine dans les importations américaines a nettement reculé, au profit d'autres partenaires comme le reste de l'Asie, la zone Euro ou le Mexique.

US : PRÉVISIONS DE CROISSANCE

Consensus des économistes



Si les droits de douane ont pesé sur la confiance des consommateurs, qui a nettement fléchi au cours de l'année, la consommation des ménages est restée globalement bien orientée en 2025. Une dichotomie apparaît toutefois entre les ménages les plus aisés, qui maintiennent un niveau de dépenses élevé, et les ménages à bas revenus, qui réduisent progressivement leur consommation.

Contrairement aux attentes et à ce que certaines composantes d'enquête laissent présager, il n'y a pas eu

Mansartis

pour l'instant de dérapage inflationniste imputable aux droits de douane. L'inflation s'est stabilisée autour de 3% et devrait, selon les prévisions des économistes, s'établir à un niveau comparable en 2026.

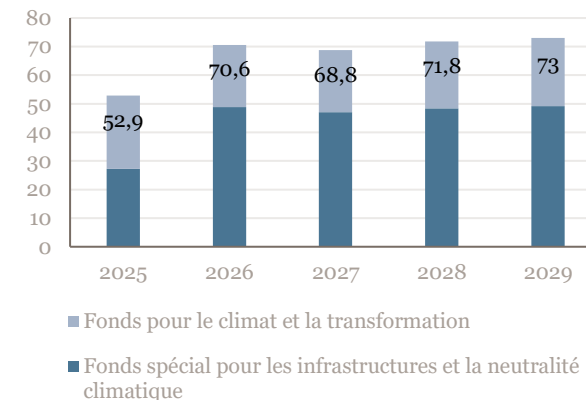
Au cours du mois de novembre, un budget a été voté par le Congrès, mettant ainsi fin au plus long shutdown de l'histoire des États-Unis (43 jours). En conséquence de cette fermeture partielle des services fédéraux, de nombreuses statistiques officielles n'ont pas été publiées ou l'ont été avec du retard, notamment les chiffres de l'emploi et de l'inflation, réduisant ainsi la lisibilité macroéconomique.

Du côté de l'emploi, les différents indicateurs se sont affaiblis au cours de l'année 2025 et font état d'un ralentissement du marché du travail. Dans ce contexte, couplé à une inflation qui reste élevée mais ne dérape pas, la Fed dispose d'une certaine marge de manœuvre pour poursuivre ses baisses de taux (approche de « risk management »). Trois à quatre baisses de taux sont désormais anticipées d'ici la fin d'année 2026, la prochaine étant attendue pour la réunion de décembre. Le nouveau président de la Fed devrait être nommé par D. Trump d'ici le début d'année 2026; le choix se porterait sur K. Hassett, une nomination qui renforcerait les anticipations d'un biais plus accommodant de la Fed pour l'avenir.

CROISSANCE EUROPÉENNE AU NIVEAU DU POTENTIEL

En Europe, la croissance a été révisée à la hausse pour 2025 et devrait atteindre environ 1,4 %. Ce chiffre est toutefois gonflé par la contribution de l'Irlande, qui ajoute à elle seule 0,5 point de croissance en raison de la réorganisation des flux des multinationales dans un contexte de tensions commerciales. En 2026, la croissance est attendue à 1,1 %. Cette progression devrait être portée par le rebond de l'économie allemande, soutenue par son plan de relance budgétaire et par la mise en place de fonds spéciaux dédiés aux infrastructures, au climat et à la défense.

INVESTISSEMENTS ANNUELS LIÉS AU PLAN DE RELANCE ALLEMAND (EN MDS €)



Du côté de la politique monétaire, la BCE a maintenu ses taux inchangés lors de la réunion d'octobre après les avoir baissés à quatre reprises au premier semestre 2025. L'inflation évolue désormais autour de la cible de 2% et les économistes anticipent qu'elle pourrait baisser davantage en 2026 (1,8%), grâce notamment au redéploiement des exportations chinoises vers l'Europe et à la poursuite du ralentissement des hausses de prix dans les services. Il n'y a donc désormais plus aucune baisse de taux directeurs supplémentaire attendue pour 2026.

FRAGILITÉS EN CHINE, VITALITÉ DU RESTE DE L'ASIE

Après un regain des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis, la relation entre les deux puissances a évolué vers une trêve tactique. Si les risques extrêmes sont temporairement écartés, les sujets technologiques et les terres rares demeurent au cœur du rapport de force.

ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉ

Au niveau économique, la Chine aborde la nouvelle année dans une phase délicate. Du côté intérieur, la situation ne s'améliore pas : la consommation domestique ne rebondit pas, l'investissement recule, la correction du secteur immobilier se poursuit et les pressions déflationnistes subsistent. En parallèle, les principaux moteurs de la croissance chinoise ont également montré des signes d'essoufflement dans les derniers chiffres publiés : chute des exportations, ralentissement de la production industrielle.

ACTIVITÉ DANS LE SECTEUR IMMOBILIER CHINOIS



Sur le plan technologique, la Chine accélère sa percée, notamment dans la souveraineté des puces et le développement de modèles d'intelligence artificielle. Le 15^e plan quinquennal (2026-2030) fixe un cadre ambitieux autour de l'innovation et des technologies stratégiques.

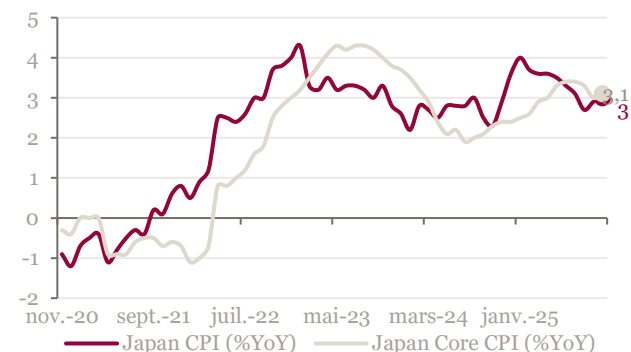
Dans le reste de l'Asie, la conjoncture reste favorable pour de nombreux pays. En Inde, la croissance surprend à la hausse malgré les tensions avec les États-Unis, portée notamment par la consommation intérieure. Par ailleurs, Taïwan et la Corée du Sud bénéficient largement du cycle de l'intelligence artificielle et des semi-conducteurs.

Mansartis

RELANCE BUDGÉTAIRE MASSIVE AU JAPON

La croissance japonaise s'est légèrement contractée au T3 (-0,4 % sur le trimestre), pénalisée notamment par le repli des exportations. Pour 2026, la croissance devrait rester positive mais modérée, à +0,7 %. Elle sera soutenue par le plan de relance budgétaire massif (117 Mds €) annoncé par la nouvelle Première ministre S. Takaichi, ciblant le pouvoir d'achat, l'énergie, la défense, l'intelligence artificielle et les infrastructures critiques.

INFLATION JAPONAISE



L'annonce du plan de relance et les émissions de dette supplémentaires maintiennent le marché obligataire japonais sous tension, portant les taux longs à des niveaux records. Le yen a poursuivi son affaiblissement, reflet d'une normalisation monétaire très progressive. Malgré une tendance baissière depuis le début de l'année, l'inflation reste au-dessus de la cible de la BoJ, à 3,1 % en octobre. Dans ce contexte, la BoJ avance prudemment vers un resserrement graduel, la prochaine hausse de taux étant attendue d'ici janvier 2026.

MARCHÉS

Aux États-Unis, les marchés actions ont connu un regain de volatilité, temporairement au-dessus de 25, en raison des doutes entourant la thématique de l'intelligence artificielle et d'un assouplissement monétaire potentiellement plus lent.

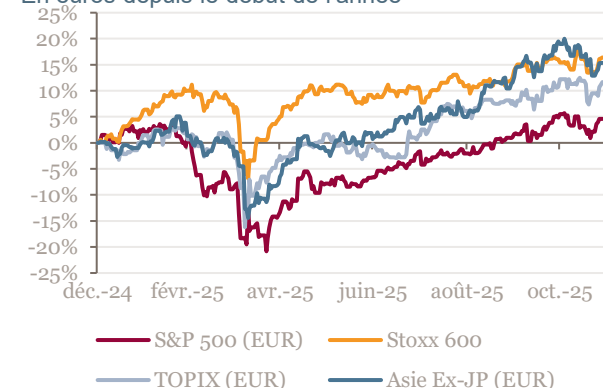
Ils ont ensuite rebondi depuis le creux de novembre et effacé leurs pertes, portés par l'anticipation d'une nouvelle baisse de taux de la Fed en décembre. Si le dollar s'est stabilisé ces derniers mois, la performance en euro des actions américaines en 2025 pâtit encore de la dépréciation enregistrée au premier semestre. Les autres zones géographiques ont suivi une dynamique similaire.

Sur les marchés obligataires en Europe et aux États-Unis, les récents mouvements reflètent les divergences de politique monétaire. En Europe, les taux se sont légèrement redressés et la courbe a retrouvé une pente normale, en l'absence d'anticipation de nouvelles baisses de taux. À l'inverse, la courbe américaine conserve une forme en « virgule », avec des taux plus bas sur la maturité 5-7 ans, traduisant des attentes de poursuite de l'assouplissement monétaire.

Dans les deux zones, les spreads de crédit se sont légèrement écartés en parallèle de la hausse de volatilité sur les marchés actions, mais restent proches de leurs points bas récents. En Europe, les rendements du segment « investment grade » demeurent stables autour de 3 %. Ce segment continue d'afficher des performances positives depuis le début de l'année, portées par le portage, la composante crédit compensant l'effet taux.

PERFORMANCE DES ACTIONS

En euros depuis le début de l'année



COMITE D'INVESTISSEMENT / 1ER DÉCEMBRE 2025

À RETENIR PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE



- Un budget a été voté mi-novembre par le Congrès, mettant fin au plus long « shutdown » de l'histoire des États-Unis (43 jours).
- La Fed a baissé ses taux directeurs de 25 pbs pour la deuxième fois de l'année lors de la réunion d'octobre. La prochaine baisse est attendue pour la réunion de décembre.
- En raison du « shutdown », de nombreuses statistiques économiques gouvernementales n'ont pas été publiées pour le mois d'octobre.
- Publié avec du retard, le rapport sur l'emploi de septembre a été contrasté : si les créations d'emploi ont rebondi (+119k), le taux de chômage a poursuivi sa hausse, à 4,4% (+10 pbs).
- En novembre, les enquêtes d'activité S&P PMI montrent une légère amélioration de l'activité globale (composite à 54,8 vs 54,6 en octobre), portée par la composante service (55, soit +0,2 pt) tandis que la composante manufacturière ralentit (51,9, soit -0,6 pt).



- La croissance du PIB pour 2025 est désormais attendue à +1,4%, contre 1,0% en début d'année, gonflée par la contribution de l'Irlande qui ajoute 0,5 pt.
- La BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés lors de la réunion d'octobre. Aucune baisse supplémentaire n'est anticipée pour 2026.
- L'enquête d'activité PMI composite reste bien orientée en novembre (52,4 vs 52,5 en octobre), soutenue par les services (53,1) tandis que le secteur manufacturier retourne en zone de contraction (49,7, soit -0,3pt).
- L'inflation reste proche de la cible de la BCE, à 2,1% en octobre.
- Le taux de chômage reste stable, à 6,3% en septembre.



- Après un regain des tensions en septembre, la relation Chine-États-Unis a évolué vers une trêve tactique, bien que les sujets technologiques restent au cœur du rapport de force.
- Bien que toujours en zone d'expansion, les enquêtes PMI CAIXIN ralentissent en octobre, à la fois dans l'activité manufacturière (50,6 soit -0,6pt) et non manufacturière (52,6 soit -0,3 pt).
- L'inflation rebondit légèrement en novembre à +0,2% en rythme annualisé, tandis que les prix à la production continuent de baisser (-2,1%).
- Le marché de l'immobilier ne montre pas de signes de reprise : le recul des prix des logements neufs se poursuit en octobre (-0,45%).



- Le PIB s'est légèrement contracté au T3 2025 (-0,4%), pénalisé par le commerce extérieur. La croissance pour 2026 est désormais attendue à +0,7% par les économistes.
- La première ministre a annoncé un plan de relance budgétaire massif (117 Mds €), ciblant pouvoir d'achat, énergie, défense, IA et infrastructures critiques.
- Le Yen continue de se déprécier et évolue désormais autour de 155¥/\$.
- La BoJ a maintenu son taux directeur inchangé à 0,50% lors de la réunion d'octobre. La prochaine hausse de taux devrait avoir lieu d'ici janvier 2026.
- L'inflation se maintient au-dessus de la cible de la BoJ en octobre (3,0%).