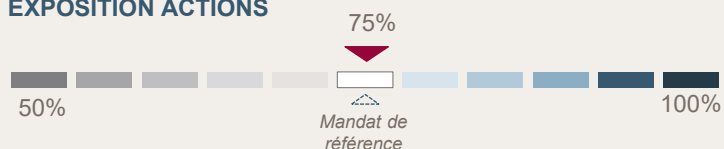


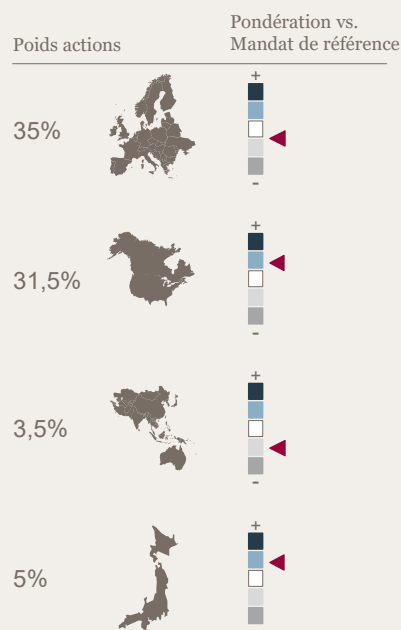
STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

COMITÉ D'INVESTISSEMENT – 23 OCTOBRE 2025

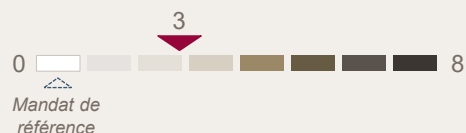
EXPOSITION ACTIONS



ALLOCATION GÉOGRAPHIQUE



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.

UN ENVIRONNEMENT FAVORABLE SUR LES ACTIONS, MAIS AVEC DES FRAGILITÉS PERSISTANTES

- Les marchés évoluent dans un environnement porteur, marqué par un scénario presque idéal : une inflation maîtrisée malgré la hausse des droits de douane, une croissance mondiale résiliente et un assouplissement progressif de la politique monétaire américaine.
- Ce cadre, favorable aux actifs risqués, soutient la valorisation des marchés actions, même si certaines fragilités demeurent.
- L'absence de données économiques américaines, conséquence du shutdown, complique la lecture du cycle économique et rend plus incertaine la trajectoire du nouvel assouplissement monétaire de la Fed.
- Les relations commerciales entre grandes puissances restent une source de volatilité, notamment pour les secteurs technologiques et l'IA, très exposés aux chaînes d'approvisionnement internationales.
- Par ailleurs, la thématique IA, bien que structurante, concentre les risques autour de quelques acteurs dominants. Le potentiel est élevé, mais les défis d'exécution et de monétisation restent entiers.
- Dans ce contexte, nous conservons une exposition neutre sur les actions privilégiant une approche équilibrée face à des soutiens bien ancrés mais avec des incertitudes persistantes.

REMONTÉE DE LA QUALITÉ SUR LES OBLIGATIONS

- Les rendements obligataires demeurent attractifs, portés par des taux encore élevés. En revanche, la compression des spreads sur les obligations d'entreprises nous conduit à poursuivre la remontée de la qualité vers les signatures notées A et à maintenir une durée contenue, proche de notre cible de 3.
- Nous conservons une surpondération en financières seniors et en assureurs. Les signatures françaises, redevenues attractives à la suite des tensions politiques, permettent d'améliorer le rendement tout en préservant le profil de risque.

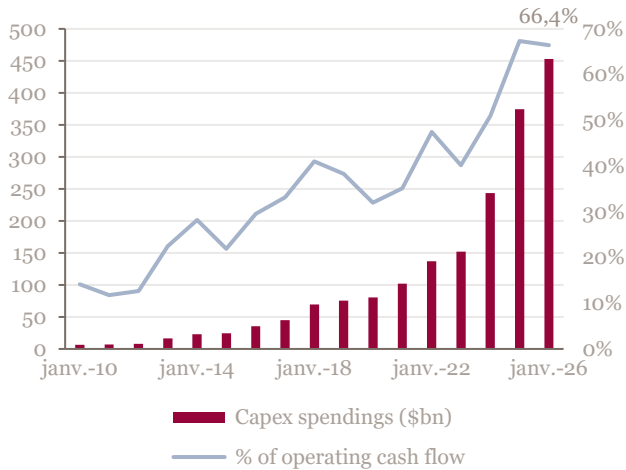
ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉ

UNE BULLE LIÉE À L'IA ?

La progression fulgurante des valeurs liées à l'IA ravive les craintes de bulle chez les investisseurs. Les annonces d'investissements sont massives alors que la monétisation reste incertaine ; des attentes potentiellement excessives pèsent sur le secteur, et un surinvestissement pourrait créer, à terme, des surcapacités. À court terme, les acteurs pourraient en outre être pénalisés par des goulots d'étranglement au niveau des data centers ou des capacités électriques.

S'il est impossible de trancher à ce stade, plusieurs éléments plaident néanmoins pour une situation bien plus solide qu'au moment de la bulle internet : les investisseurs clés sont des groupes rentables, peu endettés, finançant leurs capex par le cash-flow. Par ailleurs, l'adoption est réelle et rapide, tant chez les particuliers que dans les entreprises.

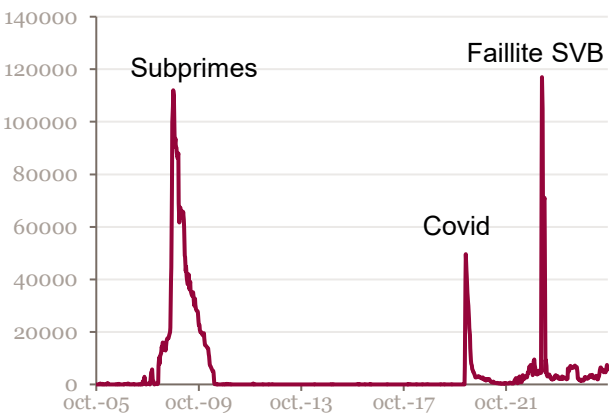
INVESTISSEMENTS DES PRINCIPAUX ACTEURS DE L'IA Amazon Web Services, Google, Meta, Microsoft, Oracle



UN SYSTÈME BANCAIRE AMÉRICAIN FRAGILE ?

Les faillites de Tricolor (crédit auto subprime, avec soupçons de fraude sur les collatéraux) qui a entraîné des pertes pour certaines banques et de First Brands, dont l'impact a surtout touché des acteurs de direct lending non bancaires, ont ravivé les inquiétudes autour du financement non bancaire (private credit) : un segment en forte croissance mais moins régulé, avec des collatéraux parfois plus fragiles et davantage d'opacité. Ces épisodes ont réveillé le spectre du subprime et le souvenir de SVB chez les banques régionales américaines.

LIQUIDITÉ D'URGENCES EMPRUNTÉES AUPRÈS DE LA FED En milliards de dollar



Néanmoins, les signaux pointent plutôt vers des cas idiosyncratiques liés à une mauvaise gestion et des fraudes, et non vers un risque généralisé ou systémique. Les indicateurs de tension comme les taux interbancaires et les recours aux liquidités d'urgence à la Fed n'indiquent pas de stress notable.

L'ÉCONOMIE AMÉRICAINNE RÉSILIENTE MALGRÉ LES DROITS DE DOUANE ET LE SHUTDOWN

Le désaccord entre Républicains et Démocrates a entraîné une fermeture partielle des services fédéraux (shutdown). À ce stade, l'épisode est surtout politique : historiquement, les pertes d'activité sont en grande partie rattrapées après la réouverture. Pour les investisseurs et les décideurs, il brouille néanmoins la lisibilité macroéconomique en interrompant ou retardant des statistiques clés (inflation, emploi, etc.). Du point de vue des marchés, l'impact passé a été limité. Toutefois, la polarisation extrême de la vie politique américaine pourrait prolonger la situation ; si elle devait s'inscrire dans la durée, les conséquences deviendraient plus incertaines.

Épisode	PIB perdu pendant la période	Perdu définitivement	En point de PIB	Source
Clinton 1995-96	N/A	≈1,4Md\$	≈0,02pt	White house
Obama 2013	≈2 à 6Md\$ selon les prévisionnistes	≈2Md\$	≈0,01pt	White house
Trump 2018-19	≈11Md\$	≈3Md\$	≈0,02pt	CBO

Malgré l'absence des principales statistiques économiques liée au shutdown, l'économie américaine apparaît bien orientée, avec une politique monétaire redevenue accommodante sans fort ralentissement. La consommation ne montre pas de rupture nette, malgré la mise en place des droits de douane. Le marché du travail se tasse progressivement, sans à-coups, ce qui laisse à la Fed la marge pour poursuivre ses baisses de taux. À ce stade, l'effet des droits de douane sur l'inflation reste limité.



ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉ

ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE STABILISÉ EN EUROPE

La conjoncture européenne apparaît relativement stable. Les PMI évoluent autour de 50, signalant une activité ni franchement en expansion ni en contraction. La croissance est attendue proche de son potentiel, à 1,3 % en 2025 selon le consensus, tandis que le marché du travail reste résilient avec un chômage autour de 6,3 %.

L'inflation de la zone euro demeure proche de la cible de 2 % de la BCE (2,1 % en août, estimation flash 2,2 % en septembre). Côté politique monétaire, le scénario central reste celui d'un statu quo lors des prochaines réunions, avec une communication insistant sur une approche dépendante des données, réunion par réunion. En toile de fond, le resserrement quantitatif (QT) se poursuit : les réinvestissements PEPP/APP ont cessé, ce qui réduit progressivement la liquidité.

INFLATION EN ZONE EURO



NOUVEAU CAP POLITIQUE AU JAPON

Le Japon aborde une nouvelle phase politique avec l'arrivée à la tête du gouvernement de S. Takaichi, à l'orientation pro-croissance via relance budgétaire. Ce changement politique complique l'action de la BoJ face à un Yen qui s'affaiblit et une inflation en ralentissement : elle reste prudente dans

Mansartis

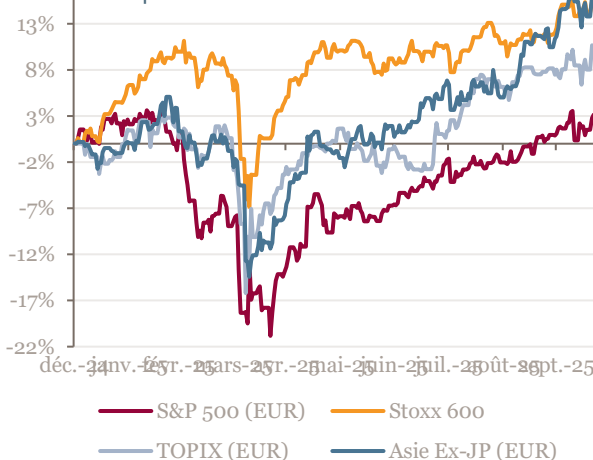
son resserrement monétaire, tout en poursuivant la réduction de son bilan. Sur le volet économique, la consommation des ménages reste hétérogène, pénalisée par des salaires nominaux qui restent négatifs, et les exportations reculent : la croissance du PIB au T3 est attendue en repli (-1.3%).

CHINE : TENSIONS COMMERCIALES ET ATTENTE DU PLÉNUM

La croissance chinoise reste solide mais à deux vitesses : si l'industrie et les exportations sont des moteurs, l'économie domestique demeure fragile, freinée par la demande intérieure atone, la contraction de l'investissement et la crise immobilière persistante. Le plénum de 2025 permettra de définir les grandes orientations du prochain plan quinquennal : les priorités devraient porter sur l'autonomie technologique, le soutien à l'économie domestique, la sécurité économique et énergétique. Sur le plan externe, les tensions commerciales avec les États-Unis se sont récemment intensifiées, mais la forte interdépendance entre les deux puissances limite le risque d'escalade majeure.

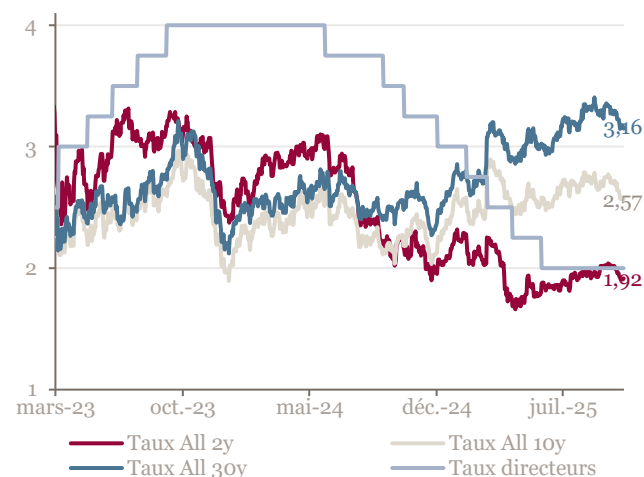
MARCHÉS

PERFORMANCE DES ACTIONS En euros depuis le début de l'année



Malgré quelques soubresauts, les marchés actions poursuivent leur progression. Aux États-Unis et en Asie, elle est portée par la thématique IA, la chaîne des semi-conducteurs et la reprise du cycle d'assouplissement monétaire de la Fed. En Europe, la hausse s'appuie surtout sur la surperformance des banques-assurances et de l'aérospatial-défense (réarmement, taux encore favorables aux marges d'intérêt). Enfin, même s'il s'est stabilisé depuis juin, le dollar demeure le principal frein à la performance des actions américaines pour un investisseur en euros.

TAUX SOUVERAINS ALLEMANDS



Les taux européens ont repris une trajectoire baissière, dans un mouvement de resynchronisation avec les États-Unis où la politique monétaire s'assouplit de nouveau, même si la BCE est largement perçue en statu quo. La faiblesse du pétrole a pu également accentuer cette tendance en pesant sur les anticipations d'inflation. Depuis le début de l'année, le portage demeure le principal moteur de performance des marchés obligataires.

À RETENIR PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE

