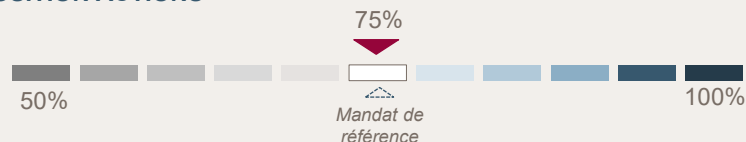


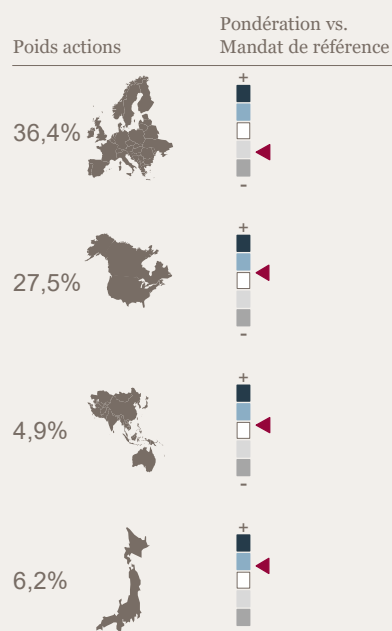
STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

COMITÉ D'INVESTISSEMENT – 24 SEPTEMBRE 2026

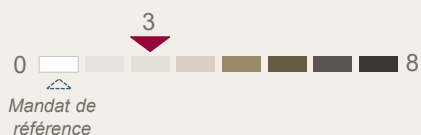
EXPOSITION ACTIONS



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. À l'inverse, une exposition inférieure caractérise une sous-pondération.

SYNTHÈSE DES CONCLUSIONS

Environnement économique :

- Les marchés ont traversé l'été en résistant à deux chocs : la poursuite du choc énergétique avec le rebond des prix du pétrole, gaz et diesel, lié au regain de tensions au Moyen-Orient, et la progression marquée des taux souverains dans l'ensemble des économies développées. Les marchés actions ont néanmoins bien résisté grâce à la progression des bénéfices.
- La croissance est également plus robuste qu'attendu. Aux États-Unis, l'activité reste solide, soutenue par la consommation mais surtout les investissements dans l'IA. En Europe, les perspectives se sont redressées, davantage soutenues par l'investissement public. Si les fondamentaux économiques s'améliorent au Japon, la Chine continue d'avancer à deux vitesses, entre industrie et exportations dynamiques mais une demande intérieure faible.
- La hausse des prix de l'énergie entretient les pressions inflationnistes, sans effets de second tour ni désancrage des anticipations de long terme pour le moment. Les banques centrales ont en revanche durci le ton : la Fed, la BCE et la BoJ ont relevé leurs taux directeurs, et les marchés anticipent de nouveaux resserrements.

Risques et incertitudes :

- Deux risques principaux, identifiés mais pas encore matérialisés, demeurent néanmoins. Le premier, structurel, est lié au cycle d'investissement dans l'IA, dont dépend une part importante de la croissance américaine et des bénéfices. Ces investissements sont désormais largement financés par la dette, alors même que la visibilité sur leur rentabilité se réduit. Un retournement du cycle pourrait ainsi toucher simultanément les bénéfices des entreprises, le financement et la croissance, même si aucun signal d'inflexion n'est visible à ce stade.
- Le second est conjoncturel : une stagflation modérée si les prix de l'énergie restent durablement élevés et que les banques centrales poursuivent leurs resserrements. La hausse des taux accroît progressivement la charge d'intérêt des États et renforce les tensions budgétaires. Mais l'élément déterminant est l'évolution du conflit, dont la visibilité reste faible.

Positionnement stratégique :

- Dans cet environnement, nous maintenons une exposition neutre aux actions. Les solides fondamentaux macroéconomiques et la croissance des bénéfices limitent le risque de baisse et maintiennent un potentiel de hausse. Les incertitudes sur l'évolution du conflit, des prix de l'énergie et des taux conduisent toutefois à ne pas accroître le risque.
- Sur les marchés obligataires, les spreads de crédit sont serrés et les taux volatils dans un contexte de tensions géopolitiques et craintes inflationnistes. Nous maintenons une sensibilité courte, en concentrant les investissements sur les maturités de 2 à 3 ans afin de capter le portage tout en limitant le risque de taux, avec une préférence pour les signatures de qualité.

Mansartis

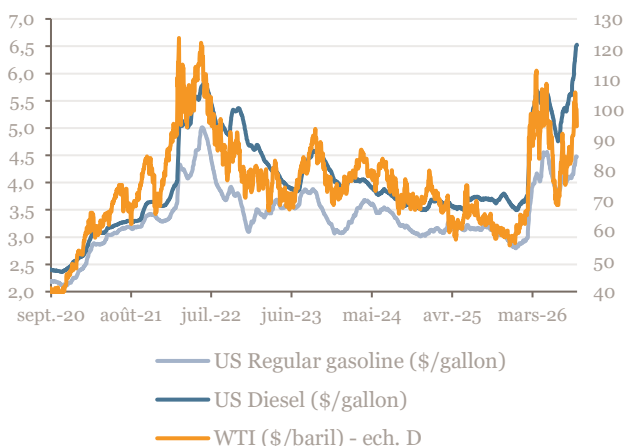
ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉ

LE CHOC ÉNERGÉTIQUE SE PROLONGE

La détente observée après la signature du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran en juin n'aura été que de courte durée. La reprise du conflit armé début juillet au Moyen-Orient et l'extension des tensions à la mer Rouge ont amené les cours du pétrole au-delà de 100 dollars, tandis que l'offre de barils reste toujours nettement inférieure aux niveaux pré-conflit et à la demande.

Le raffinage est également sous pression : au-delà des perturbations au Moyen-Orient, l'intensification des frappes ukrainiennes sur les sites pétroliers russes ont entraîné une nette baisse des capacités de raffinage du pays. Les prix du diesel aux États-Unis ont alors fortement rebondi et dépassé les plus hauts atteints en 2022. Le diesel est directement intégré aux coûts de production et de distribution : une hausse de son prix entretient ainsi les tensions inflationnistes et favorise une diffusion du choc à l'ensemble de l'économie.

ÉTATS-UNIS : PRIX À LA POMPE ET PÉTROLE



Outre le pétrole, ce regain de tensions a provoqué un fort redressement des cours du gaz et de l'électricité en Europe, sans toutefois retrouver les niveaux extrêmes de 2022. En parallèle, les stocks de gaz restent inférieurs à leurs niveaux saisonniers habituels : l'Europe aborde donc le prochain hiver dans une situation énergétique nettement moins favorable que les États-Unis.

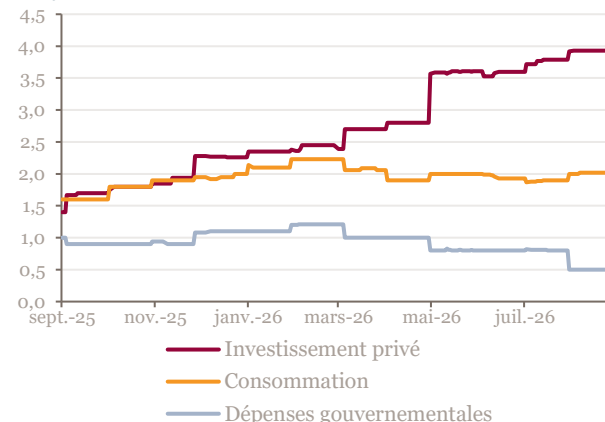
Avec la reprise des frappes au Moyen-Orient, les coûts du fret maritime, notamment pour les pétroliers, se sont envolés et alimentent aussi les tensions inflationnistes. De plus, de nouvelles frictions logistiques font leur apparition, bien que largement inférieures aux perturbations extrêmes rencontrées en sortie de pandémie.

LA CROISSANCE RESTE RÉSILIENTE

Malgré la hausse des prix de l'énergie et des taux, la croissance économique demeure résiliente. Les chiffres du PIB au T2 étaient solides et les perspectives de croissance pour l'année 2026 ont été révisées à la hausse au cours de l'été, à 2,1% aux États-Unis et 0,9% en Europe. Les dernières enquêtes PMI confirment cette bonne dynamique de l'activité économique dans les deux zones, à la fois dans le secteur manufacturier et dans les services. Néanmoins, cette vigueur reflète en partie la constitution de stocks de précaution des entreprises. De même, la croissance des commandes contribue en partie à accentuer les tensions sur les chaînes d'approvisionnement et les prix.

Si la consommation résiste bien aux États-Unis et en Europe, bien que plus inégale aux États-Unis car davantage tirée par les ménages aisés, la principale différence entre les deux économies réside dans l'investissement. Aux États-Unis, il est particulièrement dynamique, porté par les investissements massifs dans l'intelligence artificielle : ces derniers représenteraient près d'un tiers de la croissance américaine une fois les importations déduites. À l'inverse en Europe, l'investissement privé recule et la croissance repose surtout sur l'investissement public (dans les infrastructures, la défense et la transition énergétique).

ÉTATS-UNIS : CROISSANCE ATTENDUE EN 2026 Moyenne des économistes par composante



LES BANQUES CENTRALES DURCISSENT LE TON

Face à ces tensions, les craintes d'une inflation plus élevée se sont ravivées. Du côté des statistiques publiées, l'inflation se maintient à des niveaux élevés, supérieure à 3% au niveau global des deux côtés de l'Atlantique. En revanche, les anticipations de long terme restent bien ancrées. De même, les chiffres d'inflation sous-jacente demeurent stables et signalent pour l'instant l'absence d'effets de second tour visibles. La diffusion du choc sera néanmoins à surveiller dans les prochains mois.

Avec le développement de l'intelligence artificielle et les investissements massifs dans les data centers, la demande pour les composants et matières premières nécessaires à leur construction s'est envolée et leurs prix également. Néanmoins, l'impact sur l'inflation est pour l'instant très limité (contribution de 0,2 pt dans l'inflation PCE, moins de 0,05 pt dans le CPI) compte tenu du faible poids des composantes affiliées à cette thématique dans les indices d'inflation.

Mansartis

COMITE D'INVESTISSEMENT / 24 SEPTEMBRE 2026

Sources : Bloomberg / Mansartis

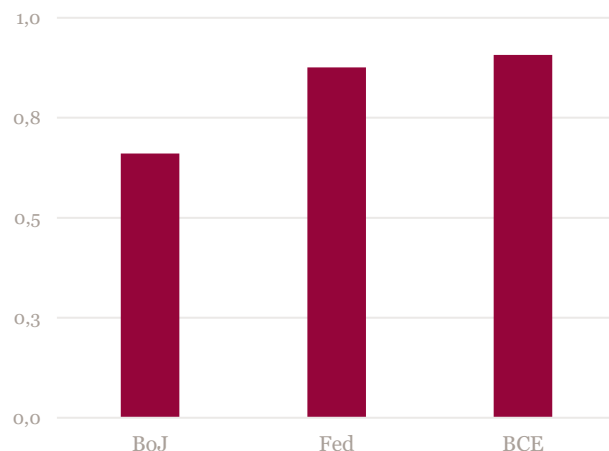
Achevé de rédiger le 28 septembre 2026 - Les informations chiffrées contenues dans ce document sont issues en partie de sources externes considérées comme fiables. Toutefois, Mansartis ne saurait garantir leur caractère complet, exact et à jour.

ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉ

Dans ce contexte de résilience de l'économie, conjointement aux craintes inflationnistes et d'effets de second tour, les banques centrales ont significativement durci leurs discours et leur politique monétaire. Les principales institutions (Fed, BCE, BoJ) ont relevé leurs taux directeurs de 25 pbs lors de leurs réunions de septembre. Les anticipations de relèvement de taux des investisseurs se sont fortement ajustées : plus de trois resserrements supplémentaires sont attendus en Europe et aux États-Unis d'ici l'été 2027, plus de deux au Japon.

VARIATION ATTENDUE DES TAUX DIRECTEURS D'ICI JUIN 2027

Selon le marché des futures



LES TAUX MONTENT, LE CRÉDIT RÉSISTE

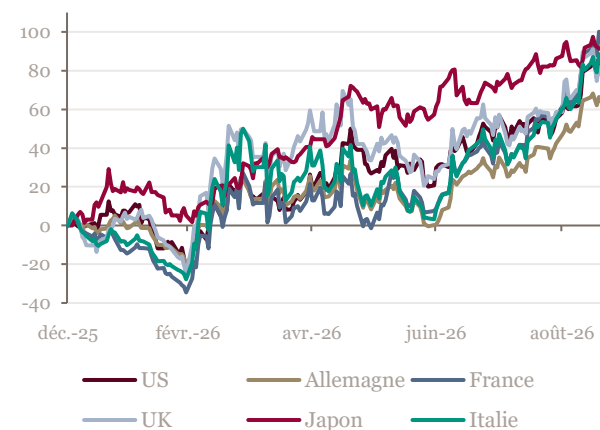
Depuis le début de l'été, la remontée des taux souverains a été généralisée dans l'ensemble des grandes économies développées. Au total, les hausses varient entre 70 et 100 pbs sur les taux à 10 ans depuis le début de l'année. Cette synchronisation entre les pays suggère que le mouvement relève moins de problématiques budgétaires individuelles que de facteurs communs : remontée des prix de l'énergie,

Mansartis

tensions inflationnistes, durcissement de politique monétaire anticipé. En toile de fond, l'augmentation régulière des primes de terme apparaît davantage structurelle, liée à la fois à la dégradation des situations budgétaires, au refinancement plus coûteux des stocks de dettes et à la réduction conjointe des bilans des banques centrales.

VARIATION DES TAUX SOUVERAINS 10 ANS

En points de base depuis le début de l'année



Malgré les tensions géopolitiques, les spreads de crédit restent proches de leurs points bas récents, sur l'Investment Grade comme sur le High Yield. Avec la hausse des taux, les rendements absolus ont dépassé le seuil de 4% sur le crédit de qualité en Europe. Ce portage ne suffit toutefois pas à compenser l'effet taux sur les maturités intermédiaires et longues en Europe : les performances depuis le début de l'année sont désormais négatives sur ces segments. Celles du High Yield résistent mieux grâce à un portage plus élevé.

DES MARCHÉS ACTIONS RÉSILIENTS, MAIS EN PLEINE ROTATION

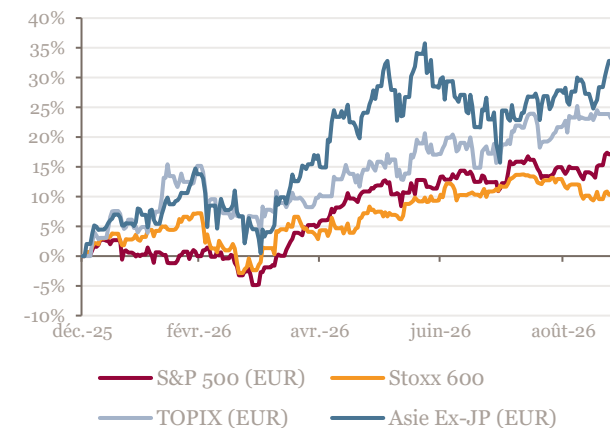
Malgré la remontée des taux et des prix de l'énergie, les marchés actions n'ont pas connu un fort regain de volatilité ni de correction marquée. Les performances restent largement positives depuis le début d'année dans

l'ensemble des zones géographiques, avec une surperformance toujours marquée de l'Asie et du Japon. La résistance des indices actions s'appuie sur les solides fondamentaux des entreprises : la progression des bénéfices attendus a permis de compenser la contraction des multiples de valorisation liée à la hausse des taux réels. Cette apparente résilience masque toutefois des mouvements plus importants sous la surface, avec d'importantes rotations sectorielles et thématiques : les valeurs de croissance et secteurs sensibles au coût du capital ont plus souffert durant l'été.

Si l'IA continue d'être un moteur essentiel de performance boursière depuis le début de l'année, la dynamique est devenue plus hétérogène durant l'été, avec notamment une correction des semi-conducteurs tandis que les hyperscalers et les logiciels ont mieux résisté. Ces mouvements traduisent davantage des rotations de positionnement et une évolution de la perception du risque, sans dégradation des fondamentaux ni remise en cause de la thématique.

PERFORMANCE DES ACTIONS

En euros depuis le début de l'année



À RETENIR PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE

