

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

COMITÉ D'INVESTISSEMENT – 11 SEPTEMBRE 2025

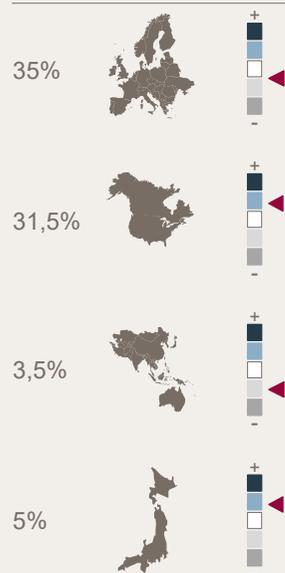
EXPOSITION ACTIONS



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.

NEUTRALITÉ MAINTENUE FACE À L'AMÉLIORATION DE LA VISIBILITÉ MAIS AVEC DES FRAGILITÉS SOUS-JACENTES

- Notre scénario central demeure positif, soutenu par une croissance mondiale résiliente, la détente progressive des politiques monétaires et un dollar désormais plus stable.
- Aux États-Unis, la visibilité s'améliore grâce au double soutien budgétaire et monétaire : allègements fiscaux, mesures de déréglementation et reprise de l'assouplissement par la Réserve fédérale. Les annonces sur les droits de douane, finalement moins contraignantes qu'anticipé, sont désormais intégrées par les marchés et ne génèrent plus de volatilité excessive.
- En Europe, la croissance, sans être particulièrement dynamique, évolue proche de son potentiel. Elle s'accompagne d'un chômage bas et d'une inflation désormais normalisée, renforçant la stabilité du cadre économique.
- Pour autant, des marchés proches de leurs sommets traduisent une euphorie en apparence mais une nervosité sous-jacente avec des variations sur certaines valeurs qui peuvent être de grande ampleur à la hausse comme à la baisse. Les inquiétudes restent concentrées sur les valorisations américaines, largement portées par la thématique IA, dont l'écosystème demeure fragile : concentration des acteurs et des clients, monétisation incertaine et coûts énergétiques élevés.
- Dans ce contexte, nous maintenons notre neutralité sur les actions, tout en restant prêts à ajuster rapidement notre position si les soutiens se confirment et si les fragilités liées à l'IA s'atténuent.

SENSIBILITÉ ET QUALITÉ CONSERVÉES SUR LES OBLIGATIONS

- Sur les marchés obligataires, la BCE fait une pause dans son cycle d'assouplissement monétaire pour jauger l'évolution de l'inflation et de la croissance. Les rendements des obligations d'entreprises restent globalement stables, la compression des spreads compensant la légère hausse des taux souverains.
- Nous maintenons une sensibilité relativement courte, avec un maximum de 3 ans, afin de limiter l'exposition à la volatilité des taux longs. La notation moyenne des obligations en portefeuille est conservée à A-, reflétant notre approche prudente tout en profitant d'un portage qui reste attractif.

Mansartis

ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉ

ÉTATS-UNIS : TOURNANT ACCOMMODANT À JACKSON HOLE

Sur le volet de la guerre commerciale, les droits de douane finaux ont été adoptés cet été et sont au global plus bas que ceux annoncés le 2 avril. En parallèle, une cour d'appel fédérale a confirmé l'illégalité de l'usage de l'IEEPA pour justifier les droits de douane : une décision finale devrait être rendue d'ici la fin de l'année par la Cour Suprême.

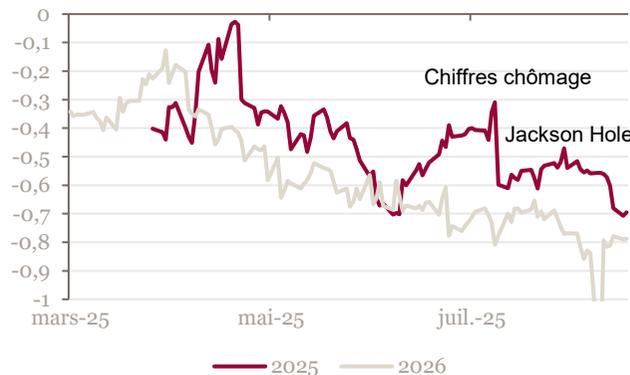
Si certains signaux laissent penser que les effets de la guerre commerciale commencent à se matérialiser (inflation à 2,9% en août, hausse des prix des biens sur les catégories les plus exposées aux droits de douane), l'impact reste pour l'instant limité : les entreprises n'ont pas encore répercuté la hausse des coûts sur leurs prix grâce notamment aux stocks de précaution. La composante « prix payés » de l'enquête PMI suggère néanmoins que les prix pourraient continuer de grimper dans les prochains mois.

Pour le moment, l'économie américaine semble toujours résiliente, mais les données sont encore perturbées par l'impact du commerce extérieur : la croissance du PIB au T2 a fortement rebondi (+3,3% sur le trimestre) grâce à la normalisation de la balance commerciale, les enquêtes d'activité restent solides essentiellement grâce à la vigueur du secteur manufacturier où les entreprises ont accumulé des stocks en amont des droits de douane. Quant à la consommation des ménages, les premiers signes de ralentissement apparaissent sur les dépenses en services discrétionnaires, dans un environnement où la confiance des consommateurs est faible et où les conditions de crédits toujours restrictives freinent la distribution de prêts.

Du côté de l'emploi, les derniers chiffres publiés et la révision des précédents font état d'un marché du travail moins robuste que prévu, avec des créations d'emploi en net ralentissement (29k en moyenne sur les 3 derniers mois). D'autres indicateurs signalent une dégradation du marché du travail, mais ces tendances ne sont pas récentes. Cette situation du marché du travail a été mise en avant par J. Powell à Jackson Hole pour ouvrir la voie à une baisse des taux lors de la réunion de la Fed de

septembre. Trois baisses de taux sont désormais anticipées par le marché d'ici la fin de l'année.

BAISSES DE TAUX DIRECTEMENT ATTENDUES AUX ÉTATS-UNIS – CONSENSUS DE MARCHÉ (EN %)



ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉ

En revanche, les fondamentaux macroéconomiques restent fragiles : les pressions déflationnistes persistent, la consommation ne rebondit pas. En dépit de mesures de soutien ciblées, le marché immobilier reste en crise et ne montre pas de signes de reprise. Pour soutenir son économie, Pékin privilégie des mesures ciblées, à la fois sur le plan monétaire et budgétaire, plutôt qu'une relance brutale de grande ampleur.

ACTIVITÉ DANS LE SECTEUR IMMOBILIER CHINOIS



INCERTITUDE POLITIQUE AU JAPON

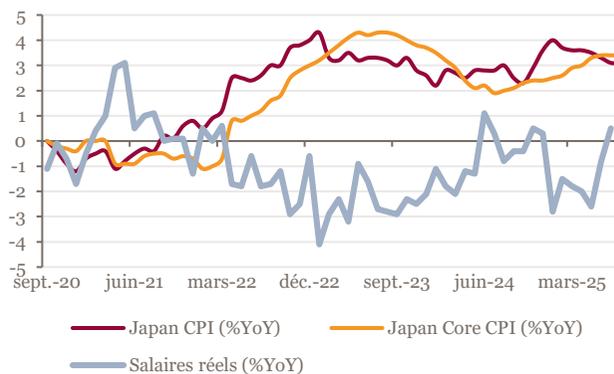
La seconde estimation du PIB du T2 montre une économie japonaise bien orientée (+0.5% sur le trimestre), portée par une consommation privée plus robuste et un rebond des exportations. De retour en territoire positif, les salaires réels devraient apporter un soutien à la consommation des ménages. Les économistes ont revu à la hausse leurs prévisions de croissance pour 2025 à 1%, près du double du potentiel de croissance du pays.

Suite à la démission du premier ministre Ishiba début septembre, le Japon est entré dans une phase d'instabilité politique, avec des trajectoires budgétaires dépendantes de son successeur, entre maintien d'une discipline budgétaire ou potentielle dérive. Une élection interne du Parti libéral-démocrate en octobre désignera le nouveau premier ministre.

Mansartis

Bien qu'elle poursuive une tendance baissière depuis le début de l'année, l'inflation reste au-dessus de la cible de la BoJ (3,1% en juillet). Combinée à l'incertitude politique, à une croissance solide et au poids de la dette publique (250% du PIB), cette situation complique l'action de la BoJ. Dans ce contexte, la prochaine hausse de taux semble repoussée à 2026.

JAPON : INFLATION ET SALAIRES



MARCHÉS

Cet été, les marchés actions ont poursuivi leur rebond dans l'ensemble des zones, à l'exception de l'Europe. Aux Etats-Unis, les principaux indices ont dépassé leurs plus hauts historiques, soutenus par les avancées sur la guerre commerciale, une orientation plus accommodante de la politique monétaire à Jackson Hole et de solides publications de résultats notamment des géants du secteur technologique.

Les marchés action japonais ont également atteint des sommets, bénéficiant de l'accord commercial signé avec les Etats-Unis et des flux étrangers porteurs. Le marché chinois a lui aussi poursuivi le rebond amorcé en début d'année grâce à un afflux de liquidités domestiques et le narratif technologique, ainsi que la stabilisation des tensions commerciales avec les Etats-Unis.

En Europe, les marchés actions n'ont pas progressé cet été, en raison de publications de résultats moins favorables et de l'incertitude politique en France. Au niveau des actions, le risque politique a notamment pesé sur le secteur bancaire. Sur les marchés obligataires, les taux souverains français ont suivi une trajectoire haussière notamment sur les maturités longues (10 ans, 30 ans), tout comme les spreads avec les taux allemands. Sur le marché du crédit français, une prime de risque de 10 à 15 pbs se manifeste également.

Au global en Europe et aux Etats-Unis, une pentification des courbes s'est opérée, mais pour des raisons différentes : hausses des taux longs en Europe (risque politique français, vote du plan de relance allemand), détente des taux courts aux Etats-Unis (anticipation de baisse des taux directeurs).

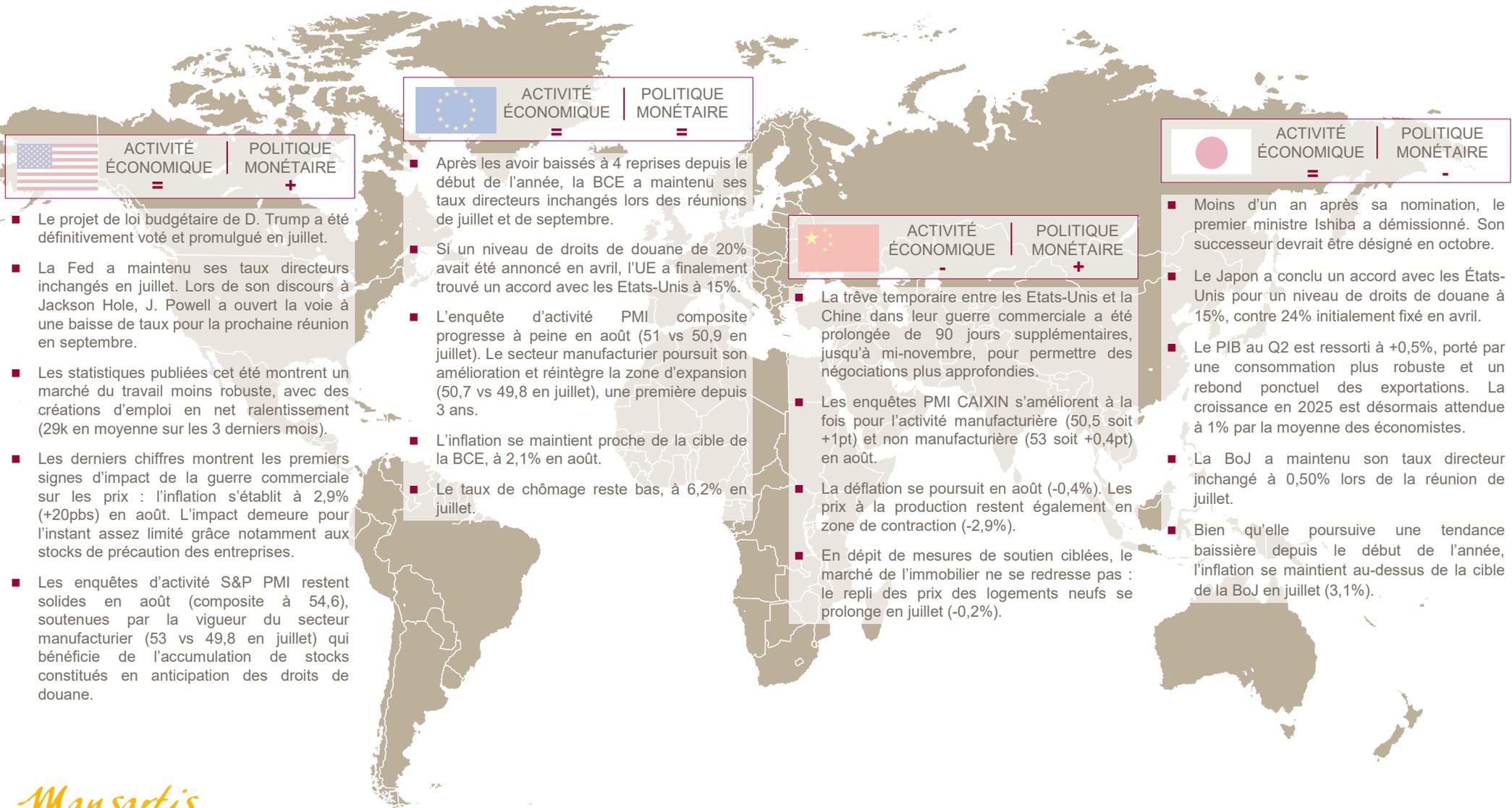
Dans les deux zones, les spreads de crédit ont continué de se resserrer durant l'été. Les rendements en Europe sont restés assez stables autour de 3%, la composante crédit compensant l'effet taux. Le marché du crédit européen continue de performer positivement principalement grâce au portage, avec désormais une nette surperformance des titres « high yield » par rapport à ceux « investment grade ».

PERFORMANCE DES ACTIONS

En euro depuis le début de l'année



À RETENIR PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE



USA

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE =
POLITIQUE MONÉTAIRE +

- Le projet de loi budgétaire de D. Trump a été définitivement voté et promulgué en juillet.
- La Fed a maintenu ses taux directeurs inchangés en juillet. Lors de son discours à Jackson Hole, J. Powell a ouvert la voie à une baisse de taux pour la prochaine réunion en septembre.
- Les statistiques publiées cet été montrent un marché du travail moins robuste, avec des créations d'emploi en net ralentissement (29k en moyenne sur les 3 derniers mois).
- Les derniers chiffres montrent les premiers signes d'impact de la guerre commerciale sur les prix : l'inflation s'établit à 2,9% (+20pbs) en août. L'impact demeure pour l'instant assez limité grâce notamment aux stocks de précaution des entreprises.
- Les enquêtes d'activité S&P PMI restent solides en août (composite à 54,6), soutenues par la vigueur du secteur manufacturier (53 vs 49,8 en juillet) qui bénéficie de l'accumulation de stocks constitués en anticipation des droits de douane.

Europe

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE =
POLITIQUE MONÉTAIRE =

- Après les avoir baissés à 4 reprises depuis le début de l'année, la BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés lors des réunions de juillet et de septembre.
- Si un niveau de droits de douane de 20% avait été annoncé en avril, l'UE a finalement trouvé un accord avec les États-Unis à 15%.
- L'enquête d'activité PMI composite progresse à peine en août (51 vs 50,9 en juillet). Le secteur manufacturier poursuit son amélioration et réintègre la zone d'expansion (50,7 vs 49,8 en juillet), une première depuis 3 ans.
- L'inflation se maintient proche de la cible de la BCE, à 2,1% en août.
- Le taux de chômage reste bas, à 6,2% en juillet.

Chine

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE -
POLITIQUE MONÉTAIRE +

- La trêve temporaire entre les États-Unis et la Chine dans leur guerre commerciale a été prolongée de 90 jours supplémentaires, jusqu'à mi-novembre, pour permettre des négociations plus approfondies.
- Les enquêtes PMI CAIXIN s'améliorent à la fois pour l'activité manufacturière (50,5 soit +1pt) et non manufacturière (53 soit +0,4pt) en août.
- La déflation se poursuit en août (-0,4%). Les prix à la production restent également en zone de contraction (-2,9%).
- En dépit de mesures de soutien ciblées, le marché de l'immobilier ne se redresse pas : le repli des prix des logements neufs se prolonge en juillet (-0,2%).

Japon

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE =
POLITIQUE MONÉTAIRE -

- Moins d'un an après sa nomination, le premier ministre Ishiba a démissionné. Son successeur devrait être désigné en octobre.
- Le Japon a conclu un accord avec les États-Unis pour un niveau de droits de douane à 15%, contre 24% initialement fixé en avril.
- Le PIB au Q2 est ressorti à +0,5%, porté par une consommation plus robuste et un rebond ponctuel des exportations. La croissance en 2025 est désormais attendue à 1% par la moyenne des économistes.
- La BoJ a maintenu son taux directeur inchangé à 0,50% lors de la réunion de juillet.
- Bien qu'elle poursuive une tendance baissière depuis le début de l'année, l'inflation se maintient au-dessus de la cible de la BoJ en juillet (3,1%).