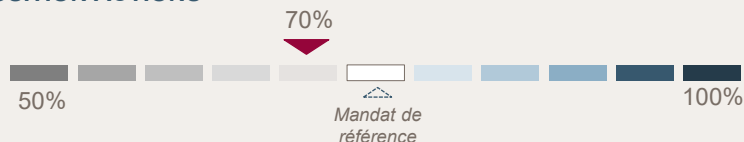


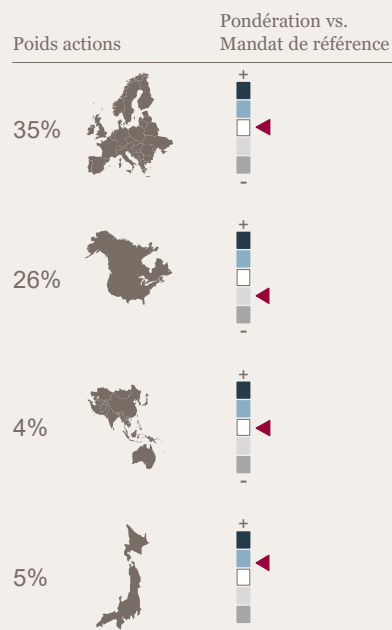
STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

COMITÉ D'INVESTISSEMENT – 6 MAI 2026

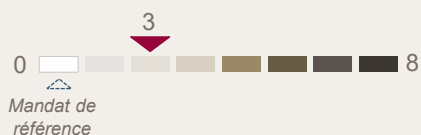
EXPOSITION ACTIONS



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

■ Analyse du contexte macroéconomique et marché :

Les marchés actions ont connu un rebond marqué, porté par une confiance retrouvée dans les fondamentaux macro et microéconomiques. Ce rebond est principalement tiré par la confirmation du super-cycle lié à l'IA : carnets de commandes pleins, investissements massifs des géants technologiques et monétisation progressive des revenus IA constituent des signaux rassurants.

■ Dynamiques régionales contrastées :

Aux États-Unis, la croissance reste solide, bien qu'en partie soutenue par des facteurs temporaires. L'investissement privé, en particulier dans l'IA, affiche une vitalité remarquable.

En Europe, la croissance modérée est freinée par un commerce extérieur faible et une consommation affectée par le resserrement du crédit. Les résultats publiés par les sociétés dépassent globalement les attentes.

En Asie, la croissance est portée par l'industrie en Chine, tandis que le Japon fait face à un yen affaibli et une inflation contenue. Malgré une activité globale solide, le secteur immobilier chinois reste atone, sans signe de reprise.

■ Risques et incertitudes :

Le choc énergétique lié au conflit au Moyen-Orient persiste comme un facteur de risque majeur. Notre scénario central table sur un choc transitoire, mais son évolution dépendra de dynamiques géopolitiques peu prévisibles.

■ Positionnement stratégique :

Dans ce contexte, nous maintenons une sous-pondération des actions. Ce choix reflète une approche prudente, justifiée par la dépendance du rebond des marchés à deux hypothèses clés :

- le caractère temporaire du choc énergétique et de l'inflation résultante,
- la pérennité du super-cycle IA même si la concentration extrême des gains sur quelques segments dont les semi-conducteurs, limite la diversification des opportunités.

Cette position pourra être réévaluée en fonction de l'évolution des risques géopolitiques et de la confirmation, ou non, de la poursuite du cycle d'investissement en cours.

Les marchés obligataires restent influencés par les incertitudes sur l'inflation et la réaction des banques centrales. Nous maintenons donc une sensibilité courte, autour de 3 ans avec une préférence pour les signatures de qualité.

Mansartis

ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉ

DES PRIX DE L'ÉNERGIE TOUJOURS ÉLEVÉS ET VOLATILS

Malgré l'annonce d'un cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran, les prix du gaz naturel en Europe et du pétrole demeurent nettement supérieurs à leurs niveaux d'avant-conflit : +45% pour le pétrole et +40% pour le gaz européen. Cette situation s'explique principalement par le maintien du blocage dans le détroit d'Ormuz. La prime de risque géopolitique reste donc élevée, tandis que les prix demeurent volatils, traduisant une forte incertitude et une sensibilité accrue aux nouvelles liées au conflit.

PRIX DU PÉTROLE (\$)



Pour l'instant, les destructions de capacités de production de pétrole liées aux bombardements demeurent relativement limitées. En revanche, les dégâts sont plus significatifs pour la production de GNL : près de 17% des capacités d'exportation du Qatar (soit 16% du GNL transitant par le détroit) ont été détruites, avec des délais de reconstruction estimés pouvant aller jusqu'à plusieurs années.

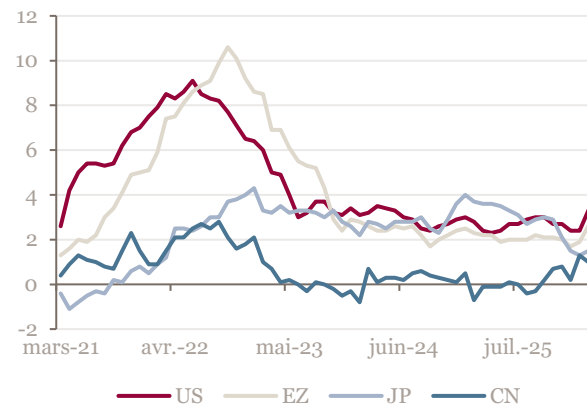
Mansartis

RETOUR DE L'INFLATION

Face à ce choc de prix, les économistes ont revu à la hausse leurs prévisions d'inflation pour 2026. Celle-ci est désormais attendue à 3,3% aux États-Unis (+60 pb), et à 2,8% en Europe (soit +100 pb). Cette révision depuis le début du conflit est plus marquée en Europe, en raison de son statut d'importateur net d'énergie et du poids plus élevé de la composante énergétique dans son indice des prix. Si les anticipations d'inflation de court terme des marchés ont également rebondi, celles de long terme demeurent bien ancrées : le choc énergétique anticipé est significatif, mais perçu comme transitoire.

En matière d'inflation constatée, l'impact du conflit commence à se matérialiser dans l'ensemble des économies développées, notamment sur l'inflation totale. En revanche, les chiffres d'inflation sous-jacente, hors composantes volatiles comme l'énergie, ne montrent pas encore de hausse notable, suggérant pour l'instant l'absence d'effets de second tour visibles.

INFLATION



COMMERCE MONDIAL : PREMIERS SIGNES DE TENSIONS

Après deux mois de conflit, des signes de tensions sur les chaînes d'approvisionnement font progressivement surface

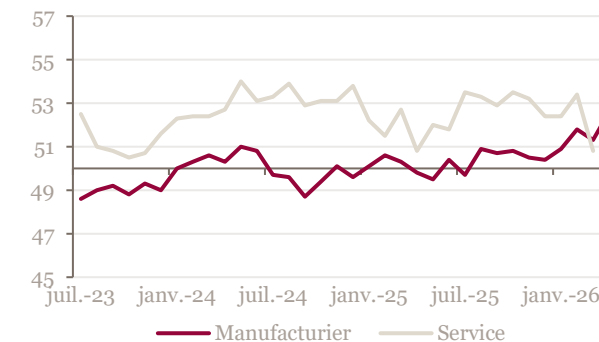
et les enquêtes d'activité signalent de forts rallongements des délais de livraison. Cela s'explique principalement par les perturbations des flux énergétiques liés au détroit d'Ormuz, ainsi que par la constitution de stocks de précaution des entreprises par crainte de pénuries et futures hausses de prix. Si ces tensions restent pour l'instant largement inférieures à celles observées en sortie du Covid, elles alimentent néanmoins les pressions inflationnistes, tout comme la hausse des coûts du fret maritime notamment sur les navires pétroliers (+45%).

CROISSANCE ÉCONOMIQUE FRAGILISÉE

Sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie et du retour des tensions inflationnistes, la confiance des consommateurs recule dans l'ensemble des économies développées. Si les derniers chiffres officiels de consommation ne montrent pas encore de dégradation, ce choc énergétique fait craindre un recul de la demande des ménages car il vient éroder leur pouvoir d'achat, notamment chez les foyers les plus modestes pour qui les dépenses de carburant représentent une part plus élevée du revenu.

Du côté de l'activité, les enquêtes PMI dans les pays développés montrent un ralentissement de l'activité dans les services, traditionnel moteur de croissance, tandis que le secteur manufacturier rebondit, en partie soutenu par la constitution de stocks de précaution face au risque de pénuries, de tensions logistiques et futures hausses de prix.

ENQUÊTES D'ACTIVITÉ GLOBALES



COMITE D'INVESTISSEMENT / 6 MAI 2026

Sources : Bloomberg / Mansartis

ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉ

Si le choc énergétique a conduit les économistes à réviser à la baisse leurs prévisions de croissance pour 2026, l'ampleur reste limitée : -30 pb en Europe (ramenée à 0,9%) et aux États-Unis (2,2%), - 10 pb au Japon (0,7%).

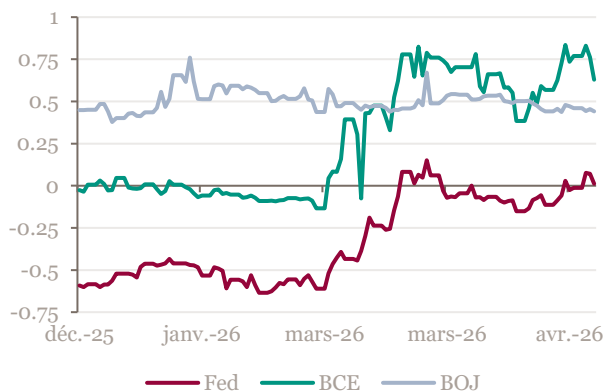
LE DILEMME DES BANQUES CENTRALES

Le choc d'offre induit par le conflit au Moyen-Orient complique l'action des banques centrales : l'inflation repart à la hausse sous l'impulsion des prix de l'énergie mais sans être généralisée pour l'instant, tandis que la croissance économique risque d'être pénalisée.

Les principales banques centrales — Fed, BCE et BoJ — ont donc adopté une posture prudente lors de leurs réunions d'avril, en maintenant leurs taux directeurs inchangés dans l'attente de données économiques supplémentaires. Le souvenir du choc inflationniste post-Covid, initialement considéré comme transitoire avant de s'avérer plus persistant, renforce leur inconfort.

Pour leur part les attentes des investisseurs se sont fortement ajustées. Plus aucune baisse de taux directeurs de la Fed n'est désormais anticipée d'ici la fin d'année 2026, tandis que deux hausses de la BoJ et trois hausses de la BCE sont attendues.

VARIATION ATTENDUE DES TAUX DIRECTEURS EN 2026
Selon le marché des futures



Mansartis

ARRIVÉE DE K. WARSH À LA TÊTE DE LA FED

La nomination de K. Warsh à la présidence de la Fed est désormais bien engagée, après sa validation par la commission bancaire du Sénat. À majorité républicaine, le Sénat devrait définitivement valider sa nomination avant la fin du mandat de J. Powell le 15 mai, ce qui lui permettrait de présider la réunion de politique monétaire de juin. Contrairement à la tradition, J. Powell resterait à son poste au Board, motivé par les pressions politiques de Trump à son encontre depuis plusieurs mois.

Avec son arrivée, K. Warsh souhaite apporter plusieurs changements, notamment recentrer la Fed sur son mandat principal, emploi et inflation, et s'éloigner des sujets annexes (climat, diversité). Il souhaite également un nouveau cadre d'inflation moins indulgent que le précédent sur les dépassements temporaires de la cible de 2%. Il plaide aussi pour une Fed moins communicante, en réduisant les conférences de presse, prise de parole des membres du FOMC et projections économiques. Enfin, il milite pour réduire la taille du bilan de l'institution, en limitant le QE (*quantitative easing*) aux périodes de crise.

MARCHÉS

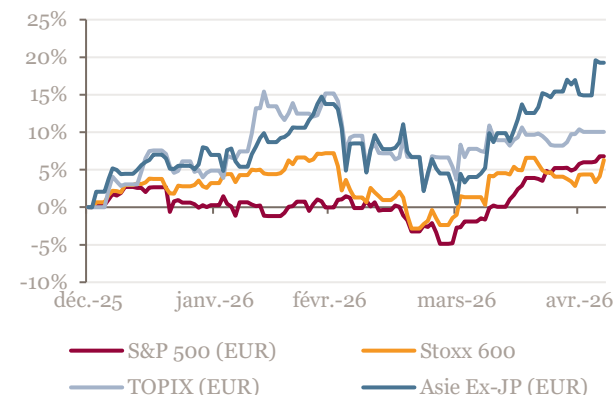
Depuis l'annonce du cessez-le-feu au Moyen-Orient, les marchés actions des différentes zones géographiques ont nettement rebondi, signe de l'intégration d'un scénario de désescalade progressif malgré un détroit d'Ormuz encore bloqué et des prix du pétrole toujours élevés.

Néanmoins, le mouvement haussier est hétérogène entre les zones géographiques. Les marchés américains et asiatiques, notamment la Corée et Taiwan, progressent fortement en raison de leur exposition plus importante aux entreprises du secteur technologique et en lien avec l'intelligence artificielle. À l'inverse, l'Europe et le Japon affichent des performances plus contenues bien que toujours positives depuis le début de l'année. En cause : moins d'entreprises liées à la thématique intelligence artificielle, mais également une dépendance plus significative de ces pays aux importations de pétrole et des anticipations de resserrement monétaire. Enfin, le rebond

des actions est aussi soutenu par l'amélioration des fondamentaux des entreprises, avec des anticipations de croissance bénéficiaire en hausse à la suite de la dernière saison de publication de résultats.

PERFORMANCE DES ACTIONS

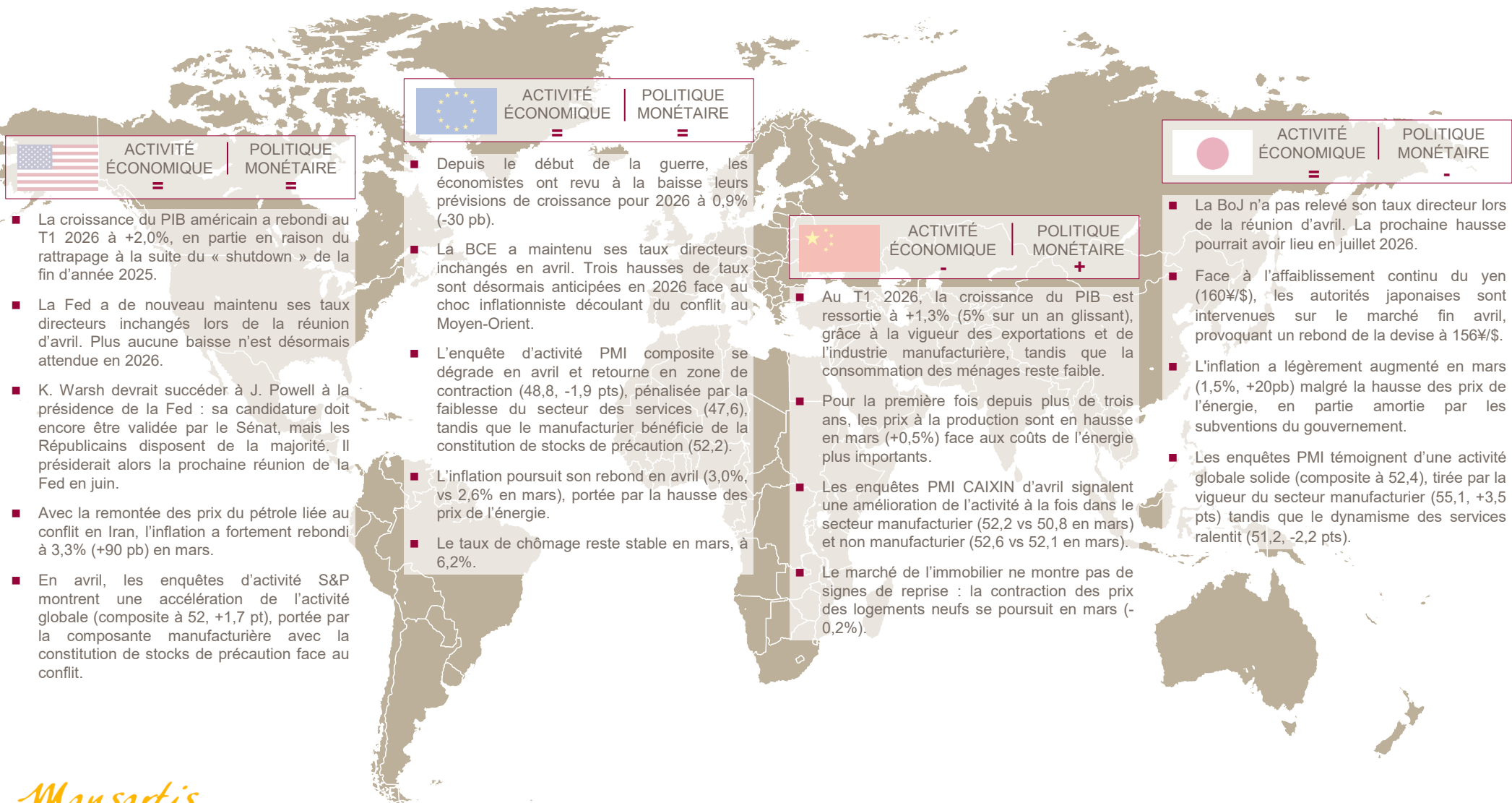
En euros depuis le début de l'année



À l'inverse des actions, les taux souverains en Europe et aux États-Unis restent pénalisés par la hausse des coûts de l'énergie, sous l'effet des craintes d'un retour de l'inflation et d'un resserrement monétaire. Les taux courts ont fortement progressé, de 50 à 60 pb, tandis que les inquiétudes sur la croissance ont limité la hausse des maturités plus longues, entraînant un aplatissement des courbes de taux.

Sur le marché du crédit, les spreads ont entamé un mouvement de resserrement depuis l'annonce du cessez-le-feu, à la fois sur les segments « investment grade » et « high yield ». Ils restent toutefois légèrement supérieurs à leur niveau d'avant conflit. En Europe, le rendement moyen du segment « investment grade » atteint désormais 3,6%.

À RETENIR PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE



USA

| | |
|---------------------|---------------------|
| ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE | POLITIQUE MONÉTAIRE |
| = | = |

- La croissance du PIB américain a rebondi au T1 2026 à +2,0%, en partie en raison du rattrapage à la suite du « shutdown » de la fin d'année 2025.
- La Fed a de nouveau maintenu ses taux directeurs inchangés lors de la réunion d'avril. Plus aucune baisse n'est désormais attendue en 2026.
- K. Warsh devrait succéder à J. Powell à la présidence de la Fed : sa candidature doit encore être validée par le Sénat, mais les Républicains disposent de la majorité. Il présiderait alors la prochaine réunion de la Fed en juin.
- Avec la remontée des prix du pétrole liée au conflit en Iran, l'inflation a fortement rebondi à 3,3% (+90 pb) en mars.
- En avril, les enquêtes d'activité S&P montrent une accélération de l'activité globale (composite à 52, +1,7 pt), portée par la composante manufacturière avec la constitution de stocks de précaution face au conflit.

Europe

| | |
|---------------------|---------------------|
| ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE | POLITIQUE MONÉTAIRE |
| = | = |

- Depuis le début de la guerre, les économistes ont revu à la baisse leurs prévisions de croissance pour 2026 à 0,9% (-30 pb).
- La BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés en avril. Trois hausses de taux sont désormais anticipées en 2026 face au choc inflationniste découlant du conflit au Moyen-Orient.
- L'enquête d'activité PMI composite se dégrade en avril et retourne en zone de contraction (48,8, -1,9 pts), pénalisée par la faiblesse du secteur des services (47,6), tandis que le manufacturier bénéficie de la constitution de stocks de précaution (52,2).
- L'inflation poursuit son rebond en avril (3,0%, vs 2,6% en mars), portée par la hausse des prix de l'énergie.
- Le taux de chômage reste stable en mars, à 6,2%.

Chine

| | |
|---------------------|---------------------|
| ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE | POLITIQUE MONÉTAIRE |
| - | + |

- Au T1 2026, la croissance du PIB est ressortie à +1,3% (5% sur un an glissant), grâce à la vigueur des exportations et de l'industrie manufacturière, tandis que la consommation des ménages reste faible.
- Pour la première fois depuis plus de trois ans, les prix à la production sont en hausse en mars (+0,5%) face aux coûts de l'énergie plus importants.
- Les enquêtes PMI CAIXIN d'avril signalent une amélioration de l'activité à la fois dans le secteur manufacturier (52,2 vs 50,8 en mars) et non manufacturier (52,6 vs 52,1 en mars).
- Le marché de l'immobilier ne montre pas de signes de reprise : la contraction des prix des logements neufs se poursuit en mars (-0,2%).

Japon

| | |
|---------------------|---------------------|
| ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE | POLITIQUE MONÉTAIRE |
| = | - |

- La BoJ n'a pas relevé son taux directeur lors de la réunion d'avril. La prochaine hausse pourrait avoir lieu en juillet 2026.
- Face à l'affaiblissement continu du yen (160¥/\$), les autorités japonaises sont intervenues sur le marché fin avril, provoquant un rebond de la devise à 156¥/\$.
- L'inflation a légèrement augmenté en mars (1,5%, +20pb) malgré la hausse des prix de l'énergie, en partie amortie par les subventions du gouvernement.
- Les enquêtes PMI témoignent d'une activité globale solide (composite à 52,4), tirée par la vigueur du secteur manufacturier (55,1, +3,5 pts) tandis que le dynamisme des services ralentit (51,2, -2,2 pts).