

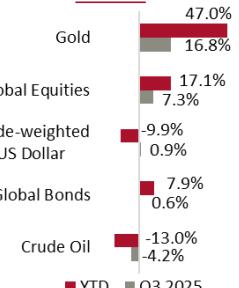
APERÇU DES CLASSES D'ACTIFS

Le second semestre a démarré en force, prolongeant la dynamique du deuxième trimestre. Au troisième trimestre, la majorité des grandes classes d'actifs ont enregistré des gains, l'apaisement des tensions commerciales ayant renforcé l'optimisme des investisseurs.

Les actions mondiales, mesurées par l'indice MSCI All Countries, ont progressé de 7,3%, principalement grâce aux solides résultats des entreprises et à l'enthousiasme persistant suscité par les perspectives de l'intelligence artificielle. Les obligations mondiales, mesurées par l'indice Bloomberg Global Aggregate Bond, ont également enregistré des gains positifs, soutenus par la politique accommodante de la plupart des grandes banques centrales.

Le pétrole brut a connu un autre trimestre volatile, reculant de 4,2% après que l'OPEC+ a annoncé des hausses de production

Performance des classes d'actifs



Source: MCB PWM, Bloomberg

plus importantes que prévu. Les risques d'offre excédentaire ont été amplifiés par les prévisions de l'Agence internationale de l'énergie, qui table sur un excédent record en 2026. L'or a poursuivi sa remontée (+16,8%) grâce à la forte demande soutenue des investisseurs particuliers et des banques centrales. Les récentes inquiétudes liées à la prolongation du shutdown du gouvernement américain ont également contribué à propulser les prix à un niveau record de 3 800 dollars l'once à la fin du trimestre. L'or reste en passe de réaliser sa meilleure performance annuelle depuis 1979, avec un gain de 47% depuis le début de l'année. Après avoir reculé de 10,7% au premier semestre 2025, le dollar américain s'est stabilisé au cours du trimestre, enregistrant une hausse de 0,9%. Après un rebond initial (+3,2%) lié à l'apaisement des tensions commerciales, le dollar a perdu une partie de ses gains, les investisseurs anticipant de nouvelles baisses de taux de la Fed et des risques budgétaires croissants.

PERSPECTIVES DU MARCHÉ/POSITIONNEMENT DU PORTEFEUILLE

ACTIONS: Malgré la forte reprise, nous restons neutres sur les actions mondiales. Notre position s'appuie sur la résilience continue de l'économie mondiale, avec l'atténuation des incertitudes tarifaires, la dissipation des craintes de récession aux États-Unis et des indications plus claires sur la trajectoire de baisse des taux de la Fed. Cela dit, des épisodes de volatilité restent probables à court terme, compte tenu de la possibilité d'un blocage des négociations commerciales en cours ou d'une

détérioration soudaine des données économiques. En ce qui concerne les actions américaines, nous maintenons une position neutre avec une orientation positive. Nous estimons que les nouvelles baisses de taux de la Fed, la croissance robuste attendue des bénéfices des entreprises (+7,3% pour le quatrième trimestre) ainsi que l'optimisme soutenu des investisseurs concernant la monétisation de l'IA et ses promesses de gains de productivité devraient continuer à soutenir le marché. Toutefois, des risques de volatilité persistent à court terme, en particulier le récent arrêt des activités gouvernementales qui pourrait durer plus longtemps que ne le prévoient les marchés. De plus, l'ingérence politique continue de Trump concernant l'indépendance de la Fed pourrait également assombrir l'optimisme des investisseurs.

En ce qui concerne le positionnement du portefeuille, nous avons abandonné notre position équilibrée et ramené l'exposition au secteur des technologies et des services de communication à un niveau neutre afin de refléter notre confiance croissante dans le segment lié à l'IA, grâce à des dépenses d'investissement soutenues et à des opportunités de monétisation plus claires. Nos choix préférés restent les « services financiers », en raison des vents favorables potentiels liés à la déréglementation, et les « industries », en particulier le segment de l'aérospatiale et de la défense, qui reste soutenu par un carnet de commandes solide grâce aux engagements de dépenses des pays de l'OTAN en matière de défense.

En ce qui concerne les actions européennes, nous maintenons notre position neutre. Si l'accord commercial récemment conclu avec les États-Unis et la dynamique positive des résultats des entreprises devraient soutenir les actions, l'instabilité politique en France et la pression exercée par le rétablissement des droits de douane de 15% sur le secteur industriel allemand continuent de peser sur les perspectives à court terme.

Nous restons optimistes quant aux actions japonaises compte tenu de l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques, de l'épargne solide des ménages et des réformes en cours dans les entreprises. De plus, le récent changement à la tête du gouvernement, avec l'arrivée de Sanae Takaichi au poste de Premier ministre, a renforcé l'optimisme du marché quant à un soutien budgétaire accru, même si l'absence de majorité parlementaire de son parti pourrait entraver la mise en œuvre des politiques.

Notre position sur les actions chinoises est désormais légèrement positive, car les mesures de soutien politique mises en place, telles que les baisses de taux et les financements ciblés dans des secteurs stratégiques comme les semi-conducteurs et les biotechnologies, devraient continuer à stimuler la reprise observée ce trimestre.

Il convient de noter le changement d'humeur des investisseurs, avec le retour des flux nationaux et étrangers sur les marchés. Les principaux domaines à surveiller seront l'évolution des négociations commerciales jusqu'à l'expiration de la trêve commerciale temporaire à la mi-novembre, ainsi que l'annonce des mesures politiques lors du Plénum en octobre.

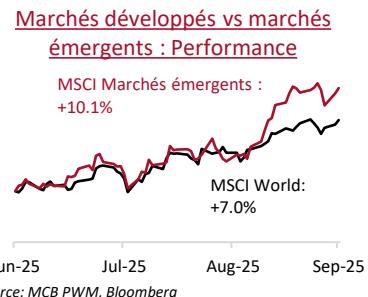
OBLIGATIONS: Les perspectives pour les marchés obligataires restent favorables pour le reste de l'année, car nous prévoyons une poursuite de l'assouplissement monétaire. La marge de manœuvre pour un nouveau resserrement des spreads de crédit est limitée, mais ceux-ci pourraient rester dans une fourchette étroite et toute baisse des rendements devrait être favorable aux obligations. L'inflation persistante, l'incertitude géopolitique et l'indiscipline budgétaire sur certains marchés restent des risques majeurs.

Notre exposition aux obligations d'entreprises, tant dans le segment investment grade que dans celui à high yield, a généré un rendement globalement positif pour les portefeuilles. Les obligations des marchés émergents et les obligations high yield ont continué à surperformer. Nous continuons à augmenter progressivement la durée des portefeuilles en prenant des positions sur des obligations d'entreprises de bonne qualité, tout en maintenant notre exposition sélective aux high yield à court terme.

ACTIONS MONDIALES

La reprise mondiale des actions a été tirée par la solide performance des actions des marchés développés et émergents au cours du trimestre, avec des gains respectifs de 7,0% et 10,1%. La surperformance relative des marchés émergents depuis le début de l'année s'est encore accentuée, principalement grâce aux actions chinoises (+20,1%), soutenues par la reprise des actions A onshore (+19,8%), et aux actions taïwanaises (+11,3%). En revanche, les gains des marchés développés ont été soutenus par la forte progression des actions américaines (+7,8%) et japonaises (+7,4%).

États-Unis : les actions américaines ont maintenu leur forte dynamique au troisième trimestre, le S&P 500 (+7,8%) et le Nasdaq Composite (+11,2%) atteignant des niveaux records. Le Magnificent 7 (+17,6%) a poursuivi sa bonne performance du



deuxième trimestre, Apple (+24,1%), Nvidia (+18,1%) et Alphabet (+38%) contribuant pour environ la moitié aux gains du S&P 500.

De plus, le mouvement haussier semble s'étendre, avec des titres liés à l'IA tels que Broadcom (+19,9%), Oracle (+28,9%) et Palantir (+33,8%) parmi les plus performants.

Les résultats solides des entreprises ont également soutenu la reprise, avec une croissance des bénéfices de 11,7% au deuxième trimestre (contre des estimations de 4,9%), marquant ainsi un nouveau trimestre de surprises positives.

Le moral des investisseurs s'est amélioré à la mi-septembre lorsque la Fed a procédé à la baisse tant attendue de ses taux d'intérêt, invoquant des fissures sur le marché du travail et un ralentissement de la dynamique de croissance dans un contexte de risques inflationnistes persistants. Les investisseurs ont été rassurés par les indications de la Fed concernant deux nouvelles baisses des taux cette année. L'ampleur du rebond du marché s'est également manifestée au niveau sectoriel, tous les secteurs à l'exception des biens de consommation de base (-2,9%) terminant le trimestre en territoire positif.

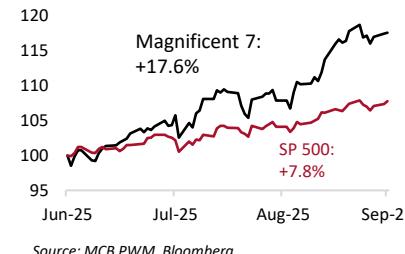
Les technologies de l'information (+13,0%) et les services de communication (+11,8%) ont enregistré les meilleures performances trimestrielles.

Les technologies de l'information (+13,0%) et les services de communication (+11,8%) ont enregistré les meilleures performances trimestrielles.

Les investisseurs ont été rassurés par les indications de la Fed concernant deux nouvelles baisses des taux cette année. L'ampleur du rebond du marché s'est également manifestée au niveau sectoriel, tous les secteurs à l'exception des biens de consommation de base (-2,9%) terminant le trimestre en territoire positif. Les technologies de l'information (+13,0%) et les services de communication (+11,8%) ont enregistré les meilleures performances trimestrielles.

Europe: après un premier semestre 2025 solide, les actions européennes ont sous-performé leurs homologues mondiaux ce trimestre, avec un gain modeste de 3,1%. Malgré l'apaisement des tensions commerciales et des résultats meilleurs que prévu au deuxième trimestre, les investisseurs se sont montrés prudents, car l'accord tarifaire entre les États-Unis et l'Union européenne, qui a réduit les droits de douane à 15% sauf pour l'acier et l'aluminium (50%), a continué de peser sur des secteurs clés, à savoir : l'automobile et les pièces détachées (+1,0%), la santé (+0,7%) et la construction et les matériaux (-1,3%). Le CAC 40 a progressé de 3,0% au troisième trimestre malgré les

Actions américaines: T3 2025



S&P 500 - Performance du secteur

SP500 Sectors	Q3 2025	YTD
Info.Tech	13.0%	21.7%
Comm. Services	11.8%	23.7%
Cons. Discr	9.4%	4.7%
Utilities	6.8%	15.1%
Energy	5.3%	4.3%
Industrials	4.6%	17.1%
Healthcare	3.3%	1.2%
Financials	2.9%	11.5%
Materials	2.6%	7.7%
Real Estate	1.7%	3.5%
Cons. Staples	-2.9%	2.0%

Source: MCB PWM, Bloomberg

bouleversements politiques, principalement grâce aux secteurs de l'industrie (+5,2%) et de la consommation discrétionnaire (+6,1%), avec LVMH (+17,1%) et Kering (+53,1%) qui ont bondi à mesure que les droits de douane s'assouplissaient. Cependant, l'incertitude politique qui règne depuis la récente démission du Premier ministre nouvellement nommé pourrait assombrir les perspectives de fin d'année. Après un premier semestre solide (+19,4%), le DAX allemand a connu un troisième trimestre morose, reculant de 0,1% sous l'effet de la chute du poids lourd SAP (-11,7%), confronté à une enquête antitrust de l'UE et à des perspectives incertaines en raison des incertitudes commerciales.

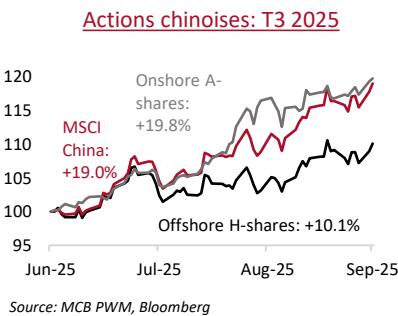
Les actions britanniques ont figuré parmi les plus performantes (+6,7% en livres sterling), le FTSE 100 atteignant un niveau record (depuis le début de l'année : +14,4 %) grâce à la conclusion d'un accord préliminaire avec les États-Unis et à une nouvelle baisse des taux de base de 25 points de base en août.

Chine: les actions chinoises ont enregistré une forte performance au troisième trimestre (+19 %), les signes d'amélioration de la situation actuelle et des perspectives ayant ravivé l'optimisme des investisseurs, tant nationaux qu'étrangers. Les actions A onshore (+19,8%) ont rebondi grâce à la forte hausse des valeurs des semi-conducteurs ; Foxconn Industrial Internet et Cambricon Technologies ont respectivement progressé de 208,7% et 120,2% , alors que les restrictions imposées aux puces Nvidia ont alimenté les attentes d'une augmentation de la demande intérieure et d'une plus grande autosuffisance.

Japon: après un début de trimestre morose marqué par l'incertitude politique suite à la perte de la majorité parlementaire par le parti au pouvoir, les actions japonaises ont rebondi et gagné 10% à l'annonce d'un accord avec les États-Unis visant à réduire les droits de douane de 25% à 15%.

OBLIGATIONS

Au troisième trimestre, les marchés obligataires mondiaux ont enregistré des résultats positifs (+0,6%), portant les gains depuis le début de l'année à 7,9%. La performance a été soutenue par l'assouplissement de la politique monétaire, même si la faiblesse de la Chine, du Japon et du Royaume-Uni a pesé sur l'indice global.

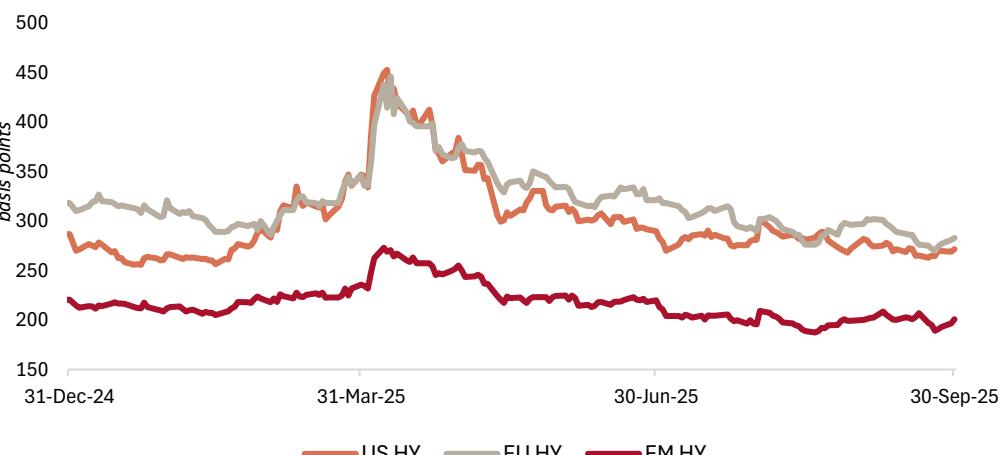


Ccy	PERFORMANCE OF GLOBAL BOND INDICES				
	YIELD		TOTAL RETURNS		DURATION years
	30 Jun 2025	30 Sep 2025	YTD	Q3 2025	
Global Aggregate bonds	USD	3.5%	3.5%	7.9%	0.6%
U.S Treasury bonds	USD	4.0%	3.9%	5.4%	1.5%
U.S Investment Grade Corporate	USD	5.0%	4.8%	6.9%	2.6%
U.S High Yield Corporate	USD	7.1%	6.7%	7.2%	2.5%
Europe Investment Grade Corporate	EUR	3.1%	3.1%	2.8%	0.9%
Europe High Yield Corporate	EUR	5.5%	5.3%	4.7%	1.9%
Emerging Markets Aggregate	USD	6.3%	6.0%	8.5%	3.4%

Source: MCB PWM, Bloomberg

Aux États-Unis, les obligations investment grade (+2,6%) et high yield (+2,5%) ont surperformé les bons du Trésor (+1,5%), soutenues par le resserrement des spreads dans un contexte d'inquiétudes croissantes quant à la viabilité budgétaire américaine. Les obligations d'entreprises européennes ont également affiché une performance positive au cours du trimestre, les obligations high yield (+1,9%) surperformant les obligations investment grade (+0,9%) grâce à la baisse des rendements. Les obligations des marchés émergents (+3,4%) ont une nouvelle fois surperformé, tirées par l'Amérique latine et le Moyen-Orient, où l'amélioration des conditions macroéconomiques et le revirement accommodant de la Réserve fédérale américaine ont stimulé l'appétit des investisseurs.

Écarts de crédit pour les obligations high yield





Les écarts de crédit des obligations high yield ont continué de se resserrer au troisième trimestre, grâce à une demande soutenue tant sur les marchés développés que sur les marchés émergents. Après une période de volatilité en avril, due aux droits de douane annoncés par le président américain Donald Trump, la tendance s'est poursuivie au deuxième et au troisième trimestre.

Les obligations high yield en euros ont vu leurs spreads de crédit se resserrer le plus, avec 38 points de base (pb), alors que ceux des États-Unis et des marchés émergents se sont resserrés respectivement de 18 pb et 19 pb. Pour le segment Investment Grade, les spreads se sont également légèrement modérés pour les obligations en dollars américains et en euros au cours du trimestre.

ACTIONS DES BANQUES CENTRALES

États-Unis: La Réserve fédérale a repris son cycle d'assouplissement en septembre avec une baisse de 25 points de base, ramenant les taux à 4,00%-4,25%. Les analystes s'attendent à deux nouvelles baisses d'ici la fin de l'année. Il convient de noter que la Fed se concentre désormais sur l'affaiblissement du marché du travail, malgré une inflation qui reste élevée, avec un IPC de 2,9% en août, supérieur à l'objectif de 2% de la Fed.

Zone euro: après plusieurs baisses successives, la Banque centrale européenne a maintenu ses taux inchangés au troisième trimestre, soulignant qu'elle adopterait désormais une approche fondée sur les données. La BCE prévoit une baisse de l'inflation à 1,7% en 2026, avant une nouvelle accélération. **Royaume-Uni :** après une baisse de 25 points de base en août, ramenant ses taux à 4,00%, la Banque d'Angleterre a maintenu ses taux inchangés lors de sa réunion de septembre. L'inflation en août était de 3,8%, inchangée par rapport à juillet, la croissance restant modérée.

Japon: La Banque du Japon a maintenu son taux directeur inchangé à 0,5% et a décidé de commencer à céder ses participations dans des ETF et des J-REIT, laissant entrevoir une normalisation de sa politique. L'inflation au Japon est en baisse à 2,7%, mais reste supérieure à son objectif de 2%.

RENDEMENTS DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN

Au cours du trimestre, les rendements des bons du Trésor américain ont baissé sur toute la courbe, la baisse la plus importante étant observée sur les échéances courtes. Le rendement à 1 an est passé de 3,97% à 3,62%. Les taux à long terme sont restés stables. Le taux à 20 ans a légèrement baissé, passant de 4,78% à 4,70%. Les investisseurs restant prudents quant à la viabilité de la dette américaine, et exigent une prime plus élevée pour les titres à plus longue échéance.

Évolution de la courbe des taux du Trésor américain—T3 2025

