



CCF Défensif

Lettre trimestrielle

1^{er} trimestre 2026



Marc Terras

Responsable de la gestion en architecture ouverture
Rothschild & Co Asset Management

L'année 2026 avait débuté dans la continuité de 2025, sur des bases jugées globalement favorables par les marchés. En janvier et durant la première partie de février, la croissance mondiale faisait effectivement preuve de résilience, portée par une demande encore solide et par la normalisation progressive de l'inflation dans les économies développées. Les principales banques centrales adoptaient un ton plus accommodant, ouvrant la voie à la poursuite de l'assouplissement monétaire amorcé l'année précédente.

contexte, les flux d'investissement se sont progressivement déplacés en dehors du marché américain, devenu cher et fortement concentré, au profit des marchés européens et émergents⁽¹⁾. Les marchés émergents se sont ainsi nettement distingués en début d'année, affichant en l'espace de deux mois une performance approchant celle enregistrée sur l'ensemble de 2025 en euros⁽²⁾, soutenue par des valorisations plus attractives et par des perspectives conjoncturelles en amélioration. En Europe, la tendance était également positive : les actions prolongeaient le rattrapage amorcé l'an passé, bénéficiant de niveaux de valorisation plus attractifs qu'aux États-Unis et d'anticipations budgétaires plus favorables. Aux États-Unis, la performance restait positive mais plus contrastée, dans un climat de questionnements croissants autour des perspectives liées à l'intelligence artificielle et de la soutenabilité de certaines valorisations.

Cette configuration de marché a toutefois été profondément bouleversée à partir du 28 février, avec l'entrée en conflit des États-Unis et d'Israël contre l'Iran. La fermeture de facto du détroit d'Ormuz a constitué un choc systémique majeur : la perturbation

quasi totale d'un axe par lequel transite près d'un quart du pétrole mondial, entraînant une flambée immédiate des prix de l'énergie, une envolée de la volatilité et une inversion rapide des tendances boursières. En mars, les marchés actions ont considérablement corrigé, les régions importatrices nettes d'énergie, en particulier l'Europe et plusieurs marchés émergents, étant les plus pénalisées.

Sur le plan macroéconomique, le premier trimestre 2026 s'est également déroulé en deux phases distinctes. Jusqu'à la fin février, le scénario central restait celui d'une croissance mondiale modérée mais résiliente, soutenue par l'amélioration des conditions financières et par l'absence de tensions inflationnistes majeures.

Aux États-Unis, l'activité demeurait solide en début de trimestre. La consommation résistait, appuyée par un marché du travail encore robuste, même si des signes de modération apparaissaient. Les indicateurs avancés restaient bien orientés : le PMI manufacturier atteignait 51.6 en février⁽³⁾, tandis que l'ISM services signalait une activité dynamique⁽⁴⁾. L'inflation poursuivait sa décélération, permettant à la Réserve fédérale d'envisager la poursuite de son cycle d'assouplissement : jusqu'à trois baisses de taux étaient encore anticipées par le marché pour l'ensemble de l'année 2026 avant l'escalade géopolitique⁽⁵⁾.

En Zone euro, l'environnement macroéconomique montrait des signes d'amélioration progressive. L'inflation s'était rapprochée de la cible de la BCE, la détente des taux soutenait la demande intérieure et les indicateurs d'activité signalaient une reprise lente mais graduelle. Le PMI composite⁽⁶⁾ était publié à 51.9 en février, traduisant une activité modérée, tandis que le consensus anticipait une croissance faible mais plus régulière qu'au cours des années précédentes.

(1) Bloomberg 31/03/2026 (2) Bloomberg, MSCI Emerging Markets NR EUR (3) Indice des directeurs d'achat, indicateur reflétant la confiance des directeurs d'achat dans un secteur d'activité. Supérieur à 50 il exprime une expansion de l'activité, inférieur à 50, une contraction. (4) S&P Global (5) Bloomberg 31/03/2026



La Chine présentait de son côté des signaux contrastés mais globalement encourageants. La production industrielle et les ventes au détail affichaient un rebond en début d'année, suggérant une contribution plus équilibrée de la demande domestique à la croissance⁽⁷⁾. Le secteur immobilier continuait néanmoins de peser structurellement sur l'économie, incitant les autorités à privilégier une stratégie de croissance plus résiliente plutôt qu'un soutien massif à court terme.

L'escalade militaire de fin février a profondément modifié ce paysage. Début mars, le trafic maritime dans le détroit d'Ormuz aurait chuté de plus de 95 %⁽⁷⁾, provoquant un choc d'offre énergétique d'une ampleur inédite. Les prix du pétrole se sont envolés, le Brent dépassant à plusieurs reprises le seuil des 100 dollars le baril⁽⁶⁾, ravivant les craintes de pressions inflationnistes et de scénarios de stagflation.

Face à cette situation, l'Agence internationale de l'énergie a annoncé une libération coordonnée de 400 millions de barils issus des réserves stratégiques mondiales⁽⁷⁾. Si cette mesure a permis d'écarter les scénarios les plus extrêmes à court terme, elle n'a pas suffi à dissiper l'incertitude, laissant les marchés très sensibles à l'évolution du conflit.

En Europe, les premières conséquences économiques sont devenues visibles en mars. L'inflation a de nouveau accéléré sous l'effet de l'énergie : en Allemagne, elle est remontée à 2,7 % sur un an, tirée par une hausse de plus de 7 % des prix énergétiques, tandis que l'inflation sous-jacente est restée stable autour de 2,5 %⁽⁵⁾. L'activité a marqué le pas, le PMI composite de la zone euro étant retombé à 50,5 en mars, signalant une croissance quasi nulle. La confiance des entreprises et des ménages s'est repliée, reflétant l'impact

de la hausse des coûts de production et des dépenses contraintes.

Aux États-Unis, l'impact macroéconomique est resté plus contenu à court terme, mais des signes d'affaiblissement sont apparus. Le PMI services est tombé à son plus bas niveau depuis un an en mars, tandis que le marché du travail a surpris négativement avec une destruction nette de 92 000 emplois non agricoles et un taux de chômage remonté à 4,4 %⁽⁸⁾. La Réserve fédérale a adopté une posture d'attente, jugeant prématuré de réagir à un choc exogène dont la durée et l'ampleur restaient incertaines.

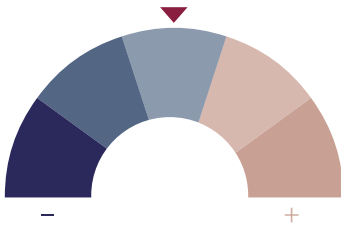
En Chine, l'économie a continué de faire preuve d'une relative résilience. La production industrielle a progressé de plus de 6 % sur un an et les ventes au détail ont augmenté d'environ 3 %⁽⁵⁾. Les PMI officiels se sont nettement améliorés, le PMI manufacturier atteignant en mars son plus haut niveau depuis un an et le PMI services repassant au-dessus de 50. La flambée des prix de l'énergie et les perturbations commerciales constituent néanmoins un risque, dans un contexte où les autorités privilégient des mesures ciblées, en ligne avec le nouveau plan quinquennal axé sur la résilience et l'innovation.

Nos choix d'investissement au 1^{er} trimestre 2026

Au cours de la période, nous avons décidé de réduire, dans la poche actions américaines, la part des fonds « croissance⁽⁹⁾ » pour renforcer la thématique « value⁽¹⁰⁾ ». Dans la poche actions européennes, alors que la performance avait été très solide depuis le début de l'année, nous avons au contraire réduit ce biais « value ». Dans le même temps, nous avons renforcé l'exposition à la dette émergente en devise locale contre un allègement de la dette souveraine européenne.

(6) Indice des directeurs d'achat, indicateur reflétant la confiance des directeurs d'achat dans un secteur d'activité. Supérieur à 50 il exprime une expansion de l'activité, inférieur à 50, une contraction (7) Bloomberg 31/03/2026 (8) Macrobond 31/03/2026

(9) L'investisseur privilégiant le style « croissance » se focalise principalement sur le potentiel de croissance des bénéficiaires des sociétés en espérant que la croissance du chiffre d'affaires et des résultats soit supérieure à celle de son secteur ou à la moyenne du marché (10) On parle de stratégie "value" lorsque l'investisseur recherche des sociétés sous-évaluées par le marché à un instant donné, c'est-à-dire, dont la valorisation boursière est inférieure à ce qu'elle devrait être au regard des résultats et de la valeur des actifs de l'entreprise. Les investisseurs « value » sélectionnent des titres présentant des ratios cours/valeur comptable faibles ou des rendements de dividendes élevés.



Degré d'exposition global aux actifs risqués

Le deuxième trimestre 2026 s'ouvre dans un environnement macroéconomique et financier marqué par un niveau d'incertitude élevé, principalement lié à l'évolution du conflit au Moyen-Orient et à ses conséquences sur les marchés de l'énergie. Le scénario central demeure celui d'un ralentissement de l'activité mondiale, sans basculement immédiat vers une récession globale, à condition qu'une escalade durable des tensions soit évitée.

Deux trajectoires se dessinent pour le trimestre à venir. Dans un scénario de désescalade progressive, une reprise même partielle du trafic maritime permettrait de réduire la prime de risque intégrée dans les prix de l'énergie. À l'inverse, une prolongation des tensions maintiendrait durablement les prix de l'énergie à des niveaux élevés et volatils, faisant peser un risque accru de ralentissement économique accompagné de pressions inflationnistes persistantes.

Face à ce choc exogène, les principales banques centrales devraient adopter une posture prudente. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a clairement indiqué qu'elle disposait de marges de manœuvre suffisantes pour observer l'évolution de la situation. Les anticipations de baisses de taux ont été partiellement repoussées par le marché, mais un durcissement monétaire reste peu probable à ce stade. La BCE devrait également privilégier la patience : malgré une inflation globale affectée par l'énergie, l'activité demeure fragile, ce qui inciterait la BCE à éviter

toute réaction procyclique dans l'attente de signaux plus clairs, alors que trois hausses de taux sont actuellement attendues par le marché sur l'année, dont une au deuxième trimestre.

Aux États-Unis, le scénario central reste celui d'un ralentissement graduel de l'activité. La consommation devrait résister grâce au niveau encore élevé des revenus et à certains effets temporaires, dont des remboursements d'impôts, mais l'impact de la hausse des prix de l'énergie et du durcissement passé des conditions financières devrait progressivement se faire sentir. Les indicateurs avancés liés aux services et à l'emploi seront déterminants pour évaluer la solidité du cycle américain au printemps.

En zone euro, la croissance devrait rester faible au deuxième trimestre. La hausse des coûts de l'énergie pèse sur les marges et sur le pouvoir d'achat, tandis que la confiance reste dégradée. Les politiques budgétaires demeurent néanmoins orientées vers le soutien à l'activité, notamment via les dépenses de défense et de transition énergétique. L'évolution des prix de l'énergie constituera le facteur clé : une stabilisation permettrait de maintenir une croissance faible mais positive, tandis qu'un choc prolongé accentuerait les pressions et retarderait la normalisation de l'activité, dans une zone déjà caractérisée par une dynamique structurellement modérée.

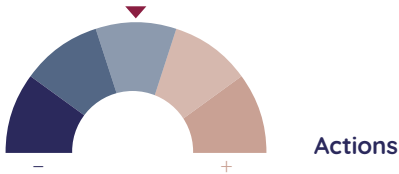
La Chine aborde le trimestre dans un positionnement différent, avec une priorité donnée à la stabilité plutôt qu'à l'accélération de la croissance. Les autorités poursuivent une stratégie de soutien ciblé à la demande domestique et aux secteurs jugés stratégiques, en ligne avec les orientations du nouveau plan quinquennal, sans recourir à un stimulus massif. Cette approche devrait permettre d'amortir partiellement le ralentissement de la demande externe, mais la hausse des coûts



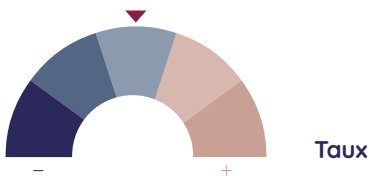
énergétiques et la faiblesse persistante du secteur immobilier continuent de limiter les perspectives d'accélération à court terme.

Pour les marchés financiers, le deuxième trimestre devrait rester dominé par la volatilité. Les actifs risqués évolueront au rythme des développements géopolitiques et des fluctuations des prix de l'énergie. Les marchés actions pourraient rester sous pression tant que l'incertitude persiste, tandis que les actifs défensifs et les secteurs liés à l'énergie continueront de jouer un rôle de refuge relatif.

Dans ce contexte, la sélectivité et la diversification resteront essentielles, dans un environnement où les opportunités de long terme coexistent avec des risques macroéconomiques encore élevés.



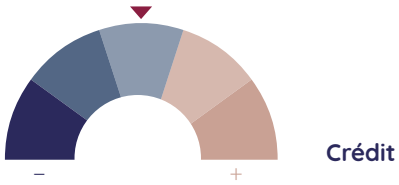
Dans un contexte marqué par une volatilité persistante et un niveau élevé d'incertitudes, nous avons fait le choix de réduire légèrement notre sensibilité aux indices actions au cours du trimestre. Nous conservons notre sous exposition aux actions américaines, dont les niveaux de valorisation demeurent élevés au regard des autres zones géographiques, tandis que les anticipations des investisseurs laissent peu de marge face à d'éventuelles surprises négatives. A l'inverse, les actions de la Zone euro restent surpondérées, avec toujours une préférence pour la « value⁽¹⁾ » qui a continué de creuser l'écart avec la « croissance⁽²⁾ ». Enfin, les marchés émergents conservent une place importante dans notre stratégie de diversification, à travers une exposition ciblée à trois zones aux moteurs de performance distincts : la Chine, l'Inde et l'Amérique latine.



Au premier trimestre 2026, les marchés obligataires souverains européens ont reculé de -0,61%⁽³⁾, pénalisés par la remontée du risque inflationniste et par une révision à la hausse des anticipations de taux de la BCE. Nous gardons une préférence pour le crédit par rapport à la dette souveraine, dont les niveaux de rendement nous semblent plus attractifs. Par ailleurs, nous restons investis sur la dette émergente récemment désavantagée par l'appréciation du dollar américain mais sur laquelle notre conviction demeure.



(1) On parle de stratégie "value" lorsque l'investisseur recherche des sociétés sous-évaluées par le marché à un instant donné, c'est-à-dire, dont la valorisation boursière est inférieure à ce qu'elle devrait être au regard des résultats et de la valeur des actifs de l'entreprise. Les investisseurs « value » sélectionnent des titres présentant des ratios cours/valeur comptable faibles ou des rendements de dividendes élevés. (2) L'investisseur privilégiant le style « croissance » se focalise principalement sur le potentiel de croissance des bénéfices des sociétés en espérant que la croissance du chiffre d'affaires et des résultats soit supérieure à celle de son secteur ou à la moyenne du marché. (3) JPM GBI EMU en euros

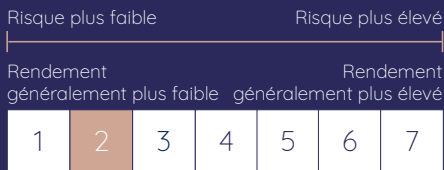


Nous avons continué à bénéficier du portage de notre poche crédit, avec une préférence pour le crédit de haute qualité. L'écartement des spreads depuis le début du conflit au Moyen-Orient, conjugué aux tensions observées sur le marché de la dette privée, renforce notre biais de prudence sur le segment du haut rendement, plus sensible aux évolutions des conditions de financement⁽⁴⁾. Nous avons par ailleurs augmenté nos positions en supports monétaires en attendant d'avoir plus de visibilité sur l'évolution du conflit au Moyen-Orient et afin de disposer ainsi de réserves liquides pour saisir des opportunités.



⁽⁴⁾ Bloomberg - Euro High Yield Spread (option-adjusted spread) / ECB / rapports banques d'investissement - conditions de financement et marché du crédit privé

CCF Mandat Défensif est un mandat 20% indice actions internationales + 80% indice obligations internationales



Indicateur SRI = 2 sur une échelle de 1 à 7.

L'indicateur synthétique de votre mandat est noté 2 (date de calcul : 03/2025). Cet indicateur est calculé sur la base de la volatilité d'un portefeuille modèle des 5 dernières années qui peut différer du portefeuille de votre mandat en fonction des restrictions éventuelles de gestion que vous avez convenues avec la Banque.

Le mandat est exposé aux risques suivants :

- **Perte en capital**
- **Gestion Discrétionnaire**
- **Taux d'intérêt**
- **Crédit**
- **Action**
- **Exposition aux pays émergents**
- **Change**

Pour plus de détail sur les caractéristiques de chaque profil, notamment sur les risques et les frais associés, consulter les conditions générales et particulières de celui-ci. Les investissements réalisés au travers des mandats sont soumis aux fluctuations du marché, peuvent varier tant à la baisse qu'à la hausse et présentent un risque de perte en capital supporté intégralement par l'adhérent.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Le montant investi dans le fonds peut fluctuer à la hausse comme à la baisse en fonction des variations des cours des actifs et des devises. Il n'y a pas de garantie que l'intégralité du capital investi puisse être récupéré. Source : Rothschild & Co Asset Management – 31 décembre 2025. CCF délègue la gestion financière des mandats à Rothschild & Co Asset Management. Cette présentation est produite par CCF et est destinée à des investisseurs non professionnels au sens de la directive européenne MIF. Ce document ne revêt aucun caractère contractuel et ne constitue en aucun cas ni un conseil en investissement, ni une sollicitation d'achat ou de vente dans toute juridiction dans laquelle une telle offre n'est pas autorisée par la loi. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de Rothschild & Co Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils sont liés à la gestion déléguée et ne doivent en aucun cas être utilisés en dehors de ce contexte. Ils ne sauraient constituer un engagement de Rothschild & Co Asset Management. L'ensemble des informations contenues dans ce document peut être amené à changer sans avertissement préalable. En conséquence, ni Rothschild & Co Asset Management, ni CCF sauraient être tenus responsables d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses. Toutes les données sont issues de Rothschild & Co Asset Management sauf avis contraire. L'investisseur éventuel devra préalablement à sa mise en place s'assurer de la compatibilité du mandat avec la réglementation dont il relève. Le Client est avisé du risque de pertes relatif aux opérations effectuées dans le cadre du mandat et des risques liés notamment aux variations de taux, de cours, et de change. Les performances passées du mandat ne préjugent pas de ses performances futures. L'attention de l'investisseur est attirée sur le fait que la Banque ne tient compte d'aucune contrainte fiscale dans le cadre de la gestion financière du portefeuille et notamment celle relative aux revenus de capitaux mobiliers et aux plus-values de cessions de valeurs mobilières quel que soit son lieu de résidence fiscale. Votre conseiller habituel se tient à votre disposition pour tout complément d'information. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis. Les caractéristiques et mesures sont fournies à titre indicatif uniquement et sont susceptibles d'être modifiées pour tenir compte des changements de marché. L'allocation présentée est à la date indiquée, peut ne pas représenter l'allocation actuelle ou future et est susceptible d'être modifiée sans préavis. MSCI. Les données MSCI sont réservées exclusivement à un usage personnel et ne doivent être ni reproduites, ni transmises ni utilisées dans le cadre de la création d'instruments financiers ou d'indices. Les données MSCI ne sauraient constituer ni un conseil en investissement, ni une recommandation de prendre (ou de ne pas prendre) une décision d'investissement ou de désinvestissement. Les données et performances passées ne sont pas un indicateur fiable des prévisions et performances futures. Les données MSCI sont fournies à titre indicatif. L'utilisateur de ces données en assume l'entière responsabilité. Ni MSCI ni aucun autre tiers impliqué ou lié à la compilation, à l'informatisation ou à la création des données MSCI (les « parties MSCI ») ne se porte garant, directement ou indirectement, de ces données (ni des résultats obtenus en les utilisant). Les Parties MSCI déclinent expressément toute responsabilité quant à l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la qualité, l'adéquation ou l'utilisation de ces données. Sans aucunement limiter ce qui précède, en aucun cas une quelconque des parties MSCI ne saurait être responsable de tout dommage, direct ou indirect (y compris les pertes de profits), et ce même si la possibilité de tels dommages avait été signalée (www.msclbarra.com).

CCF

CCF - S.A. au capital de 147 000 001 €, agréée en qualité d'établissement de crédit et de prestataire de services d'investissement, immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 315 769 257 - Siège social : 103 rue de Grenelle - 75007 Paris. Intermédiaire en assurance immatriculé à l'ORIAS sous le numéro 07 030 182 (www.oriass.fr).

Rothschild & Co Asset Management, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine - 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.