



CCF Défensif

Lettre trimestrielle

4^{ème} trimestre 2025



Marc Terras

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

L'année 2025 s'est terminée sur des marchés d'actions enchaînant les records, portés par une économie mondiale plus résiliente qu'attendue, une inflation en décélération en Europe et relativement maîtrisée aux États-Unis, et des politiques monétaires des banques centrales qui ont continué à être accommodantes. La résilience du marché du travail, des tarifs douaniers moins élevés qu'annoncés par l'administration américaine lors de Liberation Day⁽¹⁾, des politiques budgétaires généreuses et un prix du pétrole bas sont tant de facteurs ayant permis de revoir à la hausse les prévisions de croissance mondiale pour 2025.

Le quatrième trimestre aura été marqué par le « shutdown » budgétaire record aux États-Unis de 43 jours (du 1^{er} octobre au 12 novembre), qui a retardé la diffusion des données d'emploi et d'inflation et pesé sur la visibilité macroéconomique. Dans ce contexte, la Fed a poursuivi son assouplissement monétaire entamé en septembre en effectuant deux baisses de taux supplémentaires en octobre puis en décembre, ramenant les taux directeurs dans une fourchette de 3,5%-3,75 % non sans divisions internes. La décision de décembre a effectivement été adoptée par 9 voix à 3, traduisant une opposition entre d'une part, des membres favorisant une pause sous couvert d'une inflation persistante, et d'autre part, une majorité plaçant pour une baisse des taux plus marquée priorisant le soutien à l'emploi. L'incertitude économique aux États-Unis est renforcée par des signaux contraires entre des « hard data » relativement positives (inflation, croissance, emploi) et des « soft data » en demi-teinte (confiance des consommateurs en baisse entre septembre et novembre suivie d'un

rebond en décembre⁽²⁾, indices PMI Services et PMI Manufacturier au-dessus de 50 mais en dégradation sur le T4⁽³⁾).

Après avoir effectué la plus importante baisse de taux d'intérêts sur 12 mois (les taux de dépôt étant passés de 4 % à 2 % entre juin 2024 et juin 2025⁽⁴⁾), la BCE a fait une pause au quatrième trimestre. En novembre 2025, l'inflation harmonisée (HICP) en Zone euro a été annoncée à 2,1 % (stable par rapport à octobre), avec des services à 3,5 % et une énergie encore légèrement négative (-0,5 %), confirmant l'idée d'une inflation maîtrisée. L'indice PMI Composite⁽⁵⁾ de la Zone euro du quatrième trimestre a atteint son plus haut niveau (52,3) depuis le deuxième trimestre 2023 et la croissance économique prévue pour 2025 a été révisée à la hausse par la BCE en décembre pour atteindre 1,4 % (+0,2 points par rapport aux projections de septembre), démontrant la résilience de la zone.

La Chine reste un cas à part : la croissance devrait atteindre environ 5 % sur l'année, mais avec une dichotomie nette entre une demande domestique entravée par l'immobilier et le chômage des jeunes, et un commerce extérieur très dynamique. Les données de novembre montrent un rebond des exportations de +5,9 % en glissement annuel (330,3 Mds \$). Malgré une chute des exportations vers les États-Unis (-29 % a/a), le surplus commercial cumulé sur 11 mois a dépassé 1000 Mds \$⁽⁶⁾. Le dynamisme du commerce extérieur a repoussé la nécessité pour le gouvernement de déployer un plan de relance généralisé fortement attendu par le marché.

Au quatrième trimestre 2025, les marchés d'actions ont poursuivi leur progression, portés par la résilience de l'économie mondiale et

(1) Le Liberation Day est l'annonce d'une nouvelle politique commerciale menée par le président des États-Unis Donald Trump à la suite de son « discours de libération » du mercredi 2 avril 2025. (2) Université du Michigan (3) S&P Global (4) BCE (5) 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. (6) General Administration of Customs of the People's Republic of China



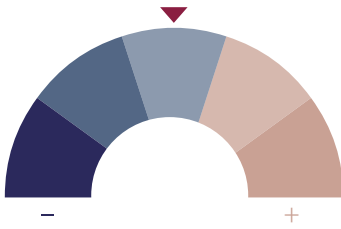
les bons résultats des entreprises malgré les nouvelles taxes douanières américaines. L'année 2025 marque une interruption de la suprématie du marché boursier américain sur le reste du monde au cours de ces dernières années. Le S&P 500 a gagné 2,3 %⁽⁷⁾ sur le trimestre, clôturant l'année sur une hausse de 16,4 %, avec une performance toujours concentrée sur les grandes valeurs technologiques (l'indice « Magnificent 7⁽⁸⁾ » aura délivré 22,6 % sur l'année en \$), tandis que l'Eurostoxx a progressé de 4,9 %⁽⁹⁾ sur le trimestre grâce à la détente de l'inflation et à la poursuite de l'excellente performance des banques (+80 % sur l'année, un record historique). Les marchés émergents ont également clôturé le trimestre en hausse (+4,3 %⁽¹⁰⁾) malgré un repli des actions chinoises, portés par la Corée et le Brésil. Les indices obligataires souverains américains et européens ont affiché une performance légèrement positive sur le trimestre⁽⁹⁾, confirmant la résilience des actifs risqués. Une hausse des taux à 30 ans a pu être observée en 2025 dans l'ensemble des économies développées (États-Unis, Allemagne, Japon), reflet de l'augmentation de la prime de terme.

Nos choix d'investissement au 4^{ème} trimestre 2025

Au cours de la période, nous avons pris quelques profits sur la « value⁽¹¹⁾ » européenne après une très belle performance, notamment tirée par les valeurs bancaires, pour initier une nouvelle position sur le secteur de la santé et en actions d'Amérique Latine. Nous avons également arbitré une partie de la poche alternative vers le fonds Axa EUR Short duration investi sur la dette High Yield⁽¹²⁾ de courte maturité.

Achevé de rédiger le 19 janvier 2026

(7) Source : Bloomberg, 31/12/2025 **(8)** Les « Magnificent 7 » sont sept actions américaines du secteur technologique, à savoir Microsoft, Nvidia, Tesla, Meta, Apple, Alphabet et Amazon. **(9)** Source : Bloomberg, 31/12/2025 **(10)** MSCI Emerging Markets PR USD, Bloomberg **(11)** 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. **(12)** Les obligations "High Yield" (ou à haut rendement) sont émises par des entreprises ou États présentant un risque crédit élevé. Leur notation financière est inférieure à BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's.



Degré d'exposition global aux actifs risqués

Après une année 2025 marquée par une excellente performance, de nombreux marchés dissipant progressivement l'exceptionnalisme américain, 2026 pourrait prolonger ce mouvement : la surperformance boursière et macroéconomique des États-Unis paraît moins univoque, tandis que les flux des investisseurs ont déjà commencé à se diversifier vers l'Europe et plusieurs marchés émergents⁽¹⁾. Les prévisions de l'OCDE montrent un ralentissement de la croissance mondiale en 2026, davantage marqué aux États-Unis, en Chine et au Japon et plus modéré en Zone euro.

Le registre géopolitique pourrait prendre davantage de place avec un interventionnisme croissant des États-Unis notamment en Amérique Latine, l'attente d'une issue du conflit russo-ukrainien, ou encore les tensions entre la Chine et Taïwan. Sur le plan commercial, 2026 est exposée à deux principaux risques : l'application de tarifs douaniers américains plus élevés à un éventail plus large de biens et le durcissement de la politique chinoise sur les matières stratégiques. Pékin avait, en effet, renforcé ses contrôles à l'export sur les terres rares (et technologies associées) en 2025, imposant des licences pour de nombreux produits contenant ces terres rares. Même si certaines mesures ont été suspendues un an en fin d'année, l'architecture de contrôle et donc le levier stratégique demeurent. Si ces risques se matérialisent, ils auront un impact significatif sur la croissance et sur les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Les politiques monétaires seront asynchrones cette année entre les différentes zones économiques. Aux États-Unis, la Fed indique que ses décisions resteront dépendantes des statistiques et que le rythme d'assouplissement pourrait être plus lent que prévu si l'inflation des services persiste tandis que le marché anticipe deux baisses en 2026. En Zone euro, une inflation maîtrisée permet d'envisager le maintien de taux neutres quelques trimestres, tandis qu'au Royaume-Uni, la Bank of England a ouvert la voie à d'autres baisses prudentes après celle du 18 décembre, allégeant graduellement le coût du crédit. Au Japon, la poursuite de la normalisation après la hausse de décembre 2025 (taux directeur porté à 0,75 %⁽²⁾) implique des taux locaux plus élevés, qui devraient être favorables aux banques et au yen.

En 2026, l'économie américaine sera influencée par l'orientation budgétaire et les effets persistants des droits de douane sur les prix à la consommation. Pour préserver le pouvoir d'achat, Washington pourrait déployer des mesures ciblées, mais leur efficacité demeure incertaine. La croissance devrait se situer entre 1,7 % et 2,2 % selon les estimations⁽³⁾, portée par les investissements des entreprises, notamment dans l'intelligence artificielle et les infrastructures, qui resteront un moteur essentiel. La consommation, deuxième pilier de la croissance, risque de ralentir sous l'effet combiné d'un marché du travail moins dynamique et de la hausse des prix liée aux tarifs douaniers, limitant la progression des revenus disponibles.

En Zone euro, le narratif pour 2026 mêle opportunités et risques de déception. L'inflation harmonisée s'est rapprochée de 2 % fin 2025⁽⁴⁾ créant un environnement plus lisible pour les décisions de la BCE et plus favorable à la demande intérieure. La résilience du marché du travail et la croissance des revenus réels devraient, par ailleurs,

(1) Source : Bloomberg, 31/12/2025. (2) Source : BoJ, 31/12/2025. (3) Sources : OCDE, CBO, Morgan Stanley, RBC, janvier 2026.

(4) Source : BCE, 31/12/2025.



bénéficier à la consommation privée. L'ampleur et la mise en œuvre du plan allemand nécessiteront en revanche d'être observées avec prudence, les attentes concernant celui-ci étant particulièrement élevées. Enfin, les flux investisseurs vers l'Europe pourraient se poursuivre en 2026, la zone restant à des niveaux de valorisation attractifs.

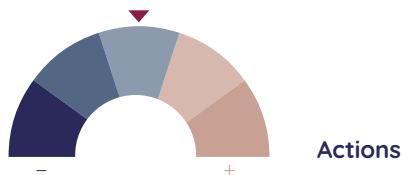
La Chine, quant à elle, devrait profiter d'une plus grande visibilité sur ses relations commerciales avec les États-Unis, mais continue de montrer des données

économiques décevantes. Le marché immobilier reste dégradé et, dans un environnement qui demeure déflationniste, il sera difficile d'observer une amélioration nette du moral des agents sur l'année à venir. Le gouvernement chinois a annoncé, fin 2025, prendre des mesures de soutien à la consommation pour l'année 2026 mais celles-ci restent modérées. Si les exportations venaient à ralentir, il serait possible qu'un plan de relance plus important soit mis en place.

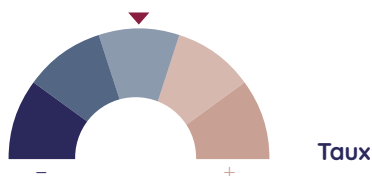


Nos orientations de gestion pour le 1^{er} trimestre 2026

Positionnement



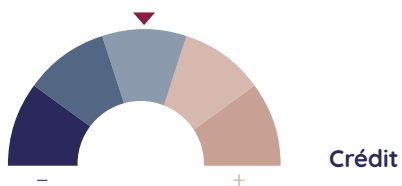
Nous maintenons notre sous-exposition aux États-Unis, certains segments du marché étant à des niveaux de valorisation que nous jugeons excessifs, portés par l'IA, dont les promesses de rentabilité sont toujours incertaines. Les actions de la Zone euro restent surpondérées, avec toujours une préférence pour la « value⁽¹⁾ » qui a continué de creuser l'écart avec la « croissance ». En 2025, l'indice « value » de l'Eurostoxx aura surperformé de 27,86 %⁽²⁾ l'indice « croissance⁽³⁾ ». Nous avons, par ailleurs, initié une exposition au secteur de la santé en Europe qui avait fortement baissé à la suite des annonces de Donald Trump de la mise en place de tarifs douaniers de 200 % sur les médicaments importés. Les pays émergents restent privilégiés en stratégie de diversification, en particulier les actions chinoises et nous avons construit au cours du trimestre une position en Amérique Latine, zone ayant un fort potentiel de revalorisation.



Les marchés obligataires mondiaux ont gagné 0,24 % au cours du quatrième trimestre 2025⁽²⁾ portés par un marché du travail montrant des signes de fragilité et, plus généralement, un risque de ralentissement économique aux États-Unis. Nous restons sous-pondérés sur la dette souveraine européenne, le potentiel de rendement nous semblant limité dans un contexte de stabilisation des taux confirmé récemment par la BCE. Par ailleurs, nous restons investis sur la dette émergente avantagée par la dépréciation du dollar américain.



(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) Le Liberation Day est l'annonce d'une nouvelle politique commerciale menée par le président des États-Unis Donald Trump à la suite de son « discours de libération » du mercredi 2 avril 2025. (3) Source : Bloomberg, 30/09/2025. Indices Eurostoxx Value (total return) et Eurostoxx Croissance (total return)

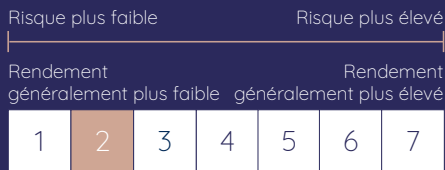


Nous avons continué à bénéficier du portage de notre poche crédit, avec une préférence pour le crédit de haute qualité. Malgré les spreads⁽⁴⁾ crédit qui se resserrent, les rendements restent attractifs par rapport à la dette souveraine pour un risque modéré. Nous maintenons également des positions en supports monétaires en attendant d'avoir plus de visibilité sur l'évolution de plusieurs sources d'inquiétude et afin de disposer ainsi de réserves liquides pour saisir des opportunités.



(4) Écart de rendement entre une obligation et un emprunt de maturité équivalente considéré comme « sans risque ». **(5)** Titre de créance émis par des entreprises ou États dont la notation est comprise entre AAA et BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's. **(6)** Les obligations "High Yield" (ou à haut rendement) sont émises par des entreprises ou États présentant un risque crédit élevé. Leur notation financière est inférieure à BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's.

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 : 12/2025). 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.orias.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.