

CCF Mandat Croissance

Rapport de gestion

3^{ème} trimestre 2025

Rapport de Gestion



Patrice BENECH
Gérant

Le troisième trimestre 2025 marque une période de transition à plusieurs égards. La persistance des tensions inflationnistes semble toucher à sa fin, et par conséquent les politiques monétaires jusque-là restrictives redeviennent progressivement plus accommodantes. L'escalade dans le rapport de force initiée par le Président Trump avec le reste du monde sur les taxes douanières s'apaise avec de nombreux accords signés pour un surcoût global d'environ 15%, conformément à ce qui avait été anticipé. Enfin, la volatilité qui avait fortement monté en début d'année retrouve des niveaux très satisfaisants, permettant de soutenir les actifs risqués. Dans cet environnement, la croissance mondiale devrait légèrement ralentir en 2025 autour de 2.6% à 2.8%, légèrement en-deçà de sa moyenne historique. Les économies développées voient leur activité ralentir du fait d'une consommation bridée par l'inflation, de l'investissement freiné par les niveaux de taux élevés et l'attentisme des agents économiques face aux nombreuses incertitudes qui perdurent. En revanche, les pays émergents affichent une résilience plus forte que les pays développés. L'Inde reste sur des niveaux de croissance supérieurs à 6%. Même si la Chine peine à soutenir son économie, l'ensemble de la zone profite du retour de flux de capitaux significatifs du fait de valorisations attractives.

Aux États-Unis, quelques incertitudes semblent se dissiper, notamment sur le marché de l'emploi qui a entamé un ralentissement net avec des créations d'emplois bien plus faibles qu'anticipées, permettant ainsi d'espérer une meilleure maîtrise de l'inflation et une plus grande sérénité pour la FED¹ qui a pu enclencher sa première baisse de taux au mois de septembre. La consommation des ménages reste solide même si l'on perçoit une baisse de certaines dépenses discrétionnaires. Les résultats des entreprises publiés cet été ont largement rassuré les investisseurs, d'autant que le secteur technologique, pourtant malmené en début d'année, affiche une santé insolente. La croissance annualisée sur le troisième trimestre est estimée entre 1.5% et 2%, permettant d'écartier tout scénario d'atterrissement brutal de l'économie.

En Europe, le PIB reste sur des niveaux faibles autour de 0.5%, bien en-deçà des États-Unis ou de nombreux pays émergents. L'Allemagne, malgré des perspectives encourageantes avec la levée du plafond de la dette, souffre du ralentissement de la demande mondiale et du coût de son approvisionnement en énergie.

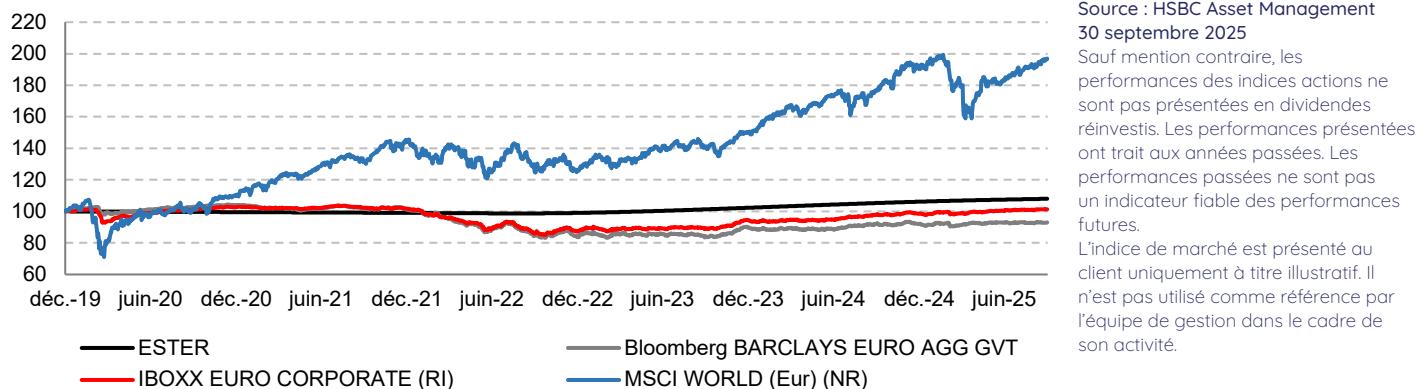
La France est quasi stable du fait de la faiblesse de l'investissement privé, malmené par le manque de confiance des acteurs économiques (instabilité politique, déficits publics...). Seuls, l'Espagne, le Portugal et l'Italie semblent tirer leur épingle du jeu grâce au tourisme, au rebond de la consommation domestique et à des efforts en matière budgétaire récompensés fin septembre par un relèvement de leurs notes de crédit. Le Royaume-Uni peine à sortir de la crise post Brexit avec une inflation qui demeure très élevée et une consommation domestique en berne.

Au sein des pays émergents, la Chine continue de susciter des inquiétudes avec une croissance largement inférieure aux 5% espérés. Les mesures de soutien ne paraissent pas à la hauteur des enjeux, que ce soit pour le secteur immobilier ou les exportations qui souffrent du ralentissement mondial. Cependant, les économies asiatiques bénéficient de la reconfiguration des chaînes d'approvisionnement générée par la mise en place par Donald Trump de nouvelles taxes douanières. Des pays comme l'Indonésie, le Vietnam, la Malaisie ou les Philippines en sont les grands bénéficiaires. En Amérique Latine, la situation reste très contrastée selon les pays avec le Brésil qui bénéficie d'une activité modérée autour des 2% et l'Argentine qui, malgré le fort recul de l'hyperinflation, ne semble plus obtenir l'adhésion de sa population aux efforts à consentir pour assainir la situation.

Sur les marchés financiers, on notera sur le trimestre un net ratrapping des actions américaines et surtout des marchés émergents, avec la Chine et ses valeurs technologiques en tête. L'Inde, malgré son économie robuste, continue de pâtir de sa valorisation très élevée, des bonnes performances passées et de son positionnement géopolitique pro-russe. L'Europe affiche une légère performance positive, consolidant sa forte progression du premier semestre. On notera la poursuite de la hausse du marché espagnol et les prises de profits sur l'Allemagne qui avait largement surperformé depuis le début de l'année.

Du côté du marché obligataire, la volatilité a été particulièrement forte. Les emprunts d'états ont largement sous-performé le crédit et le compartiment « haut rendement ». Les atermoiements politiques et budgétaires de la France ont remis en exergue en zone Euro la problématique des déficits publics de nombreux pays et accentué les tensions sur les maturités longues. En termes de gestion, nous avons progressivement augmenté notre exposition en actions du fait de la meilleure visibilité qui se profilait grâce aux avancées

Évolution des marchés entre le 1er janvier 2020 et le 30 septembre 2025



IBoxx Euro Corporate (RI) : -1,34% / **MSCI World (Eur) (NR)** : 82,93% / **Ester** : 6,16% / **Bloomberg Barclays Euro Agg Gvt** : -7,89%

IBoxx Euro Corporate (RI) : indice composé d'obligations émises en zone Euro ou libellées en euro issues de sociétés financières (banques, assurances,...) et non financières (automobile, énergie, environnement, industrie,...). Sa composition est revue tous les mois. Il comprend actuellement plus de 1200 lignes d'obligations.

MSCI World (Eur) (NR) : Composé d'actions d'environ 1600 entreprises de grande capitalisation cotées sur les bourses de 23 pays développés, cet indice est représentatif des plus grandes capitalisations mondiales des pays industrialisés. Exprimé en euro, dividendes réinvestis.

Ester : taux d'intérêt interbancaire de référence. Il définit les conditions des prêts à court terme que les banques s'accordent entre elles sur le marché monétaire. L'Ester correspond à une moyenne de taux d'intérêt pondérée par le volume de transactions réalisées.

Bloomberg Barclays Euro Agg Gvt : indice composé d'emprunts d'Etats notés 'investment grade', libellés en euro et émis sur le marché des euro-obligations et marchés nationaux de la zone Euro. (Composante d'emprunts d'Etats du Barclays Euro Aggregate).

en matière d'accords commerciaux sur les barrières douanières avec les États-Unis, au virage de la FED vers une politique monétaire moins restrictive du fait du ralentissement du marché de l'emploi et aux résultats encourageants des entreprises américaines et notamment technologiques.

Nous avons pris position sur les valeurs moyennes allemandes pour profiter des investissements massifs qui vont être initiés sur les prochaines années en Allemagne. Nous avons également renforcé les marchés émergents et notre position sur les marchés frontières. Nous avons intégré également mais de façon plus marginale des thématiques d'avenir qui devraient continuer de très bien se comporter à savoir l'intelligence artificielle et les semi-conducteurs. Enfin, nous avons renforcé le Japon et le marché américain plus largement (S&P500).

Tous ces investissements ont été financés par des allégements sur le marché de taux. Les obligations gouvernementales pourraient souffrir d'une détérioration supplémentaire de la situation de certains pays rendant leurs capacités à amortir toute aversion au risque moins efficiente. Le crédit haut rendement est aujourd'hui très chèrement valorisé avec des spreads très réduits sur lesquels il peut être opportun de prendre des bénéfices.

Si les indices actions tutoient leurs plus hauts historiques, il n'en demeure pas moins que certains risques persistent et sont susceptibles de générer des pics de volatilité et par conséquent des prises de bénéfices appuyées sur les marchés.

Les États-Unis continuent de jouer un rôle central sur les marchés financiers et le comportement versatile du Président Trump complexifie l'analyse. Les accords commerciaux avec la Chine, pierre angulaire de la

stratégie de Donald Trump, ont à nouveau été prorogés. Les tensions s'exacerbent avec l'Inde qui continue à acheter du pétrole russe et par voie de conséquence aide au financement du conflit en Ukraine. Et de nouvelles taxes font leur apparition sur des produits spécifiques (médicaments, meubles, poids lourds...). En outre, les investisseurs tablent sur de prochaines baisses de taux de la part de la FED qui alimenteraient la liquidité, source de soutien pour les actifs risqués. Toute statistique contrariante sur l'inflation ou l'emploi pourrait contrecarrer la position de la FED et entraîner des secousses sur les marchés.

L'intérêt massif pour des actifs refuges comme l'or, qui enchaîne les records, n'est pas anodin et reste synonyme d'une forme de prudence accrue de la part des investisseurs.

Il est à noter, étant données les performances affichées, que de nombreuses rotations sectorielles et géographiques sont à l'œuvre, manifestant la volonté des investisseurs de voir les marchés progresser de façon raisonnée. Les flux se dirigent sur des investissements sous-valorisés (Brésil, Chine, États-Unis après la sous-performance du premier semestre) et des prises de bénéfices s'effectuent sur les actifs chèrement valorisés à l'exception de la tech (Inde, Allemagne après des plus hauts historiques). C'est aussi le signe que les marchés peuvent poursuivre leur tendance haussière, ce qui est traditionnellement le cas après les premières baisses de taux de la FED.

¹ FED : Réserve Fédérale des États-Unis

