

- **LE(S) CHIFFRE(S) DE LA SEMAINE**

+65 / -4,8

Les marchés ne sont pas avares de contradictions... Alors qu'ils attendaient Nvidia et ses résultats tel un sauveur, les investisseurs n'ont pas eu le temps de réfléchir à l'annonce d'une hausse 65% sur un an des bénéfices de la star de l'IA, que l'indice SOX des semi-conducteurs prenait la direction de la baisse. Il affiche depuis les annonces de Jensen Huang un repli de 4,8%...

- **FAUSSE PANIQUE OU VERITABLE EXAGERATION ?**

Nous nous attendions en début de mois à ce que le secteur de la technologie corrige de 5%, mais la mauvaise séance du 20 novembre a porté le recul à 10%, et ce malgré les bonnes publications de Nvidia... C'est donc une mauvaise surprise.

Une Fed un peu plus hésitante que ce qu'il faudrait et, il faut bien le dire, une certaine fatigue du sentiment autour de l'IA nous semblent être les deux catalyseurs de cette pause boursière. Nouveau point sur le secteur après celui du 7 novembre.



* La puce Blackwell est la nouvelle génération de processeurs IA ultrapuissants de Nvidia, conçus pour entraîner les modèles les plus avancés du marché

- **THEME : LES ACTIONS INDIENNES**

Retour de flamme sur ce marché malmené cette année en dépit d'une embellie en mars / avril. Indicateurs macro, prévisions de bénéfices et sentiment sont en amélioration, nous repassons à l'achat.

Sommaire

1. PERSPECTIVES DES MARCHES ET RECOMMANDATIONS GENERALES

- A. PERFORMANCES DES MARCHES
- B. MACRO : LES INDISPENSABLES DE LA SEMAINE
- C. NOTRE ANALYSE
- D. GRILLE D'ALLOCATION RECOMMANDEE

2. LA VIE DES FONDS

- A. PRECONISATIONS SUR FONDS (CHANGEMENTS OU MISES A JOUR DES PLUS ANCIENNES)
- B. SELECTION NEW CASH
- C. QUATRE FONDS POUR LES VERSEMENTS PROGRAMMES
- D. PORTEFEUILLE EN ARBITRAGE DU FONDS EURO
- E. THEME

ANNEXES

1. Perspectives des marchés et recommandations générales

A. Performances des marchés (*Indices en niveaux et performances indiquées dans la devise locale, sauf les pays émergents où ils sont en USD*)

Performances sur indices actions, matières premières et devises au 20.11.2025						Taux banques centrales, souverains et dette d'entreprises au 20.11.2025					
Actions*	Niveau	Perf. Semaine	Perf. YTD	Perf. 1 an	Perf. cumulées 5 ans	Taux directeurs	Rendt (%)	Variation 1 semaine (en pbs)	Variation YTD (en pbs)	Variation 1 an (en pbs)	Variation 5 ans (en pbs)
CAC 40	7 981,07	-2,31	11,66	14,66	68,56	Taux directeur BCE	2,00	0	-100	-125	250
EURO STOXX 50	5 569,92	-2,17	16,38	20,52	80,71	Fed Funds effectif	3,87	0	-46	-71	379
S&P 500 (USD)	6 538,76	-2,87	12,45	11,95	97,89	Taux souverains	Rendement (%)	Variation 1 semaine (en pbs)	Variation YTD (en pbs)	Variation 1 an (en pbs)	Variation 5 ans (en pbs)
NASDAQ Composite (USD)	22 078,05	-3,56	14,99	17,20	93,25	US Treasury Bill 2 ans	3,53	-8	-71	-82	335
Nikkei 225 (JPY)	49 823,94	-1,10	27,18	32,45	114,99	US T-Note 10 ans	4,09	-6	-49	-23	319
MSCI Monde (USD)	4 217,24	-2,89	15,15	14,51	78,86	Bund 2 ans	2,02	-2	-51	-11	277
MSCI Emergents (USD)	1 371,54	-1,00	30,10	28,13	27,99	Bund 10 ans	2,72	0	45	37	330
MSCI China (USD)	10,85	-3,07	33,18	33,11	-12,83	Dette corporate**	Niveau d'indice	Perf. 1 semaine	Perf. YTD	Perf. 1 an	Perf. cumulées 5 ans
<i>Matières premières</i>											
LBMA Gold Price (USD)	4 077,19	-0,17	55,35	53,82	117,92	Obligations IG EUR	316,27	0,07	3,04	3,58	-0,55
Prix du Baril de pétrole WTI (USD)	59,14	-1,58	-17,54	-14,13	40,31	Obligations HY EUR	389,90	0,01	4,39	5,21	18,11
<i>Taux de change</i>											
EUR/USD	1,1528	-0,80	11,34	9,33	-2,66	Obligations IG US (USD)	3 570,86	0,25	7,29	6,91	0,86
EUR/CHF	0,9290	0,68	-1,18	-0,35	-13,99	Obligations HY BB-B US (USD)	1 840,20	-0,03	6,94	7,06	26,09

* Niveaux d'indices en prix / Performances dividendes réinvestis

** Indices ICE BofA

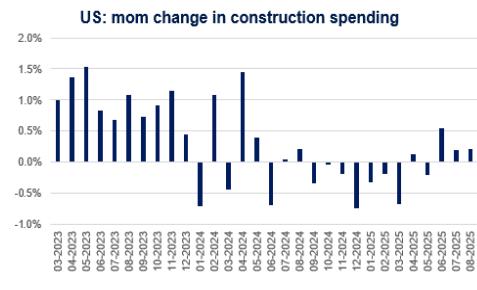
- Dure semaine pour les marchés actions qui corrigeant quelque soit la zone géographique. La technologie souffre le plus, le S&P 500 technology cède par exemple 4,8%. Comme mentionné en page de garde, les marchés attendaient les résultats du 3^{ème} trimestre de Nvidia qui bien que sortis largement meilleurs qu'attendus et avec de très belles guidances, n'ont pas suffit à faire changer le sentiment plus négatif des investisseurs sur le secteur depuis quelques séances. La Chine n'est pas épargnée, le secteur perd 6%. L'Europe, bien que moins exposée à la tech baisse en sympathie, les secteurs les plus cycliques étant les plus affectés : auto, -5,7% ; Chimie, -3,9% ; Consommation, -2,9%...
- Sur les marchés de taux, la courbe américaine s'est déplacée vers le bas avec une détente des taux à 2 et 10 ans sur fond de recherche d'actifs moins risqués. Pas de mouvements notables sur la dette gouvernementale européenne. Le marché du crédit américain profite de la baisse des taux aux Etats-Unis tandis qu'elle est quasi stable en Europe ;
- L'Or est stable sur la semaine tandis que le baril continue sa lente baisse...
- Enfin, sur les marchés des changes, le dollar s'apprécie contre euro à la suite de la diminution de la probabilité d'une baisse de taux de la Fed en décembre prochain. A noter, même si nous n'en parlons pas souvent, que le Bitcoin est passé pour la première fois depuis avril sous les 90 000 dollars (il traite à 81 962 dollars au moment où nous rédigeons ces lignes) avec une baisse de 35% depuis le plus haut d'octobre et de plus de 13% sur la semaine.

B. Macro : les indispensables de la semaine (*les graphiques proviennent majoritairement de CPR AM. Les commentaires également ou sont reformulés par Fundesys.*)

- **Etats-Unis : où en est la conjoncture américaine depuis la fin du shutdown et la reparation de statistiques macro ?**

- Cette semaine sont sortis :

- **Les dépenses de construction d'août (+0,2%)**, troisième hausse consécutive après neuf mois de repli, tirées par le résidentiel tandis que le non-résidentiel et l'industriel restent orientés à la baisse (-8% sur un an). La stabilisation du résidentiel montre que les points bas semblent derrière nous, même si certains segments restent sous pression ;



- **Emploi** : le rapport de septembre fait état de **119 000 créations d'emplois en** (attentes : 50 000) et d'un **taux de chômage de 4,4%**. Les révisions pour juillet et août confirment néanmoins une **modération du marché du travail**, tout comme la progression plus faible des salaires. A noter que les chiffres d'octobre ne seront pas publiés ;



- **Indice NAHB en légère hausse mais toujours très faible, se redresse légèrement en novembre.** Cependant, la légère amélioration suggère que le résidentiel commence à sortir de sa zone de stress, dans un environnement financier qui se détend lentement ;

Ce qui se passe avec l'indice NAHB est intéressant car il indique que le marché immobilier commence à se redresser malgré les hausses de taux.

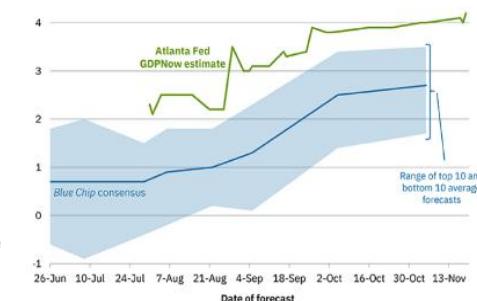
- **Déficit commercial des biens à un plus bas de cinq ans**, la demande intérieure apparaît moins dépendante des importations, en ligne avec une consommation de plus en plus soutenue ;



- **Production de pétrole au-delà de 13,8 millions** de barils par jours, atteignant des niveaux records, ce qui est plutôt bon pour l'activité car cela limite un risque de rebond de l'inflation par une augmentation des prix de l'énergie ;

- **Lecture d'ensemble : pour le moment, ces statistiques montrent une économie américaine encore robuste, ce que démontre l'indice GDPNow de la Fed d'Atlanta.** Prenant en compte ces dernières publications, il estime la croissance du PIB à 4,2% (contre 4,1% précédemment). Le rapport officiel sur l'emploi, indique un marché du travail qui **ralentit sans se dégrader vraiment**, renforçant l'idée d'un cycle toujours porteur. Dans ce cadre, la Fed, déjà apparue divisée dans les minutes du dernier FOMC, **pourrait l'être davantage : la baisse de taux de décembre n'a rien d'acquis et une pause dans le cycle de baisse de taux redevient une hypothèse plausible sans remettre en cause le cycle d'assouplissement pour 2026. Nous estimons tout de même pour le moment que la Fed pourrait baisser ses taux en décembre.**

Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2025: Q3
Quarterly percent change (SAAR)



C. Notre analyse : les résultats de Nvidia et nouveau point sur le secteur de la Tech

La défiance sur le secteur de la technologie malgré les très bons résultats de Nvidia nous oblige à refaire un point sur le secteur après la revue générale du 7 novembre.

- Nvidia et mise à jour de notre revue Tech / IA du 7 novembre dernier**

- La société surprend une nouvelle fois en publiant un chiffre d'affaires (CA) trimestriel de 57 mds USD et des profits de 36 mds pour le trimestre de juin à août, en progression respective de 62% et 65% par rapport à la même période l'an dernier traduisant une amélioration de la marge. Les chiffres confirment donc pour ce trimestre la persistance d'une très forte demande pour les puces nécessaires au fonctionnement des data centers sur lesquels s'appuie le développement de l'IA. Pour le quatrième trimestre qui se terminera en janvier 2026, le groupe revoit à la hausse de 3 mds USD sa prévision de CA, à 65 mds USD soit une progression de plus de 60%. « *Toute notre production de puces GPU pour le cloud est déjà vendue* » a annoncé Jensen Huang, CEO d'Nvidia ;
- A partir d'un CA de 61 mds USD en 2024, le consensus attend plus qu'un doublement pour 2025, à 131 mds USD et 200 mds USD en 2026 (source Factset / Boursorama) :

Prévisions de résultats NVIDIA au 20/11/2025 (en USD)

	2024	ESTIMATION 2025 ⁽⁸⁾	ESTIMATION 2026
Chiffre d'affaires (en millions)	60 922 126%	130 497 114%	207 044 59%
EBITDA ⁽⁹⁾	35 343	88 652	130 376
EBIT ⁽⁴⁾	37 134 311%	86 788 134%	129 291 49%
Dette financière nette ⁽⁵⁾	-16 275 -595%	-34 747 -113%	-78 733 -127%
Actif net par action ⁽⁶⁾	1,73 -81%	3,23 87%	6,04 87%
Cash Flow par action ⁽⁷⁾	1,13	2,61	4,33

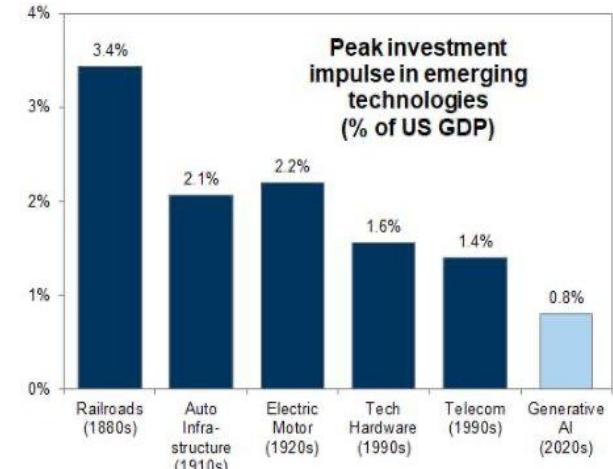
A noter la forte capacité financière qui résulterait de ces prévisions puisque la trésorerie nette passerait de 16 à 78 mds USD au 31 janvier 2027 (fin de l'exercice 2026) ce qui permet de lever les inquiétudes sur le financement des énormes investissements attendus sur l'ensemble du secteur. Jensen Huang a déclaré en octobre que « *l'entreprise comptait atteindre un CA de 500 mds USD au cours des prochains trimestres* » ; « *les exploitants de grands data centers continueront à investir dans de nouveaux équipements car les investissements dans l'IA commencent à porter leurs fruits* ». Cette prévision qui prend en compte l'absence de business avec la Chine a été confirmée par la directrice financière lors de la conférence de presse post-résultats ;

- Ces chiffres qui ne donnent qu'une photographie à court terme de la situation sont presque un non-événement par rapport à tout ce que l'on sait sur l'IA mais dans le contexte de la montée de l'aversion au risque sur l'ensemble du secteur au cours des dernières semaines ils sont évidemment les bienvenus. Pour autant les prévisions de la société, sans surprise très optimistes, n'éliminent pas les doutes portent surtout sur la pérennité de ce modèle. **C'est à ce titre qu'il nous faut répondre aux trois questions qui sont venues au-devant de la scène récemment :**
 - Quid de l'allongement à 5-6 ans de la durée des amortissements des semi-conducteurs contre 3-4 ans historiquement ?** Cette pratique initiée par les acteurs de la tech en 2020-21 permet d'augmenter mécaniquement les bénéfices, faisant naître une suspicion de manipulation comptable. Les normes comptables ont tendance à imposer une certaine prudence aux entreprises. Dans ce cas précis les puces, serveurs et équipements de réseau pour l'IA sont plus complexes que la génération précédente d'équipements et continuent de générer de la valeur au-delà de la durée d'amortissement. Ce passage de 3-4 ans à 5-6 ans ne fait qu'aligner la durée d'amortissement sur la durée de vie réelle de ces matériels ;

- **Quid de l'obsolescence après 2030 des semis achetés en ce moment ?** Cette question monte en effet en puissance et nous y pensions lors de notre revue du 7 novembre détaillant les investissements IA et leurs financements nécessaires d'ici 2030, mais nous n'avions pas d'informations alors. En fait nous pouvons répondre par l'analogie de la construction des chemins de fer américains au XIX^{ème} siècle : le train porte les rails qui sont posés devant lui progressivement. Les puces de 2025 vont servir jusqu'en 2030 (par exemple), celles de 2026 jusqu'en 2031 et ainsi de suite, et ce n'est pas nouveau, puisque c'était la même chose avec les microprocesseurs d'Intel à l'époque où il dominait le marché. Et de toutes façons le malheur des uns (producteurs d'IA devant renouveler leurs processeurs) fera le bonheur des autres (fabricants de semis) et inversement ;
- **Quelles prévisions de CA et de résultats pour l'IA à l'horizon 2030 ?** Question qui n'a pas fini d'être posée. Le potentiel de CA provenant d'applications d'IA est difficile à estimer avec précision car les business model qui y sont attachés sont encore en pleine évolution. Deux canaux de vente d'IA semblent émerger : la vente en direct (abonnements Chat GPT, Gemini, Claude...) et son intégration à des logiciels que, pour le moment, beaucoup d'éditeurs commercialisent sans facturer l'IA embarquée afin de stimuler son adoption et de mesurer la vraie valeur ajoutée de ces solutions (Procore, HubSpot). La monétisation payante n'en est donc qu'à ses débuts, tant auprès des entreprises que du grand public.
Pour y voir plus clair nous avons interrogé quatre gérants parmi ceux des 18 supports que nous suivons sur le secteur, selon la question : « *De quelles 'prévisions sérieuses' disposez-vous en matière de chiffre d'affaires d'IA rentable à l'horizon 2030 ?* » Parmi toutes les réponses qu'ils nous ont données émergent comme étant solides :
 - ✓ PWC attend 2 Tr de PIB mondial additionnel moyen par an sur la période 2025-2030, soit 1,5% à 2% du PIB mondial total selon les années. Très réaliste selon nous (rappel du PIB mondial à cet horizon : 144 Trillions (Tr) de dollars) ;
 - ✓ JP Morgan réfléchit à l'envers et évalue à 650 Mds USD le CA 2030 de l'activité IA aux Etats-Unis pour justifier les investissements annoncés jusqu'à aujourd'hui ;
 - ✓ Parmi les « producteurs » d'IA, Anthropic, concurrent direct d'OpenAI (et crée par d'anciens d'OpenAI) et son mégamodèle Claude, moins connu que ChatGPT mais tout aussi performant annonce « l'entrée » en rentabilité en 2027 ;
 - ✓ Les gérants de Sycomore Sustainable Tech et du fonds Echiquier Artificial Intelligence nous livrent une synthèse intéressante car palpable : « *les CA advertising de Meta, Google et Apple sont déjà majoritairement influencés par l'IA. Baidu nous confirme que 15% de son CA est lié aux applications IA et plus de 25% si on ajoute l'infrastructure d'IA. Pour la plupart des acteurs de l'infrastructure physique et digitale le CA IA est déjà rentable : dans les semiconducteurs et équipements réseaux, les marges brutes sont élevées. Dans les logiciels, elle est en progression, on parle de 35-40% de marge brute pour Microsoft et Oracle. Microsoft dit qu'ils voient la marge brute sur les puces IA progresser pour atteindre dans quelques années la marge brute sur les serveurs CPU traditionnels. ServiceNow (logiciels d'IA) affiche environ 50 Mds USD de CA annuel récurrent provenant de leurs produits IA et Anthropic est en forte accélération. Cela représente déjà au moins une centaine de milliards aujourd'hui.*
 - ✓ **Notre point de vue : si ces estimations sont justes, la prévision de JP Morgan ci-dessus est très conservatrice !**

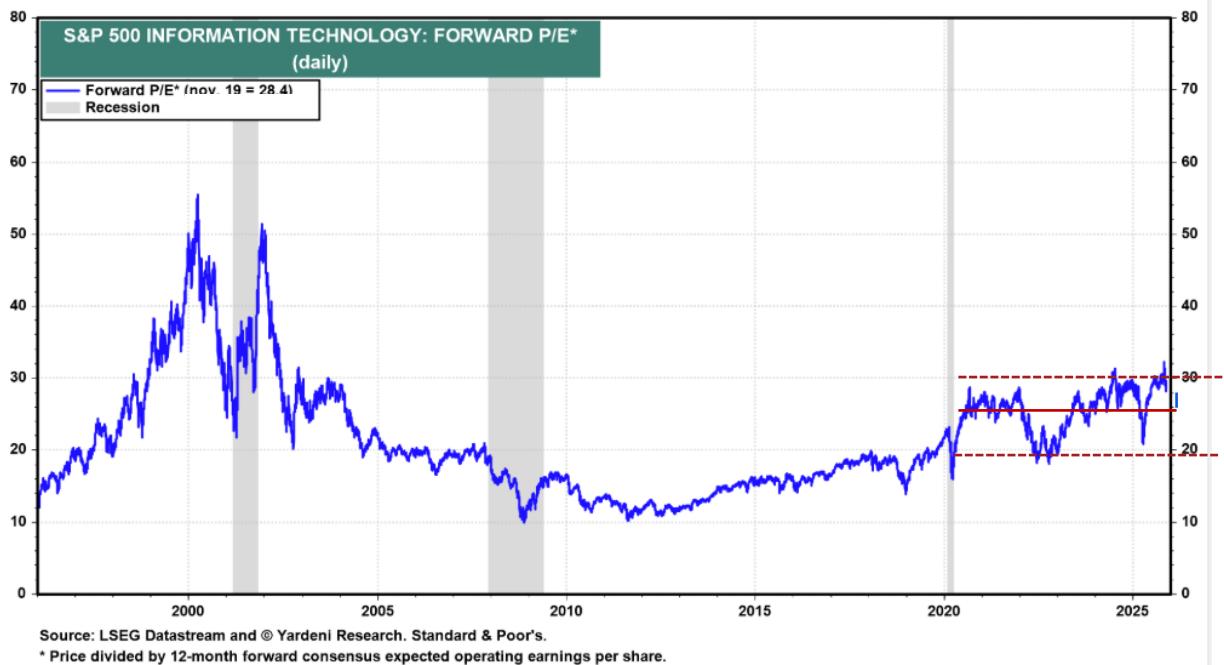
- **Un graphique et une crainte :** à quel pourcentage du PIB ont conduit les vagues d'investissements dans les technologies émergentes aux Etats-Unis depuis 1850 ? Nous serions à 50-60% du pic de 2000. Certains gérants se disent plus inquiets des contraintes physiques de capacité de sorte que l'IA devienne trop chère donc pas assez abondante, plutôt qu'elle ne manque de pricing power.

Ou pour le dire autrement, l'économie mondiale ne dispose peut-être pas des ressources physiques permettant de rendre l'IA suffisamment abondante pour qu'elle délivre sa promesse de productivité massive. Nous soulignons ce point le 7 novembre et dans notre esprit cette prémonition a plutôt tendance à se renforcer.

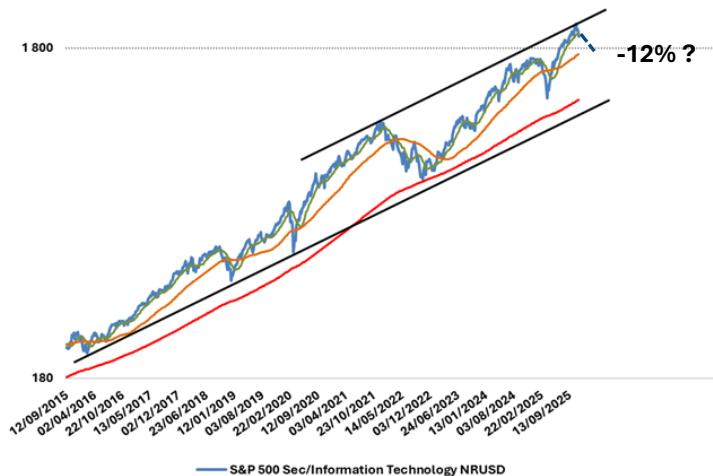


Source: BEA, Goldman Sachs Global Investment Research

- **La valorisation du secteur avant de conclure**



En baisse de 10,5% depuis son plus haut du 31 octobre, l'indice S&P 500 Technology a vu sa valorisation tomber de 32x au pic de fin octobre à 29x au soir du 20 novembre, le situant à la limite du tiers supérieur de la fourchette 20-32 en place depuis 2020. Entre temps la croissance récente et à 3-5 ans des bénéfices est passée à 20% contre 13-15% en 2020. Les nombreuses contraintes pesant sur le secteur évoquées le 7 novembre et ci-dessus justifient une prime de risque supplémentaire correspondant à moins de visibilité que ce que l'on pouvait espérer, mais ces risques commencent à s'intégrer aux cours actuels. **Nous évaluons à 12% maximum le potentiel de baisse supplémentaire, distance qui sépare l'indice S&P 500 Technology de sa moyenne mobile 50 semaines :**



- **Synthèse :** la publication des résultats de Nvidia nous conforte, à court et long termes sur les conclusions positives données le 7 novembre sur l'ensemble du secteur et que nous reprenons intégralement :
 - Sur le fond du business model IA / secteur de la technologie :
 - ✓ L'enjeu réel de l'IA et du secteur reste la matérialisation de sources de revenus et de rentabilité chez leurs acteurs, producteurs ou utilisateurs. Il y a beaucoup d'arguments pour y croire (résultats déjà apparents même si modestes encore, taux d'adoption rapide par les entreprises et les ménages) avec pour conséquence la nécessité d'augmenter fortement les capacités de traitement. **Mais en dépit de toutes les estimations et rationalisations possibles, investir sur un secteur neuf comme l'IA reste un acte de foi, dépendant des convictions de chacun ;**
 - ✓ Les facteurs d'incertitude intrinsèques à cette activité (financement des investissements, circularité, disponibilité des ressources) semblent maîtrisés pour le moment. De même pour les deux nouveaux points ci-dessus (amortissements et obsolescence) ;
 - Les valorisations se tendent mais il n'y a pas encore de bulle sur le secteur ;
 - La dynamique de bénéfices portée par les perspectives du secteur notamment sur les équipements (cloud, semi-conducteurs et logiciel) restent favorables sur un horizon de 12 mois et au-delà ;
 - A court terme l'industrie va devoir « digérer » les conséquences des investissements annoncés semaines (financement, émissions obligataires, moindre visibilité) et sa représentation en bourse subir un narratif négatif même si les réalisations ne déçoivent pas comme nous venons de le voir ; mais la bourse c'est aussi du sentiment, pas seulement des chiffres même quand ils sont bons.

● Conclusion

Nous nous attendions en début de mois à ce que le secteur de la technologie corrige de 5 %, mais la séance compliquée du 20 novembre, qui porte le recul à 10,5 % malgré les bonnes publications de Nvidia, est en revanche une mauvaise surprise. La Fed, un peu plus hésitante qu'il ne le faudrait et, il faut bien le dire, une certaine fatigue du sentiment autour de l'IA nous semblent être les deux catalyseurs de cette pause boursière.

Les résultats de Nvidia et les statistiques macroéconomiques américaines, qui recommencent à sortir à l'issue du shutdown, confirment que les fondamentaux des deux piliers actuels de la sphère macro-financière mondiale — l'économie américaine et l'IA au sens large, y compris en Asie — sont globalement bien orientés. **Nous ne voyons pas ce qui pourrait remettre en question ces deux dynamiques (en partie liées d'ailleurs).** Aussi la correction en cours ne nous semble-t-elle pas devoir interrompre la tendance boursière haussière des six derniers mois.

25 novembre 2025

L'environnement de marché, très polarisé sur les compartiments à fort bêta (IA, mines d'or, nucléaire, solaire), conduit à une allocation recommandée assez risquée. L'IA est le thème macro dominant des prochaines années, et si l'on veut en profiter — comme nous le préconisons depuis deux ans — il faut accepter le risque qui va avec. Si, inversement, cela devait finalement devenir un feu de paille et réorienter la dynamique de marché vers la value, il faudrait envisager de profondes modifications, avec la réactivité que vous nous connaissez. Mais nous ne voyons rien de tel arriver pour le moment, notamment en termes de dynamique bénéficiaire respective entre les deux compartiments. **Nous préconisons donc de rester investis, et même de renforcer le secteur de la technologie pour les clients qui s'y estiment encore insuffisamment exposés.**

D. Allocation recommandée au 21 novembre 2025 (derniers changements au 17 octobre)

Pas de changement cette semaine.

	Expositions recommandées			Commentaires	
	Prudent	Equilibré	Dynamique		
Actions	Neutre Expositions recommandées Expositions précédentes	30% 35% 35%	50% 55% 55%	80% 85% 85%	Surpondération Sur 100% des actions Large caps qualité / croissance internationales à fort biais américain ou sur les Etats-Unis Large caps américaines Valeurs technologiques Actions Internationales Value Actions européennes Actions japonaises Actions Emergentes opportunistes Petites capitalisations
	Sur 100% des actions	actuelle	précédente		
	Large caps qualité / croissance internationales à fort biais américain ou sur les Etats-Unis	0%	0%	Fonds de valeurs de croissance généralistes	
	Large caps américaines	10%	10%	Fonds toutes capitalisations et/ou à biais value / qualité	
	Valeurs technologiques	28%	28%	Se concentrer sur les fonds a) "value" sur le secteur (Fidelity Global Technology, DNB Fund Technology) qui restent nos favoris dans le monde Trump 2 qui s'ouvre et b) les fonds diversifiés où l'IA n'est pas le thème dominant ; JPM, tracker Nasdaq). Proportion selon le profil de risque et l'horizon (le plus lointain, le plus on peut s'exposer à la deuxième catégorie). Proportion recommandée de fonds a) et b) : 50/50. Nous ajoutons pour ceux qui le peuvent en compte-titres ou en AVLux, de s'attarder sur la thématique des semi-conducteurs (cf. thème de la lettre du 26.09.25)	
	Actions Internationales Value	20%	20%	Deux blocs : - fonds de profil Qualité / Value internationaux : Maintenu - fonds de mines d'or : vision positive à MT; neutre à CT	
	Actions européennes	15%	15%	Nous maintenons le biais vers les gérances indicielles qui bénéficient du retour des flux sur les marchés de la zone, et recommandons de les diversifier avec des gérances qui affichent un bon triplet croissance des bénéfices / valorisation moyenne / capacité d'adaptation au marché. Une sorte de "Barbell" entre indice et gérant "très actifs"	
	Actions japonaises	5%	5%	Allocation via ETFs pour prendre le beta de marché	
	Actions Emergentes opportunistes	10%	10%	Mix de fonds de niche (small caps émergentes et fonds "frontières") et d'actions chinoises qui font leur retour dans nos allocations	
	Petites capitalisations	12%	12%	France / ZE / Europe uniquement : momentum absolu et relatif à l'ES 50 se détériore et la conjoncture européenne constitue un frein notamment en zone euro ; valorisations et qualité quasi identiques aux large caps, croissance des bénéfices supérieure.	
Obligations		100%	100%		
	Neutre Expositions recommandées Expositions précédentes	40% 20% 20%	40% 15% 15%	0% 0% 0%	Sous-pondération Gestion directionnelle Gestion non directionnelle
	Gestion directionnelle				
	Gestion non directionnelle				
Performance Absolue	Neutre Expositions recommandées Expositions précédentes	0% 35% 35%	0% 25% 25%	0% 15% 15%	Surpondération Event Driven, Long/Short Market Neutre
	Event Driven, Long/Short Market Neutre				
Monétaire	Neutre Expositions recommandées Expositions précédentes	30% 10% 10%	10% 5% 5%	20% 0% 0%	Sous-pondération Perspectives
	Perspectives				

2. La vie des fonds

A. Préconisations sur fonds (changements ou mises à jour des plus anciennes) et commentaires dans le FundBoard Excel

- **Revue des actions indiennes :** à la fin de l'été, nous pointions plusieurs fragilités conjoncturelles, pressions tarifaires américaines, ralentissement du crédit, modération de la consommation. Depuis, le tableau s'est nettement amélioré : les tensions se dissipent, l'inflation se normalise, le cycle de crédit se redresse et les bénéfices se stabilisent, soutenant un regain marqué du sentiment de marché. **Dans ce contexte résolument mieux orienté, nous rehaussons l'ensemble des fonds de C/C à C/A.**
- **Sur le secteur de la technologie** deux aménagements : après avoir remonté Echiquier Artificial Intelligence de V à C nous le passons à C/A : nous avons parlé récemment aux deux gérants qui ont remplacé Rolando Grandi qui ont gardé la même méthodologie de sélection de titres (ventilée en producteurs et utilisateurs d'IA) mais avec une gestion des risques plus stricte, notamment de valorisation, qui était un point faible de la gestion précédente. Nous reparlerons d'ailleurs prochainement du nouveau fonds de Rolando Grandi chez Itavera AM. Par ailleurs et compte tenu de leur valorisation très élevée, nous sommes allés un peu vite en passant les deux fonds Blackrock en A/A. C/A pour commencer sera très bien.

B. Sélection New Cash (*onglet dédié dans le « FundBoard »*)

- **Logique de cette sélection :**
 - Retenir une trentaine de fonds destinés à être proposés à un nouveau client ou à investir le nouvel apport d'un client existant ;
 - L'objectif, comme dans tout nouvel investissement, est donc d'éviter de sous-performer un marché qui baisserait peu de temps après la mise en place des investissements ;
 - Ventilation des supports en six catégories : Monétaire, Alternatif / Performance absolue, Obligations défensives, Obligations opportunistes, Actions Cœur, Actions Opportunistes.
- **Pour ce faire :**
 - La sélection est orientée vers des supports plutôt défensifs, **dans le contexte de marché des trois prochains mois**. C'est à dire que, en cas de brusque décrochage du marché sous-jacent, chacun de ces fonds est supposé surperformer sa catégorie ci-dessous ou son indice de référence ;
 - La sélection est présentée par ordre décroissant de préférence au sein des six catégories : si souhaite de retenir un fonds seulement, prendre le premier ; si deux fonds prendre les deux premiers...

C. Cinq fonds pour les versements programmés

- Nous présentons cinq supports obligataires et actions (avec deux remplaçants potentiels en fonction des disponibilités en AV) destinés à cette solution d'investissement proposée en général dans une logique de performance à long terme. Nous retenons quatre critères principaux :
 - Potentiel de performance important à 3-5 ans, voire maximal, **où la volatilité associée à ce potentiel est considérée comme une « amie », permettant de capter des points d'entrée attractifs** ;
 - Disponibilité dans les contrats Agéas Privilège Gestion Active / Cardif Elite / Generali Himalia / Swiss Life Expert Premium, AXA Théma Coralis / Intencial Liberalys Vie / Vie Plus Patrimoine / UAF Version Absolue ;
 - Pas de fonds obligataires datés afin d'éviter le risque de leur fermeture potentielle ; Notation Fundesys A à 12 mois ;

- Nous sortons les deux supports obligataires, conduisant à la sélection suivante :

Fonds	ISIN	Poids
Obligataire opportuniste		
<i>M&G (Lux) Global Floating Rate HY EUR H</i>	LU1670722161	25%
<i>ou Tikehau European High Yield</i>	FR0010460493	
Actions		
<i>EdR Goldshpère</i>	FR0010664086	15%
<i>ou BGF World Gold A2</i>	LU0171305526	15%
<i>JPM US Technology A (acc) EUR</i>	LU0159052710	30%
<i>Mandarine Global Transition R</i>	LU2257980289	20%
<i>Fidelity India</i>	LU0197230542	10%
<i>ou Comgest Growth India</i>	IE00B03DF997	10%

Repassant en C/A les actions indiennes retrouvent toute leur place de choix dans cette sélection : la trajectoire va rester heurtée mais elles restent l'une des rares histoires de croissance à long terme sur les marchés actions, avec la technologie américaine. De même, les mines d'or très chahutées en ce moment mais sur lesquelles le potentiel de moyen long terme est important, nous semblent tout à fait adaptées à cette sélection.

D. Portefeuille en arbitrage du fonds en euro

- +0,07% cette semaine grâce principalement à Exane Pleiade Performance (+0,36%) les autres supports étant à l'équilibre. Performance YTD à +4,86% vs +2,01% pour l'€ster. Sur un an : +5,28% (+2,36% pour l'€ster). Volatilité 1 an : 1,8%. Perte maximale 1 an et 3 ans : -1,21%.
- Portefeuille actuel :**

Fonds	ISIN	Poids
<i>Jupiter Merian Global Equ Abs Return</i>	IE00BLP5S460	22%
<i>Exane Pleiade Performance P</i>	FR0010402990	22%
<i>JPM Europe Eq Abs Alp A perf (acc) EUR</i>	LU1001747408	17%
<i>Hélium Sélection</i>	LU1112771503	22%
<i>Ostrum SRI Credit Ultra Short Plus</i>	FR0007053749	17%

- Objectif de cette combinaison :**

- Maximiser la probabilité de battre le fonds en euros avec un risque minimal (et non de maximiser la performance) d'où les choix ci-dessus ;
- Ne pas introduire, ou exceptionnellement, de fonds purement directionnels (obligations HY ou fonds mixtes) afin de diversifier au maximum d'avec vos choix d'UC.

E. Thème : les actions indiennes

Au mois d'aout dernier nous insistions sur le fait qu'en dépit d'une économie à forte croissance, l'Inde faisait face à une série de faiblesses conjoncturelles passagères : notamment les pressions tarifaires américaines, la décélération temporaire du crédit et quelques signaux de ralentissement dans la consommation. Depuis, ces pressions transitoires se sont atténuées tandis que les fondamentaux de long terme demeurent intacts. L'amélioration du cadre macro, la reprise du cycle de crédit, la normalisation de l'inflation, la stabilisation des bénéfices et le redressement du sentiment des marchés appellent désormais à reconSIDérer notre position.

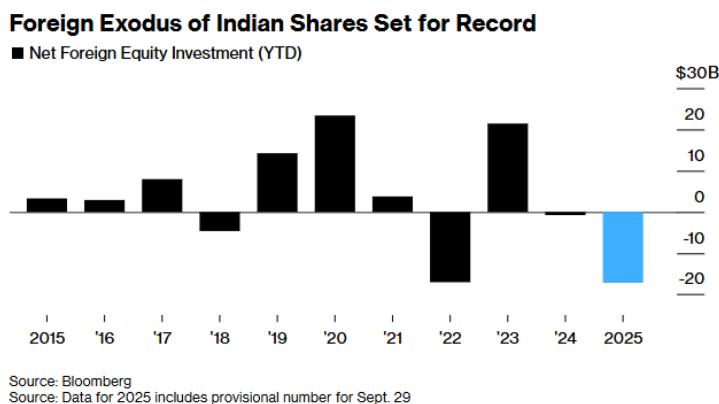
- La réalité : un cadre macroéconomique intrinsèquement solide, perturbé brièvement par des facteurs conjoncturels**
 - Les phases de ralentissement observées cette année s'expliquaient essentiellement par les instabilités conjoncturelles dues aux mesures de rétorsion de l'administration Trump : 1/ les tarifs américains de 50% qui avaient provoqué des exportations anticipées puis un creux d'activité ;**

2/ le durcissement des renouvellement / obtention des visas pour les expatriés indiens aux États-Unis. Dans ce contexte, l'Inde a cherché à rééquilibrer sa relation commerciale avec les États-Unis en signant un premier contrat annuel d'importation de gaz de pétrole liquéfié américain (GPL), c'est-à-dire 2,2 millions de tonnes par an, soit près de 10% des importations nationales. Cet accord devrait contribuer à stabiliser les relations indo-américaines en réduisant les déséquilibres perçus par Washington ;

- **En revanche, le socle domestique n'a jamais été fragilisé :** la consommation représente environ 60% du PIB, contre 2% pour les exportations vers les États-Unis, limitant l'impact des tensions commerciales. La démographie, l'urbanisation, les réformes fiscales et une politique monétaire accommodante (baisse de 100 pbs depuis) ont continué de soutenir l'activité. Le rééquilibrage des finances publiques est désormais achevé, le crédit repart et la croissance devrait repasser au-dessus de 7%. Autrement dit, les facteurs qui alimentaient la défiance jusqu'en octobre relevaient du conjoncturelle. Les fondamentaux structurels demeurent solides.

- **Des fondamentaux et des dynamiques boursières en amélioration simultanée**

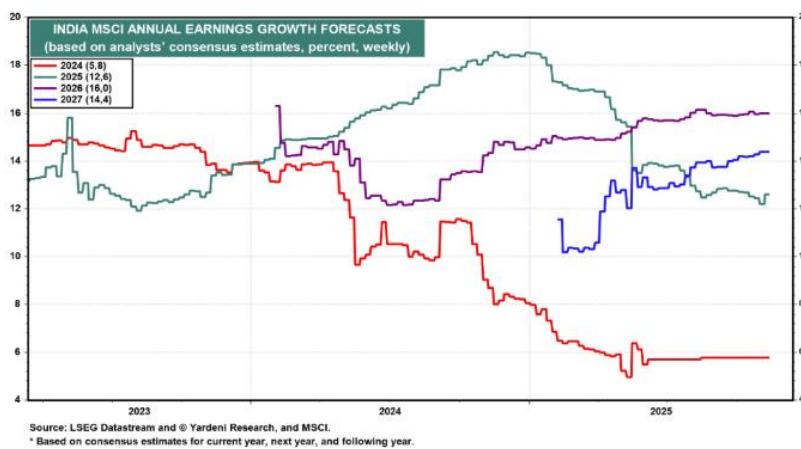
- **Sur le plan boursier, le sentiment de marché était encore morose à fin septembre.** Pénalisé par des valorisations élevées, une croissance bénéficiaire attendue en ralentissement, les investisseurs étrangers avaient retiré 18 Mds \$ sur les neuf premiers mois de 2025 comme le montre le graphique ci-dessous :



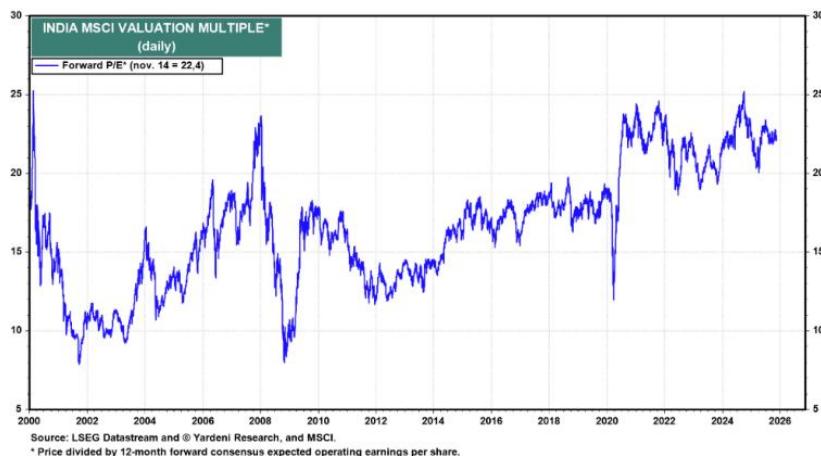
- Depuis, comme illustré ci-après, les entreprises indiennes ont démontré, lors des publications de résultats que leur capacité à s'adapter et à redresser leurs fondamentaux restaient intactes. Leurs marges nettes demeurent élevées (12,6% pour le MSCI India contre 12% pour le MSCI ACWI et 9,3% pour le MSCI EM) :



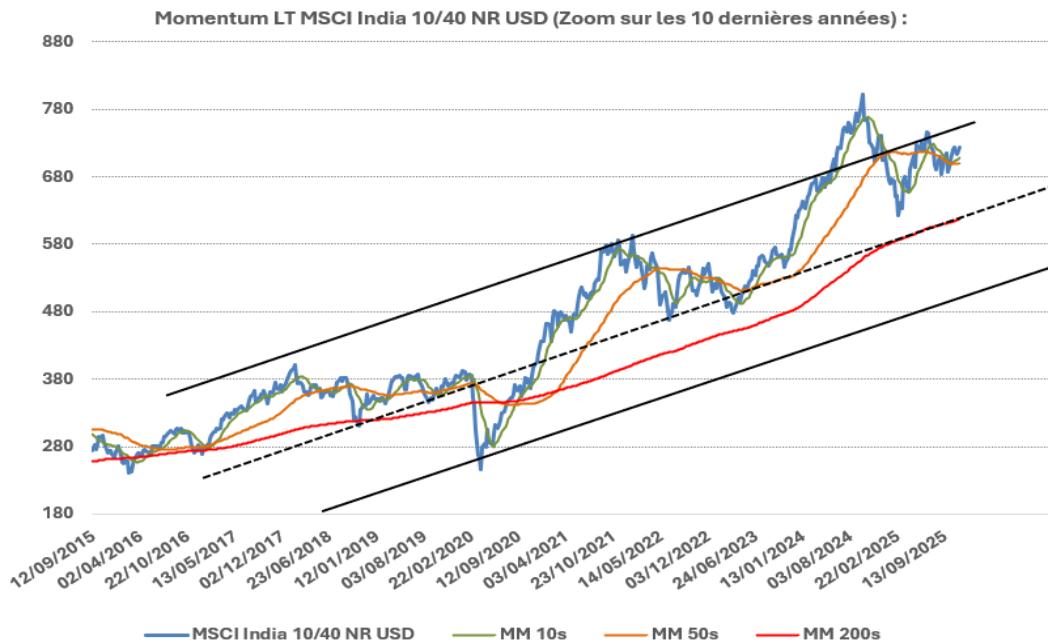
- Après un ralentissement cette année, la croissance des bénéfices à moyen terme se stabilise autour de 16% pour 2026 et repartent à la hausse à 14,4% pour 2027 :



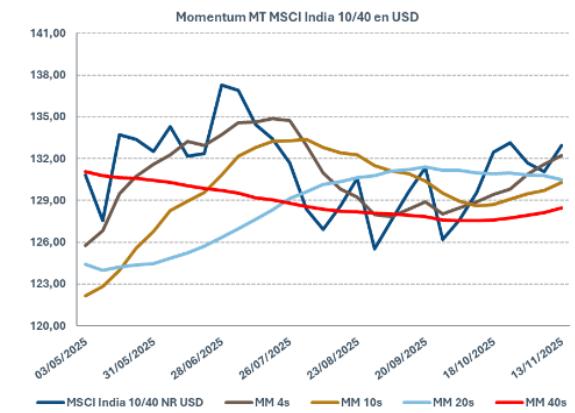
- Sur le plan des valorisations, elles demeurent exigeantes, le PER 12 mois du MSCI India se situe à 22,4x soit au milieu exact de la fourchette qui prévaut depuis 2020 entre 20 et 25x et cohérent avec les améliorations énoncées précédemment (graphique ci-dessous), surtout avec une croissance économique moyenne de 10% en nominal :



- Enfin concernant le sentiment de marché, la tendance long-terme n'a jamais été remise en question, MSCI India évolue toujours dans un canal haussier régulier depuis bien plus de 10 ans. La moyenne mobile (MM) 200 semaines reste orientée positivement (courbe rouge du graphique ci-contre), témoignant de la solidité de la tendance de fond. Cette stabilité de long terme est essentielle, car elle signifie que la consolidation récente s'inscrivait dans un marché haussier séculaire qui demeure intact :



- À un horizon plus cyclique, le rebond du momentum est particulièrement significatif. Le signal à douze mois repasse en territoire positif pour la première fois depuis plusieurs mois, indiquant que sur cette indicateur la phase de consolidation du début d'année appartient désormais au passé. Toutes les MM (4, 10 et 40 semaines) sont orientés à la hausse et se redressent simultanément, ce qui constitue un indicateur de reprise très robuste dans un marché aussi profond et liquide que l'Inde. L'indice repasse au-dessus de l'ensemble de ces repères techniques, validant un retournement clair de la tendance.



En conclusion, le seul point conjoncturel qui faisait désordre, les tensions commerciales avec les États-Unis, alimentées par les hausses tarifaires et les négociations bilatérales s'atténue nettement. Dans le même temps, les fondamentaux des entreprises se réorientent positivement : reprise du crédit, inflation normalisée, bénéfices stabilisés, marges élevées et momentum technique repassé positif avec le redressement synchronisé des moyennes mobiles.

Tous les voyants repassent au vert : nous relevons la note de l'ensemble des fonds indiens C/C à C/A.

- Ci-dessous la liste des 5 fonds suivis par Fundesys :

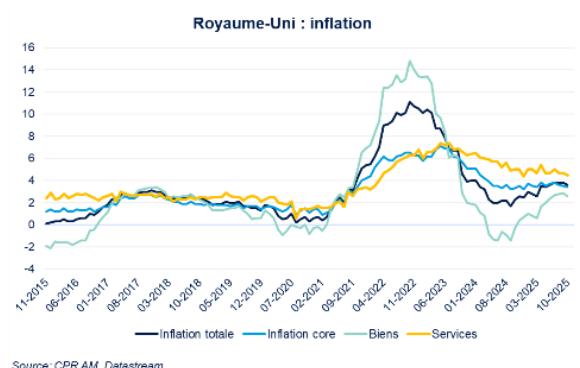
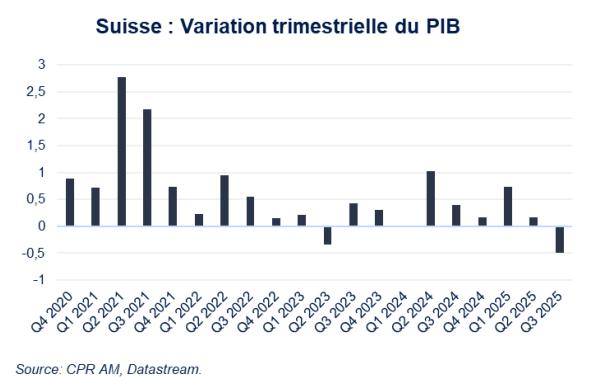
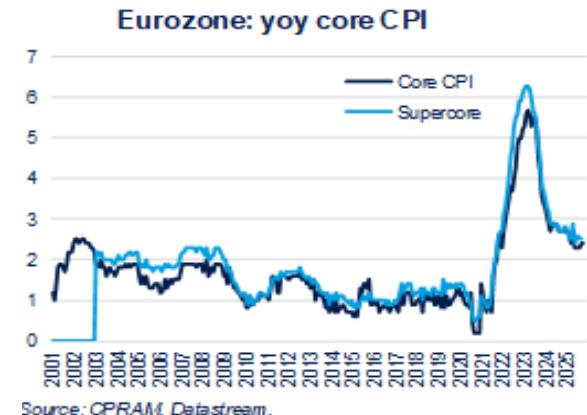
	Catégorie Morningstar	Préconisations	FUNDÉSYS / Performances en EUR de l'univers des fonds suivis au 19/11/2025																		
			Perf. 1 sem.	Dé c	Perf. 4 sem.	Dé c	Perf. 3 mois	Dé c	Perf. 2025	Dé c	Perf. 1 an	Dé c	Perf. 3 ans	Dé c	Vol. 1 an	Dé c. Inv	Perte max.1 an	Dé c	Perte max. 3 ans	Dé c	
MSCI India 10/40 NR USD			0,90	1,97	2,74	-6,96	-5,15	21,10	19,3	-19,01	-20,19										
Franklin FTSE India ETF	Actions Inde	C A	0,79	5	1,90	3	2,91	3	-7,15	5	-5,47	5	20,53	5	17,4	1	-16,79	4	-16,79	3	Article 6
Fidelity India Focus Y-Acc-EUR	Actions Inde	C A	1,15	1	0,34	7	0,90	7	-7,75	3	-4,51	2	20,92	4	17,5	2	-16,62	2	-16,62	2	Article 8
Comgest Growth India EUR R Acc	Actions Inde	C A	-0,32	9	-0,20	9	-0,19	9	-15,54	9	-11,03	9	19,70	4	18,9	5	-21,46	8	-21,46	8	Article 8
Franklin India A(acc)EUR	Actions Inde	C A	0,46	6	-0,22	9	-0,38	9	-12,36	8	-9,93	8	23,46	3	19,5	6	-19,10	5	-19,10	5	Article 8
Jupiter India Select D USD Acc	Actions Inde	C A	0,38	6	2,53	1	4,80	1	-1,32	1	1,01	1	68,03	1	21,2	9	-18,21	3	-18,21	3	Article 6

- **Nous constatons que les performances restent encore hétérogènes au sein de notre sélection.** Cela s'explique par la diversité des styles de gestion. En revanche nous sommes en mesure d'identifier une constante, **un très bon niveau de risque en absolu** : la plupart des fonds affichant une combinaison volatilité et pertes maximales inférieures à celles du MSCI India 10/40. Un fonds ressort nettement : **Jupiter India Select, exposé aux petites et moyennes valeurs**, davantage tournées vers l'économie domestique et moins sensibles à la guerre commerciale, avec une croissance embarquée plus élevée. Il reste néanmoins en C/A compte tenu du risque opérationnel propre à ce segment. **Ces différences de construction et de biais de style expliquent les écarts de performance à court et moyen terme. En revanche, sur longue période, l'ensemble de la sélection présente un couple rendement/risque au moins en ligne, souvent supérieur, à celui de l'indice.**
- **Rappel rapide des styles de gestion de ces fonds :**
 - **Fidelity India Focus** : gestion croissance large (80%) et mid caps (20%) dont la croissance des bénéfices est nettement supérieure à la moyenne au marché, soit en pratique 15-20% par an de 2022 à 2025 avec une attention portée à la valorisation et la rentabilité (ROE de 15%) ;
 - **Franklin FTSE India ETF** : RéPLICATION de l'indice FTSE India, composé uniquement de large caps aux bilans et perspectives plus solides et visibles que certains constituants mid-caps de l'indice MSCI India. C'est l'ETF le moins cher que nous avons identifié sur actions indiennes (0,25% contre 0,50 / 0,60% en moyenne chez les concurrents) ;
 - **Comgest Growth India** : gestion value / qualité, croissance et PER inférieures de 10-15% à ceux de l'indice MSCI India 10/40 pour un risque inférieur ou en ligne ;
 - **Franklin India** : gestion qualité / croissance proche de celle de Fidelity ;
 - **Jupiter India Select** : gestion Garp sur les actions indiennes dont 30 / 40% de petites et moyennes valeurs. Très bonne articulation croissance des bénéfices (supérieure de 15-20% à celle du MSCI India) pour une valorisation proche de celle de l'indice avec un risque opérationnel sur les sociétés plus élevé néanmoins, mais dont risque bien rémunéré dans la durée.

Annexes

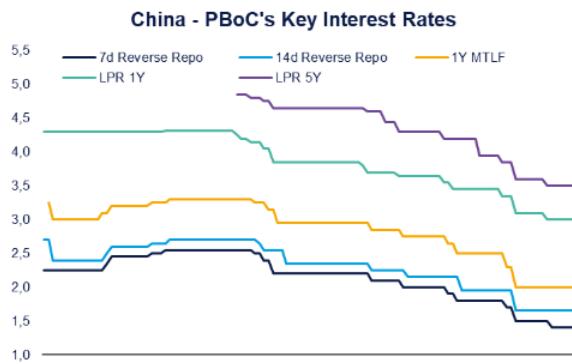
A. Conjoncture – autres éléments macro intéressants (cette rubrique complète le paragraphe 1.A. selon la même logique : les graphiques proviennent majoritairement de CPR AM. Les commentaires, également ou sont ajoutés / reformulés par Fundesys)

- **Etats-Unis :**
 - Voir au 1/B.
- **Zone Euro (ZE) :**
 - **Zone Euro dans son ensemble et Banque Centrale Européenne (BCE) :**
 - **Les inflations écrêtées reculent en octobre en ZE, effaçant le sursaut de septembre et restant proches de la sous-jacente, reflet d'une désinflation maîtrisée et sans réaccélération, d'autant que les contributions haussières proviennent uniquement de postes volatils. Dans ce contexte, Olli Rehn alerte sur un « risque de ralentissement excessif de l'inflation », tandis que Luis de Guindos décrit un environnement « volatile et incertain », marqué par une croissance faible et des vulnérabilités financières (valorisations, crédit, souverain). L'équation qui en découle est claire : la BCE fait face à un double risque de sous-inflation et de fragilités financières, rendant une orientation monétaire plus accommodante à la fois cohérente et nécessaire, accommodante ici signifiant pas de hausse de taux pour le moment.**
 - **Reste de l'Europe**
 - **Suisse :** l'estimation flash signale une contraction de 0,5% du PIB suisse au T3 2025, première baisse depuis début 2023, largement imputable à la guerre commerciale. Le repli touche surtout l'industrie, avec un net affaiblissement de la pharmacie et de la chimie, secteurs fortement dépendants de la demande extérieure. Les services, habituellement plus dynamiques, ralentissent également, indiquant un affaiblissement cyclique plus large. La conclusion de l'accord commercial avec les États-Unis devrait toutefois lever une partie des pressions en rétablissant l'accès au marché américain et en soutenant les secteurs exportateurs.
 - **Royaume-Uni :** l'inflation sous-jacente recule en octobre à 3,4% contre 3,5% le mois précédent, confirmant la poursuite de la désinflation. L'inflation totale ralentit également, à 3,6% (3,8% le mois précédent), avec un repli marqué de 4,7% à 4,5% dans les services. En rythme mensuel, la hausse des prix recule à 0,6% à 0,4%, ce qui valide le scénario de la Banque d'Angleterre (BoE) qui anticipait un pic en septembre. Combinée à la nouvelle dégradation du marché du travail, cette dynamique renforce nettement la probabilité d'une

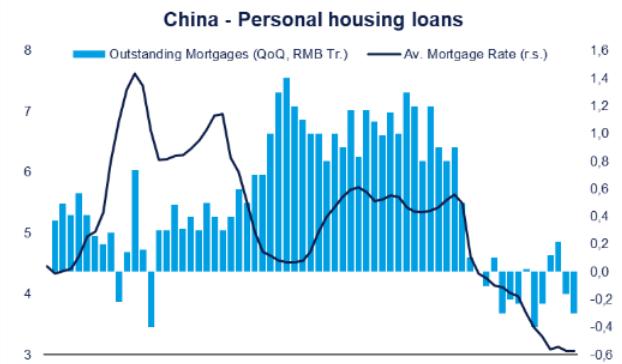


baisse de taux de 25 points de base en décembre, la BoE disposant désormais d'un cadre cohérent pour amorcer un assouplissement.

- **Chine : un soutien immobilier avant tout symbolique, dans un contexte bancaire toujours sous pression**
 - **La PBoC (People's Bank of China, la banque centrale chinoise) a maintenu les taux LPR (le Loan Prime Rate, taux de référence appliqué aux crédits) à 3% sur 1 an et 3,5% sur 5 ans.** Les mesures envisagées pour soutenir l'immobilier pourraient être généralisées, mais leur portée reste limitée : malgré un coût du crédit au plus bas depuis un an, les ménages privilégient toujours l'épargne et le désendettement ;



Source: CPR AM, Refinitiv



Source: CPR AM, Refinitiv

- **La contrainte reste la fragilité du système bancaire les marges nettes d'intérêts sont à 1,42%, très en dessous du seuil réglementaire de 1,8%, et progression continue des prêts non performants (NPL) à leur plus haut niveau depuis 2010. Dans ce contexte, Pékin évite tout assouplissement massif pour ne pas accentuer ces tensions, autrement dit Pékin soutient l'immobilier à la marge, mais protège d'abord un système bancaire vulnérable.**

A. Dynamiques des marchés / changements de tendances éventuels (Les notions de « haussier » / « baissier » / « neutre » ne sont pas des avis de Fundesys sur les indices mais bien des constats des tendances liés à l'analyse de momentum)

- Momentum sur les 14 marchés suivis**

Il convient de noter que les notions de « haussier » / « baissier » / « neutre » ne sont pas des avis de Fundesys sur les indices mais bien des constats des tendances liés à l'analyse de momentum.

	3 mois	12 mois
Obligation 10 ans Etats-Unis (en prix)	Haussier	Haussier
Obligation 10 ans Allemagne (en prix)	Haussier	Haussier
USD (contre EUR)	Haussier	Baissier
Euro Stoxx 50	Haussier	Haussier
S&P 500	Haussier	Haussier
Nasdaq 100	Haussier	Haussier
MSCI World	Haussier	Haussier
MSCI India 10/40	Haussier	Haussier
MSCI China 10/40	Haussier	Haussier
MSCI Émergents (EM)	Haussier	Haussier
Haut Rendement USD	Haussier	Haussier
Haut Rendement EUR	Haussier	Haussier
Haut Rendement Émergents Corporate	Haussier	Haussier
Or	Haussier	Haussier
Mines d'Or	Haussier	Haussier

Aucun changement dans le momentum cette semaine, cependant nous regardons attentivement les actions chinoises dont le momentum s'essouffle, la tendance reste haussière par inertie, cependant la configuration technique laisse penser que cette tendance peut s'affaiblir le MSCI China étant entrain de retourner sur sa MM 20 semaines après avoir cassé sa MM 10 semaines à la baisse.

LE COMITE DE REDACTION :



Ludovic Fechner

Gérald Grant, CFA

Arthur Fechner

AVERTISSEMENT

Les opérations de souscription, rachat et arbitrages d'OPCVM ne peuvent être effectuées que sur la base du dernier prospectus ou notice d'information en vigueur préalablement visé par l'AMF et disponible gratuitement et sur simple demande auprès de Fundesys, la société de gestion du fonds et son dépositaire. Ces informations sont données à titre indicatif et les performances présentées n'incluent ni les éventuelles commissions de souscription et de rachats, ni les honoraires de Fundesys.

Les informations sur lesquelles Fundesys s'est basé pour analyser les OPCVM susvisés ont été puisées auprès de sources considérées comme fiables (les sociétés de gestion et Morningstar principalement) mais non contrôlées de manière indépendante. Bien que ces estimations, opinions et conclusions aient été élaborées et mises en forme en toute bonne foi, Fundesys, son dirigeant et ses salariés ne peuvent en garantir l'exactitude, l'exhaustivité et l'opportunité. En conséquence, Fundesys ne saurait être considéré comme responsable des évolutions à la hausse ou à la baisse qui résulteraient des performances de gestion réalisées par ces OPCVM postérieurement aux opinions et recommandations qui ont été formulées à leur sujet. Les estimations, opinions et conclusions formulées dans le présent document sont données sur la base des informations connues de Fundesys au moment de leur diffusion et sont susceptibles de changer à tout moment en fonction de la situation des OPCVM présentes, des changements affectant les gérants et/ou les sociétés de gestion de ces OPCVM, de l'évolution des marchés financiers et, d'une façon générale, du fait de toute information portée à la connaissance de Fundesys et qui peuvent amener cette dernière à modifier son jugement sur ces OPCVM. Ces modifications peuvent être effectuées sans préavis. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et la valeur des OPCVM peut baisser à tout moment. Si les OPCVM sont investis sur des marchés extérieurs à la zone euro, les fluctuations des taux de change peuvent avoir un impact important sur les performances de ces OPCVM. Les informations contenues dans ce document ne constituent ni une offre de vente d'un investissement ou d'un produit financier, ni un service de conseil en investissement financier. Elles ne sont pas données en relation avec un profil d'investisseur particulier ou formulées à destination d'un investisseur particulier. En conséquence, seul l'intermédiaire financier destinataire du présent document est habilité à répondre aux questions d'ordre fiscal, juridique ou financier qui lui seraient posées par sa clientèle concernant un quelconque investissement, lié ou non aux OPCVM présentes dans le présent document. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite, stockée sur des systèmes informatiques ou transmise à quiconque et par quelque moyen que ce soit, sans l'autorisation expresse de Fundesys.

FUNDESYS, SARL au capital de 20 000 Euros, 1 bis rue du Havre – 75008 VERSAILLES, RCS : PARIS 497 844 712. FUNDESYS est immatriculée sur le registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance (www.orias.fr) sous le n°13000547 pour son activité de Conseiller en Investissements Financiers - Adhérent de l'ANACOFI-CIF, association agréée par l'AMF. Assurance RCP souscrite auprès de MMA Entreprise