

## • LE(S) CHIFFRE(S) DE LA SEMAINE

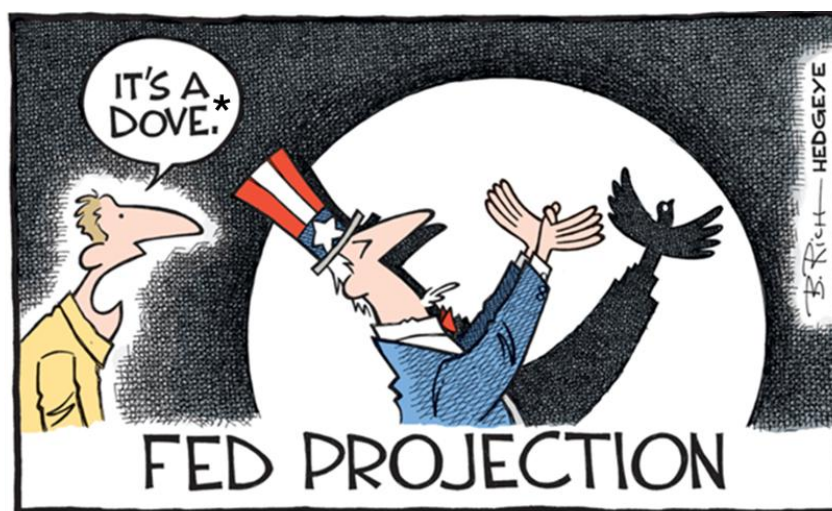
12

Ce n'est pas que parce que nous sommes le « 12.12 », mais aussi parce qu'il reste 12 jours de trading avant de conclure une année 2025 qui, sauf cataclysme de dernière minute, restera pour les actions comme pour les obligations, un très joli millésime...

## • EN SALLE D'ATTENTE...

Les marchés ont passé les dernières semaines à attendre, immobiles et fébriles, comme un patient redoutant un verdict médical.

Mercredi, Jerome Powell a ouvert la porte du cabinet et a délivré son diagnostic : une petite baisse de taux, un discours rassurant, et suffisamment de calme pour permettre au patient de repartir confiant... pour le moment.



\* C'est une colombe

## • THEME : LES OBLIGATIONS

Revue trimestrielle habituelle à l'issue d'une nouvelle très belle année obligataire. Notre raisonnement est globalement inchangé sur ce marché qui devient de moins en moins attractif puisque son rendement moyen se réduit alors que les risques sont plutôt à la hausse.

Mais ce qui change c'est notre évaluation de la capacité des gérants à surmonter ces risques et faire mieux que le monétaire.

**Dans une logique de « compromis » une dizaine de fonds repassent ainsi à l'achat à 12-18 mois.**

# 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 (DANS CHAQUE CATEGORIE, ENTREE PAR ORDRE DE PREFERENCE)
- 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)

11.12.2025					
Actions*	Niveau	Perf. Semaine	Perf. YTD	Perf. 1 an	Perf. cumulées 5 ans
CAC 40	8 085,65	-0,36	13,28	12,63	70,43
EURO STOXX 50	5 753,96	0,52	20,38	18,84	85,86
S&P 500 (USD)	6 901,00	0,46	18,77	14,89	102,77
NASDAQ Composite (USD)	23 593,86	0,08	22,93	18,53	97,80
Nikkei 225 (JPY)	50 148,82	-0,68	28,02	29,87	107,27
MSCI Monde (USD)	4 444,32	0,59	21,42	17,22	82,59
MSCI Emergents (USD)	1 376,73	-0,55	30,80	27,09	23,69
MSCI China (USD)	10,69	-2,27	31,43	29,72	-12,49
Matières premières					
LBMA Gold Price (USD)	4 280,18	1,96	63,09	58,38	133,53
Prix du Baril de pétrole WTI (USD)	57,60	-4,13	-19,69	-14,72	28,31
Taux de change					
EUR/USD	1,1738	0,82	13,37	11,83	-3,44
EUR/CHF	0,9336	-0,34	-0,69	0,18	-13,20

\* Niveaux d'indices en prix / Performances dividendes réinvestis

Taux banques centrales, souverains et dette d'entreprises au 11.12.2025					
Taux directeurs	Rendement (%)	Variation 1 semaine (en pbs)	Variation YTD (en pbs)	Variation 1 an (en pbs)	Variation 5 ans (en pbs)
Taux directeur BCE	2,00	0	-100	-125	250
Fed Funds effectif	3,64	-23	-69	-94	356
Taux souverains	Rendement (%)	Variation 1 semaine (en pbs)	Variation YTD (en pbs)	Variation 1 an (en pbs)	Variation 5 ans (en pbs)
US Treasury Bill 2 ans	3,54	-2	-70	-61	342
US T-Note 10 ans	4,16	2	-42	-11	326
Bund 2 ans	2,16	6	-37	21	295
Bund 10 ans	2,84	4	57	72	348
Dette corporate**	Niveau d'indice	Perf. 1 semaine	Perf. YTD	Perf. 1 an	Perf. cumulées 5 ans
Obligations IG EUR	316,61	-0,25	2,83	1,94	-1,23
Obligations HY EUR	391,33	-0,10	4,77	4,63	16,86
Obligations IG US (USD)	3 586,69	0,11	7,76	5,87	1,18
Obligations HY BB-B US (USD)	1 857,45	-0,03	7,95	6,99	25,14

\*\* Indices ICE BofA

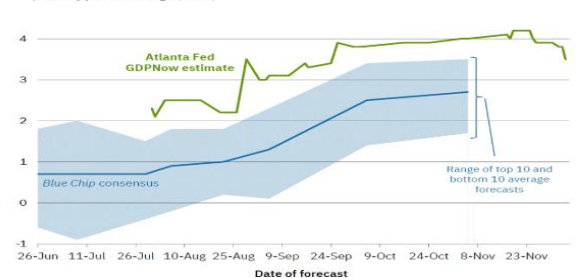
- Cette semaine était particulière du fait de l'attente des investisseurs quant aux commentaires qui allaient accompagner la décision de la Fed en milieu de semaine. De ce fait, le marché a été assez calme avant cet événement tant attendu. Finalement, les actions mondiales ont terminé la semaine en hausse, tirées par les marchés européens et notamment ses valeurs financières (+3,2% pour les bancaires et +2,3% pour l'assurance). Aux Etats-Unis, les matériaux de bases surperforment (+2,2%), notamment tirés par les valeurs minières et financières (+2,2%), bénéficiant toutes deux de la décision de baisse des taux de la Fed. Le Japon quant à lui se replie, pénalisé des taux longs à des niveaux toujours élevés. Les marchés émergents sont en baisse, principalement affectés par la Chine (-2,3%), pénalisée par les valeurs sensibles au cycle économique ;
- Sur les marchés de taux gouvernementaux, après des tensions en fin de semaine passée et tout début de semaine, les rendements américains et européens ont limité les tensions après la décision de la Fed. Du côté de la dette d'entreprise, les marchés se replient quelque peu à l'exception de la dette d'entreprise de bonne qualité américaine qui progresse légèrement ;
- Du côté des marchés des matières premières, l'or profite de la baisse du dollar pour retrouver des niveaux élevés tandis que le baril de pétrole baisse sensiblement sous les 60 dollars pour le WTI du fait entre autres de données sur les stocks américains qui révèlent des niveaux supérieurs aux attentes ;
- Enfin, sur les changes, le dollar se déprécie contre euro à la suite de la réunion de la Fed.

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

### • Etats-Unis : Croissance et emploi, normalisation sans ralentissement

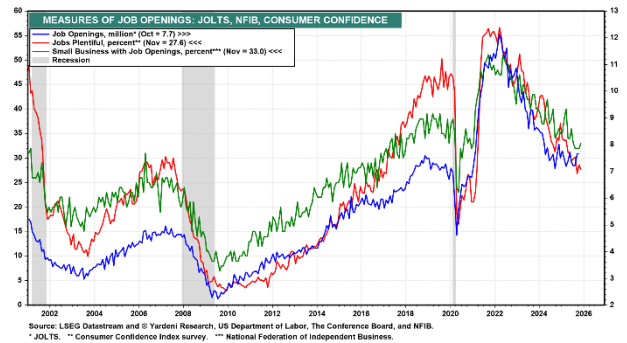
- **Activité : notre indicateur privilégié de la dynamique de croissance instantanée, le « GDPNow » de la Fed d'Atlanta, s'établit à 3,5%, un niveau qui confirme une activité robuste malgré la révision depuis 3,8% le 5 décembre.** Cet indicateur, que la Fed utilise comme référence pour suivre l'élan conjoncturel en temps réel, montre une économie évoluant au-dessus de son rythme tendanciel. La consommation reste bien orientée, les impulsions procycliques se renforcent. Aucun signal ne suggère un affaiblissement structurel ;

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



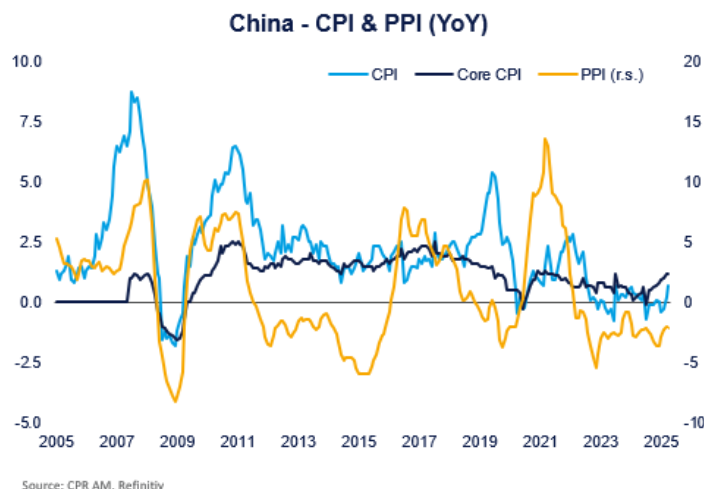
Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts  
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

- Sur l'emploi, le marché du travail apparaît moins comme un moteur additionnel que comme un facteur de stabilisation. Les offres d'emploi JOLTS demeurent élevées à 7,7 millions, bien au-delà des normes pré-pandémiques, toutefois leur progression est désormais marginale. Les licenciements restent contenus, tandis que la stagnation des embauches et le recul des démissions traduisent un desserrement graduel des tensions et une mobilité plus faible. L'enquête NFIB confirme une demande de travail encore solide chez les PME, malgré un niveau d'incertitude élevé que les entreprises semblent avoir intégré. Les propos de Jerome Powell sur une possible surestimation des créations d'emplois renforcent l'idée d'une normalisation plus avancée qu'il n'y paraît ;
- La normalisation du marché du travail favorise la désinflation à court terme, sans remise en cause de la croissance. Cela justifie-t-il pour autant la poursuite de l'assouplissement monétaire ? À horizon 2026, le risque central demeure celui d'une réaccélération de l'inflation dans une économie toujours robuste, portée par le soutien budgétaire, la déréglementation et des conditions financières trop accommodantes, avec un probable président de l'institution pro-baisses de taux, susceptible de peser sur la lisibilité et l'indépendance de la politique monétaire.

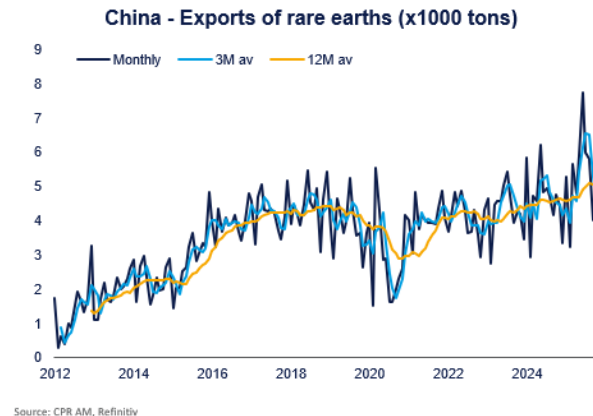


## • Chine

- Les dernières publications chinoises de novembre dressent un tableau macro peu porteur. Les exportations progressent de 5,9%, mais les importations ne gagnent que 1,9%, révélant une demande intérieure toujours faible. L'excédent commercial atteint 112 Mds\$, l'un des plus élevés jamais enregistrés : un niveau qui souligne la dépendance de la croissance au seul dynamisme du commerce extérieur. Le Politburo reconnaît cette faiblesse et annonce pour 2026 un soutien budgétaire renforcé afin de stabiliser la demande ;
- Sur la dynamique des prix : le PPI recule de 2,2% et le CPI atteint 0,7%, des chiffres qui ne traduisent pas une reprise mais de simples effets de base. Le risque déflationniste persiste et pèse sur la capacité de l'économie à s'auto-entretenir ;



- **Un élément toutefois encourageant** : le rebond des exportations de terres rares, atout stratégique pour Pékin. Ce signal reste positif, mais sa continuité demeure incertaine tant que le cycle global n'infléchit pas clairement.



- **Au total, le tableau macro chinois reste déséquilibré, avec une croissance encore largement dépendante du commerce extérieur, une demande domestique atone et des pressions déflationnistes persistantes, malgré quelques signaux sectoriels positifs qui ne suffisent pas, à ce stade, à enclencher une dynamique auto-entretenu.**

## C. Notre analyse : En salle d'attente...

Depuis fin novembre, les marchés ont eu l'impression d'être coincés dans une salle d'attente. Le regard rivé sur l'horloge, les nerfs à vif, chacun feuilletant les mêmes magazines usés dont les dates en couverture nous laissent penser que nos parents ou arrière-grands-parents étaient plus concernés par les articles que nous... Les marchés donc, cherchaient un signe rassurant dans des chiffres déjà mille fois lus. L'ambiance était un peu lourde, silencieuse de peur de gêner son voisin de salle (des marchés ?), ponctuée de soupirs et d'hypothèses murmurées : « *Et si le diagnostic n'était pas celui qu'on espère ?* » ...

Mercredi soir, la porte s'est enfin ouverte. Le patient a été appelé, et le docteur Powell a reçu les marchés en consultation.

Le verdict a été délivré d'une voix calme : « *une petite baisse de taux, aucun motif d'alarme immédiat* » ; et surtout un discours suffisamment rassurant pour permettre au patient de se rhabiller sans paniquer. Les marchés sont ressortis soulagés, convaincus que le traitement pouvait continuer... au moins encore un moment.

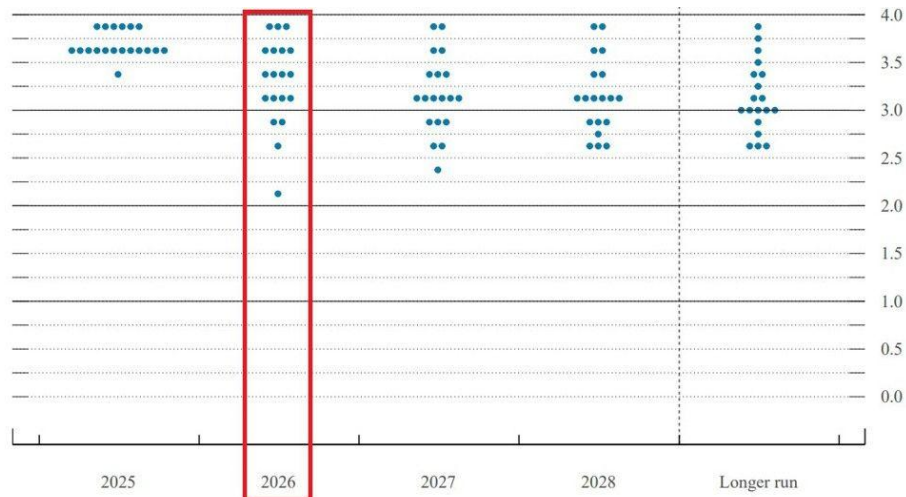
- **La Fed coupe... et redessine le cadre mental du marché**

Mercredi soir, la Réserve Fédérale a fait exactement ce que le marché attendait d'elle. Elle a abaissé son taux directeur de 25 points de base, le ramenant à 3,75%, un niveau qui n'avait plus été observé depuis l'automne 2022. Sur le papier, rien de spectaculaire. Nous l'écrivions dans le Fundesys Hebdo depuis des semaines, y compris lorsque le doute a refait surface la semaine du 17 novembre avec des anticipations de baisse de taux revenues à une probabilité de 30%, nous considérions que la Fed allait agir. Une décision largement téléphonée donc, intégrée dans les prix depuis plusieurs semaines (à l'exception de la semaine du 17 au 21 novembre), et qui, en elle-même, n'aurait pas dû provoquer de réaction excessive.

Mais réduire cette réunion à une simple baisse de taux serait passer à côté de l'essentiel. Car comme souvent avec la Fed, le signal n'est pas dans l'action, mais dans l'absence de résistance.

Jerome Powell n'a pas cherché à contrebalancer le mouvement par un discours plus ferme. Il n'a pas insisté sur le caractère encore élevé de l'inflation, pourtant toujours autour de 3%. Il n'a pas brandi le risque d'un relâchement prématuré des conditions financières. Il n'a pas non plus tenté de refroidir les anticipations du marché concernant 2026. Le fameux « dot plot », pourtant scruté à la loupe, n'a montré aucun basculement significatif. Le « dot plot » se lit de la sorte : chaque point est l'avis d'un gouverneur fédéral sur le niveau de taux qu'il anticipe pour une année donnée. Ainsi, pour 2026, 12 gouverneurs sur 19 s'attendent à des taux plus bas qu'actuellement ...





Source : Réserve Fédérale

... et les dissensions internes sont restées limitées. Deux voix discordantes, pas plus. Suffisant pour parler de débat démocratique, insuffisant pour suggérer une véritable résistance interne.

Le message envoyé est donc subtil, mais extrêmement puissant : la Fed accepte le cadre narratif actuel. Elle accepte l'idée que l'économie peut continuer à fonctionner à un rythme soutenu (révision à la hausse de la croissance anticipée pour 2026 de 1,8% en septembre à 2,3% aujourd'hui avec un taux de chômage attendu stable à 4,4%), que l'inflation est désormais perçue comme un problème gérable à moyen terme (inflation PCE de 2,4%, en réduction par rapport aux 2,6% anticipés précédemment), et que le risque principal n'est plus celui d'une surchauffe, mais celui d'un durcissement excessif des conditions financières.

En filigrane, la banque centrale valide une forme de continuité : pas de rupture, pas de surprise, pas de volonté de reprendre le contrôle psychologique du marché.

Mais c'est surtout sur un autre terrain que la Fed a marqué les esprits : celui de son bilan. L'annonce de la reprise des achats d'obligations dès janvier, à hauteur de 40 milliards de dollars par mois, a été présentée comme une mesure purement technique, destinée à assurer le bon fonctionnement des marchés monétaires. Officiellement, il ne s'agit pas de « Quantitative Easing » (QE). Officieusement, le marché a très bien compris ce que cela signifie.

Après plusieurs années de réduction du bilan, revenir même partiellement à des achats de dette revient à envoyer un message clair : la Fed ne laissera pas les taux longs se tendre durablement. Elle accepte d'amortir les chocs, de lisser la volatilité, et, de facto, d'accompagner la politique budgétaire américaine. Ce n'est pas un retour assumé au QE des années post-crise, mais c'est un pas supplémentaire vers une politique monétaire où la gestion du marché devient presque aussi importante que la gestion de l'inflation.

Dans ce contexte, la perspective d'un futur président de la Réserve fédérale plus aligné avec la Maison-Blanche prend une tout autre dimension. Le sujet ne se limite plus au niveau des taux directeurs, mais touche désormais à la gouvernance même de la politique monétaire. La frontière entre indépendance formelle et soutien implicite à la croissance devient plus poreuse. Et si ce débat inquiète certains économistes, le marché, lui, ne s'embarrasse pas de considérations institutionnelles : tant que la Fed stabilise l'environnement financier, le risque redevient acceptable.

- **Un soulagement de marché... mais des fissures sous la surface**

- **Un soulagement de marché...**

La réaction immédiate des marchés à cette combinaison de baisse de taux et de soutien implicite a été sans ambiguïté. Les actions et les obligations ont progressé de concert, signalant une confiance renouvelée dans la trajectoire économique. La courbe des taux s'est à nouveau pentifiée, traduisant l'anticipation d'une croissance plus soutenue à moyen terme. Les valeurs bancaires ont signé une très belle performance relative (+3,8% depuis la décision de la Fed contre +1% pour le S&P 500), profitant pleinement d'un environnement où les marges d'intermédiation redeviennent attractives :

Ecart de taux 10 ans – 2 ans aux Etats-Unis

Evolution de l'indice KBW Nasdaq Bank sur 5 jours  
(indice des 24 plus grosses banques commerciales américaines)

Les métaux précieux, eux aussi, ont réagi. L'or est resté solide, mais c'est surtout l'argent qui a attiré l'attention, atteignant de nouveaux sommets. Historiquement, ce mouvement n'est jamais anodin. L'argent agit souvent comme un baromètre des inquiétudes monétaires de long terme, un actif qui se comporte bien lorsque la confiance dans la discipline monétaire commence à s'éroder. Autrement dit, l'euphorie et le doute progressent parfois main dans la main...

Evolution de l'or et de l'argent sur 5 jours  
Et performance depuis la baisse de taux de la Fed

Et c'est précisément ce qui rend cette semaine intéressante. Car pendant que l'attention collective était monopolisée par Powell, un autre sujet gagnait progressivement en importance : Oracle. Pas en tant que valeur technologique star, ni même comme gagnant évident de l'IA, mais comme révélateur d'un déséquilibre.

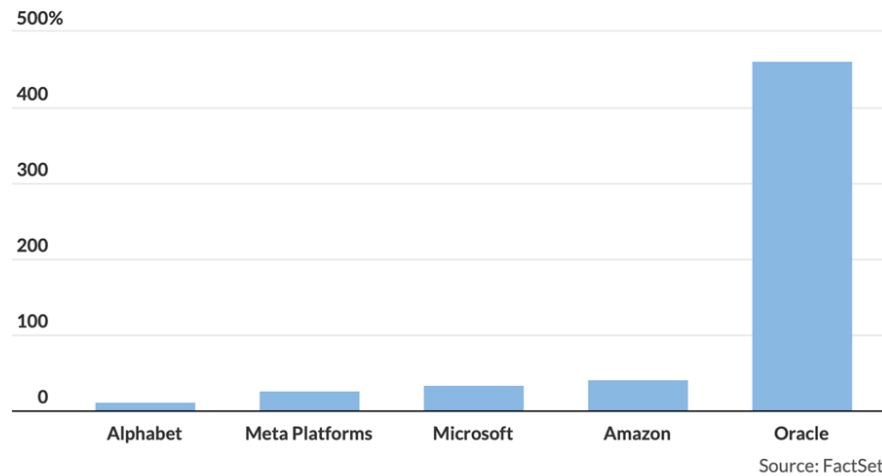
- ... mais des fissures sous la surface

Oracle est devenu, presque malgré lui, un indicateur avancé de la face cachée de la révolution IA. Celle des infrastructures lourdes, des datacenters, des investissements colossaux financés à crédit, et de la dépendance croissante à des clients dont la rentabilité reste encore largement théorique. À travers Oracle, le marché commence à poser une question simple, mais dérangement : qui finance réellement cette croissance, et à quel prix ?

Avec un endettement élevé, un cash-flow sous pression et des signaux de stress visibles sur le marché du crédit, Oracle n'est pas nécessairement en difficulté immédiate. Mais il concentre sur lui toutes les interrogations liées au modèle économique de l'IA à grande échelle :

## Hyperscale debt levels

Oracle's trailing debt-to-equity ratio is significantly higher than that of the 'Mag 7' hyperscalers



Tant que la demande progresse rapidement et que le financement reste abondant, le système tient. Mais la moindre inflexion (un ralentissement des engagements, un étalement des projets, une hausse du coût du capital...) pourrait transformer ce symbole en source d'inquiétude bien plus large.

Oracle n'est donc pas le problème. Oracle est le symptôme. Le canari dans la mine. Tant qu'il respire, le marché peut continuer à ignorer les risques structurels. Mais s'il venait à tousser, le doute pourrait se propager très vite à l'ensemble de l'écosystème IA.

- **Conclusion**

Finalement, à l'issue de cette semaine, le marché se retrouve face à deux récits qui coexistent sans encore s'affronter frontalement. Le premier, dominant, est celui d'un environnement idéal : une Fed accommodante, des taux en baisse, une croissance soutenue par l'intelligence artificielle et des marchés actions qui disposent encore de carburant pour prolonger le rallye et des résultats d'entreprises toujours solides. C'est le récit que les investisseurs ont choisi de croire, et celui qui justifie les niveaux de valorisation actuels.

Le second récit est plus inconfortable. Il parle d'une croissance réelle moins homogène qu'il n'y paraît, d'un consommateur qui s'endette pour maintenir son niveau de vie, d'un secteur technologique dont la croissance repose sur des investissements massifs et fortement endettés, et d'une politique monétaire qui devient de plus en plus interventionniste pour préserver la stabilité apparente.

Pour l'instant, le marché a clairement tranché en faveur du premier récit. Mais l'histoire des marchés financiers montre que ce n'est jamais le scénario dominant qui provoque les ruptures, mais celui que l'on choisit d'ignorer trop longtemps.

La Fed a offert du temps.

Elle a offert du confort.

Elle a offert un cadre rassurant.

Reste à savoir si l'économie réelle, et l'économie de l'IA, saura justifier ce sursis. Mais pour le moment, continuons de danser, la musique continue...



## D.Allocation recommandée au 12 décembre 2025 (derniers changements au 17 octobre)

Pas de changement cette semaine.

Fundesys					
	Expositions recommandées				Commentaires
Actions	Neutre	Prudent	Equilibré	Dynamique	Surpondération
	Expositions recommandées	30%	50%	80%	
	Expositions précédentes	35%	55%	85%	
	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 AV Lux, 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 gestions indicielles qui bénéficient du retour des flux sur les marchés de la zone, et recommandons de les diversifier avec des gestions qui affichent un bon triolet 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
Obligations	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.
			100%	100%	
Obligations	Neutre	Prudent	Equilibré	Dynamique	Sous-pondération
	Expositions recommandées	40%	40%	0%	
	Expositions précédentes	20%	15%	0%	
	Gestion directionnelle				Sous-exposition maintenue en dépit de l'appétit des investisseurs pour la classe d'actifs : - le policy-mix américain en cours de mise en place devrait entretenir la remontée de l'ensemble des rendements obligataires; - la remontée du risque crédit en Europe et aux Etats-Unis
Performance Absolue	Gestion non directionnelle				
	Neutre	Prudent	Equilibré	Dynamique	Surpondération
	Expositions recommandées	0%	10%	20%	
	Expositions précédentes	35%	25%	15%	
Monétaire	Event Driven, Long/Short Market Neutre				Gammes Exane et Helium, Jupiter Merian Equity Absolute Return, Fidelity Absolute Return Global Eq EUR H, Eleva Absolute Return Europe
	Neutre	Prudent	Equilibré	Dynamique	Sous-pondération
	Expositions recommandées	30%	10%	20%	
	Expositions précédentes	10%	5%	0%	
Monétaire	Perspectives				Rendement 12 mois estimé sous l'hypothèse de la fin du cycle de baisse de taux BCE : 1,81%; estimation réalisée après frais de gestion des fonds monétaires (0,20% environ).

## 2. La vie des fonds

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

- **Revue trimestrielle du crédit après une année obligataire très favorable, dans un contexte de consensus moins homogène.** L'analyse porte sur la dette corporate européenne IG et HY, complétée par un point sur l'émergent et l'impact des souverains sur taux et spreads ;
- **Revue des deux fonds matières premières AXA Or et Matières Premières et OFI Invest Precious Metals** dont les recommandations restent inchangées à A/A et C/A respectivement ;
- **Justifications dans l'onglet « Justif. Préconisations A C V ».**

Changements (ou confirmations) de préconisations A ou V sur OPCVM avec leur justification										
3 mois	12 mois	Fonds	Catégorie Morningstar	Description Synthétique	SRI	Justification de la préconisation	Date dernière Reco.	Code ISIN (part Retail EUR)		
A	A	DNCA Invest Credit Conviction A EUR	Obligations EUR Flexibles	Gestion obligataire opportuniste sur obligations corporate européennes	2	Gestion flexible et opportuniste sur obligations corporate européennes. Rendement actuariel après frais de gestion et coût du risque: 2,05%, rating : BBB; durée crédit moyenne : 3,8; gestion très flexible et efficace qui permet d'amortir les chocs de marché et offre un potentiel de performance supérieur à ces 2,05%	12-déc.-25	LU0392098371	DIC	<a href="#">Reporting mensuel (si dispo.)</a>
A	A	Carmignac Pf Flexible Bond A EUR Acc	Obligations EUR Flexibles	Gestion diversifiée internationale très prudente à large dominante obligataire; actions : 10% en moyenne	3	Gestion diversifiée très défensive adaptée au contexte actuel de taux	12-déc.-25	LU0336084032	DIC	<a href="#">Reporting mensuel (si dispo.)</a>
A	A	Keren Corporate C	Obligations EUR Flexibles	Gestion opportuniste sur obligations corporate européennes à dominante high yield	3	Le caractère défensif de la gestion a bien fonctionné en début d'année sans empêcher une belle performance ensuite; rating moyen : BB, durée : 1,6, rendement : 2,5% après frais de gestion et coût du risque; mais la gestion flexible et efficace permet un potentiel de performance au-delà du rendement embarqué	12-déc.-25	FR0010697532	DIC	<a href="#">Reporting mensuel (si dispo.)</a>
A	A	AXA IM Euro Liquidity SRI	Monétaires EUR	Gestion monétaire très court terme, durée moyen : 5-10j	1	En dépit du taux BCE ramené à 2%, le couple R/R du monétaire redevient attractif dans un environnement obligataire globalement cher (sur les titres corporate surtout) et instable	12-déc.-25	FR0000978371	DIC	<a href="#">Reporting mensuel (si dispo.)</a>

### 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 souhait 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 Selencia Privilège Gestion Active / Cardif Elite / Generali Himalia / Swiss Life Expert Premium, AXA Thema Coralys / 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
<b>Obligataire opportuniste</b>		
<i>M&amp;G (Lux) Global Floating Rate HY EUR H</i>	LU1670722161	25%
<i>ou Tikehau European High Yield</i>	FR0010460493	
<b>Actions</b>		
<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%

Les actions indiennes, bien qu'en C/C du fait du risque politique à court terme, restent dans cette sélection dans la logique long terme des versements programmés, du fait de leur potentiel élevé ; c'est 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

- +0,16% sur la semaine contre +0,03% pour l'€str, grâce à Jupiter Merian Global Equity Absolute Return (+0,80%) et Helium Fund Selection (+0,23%) tandis que Exane Pleiade Performance pénalise la performance (-0,33%). Performance YTD à +5,34% vs +2,12% pour l'€ster. Sur un an : +5,36% (+2,29% pour l'€ster). Volatilité 1 an : 1,8%. Perte maximale 1 an et 3 ans : -1,21%.
- **Portefeuille actuel :**

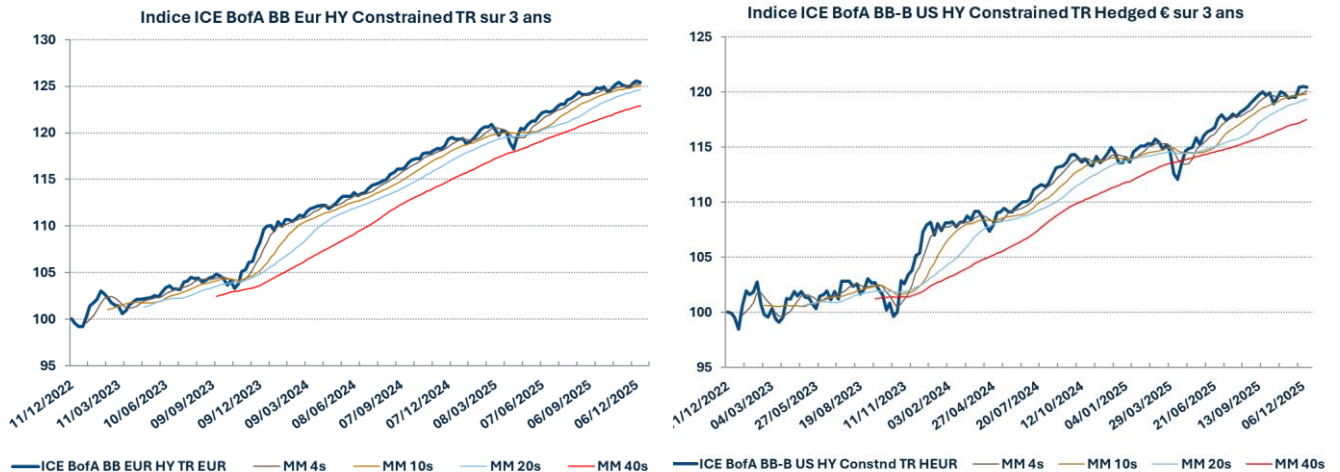
Fonds	ISIN	Poids
<i>Jupiter Merian Global Equ Abs Return</i>	IE00BLP5S460	22%
<i>Exane Pleiade Performance P</i>	FR0010402990	22%
<i>JPM Europe Eq Abs Alp A perf (acc) EUR</i>	LU1001747408	17%
<i>Hélium Sélection</i>	LU1112771503	22%
<i>Ostrum SRI Credit Ultra Short Plus</i>	FR0007053749	17%

- **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 de la semaine : Revue obligataire

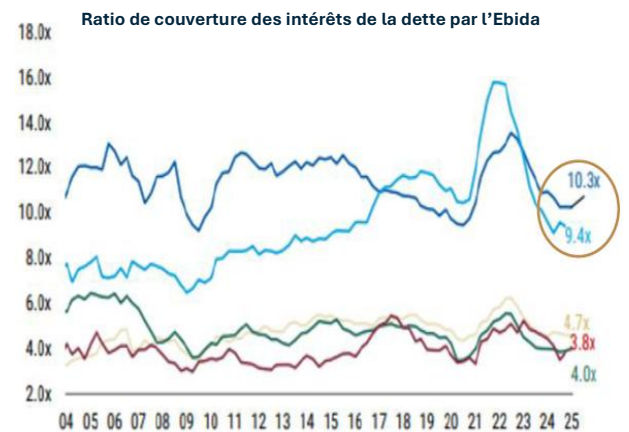
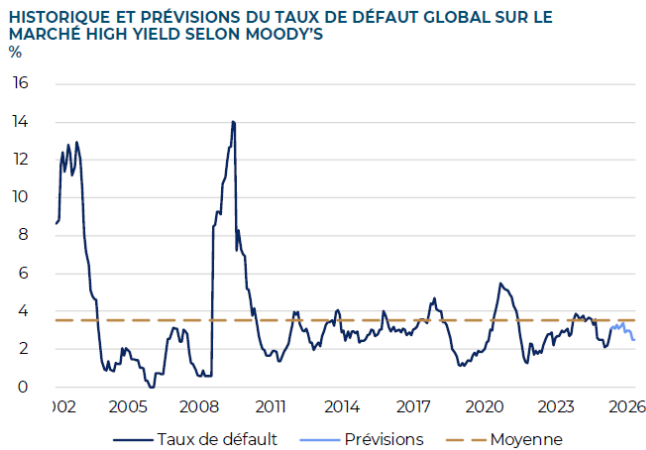
Nous procédons à la revue trimestrielle habituelle à l'issue d'une nouvelle très belle année obligataire alors que le consensus, globalement très favorable à la classe d'actif, commence à se fissurer. Comme d'habitude nous nous concentrons sur la dette corporate européenne, IG et HY, avec un rapide détour par la dette émergente. Nous regardons la dette souveraine surtout dans ses conséquences sur l'évolution générale des taux d'intérêt et spreads de crédit.

- **L'année 2025**
  - L'année obligataire « corporate » qui s'achève s'est déroulée quasiment à sens unique, se traduisant par des performances très régulières qui ont prolongé la tendance de 2024 sans accroc à l'exception de l'épisode « Liberation Day » : tendance identique aux Etats-Unis avec un peu plus de volatilité :

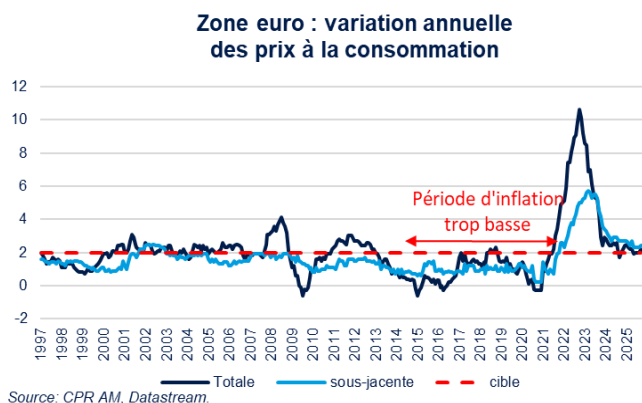


○ Quatre facteurs ont porté le marché du crédit européen cette année :

- Un environnement de croissance faible en Europe (1% en 2025, 1,3% en 2026) mais sans récession ni perspectives de récession ;
- La solidité financière des entreprises, mesurée par les taux de défaut toujours au plus bas et la couverture des intérêts de la dette par les cash-flows (à droite ci-dessous), encore au-dessus des moyennes historiques laissant penser qu'une dégradation est a priori éloignée ;



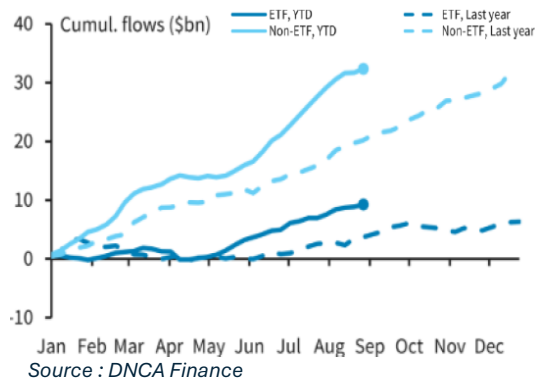
- La désinflation qui a permis d'ancrer la poursuite de la baisse des taux BCE tout au long du premier semestre tandis que la faible croissance limitait la hausse des taux 3 ans (la référence de la dette HY européenne) en deçà de 2,20% (ci-dessous à droite) et celle des taux 10 ans en deçà de 3% :



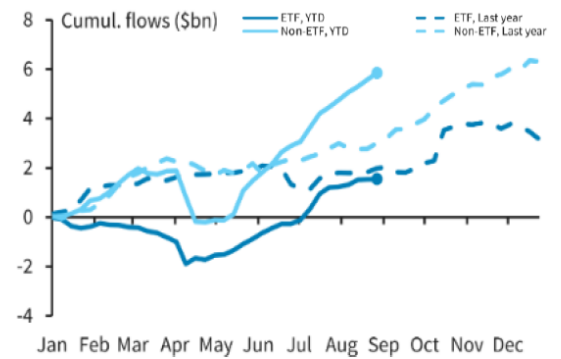
L'inflation core américaine a, quant à elle, stagné autour de 3% l'essentiel de l'année mais la reprise de la baisse des taux courts en septembre du fait d'un marché de l'emploi moins dynamique aux Etats-Unis, a également soutenu les obligations européennes ;

- Une dynamique de flux toujours aussi soutenue, tout au long de l'année :

LES FLUX CUMULÉS SUR L'IG EUROPÉEN  
MD\$



LES FLUX CUMULÉS SUR LE HY EUROPÉEN  
MD\$



Cette progression des marchés de la dette d'entreprise a fait reculer les spreads de crédit à un niveau proche des plus bas historiques (*ci-contre, source : DNCA Finance*) :

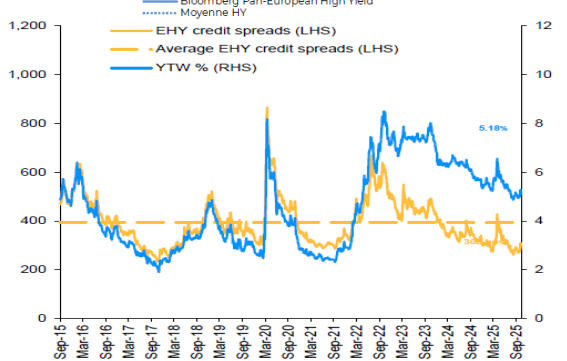
- ❖ **Spreads High Yield (HY)** à 280 bps (en bleu clair, échelle de gauche) soit les niveaux de 2017 et 2021 ;
- ❖ **Spreads Investment Grade (IG)** à 70 bps (en bleu marine, échelle de droite), soit en deçà de 2021 et proche du niveau 2017 ;

EURO CREDIT IG & HY (OAS SPREAD)  
EN BP



- **Rendements à maturité** (*ci-contre, source JP Morgan*) :

- **Dette HY : 4,95% pour l'indice** Markit iBoxx High Yield Euro Liquid Index, rating BB-, duration de 2,5 ;
- **Dette IG : 2,90% pour l'indice** Bloomberg Euro Aggregate Index (EUR), rating A+, duration de 6,2 (non représenté ci-contre) ;
- Une autre façon d'illustrer la baisse des rendements : **le rendement moyen (avant frais de gestion et coût du risque) des 35 fonds obligataires** que nous suivons (datés et non datés) se situe maintenant à **4,46% contre 5,20%** en début d'année ;



Past performance is not a reliable indicator of current and future results.  
Source: Bloomberg, ICE BofA, EHY: ICE BofA Euro High Yield Index (HE50). Data as of 17 October 2025.

- **Bien que les spreads de crédit** soient revenus à leurs plus bas historiques, la remontée des taux de référence en 2022 permet au rendement global de chaque compartiment, HY et IG, de se maintenir assez nettement au-dessus de zéro comme on le voit sur ce graphique alors qu'ils n'étaient qu'à respectivement 2% et 0% à la fin de 2021, il y a quatre ans ;
- **Mais finalement la dette corporate HY et IG européennes est chère aujourd'hui**, constat qui s'applique aussi aux dettes souveraines qui ne compensent qu'à peine l'inflation. C'est à peine mieux aux Etats-Unis et, sur le crédit corporate, la plupart des secteurs sont également chèrement valorisés.

## • Perspectives 2026

- Il y a trois critères pour évaluer l'attractivité du marché du crédit : la dynamique des fondamentaux financiers des entreprises (évolution des chiffres d'affaires et des marges, taux moyen d'endettement, couverture des intérêts de la dette par leurs cash flows), la dynamique des flux et la valorisation ;  
De façon factuelle nous pouvons dire qu'en l'absence de perspective de récession, les deux premiers critères, fondamentaux et flux, restent bien orientés : clairement le premier comme nous l'avons vu précédemment, et pour le moment pour le deuxième, nous pourrions dire selon l'expression anglaise : « *so far, so good* » (« *pour le moment tout va bien* ») puisque les acheteurs d'obligations sont encore bien présents notamment lors des émissions encore largement sursouscrites ;

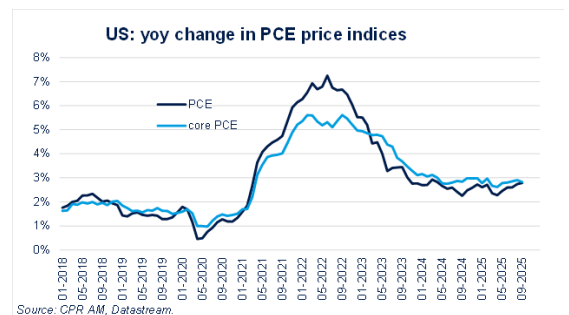
- Deux des trois critères sont bien orientés, cela peut suffire à rester optimiste sur la dette corporate puisque nous savons que la valorisation élevée d'un actif financier n'est pas un obstacle, en soi, à la poursuite de sa performance ;

- Quels vents contraires pourraient remettre en cause cet optimisme ? Nous en voyons trois :

- **Le risque inflationniste / dynamique des taux souverains** : c'est l'un des points d'achoppement du marché, très divisé sur les perspectives d'inflation, des deux côtés de l'Atlantique :

- En Europe un nombre croissant de gérants (Carmignac, DNCA, Schelcher) considèrent que la désinflation est terminée et que les risques sont plutôt à la hausse (pénuries sur les biens tels que l'électricité, métaux..., relance allemande, tensions sur l'emploi) ; alors que la faiblesse conjoncturelle en Zone Euro (ZE) commençait à créer un sentiment en faveur d'une nouvelle baisse des taux BCE au début de 2026, Isabel Schnabel, chef-économiste (allemande, c'est important à préciser...) de la BCE a rappelé « *qu'elle était confortable avec l'idée que le prochain mouvement de la BCE soit une hausse des taux* ». Allemande avions-nous dit ? ;

- Aux Etats-Unis si l'absence d'inflation liée aux tarifs est une bonne nouvelle (ci-contre), l'inflation core « plane » toujours à 3%, donc loin de la cible officielle des 2% et la vigueur de l'activité empêche, a priori, tout retour spontané vers ces 2% ;



- **La question lancinante des déficits publics** qui affecte le sentiment général sur les dettes souveraines de façon intermittente mais qui reste une épée de Damoclès, surtout en Europe du fait de la faible croissance effective et potentielle ;

- **Enfin si les taux de défaut sont encore faibles** sur la dette HY cotée, la progression des encours de la dette corporate privée, souvent non notée et donc moins transparente commence à jeter une ombre sur l'ensemble de la dette corporate : opacité sur le risque financier réel, dossiers « sulfureux » (Tricolore Holdings) aux Etats-Unis... ;

- Mais ces éléments aussi solides, convaincants et argumentés soient-ils étaient également ceux de l'année dernière à la même époque. Et douze mois plus tard nous constatons que les prévisions négatives (dont les nôtres) qui circulaient sur le marché obligataire ont été déjouées par un environnement macro-financier porteur pour cette classe d'actif (surtout en Europe) et un fort appétit des investisseurs pour les obligations.

De plus dans l'environnement de croissance mondiale modérée (3% environ attendus en 2026, comme en 2025 et 2024) et de politiques monétaires globalement accommodantes exprimées en taux réels, nous ne nous attendons pas à une forte remontée des taux d'intérêt et /ou des spreads de crédit : 50-75 bps environ pour les premiers, 100 bps maximum pour les seconds, soit 200 bps grand maximum pour le cumul des deux. Cela signifie que les fonds de duration inférieure à 3 qui constituent l'écrasante majorité de notre sélection supporteraient une perte potentielle de 3% environ (6% de perte en capital moins 3% de rendement actuariel après frais de gestion et coût du risque en moyenne), ce qui est acceptable pour espérer gagner 1% à 2% de plus que le monétaire dans la durée.



• **En conclusion nous avons deux convictions sur la performance des fonds obligataires corporate européens sur les douze prochains mois :**

- Les rendements actuellement offerts devraient conduire à une performance inférieure à celle de 2025, y compris dans un scénario de marché favorable. Inférieur de 60 bps environ au minimum ;
- Les risques obligataires potentiels, assez limités finalement, devraient permettre à de nombreux supports de surperformer le monétaire ;

Nous revoyons nos recommandations dans ce sens en tentant d'identifier les fonds les mieux placés par leur triolet signature / duration / rendement ou la flexibilité avérée de leur gestion même si ce triolet est actuellement défavorable. Il en résulte de nombreuses modifications.

• **Notre sélection : nouveaux fonds et résultats**

• Quatre changements dans notre sélection :

- Introduction de **trois nouveaux supports flexibles : Carmignac Flexible Bonds (rating moyen : IG), Schelcher Optimal Income (rating IG) et Schelcher Flexible Short Duration (rating moyen : HY) ;**
- « Sorties » de BNY Mellon Short Dated HY Global Bonds (frais de 1,30%, performances moyenne) et de Tikehau 2027 ;
- Entrée de **Tikehau 2031** (qui absorbera Tikehau 2027) d'ici deux ans ;
- Annoncée depuis longtemps, la **bascule du Sanso 2026 en Sanso Objectif Rendement 2031** est maintenant effective ;

La sélection devient, ventilée sur les deux catégories fonds datés / fonds non datés et chacune classée sur la performance 2025 décroissante :

FUNDESYS / Sélection de fonds obligataires / Rendement en EUR après couvertures de change éventuelles																					09/12/2025				
	Catégorie MorningStar	Rec. 3 mois	Rec. 12 mois	Rating	Duration	Rdt Act. En EUR avant FG*	Rdt Act. après FG et coût du risque	Perf. 4 sem.	Dé c	Perf. 3 mois	Dé c	Perf. 6 mois	Dé c	Perf. 2025	Dé c	Perf. 1 an	Dé c	Perf. 3 ans	Dé c	Vol. 1 an	Déc	Perte max. 1 an	Dé c	Perte max. 3 ans	
Euro Short Term Rate				A+	0	2,00%	2,00%	0,2		0,5		1,0		2,1		2,3		9,6		0,1		-			
ICE BofA Euro Corporate TR EUR				BB-	2,4	4,95%	4,15%	-0,3		0,0		1,3		2,8		2,0		13,1		2,7		-1,8		-3,3	
ICE BofA Euro High Yield TR HEUR				A+	6,1	2,90%	2,70%	0,4		0,7		2,2		4,9		4,8		26,5		2,9		-3,2		-3,3	
*et après coût de la couverture de change sur éventuelle dette US																									
FUNDESYS / Sélection de fonds obligataires / Rendement en EUR après couvertures de change éventuelles																					09/12/2025				
	Catégorie MorningStar	Rec. 3 mois	Rec. 12 mois	Rating	Duration	Rdt Act. En EUR avant FG*	Rdt Act. après FG et coût du risque	Perf. 4 sem.	Dé c	Perf. 3 mois	Dé c	Perf. 6 mois	Dé c	Perf. 2025	Dé c	Perf. 1 an	Dé c	Perf. 3 ans	Dé c	Vol. 1 an	Déc	Perte max. 1 an	Dé c	Perte max. 3 ans	
Euro Short Term Rate				A+	0	2,00%	2,00%	0,2		0,5		1,0		2,1		2,3		9,6		0,1		-			
ICE BofA Euro Corporate TR EUR				BB-	2,4	4,95%	4,15%	-0,3		0,0		1,3		2,8		2,0		13,1		2,7		-1,8		-3,3	
ICE BofA Euro High Yield TR HEUR				A+	6,1	2,90%	2,70%	0,4		0,7		2,2		4,9		4,8		26,5		2,9		-3,2		-3,3	
*et après coût de la couverture de change sur éventuelle dette US																									
Fonds Ouverts / "Evergreen"																									
IVO Emerg Mrtcs Corp Debt EUR R Acc	Obligations Marchés E	C	C	BB-	3,0	7,00%	5,00%	0,3	2	1,0	2	5,2	1	6,4	2	5,5	2	28,1	1	3,4	7	-4,6	10	-4,6	5
Lazard Credit Opportunities PC EUR	Obligations EUR Flexib	V	V	BB+	3,2	5,20%	3,67%	0,6	1	2,3	1	6,1	1	6,0	1	4,9	1	12,4	5	5,6	10	-4,5	10	-10,8	10
Axiom Obligataire RC EUR(v)	EUR Subordinated Bon	C	C	BBB-	2,4	4,20%	2,92%	-0,3	10	0,5	9	2,6	7	5,7	3	5,6	3	27,3	3	2,5	3	-2,2	3	-6,7	6
IVO Em Mkts Corp Debt Shrt DurSRIE	Global Emerging Marke	C	C	BB	2,7	5,80%	4,13%	0,3	2	0,9	2	3,4	7	5,5	5	5,4	3	25,9	1	1,9	1	-2,4	3	-2,7	2
Lazard Nordic High Yield Bd EA Dist E	Obligations EUR Haut f	A	A	B	3,1	7,70%	5,15%	0,2	7	0,7	6	3,3	1	5,3	2	5,8	1			3,0	5	-2,0	2		
Jupiter Dynamic Bond D EUR Acc	Obligations Internation	V	V	BBB-	7,0	5,90%	4,08%	-0,7	10	0,5	5	2,3	5	5,0	3	2,8	6	9,3	7	6,3	10	-3,8	9	-9,1	10
Muzinich Europeyield HEUR Acc R	Obligations EUR Haut f	V	V	BB-	2,4	5,10%	3,30%	0,3	7	0,8	5	2,4	4	4,7	3	4,8	3	24,3	3	2,8	4	-3,4	6	-3,4	5
Keren Corporate C	Obligations EUR Flexib	A	A	BB	1,6	4,20%	2,60%	0,2	3	0,6	3	1,5	5	4,7	1	5,0	1	19,6	2	2,1	4	-1,1	3	-2,0	4
Carmignac Pf Flexible Bond A EUR Acc	Obligations EUR Flexibles			BBB+	-2,0	3,60%	2,51%	-0,1	6	0,5	4	1,2	7	4,5	1	4,9	1	14,1	4	2,3	5	-1,1	3	-5,8	9
Schelcher Optimal Income P	Obligations EUR Diversifiées			A-	1,6	2,80%	1,77%	0,0	2	0,4	2	1,8	2	4,5	1	4,5	1	12,5	2	1,4	1	-0,6	1	-4,2	7
Muzinich Americayield HEUR Acc R	Obligations Autres	V	V	BB-	3,0	4,20%	2,20%	0,7	3	0,4	7	3,0	3	4,4	3	3,2	3	15,5	3	4,0	2	-4,1	3	-4,5	2
Tikehau European High Yield R Acc EU	Obligations EUR Haut f	C	C	BB-	2,6	5,20%	3,33%	0,3	5	0,5	8	2,0	7	4,3	5	4,7	4	27,4	1	3,1	6	-3,7	8	-6,3	10
AXAWF US High Yield Bonds A Cap EU	Obligations Autres	V	V	B	2,7	4,40%	2,05%	0,7	3	0,3	7	2,3	4	4,3	3	3,5	3	18,2	3	3,9	2	-3,9	3	-4,3	2
BNY Mellon Floating Rate Crdt EUR W	Obligations Autres	C	C	BB-	1,6	5,70%	4,17%	0,7	3	1,0	5	2,5	4	4,3	3	4,7	2	19,1	2	2,8	1	-3,0	2	-3,0	2
DNCA Invest Credit Conviction B EUR	Obligations EUR Flexib	A	A	BBB	5,0	3,80%	2,18%	-0,3	9	0,4	5	2,0	3	4,1	2	3,9	2	19,8	2	3,2	7	-2,1	6	-2,4	5
ODDO BHF Euro High Yield Bond CR	Obligations EUR Haut f	V	V	BB-	2,5	4,60%	2,27%	0,3	5	1,0	3	2,2	5	3,9	7	3,9	7	22,1	5	2,3	2	-2,7	3	-3,2	4
Schelcher Flexible Short Duration P	Obligations EUR Flexibles			BB+	2,5	4,10%	2,68%	0,2	2	0,7	3	2,0	3	3,8	3	3,7	2	17,3	3	1,5	2	-1,3	3	-1,7	3
ODDO BHF Euro Credit Short Dur CN	Obligations EUR Haut f	V	V	BB-	1,5	3,50%	2,10%	0,4	5	0,8	5	1,7	8	3,6	8	3,7	7	15,8	8	2,7	3	-1,9	2	-1,9	2
M&G (Lux) Glb FI Rt HY C H EUR Acc	Obligations Internation	C	C	BB-	2,1	6,00%	4,10%	-0,2	10	-0,1	9	1,1	10	3,6	9	3,9	7	24,8	2	2,6	2	-2,4	2	-2,4	1
Sycomore Sélection Crédit R	Obligations EUR Empru	V	V	BB+	3,6	4,40%	2,60%	-0,1	2	0,4	2	1,7	3	3,3	2	2,9	1	18,0	1	2,8	3	-2,8	10	-2,8	4
Ostrum Credit Ultr Shrt Pls R/C(EUR)	Obligations EUR Très C	C	C	BBB	0,8	2,10%	1,33%	0,2	1	0,6	1	1,4	2	2,8	1	3,0	1	11,0	2	0,4	7	-0,2	9	-0,2	6
Tikehau Short Duration R EUR Acc	Obligations EUR Empru	V	V	BBB	1,0	3,00%	1,92%	0,2	2	0,5	3	1,3	5	2,7	6	2,8	5	12,5	4	0,8	4	-0,6	7	-1,5	8
DNCA Sérénité Plus C	Obligations EUR Empru			BBB	1,6	2,50%	1,67%	-0,1	8	0,3	8	1,0	8	2,7	7	2,7	6	11,3	6	0,8	3	-0,3	4	-0,4	2
Carmignac Sécurité AW EUR Acc	Obligations EUR Divers	C	A	A	2,0	3,50%	2,50%	-0,2	9	0,0	10	0,9	7	2,2	6	2,2	6	12,0	2	1,0	5	-0,5	6	-2,0	9
Sanso Short Duration C	Obligations EUR Flexib	V	V	BBB-	1,5	3,75%	2,48%	0,1	3	0,5	4	1,0	8	1,7	8	1,9	7	9,5	7	0,8	1	-0,8	2	-0,8	2
Moyenne					2,4	4,49%	2,91%	0,2		0,6		2,2		4,2						2,6		-2,2			

- **Commentaire de ces performances :**
    - Comme nous le pressentions en début d'année les fonds datés aux échéances lointaines ont produit un couple R/R moins attractif que les fonds ouverts, sur les deux composantes ? Certes ils ont bien fonctionné dans un environnement porteur mais nous avons eu raison d'avoir été réservé à leur égard ;
    - Dans ce marché obligataire 2025 à sens unique, sans surprises les fonds les plus offensifs par le rating (inférieur à BB-) et/ou par la duration (supérieure à 3) performant et se classent bien ;
    - De même les fonds offensifs par leur « thématique » (Axiom / subordonnées financières) et IVO (dette émergente) surperforment assez nettement ;
    - A l'opposé du spectre, les fonds défensifs, par leur rating BB ou BBB ou leur faible duration (> 1,5) sous-performent pour la plupart ;
  - **Lignes directrices / nouvelles recommandations**
    - Notre raisonnement est globalement inchangé sur le marché obligataire, qui devient de moins en moins attractif puisque son rendement moyen se réduit alors que les risques sont plutôt à la hausse, même si légèrement seulement. Mais ce qui change c'est notre évaluation de la capacité des gérants à surmonter ces risques par leur rendement élevé, leur faible duration ou la flexibilité de leur gestion ;
    - Face à un taux monétaire ZE (€ster) qui a peu de chances de s'éloigner de 2% en 2026 nous construisons ainsi l'arbre de recommandations suivant :
      - **Les supports qui affichent un rendement actuariel de 3%** après frais de gestion et coût du risque et une duration inférieure à 3 passent en C/A. Cela concerne en particulier les fonds **IVO (les deux), Tikehau et Muzinich ; SycoYield 2032 et Axiom Obligataire à 2,90% avec sa gestion offensive** sont à la limite et intègrent cette recommandation ;
      - Et nous relevons ce seuil à 3,5%** pour les fonds dont le rating moyen se situe dans la classe B, et/ou à duration supérieure à 3. Une exception : Jupiter Dynamic Bonds du fait de sa duration très élevée (7) que le rendement de 4,0% ne compense qu'insuffisamment ;
      - **Ostrum Credit Ultra Short Plus est en C/A** malgré son rendement de 1,80% du fait de son approche encore attractive comparativement au monétaire ;
      - **Les fonds déployant une gestion flexible** avérée et efficace passent en A/A, à l'exception du Lazard Credit Opportunities dont le caractère très tranché des paris conduit à un risque très élevé mal rémunéré et donc à un couple R/R peu attractif. Nous le maintenons à V/V. A ce titre nous apprécions toujours Keren Corporate et DNCA Crédit Convictions **auxquels nous ajoutons Carmignac Flexible Bonds**, dernier entrant dans cette catégorie dont la stratégie très anti-inflation (sensibilité négative de -2) est intéressante et diversifiée ;
      - **Tous les autres sont en C** (Keren 2029, Schelcher Flexible Short Duration) **ou V / « Rester à l'écart »** dans le cas des fonds datés récemment lancés), selon leur distance négative à ces seuils : rendement de 3% ou 3,5% duration < 3, rating <BB- ;
      - **Les deux fonds Schelcher entrent dans notre suivi mais leur temps n'est pas encore venu** ; le plus défensif (Optimal Income) en V, l'autre, plus opportuniste (Flexible Short Duration) en C.
    - **Ces recommandations ne sont pas le retour à une vision plus positive sur le marché et les fonds obligataires** mais un compromis dans une tentative de trouver les meilleurs véhicules dans un environnement de taux bas et où le risque d'une remontée significative (> 50-100 bps) est assez faible.
- Fondamentalement nous préférons encore :**
- **Les fonds obligataires flexibles avérés ;**
  - **Et, surtout, les fonds à performance absolue de toute stratégie pourvu qu'ils soient très décorrélés**, dont les couples R/R sont globalement meilleurs que ceux de la plupart des fonds obligataires de notre sélection ; et qui offrent, de notre point de vue, une meilleure visibilité. Revue la semaine prochaine.
- Cela donne la synthèse de recommandations suivante où, sur les fonds ouverts / evergreen. Nous séparons les fonds flexibles des autres. Les fonds sont classés par leur rendement actuariel décroissant

après frais de gestion et coût du risque. Et compte tenu des nombreux changements, nous indiquons la recommandation précédente, de septembre.

Ventilation en trois blocs pour une meilleure lecture : datés, ouverts flexibles et ouverts « classiques » :

FUNDESYS / Sélection de fonds obligataires / Rendement en EUR après couvertures de change éventuelles																					09/12/2025				
	Anc. rec.3 mois	Anc. rec.12 mois	Nouv. rec.3 mois	Nouv.r ec.12 mois	Rating	Dur-ation	Rdt Act. En EUR avant FG*	Rdt Act. après FG et coût du risque	Perf. 4 sem.	Dé c	Perf. 3 mois	Dé c	Perf. 6 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	Perte max. 3 ans	Déc
Euro Short Term Rate					A+	0	2,00%	2,00%	0,2		0,5		1,0		2,1		2,3		9,6		0,1			-	
ICE BofA Euro Corporate TR EUR					BB-	2,4	4,95%	4,15%	-0,3		0,0		1,3		2,8		2,0		13,1		2,7		-1,8	-3,3	
ICE BofA Euro High Yield TR HEUR					A+	6,1	2,90%	2,70%	0,4		0,7		2,2		4,9		4,8		26,5		2,9		-3,2	-3,3	
*et après coût de la couverture de change sur éventuelle dette US / €																									
Fonds Datés																									
Mandarine SICAV Global Trgt 2030 C	RE*	RE*	C	A	B+	2,5	5,93%	3,90%	0,5	1	0,2	8	2,9	1	4,6	1	4,0	2	6		3,9	8	-4,5	9	
Carmignac Credit 2031 A EUR Acc	RE*	RE*	C	A	BBB-	3,7	5,10%	3,67%	0,3	2	1,0	2	3,3	1	4,7	1	4,7	1	7		2,7	6			
ehau 2031 R-Acc-EUR	--	--	C	A	BB-	2,9	5,30%	3,33%	0,5	1	1,1	2	2,4	2					8		5,6	8	-4,9	9	
Sanso Objectif Rendement 2031 A	C	C	C	A	BB-	4,0	5,50%	3,17%	0,0	6	0,4	6	1,3	5	2,9	4	3,0	4	11,0	3	1,1	2	-1,0	5	-1,0 3
Sextant Regatta 2031 A	RE*	RE*	RE*	RE*	B	2,3	5,15%	3,00%	0,3	2	0,7	4	2,1	2	4,4	2	4,5	1	7		3,2	7	-3,8	8	
Sycodyield 2032 RC	RE*	RE*	C	A	BB	3,3	4,80%	2,98%	0,3	2	1,0	3								1,4					
La Française Rend Glb 2028 Pls RC EUR	C	C	C	A	BB-	2,1	4,60%	2,91%	0,5	1	1,5	2	3,6	1	6,1	1	5,9	1	34,2	1	5,2	8	-6,6	9	-6,6 9
EdR SICAV Millelima 2030 R EUR	RE*	RE*	RE*	RE*	BB	2,6	4,50%	2,85%	0,2	3	0,3	7	1,0	7					8		4,0	8			
Keren 2029 C	V	V	V	V	BB+	2,3	4,40%	2,81%	0,1	4	0,4	6	1,3	5	3,4	3	3,4	3	12,5	3	1,9	5	-1,6	6	-1,6 5
Oddo BHF Global Target 2028 CR-EUR	V	V	V	V	BB-	1,2	3,82%	2,43%	0,4	2	0,8	3	1,8	3	3,5	3	3,5	2			1,8	5	-2,0	7	
R-co Target 2030 IG C EUR	RE*	RE*	RE*	RE*	BBB-	4,2	3,31%	1,82%	-0,4	9	0,1	9	1,7	3	3,1	4	2,3	5	8		3,0	7	-2,0	7	
Ostrum Crossover 2026 R/D (EUR)	RE*	RE*	RE*	RE*	BBB-	0,5	2,11%	0,95%	-0,1	8	0,4	7	0,6	8	1,9	7	1,9	6	3		1,1	3	-0,3	2	

FUNDESYS / Sélection de fonds obligataires / Rendement en EUR après couvertures de change éventuelles																					09/12/2025				
	Anc. rec.3 mois	Anc. rec.12 mois	Nouv. rec.3 mois	Nouv. rec.12 mois	Rating	Duration	Rdt Act. En EUR avant FG*	Rdt Act. après FG et coût du risque	Perf. 4 sem.	Dé c	Perf. 3 mois	Dé c	Perf. 6 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	Perte max. 3 ans	Déc
Euro Short Term Rate					A+	0	2,00%	2,00%	0,2		0,5		1,0		2,1		2,3		9,6		0,1			-	
ICE BofA Euro Corporate TR EUR					BB-	2,4	4,95%	4,15%	-0,3		0,0		1,3		2,8		2,0		13,1		2,7		-1,8	-3,3	
ICE BofA Euro High Yield TR HEUR					A+	6,1	2,90%	2,70%	0,4		0,7		2,2		4,9		4,8		26,5		2,9		-3,2	-3,3	
*et après coût de la couverture de change sur éventuelle dette US / €																									

FUNDESYS / Sélection de fonds obligataires / Rendement en EUR après couvertures de change éventuelles																				09/12/2025					
	Anc. rec.3 mois	Anc. rec.12 mois	Nouv. rec.3 mois	Nouv. rec.12 mois	Rating	Dur. ann.	Rdt Act. En EUR avant FG*	Rdt Act. après FG et coût du risque	Perf. 4 sem.	Dé c	Perf. 3 mois	Dé c	Perf. 6 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	Perte max.3 ans	Déc
Euro Short Term Rate					A+	0	2,00%	2,00%	0,2		0,5		1,0		2,1		2,3		9,6		0,1			-	
ICE BofA Euro Corporate TR EUR					BB-	2,4	4,95%	4,15%	-0,3		0,0		1,3		2,8		2,0		13,1		2,7		-1,8		-3,3
ICE BofA Euro High Yield TR HEUR					A+	6,1	2,90%	2,70%	0,4		0,7		2,2		4,9		4,8		26,5		2,9		-3,2		-3,3
*et après coût de la couverture de change sur éventuelle dette US / £																									

## ● Présentation rapide de Carmignac Flexible Bond et Tikehau 2031 ; et mises à jour sur Keren Corporate et DNCA Invest Crdit Convictions

### ● Carmignac Flexible Bond

- **Objectif** : battre l'indice ICE Bank of America Euro Broad Market sur 3 ans par une gestion opportuniste sur obligations européennes et internationales de toute nature, couvertes du risque de change contre euro ;
- **La gestion active** des dérivés de taux et crédit conduit à une forte flexibilité des sensibilité taux nette, entre -2 et +8, et de la sensibilité crédit nette (-2 et +6). Le rating moyen est compris entre A et BBB- avec une ventilation IG / HY de 50 (minimum) / 50 (maximum), 70 / 30 en pratique ;
- **Vue de marché** : marchés obligataires chers, risque inflationniste sous-estimé, remontée des taux d'intérêt de référence ;
- **Grands paris actuels** : les gérants ont une sensibilité taux de -2 ; sensibilité crédit : 0 ; liquidités : 27% ; titres indexés inflation : 15% ; rendement de 0,6% en conséquence (mais non représentatif de son potentiel de performance / surperformance) ; rating BBB+ ;
- **Notre avis** : un fonds de conviction au positionnement « décalé » et donc utile dans le contexte obligataire actuellement indécis. Peu de visibilité sur son potentiel donc mais effet diversification garanti !

### ● Keren Corporate

- **Objectif** : générer une performance supérieure à celle de l'EURO MTS 3-5 ans à travers une gestion d'obligations flexible corporate principalement européennes ;
- **50 à 80 titres**, ventilés historiquement comme suit sur les quatre sous-portefeuilles selon les vues de marché du gérant : Thématique LT, 35 - 40% ; Convictions, 15 - 30% ; Défensive, 25 - 40% et Diversification, 10 - 15% ;
- **Vue de marché** : marchés obligataires chers, dynamique de flux moins favorable, risque de correction ;
- **Positionnement actuel très défensif** : rendement (au pire) de 3,75%, duration de 1,4, rating : BB
  - Poche Défensive : 34% / Yield de 2,25% pour une duration de la poche de 0,60 ;
  - Poche Conviction : 16% / Yield de 5,8% pour une duration de la poche de 1,9 ;

- Poche Diversification : 9% / Yield de 3,75% pour une duration de la poche de 1,4 ;
- Poche Thématique LT : 38% / Yield de 3,10% pour une duration de la poche de 2,60

- **DNCA Invest Crédit Conviction**

- **Objectif** : surperformer l'indice Bloomberg Euro-Aggregate Corporate par une gestion très opportuniste sur dettes souveraines et corporate européennes de toute nature, change couvert ;
- **Le fonds combine deux sous-ensembles**, A/ Un portefeuille stratégique long only réparti comme suit sur trois sous-portefeuilles, un Défensif (0-100% du total, 40% en moyenne), un Equilibré (0-80%, 15% en moyenne) et un Offensif (0-80%, 50% en moyenne) de rating moyen BBB- minimum. Durations taux et crédit cumulées moyennes comprises entre 2 et 4 ; B/ Un portefeuille tactique / très opportuniste sur dérivés taux et crédit pour réduire le risque de taux jusqu'à 4 points ou l'augmenter jusqu'à 3 points. Idem pour le risque crédit dans l'intervalle -3 / +3. En cumulant les grands paramètres des deux sous-portefeuilles, le fonds est exposé ainsi : a) rating moyen minimum, BBB- ; b) duration taux comprise entre 2 et 5 avec des positions extrêmes jusqu'à -2 et +7 ; duration crédit entre 2 et 4 en moyenne, extrêmes entre 0 et +5 ; c) subordonnées financières, 20% maximum.
- **Vue de marché** : risque inflationniste à la hausse à MT mais l'accommodation monétaire de la Fed et la faible croissance économique en Europe soutiennent le marché à court terme ; le compartiment « crédit » est attractif en termes de taux nominaux mais globalement cher. Cette cherté est le reflet d'une bonne situation financière des entreprises et d'une dynamique de flux encore favorable ; vue positive sur le secteur bancaire (senior et subordonnées), bien que cher ;
- **Positionnement actuel** : sensibilité : 5,80, élevée donc ; rendement : 3,80% ; Rating moyen : BBB ; HY : 20% ; subordonnées financières : 17%.

- **Tikehau 2031**

- **Objectif** : maximiser la performance du portefeuille par une gestion opportuniste d'obligations à haut rendement européennes, corporate et subfin, d'échéance majoritairement 31/12/2031 (à cette date, les obligations en portefeuilles auront une maturité résiduelle d'au plus 6 mois) ;
- **Le fonds « applique » à 100%** l'ADN Tikehau qui se distingue par : a) une sélection bottom-up polarisée sur la recherche d'émetteurs de profil mid et small caps « complexes » en termes de risque corporate, permise par les 12 analystes crédit de la société ; b) une gestion active de l'allocation corporate HY / subfin (jusqu'à 35%) ; c) une gestion très opportuniste des remboursements anticipés, émissions, opérations sur titres, sensibilités taux et crédit ; il en ressort un beta contre l'indice ICE BofA Euro HY géré activement entre 0,8 et 1,2 ;
- **Vue de marché** : non communiquée ;
- **Positionnement actuel** : Rating moyen : BB ; HY : 88% ; sensibilité : 3,0 ; rendement : 5,30% ; subordonnées financières : 19%.

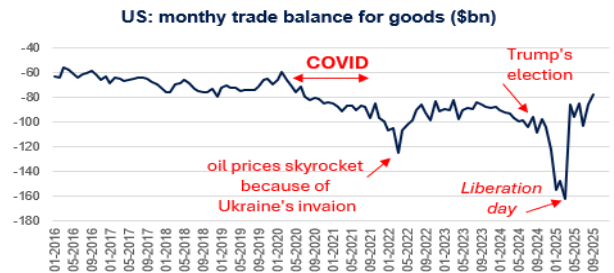
## Annexes



## 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

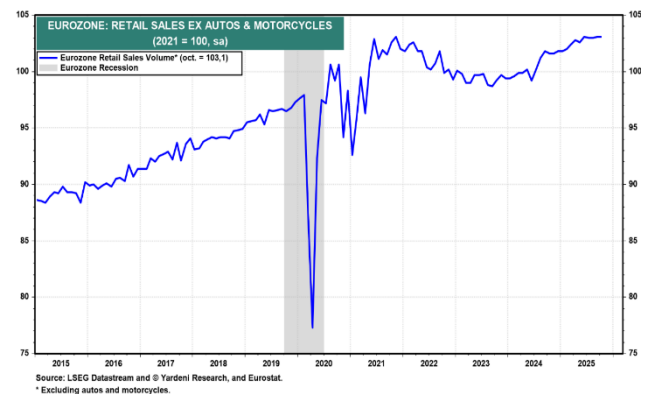
- **Le déficit commercial américain est passé sous 80 Mds\$ en septembre**, une première depuis plus de cinq ans. Cette amélioration résulte d'un rebond ciblé des exportations et d'un ralentissement des importations, signe d'une demande intérieure moins dynamique ;



- Comme évoqué dans la section 1./B Macro : les indispensables de la semaine, le GDPNow intégrait déjà une contribution positive du commerce extérieur à la croissance du trimestre. Le recul du déficit confirme ce signal, mais sa portée demeure circonstancielle : il reflète principalement des effets prix et des ajustements ponctuels, non un repositionnement durable du commerce extérieur américain. **En somme, il s'agit d'un soutien autre soutien, certes cyclique mais qui participe à la solidité de l'économie américaine.**

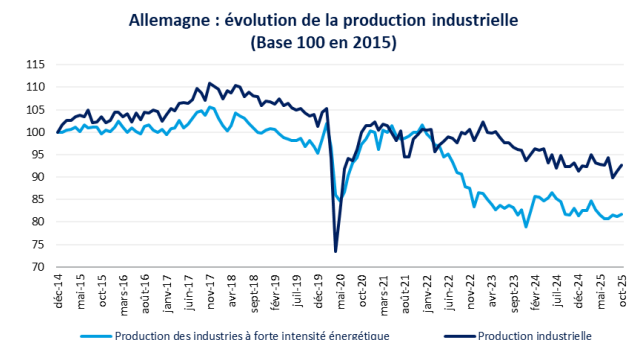
### • Zone Euro (ZE)

- **ZE dans son ensemble : les ventes de détail en zone euro confirment une consommation stagnante depuis le printemps.** En octobre, les ventes sont inchangées, avec des évolutions erratiques par segments et pays. Le redressement ponctuel des carburants ne compense pas l'essoufflement des biens non alimentaires hors carburant. **En glissement annuel, la hausse de 1,5% reste modérée** et inégalement répartie, l'Espagne faisant exception. La consommation ne soutient pas la croissance et ne génère pas de pression inflationniste, confirmant un régime d'activité faible mais stabilisé ;



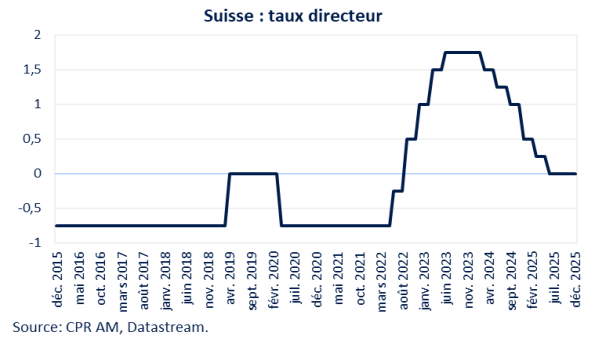
- **Allemagne : La production industrielle progresse de 1,8% en octobre après +1,1% en septembre.** Sur un an, elle est en hausse de 0,8%. L'amélioration sur le mois est perceptible dans plusieurs secteurs : machines et équipement (+2,8%), électronique et informatique (+3,9%) mais cela a été en partie contrebalancé par le recul de 1,3% de la production automobile.

**Les nouvelles du secteur industrielles sont donc un peu plus positives sur les derniers mois comme le montre également le rebond des nouvelles commandes en octobre.**



- **Reste de l'Europe**

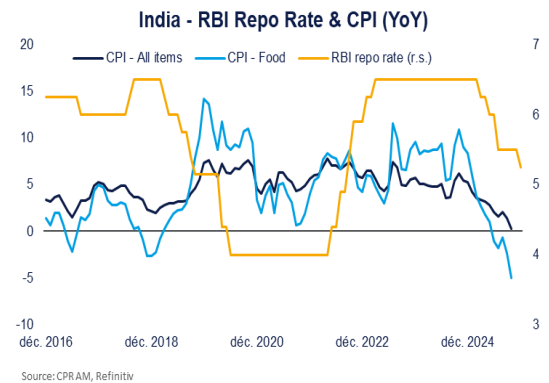
- **Suisse : la décision de la Banque Nationale Suisse (BNS) de maintenir son taux directeur à 0% confirme le diagnostic posé la semaine dernière : une inflation nulle, une dynamique domestique contenue et une inflation importée toujours négative. Le recul de 0,2% des prix en novembre, deuxième surprise baissière consécutive, valide un environnement nominal durablement modéré ;**



- **La BNS actualise légèrement ses projections, avec des prévisions inchangées pour 2025, abaissées à 0,3% pour 2026 et 0,6% pour 2027.** Elle note que la pression inflationniste a « peu varié », signe d'une économie dépourvue de tensions. Elle précise aussi que le retour aux taux négatifs ne serait envisagé qu'en cas de détérioration marquée des perspectives d'inflation, ce qui n'est absolument pas le cas aujourd'hui.
- **Dans ce cadre, la BNS n'a aucune raison d'assouplir davantage sa politique monétaire : la stabilité s'impose et doit le rester.**

- **Inde**

- **Inflation et politique monétaire : la baisse de 25 pb du taux de repo à 5,25% s'inscrit dans un contexte de désinflation désormais clairement visible.** Comme l'illustre le graphique, le reflux récent de l'inflation globale est largement tiré par l'effondrement de l'inflation alimentaire, passée nettement sous zéro, tandis que l'inflation core converge vers la cible. Ce mouvement permet à la RBI de réduire son taux directeur alors que le niveau réel reste restrictif. **La révision en baisse des trajectoires d'inflation pour 2025-2026 et 2026-2027 conforte l'idée de marges de manœuvre croissantes pour soutenir la croissance, tout en justifiant le maintien d'une orientation « neutre » à ce stade.**



## B. 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	Neutre	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, mais plusieurs points d'attention émergent par marchés. Les actions chinoises passent à nouveau sous la MM 20 semaines, ce qui constitue un signal de plus de fragilité, en lien avec l'absence de catalyseurs macro et un flux d'informations toujours peu porteur. En Inde, la cassure des MM 10 et 20 semaines du MSCI India après une longue phase de surperformance traduit plus des prises de bénéfices dans un contexte de valorisations élevées qu'une réelle dégradation de la tendance qui devrait rester haussière. Enfin, sur l'USD/EUR, le franchissement baissier des MM 10 et 20 semaines, consécutif au nouvel assouplissement de 25 bps de la Fed et à l'ajustement des anticipations de taux, constitue un signal technique à surveiller.

## 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](http://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