

NOVEMBRE 2025

HOUSE VIEWS

On garde le cap !

Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel

Des marchés portés par la dynamique économique et par l'Intelligence Artificielle

Les marchés actions ont confirmé leur tendance positive ces dernières semaines, soutenus par un environnement macroéconomique qui reste résilient. Malgré des incertitudes persistantes — tensions géopolitiques, *shutdown* aux Etats-Unis, instabilité politique en France — la dynamique des marchés ne s'est pas essouffée. Les indicateurs d'activité continuent de surprendre favorablement, et les perspectives restent positives, avec des politiques monétaires et surtout budgétaires qui continueront de soutenir l'activité.

Par ailleurs, les investissements massifs dans l'intelligence artificielle, accompagnés par des profits robustes, notamment aux États-Unis, entretiennent une impulsion sectorielle forte qui irrigue l'ensemble des marchés actions. Cette combinaison de facteurs conforte notre scénario d'une croissance résiliente dans les principales zones.

Maintien de notre positionnement affirmé

Dans ce contexte, nous maintenons notre grille stratégique inchangée. Nous conservons notre surpondération sur les

actions, avec une préférence affirmée pour les États-Unis et l'Europe, et une tonalité constructive sur le Japon et les marchés émergents. Cette allocation reste cohérente avec notre scénario macroéconomique et notre volonté de capter les dynamiques différenciées à l'échelle mondiale.

Nous confirmons également notre forte sous-pondération obligataire. Les tensions sur les taux d'intérêt devraient perdurer, alimentées par une offre obligataire élevée, la réduction des bilans des banques centrales européennes et une inflation structurellement plus élevée que par le passé. Cette configuration justifie notre prudence vis-à-vis des obligations souveraines. Nous restons constructifs sur les obligations d'entreprises, plus attractives en termes de portage et qui présentent une sensibilité moindre aux tensions sur les taux de long terme.

Enfin, nous ajustons notre vue sur le dollar : nous passons désormais à une position neutre, avec une modération des tensions sur les tarifs douaniers et des perspectives de taux d'intérêt plus favorables au dollar.

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 07/11/2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

NOS PRINCIPALES CONVICTIONS



Maintien de notre surexposition actions, dans un contexte de *momentum* de marché solide et de résilience macroéconomique, tandis que les tensions sur les taux justifient notre nette sous-pondération des obligations.



Nette sous-pondération sur les obligations, notamment souveraines. Position respectivement Neutre et Surpondérée sur les obligations *Investment Grade* et *High Yield*, afin de bénéficier de leur portage plus attractif.



Poche actions diversifiée géographiquement, avec surpondération Europe et Etats-Unis ainsi qu'une position constructive sur le Japon et les marchés émergents.

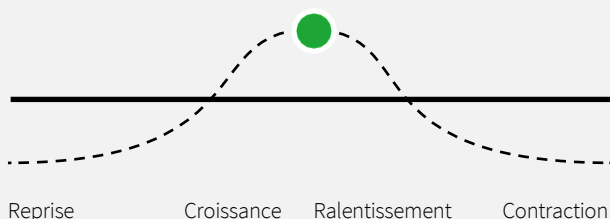


Passage à la neutralité sur le dollar, avec la Réserve fédérale qui mettrait en pause prochainement son cycle de baisse des taux. Maintien de notre exposition à l'or, qui joue un rôle de couverture et de diversification.

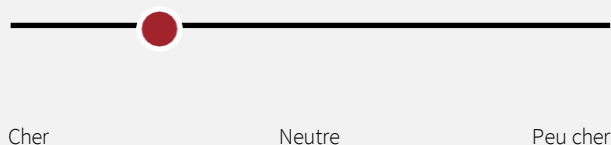
Les principales briques de notre cadre analytique



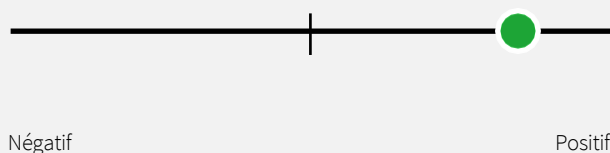
SCÉNARIO ÉCONOMIQUE



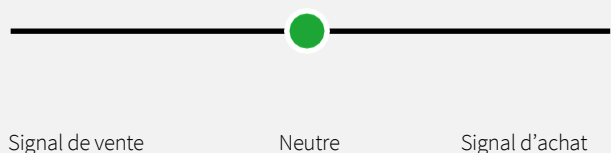
VALORISATIONS



MOMENTUM



SENTIMENT



NOTRE ALLOCATION D'ACTIFS

Synthèse des vues

	Très sous-pondéré	Sous-pondéré	À l'équilibre	Sur-pondéré	Très sur-pondéré	Variation depuis le comité d'octobre
ACTIONS						
ACTIONS MONDE				●		=
États-Unis				●		=
Zone Euro				●		=
Royaume Uni				●		=
Japon			●			=
Émergents			●			=
MARCHÉ OBLIGATAIRE SOUVERAINS						
TAUX		●				=
Etats-Unis	●					=
Zone euro	●					=
Royaume-Uni	●					=
Dette émergente (USD)		●				=
ENTREPRISES						
Entreprises (US)			●			=
Haut rendement (US)			●			=
Entreprises (Europe)			●			=
Haut rendement (Europe)				●		=
DEVISES						
EUR contre USD			●			-
USD contre JPY			●			+
GBP contre USD			●			-
EUR contre CHF		●				=
ALTERNATIVES						
Matières premières			●			=
Or			●			=
Hedge funds	●					=

MARCHÉS ACTIONS : ALLOCATION PAR STYLE

	Croissance	Valeur
États-Unis	●	
Zone Euro		●
Royaume Uni		●

MARCHÉ OBLIGATAIRE : ALLOCATION PAR DURATION

	En dessous du bench.	Au niveau du bench.	Au dessus du bench.
États-Unis	●		
Zone Euro	●		
Royaume Uni	●		

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 07/11/2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

FOCUS ÉCONOMIQUE

Des économies résilientes

Nous maintenons un scénario de résilience des principales économies, notamment soutenues par leurs politiques budgétaires. L'inflation s'est bien normalisée globalement mais resterait plus élevée aux Etats-Unis par contagion des hausses des tarifs douaniers. Les banques centrales suivraient chacune leur voie en termes de politique de taux courts, et continueraient pour certaines leur politique de réduction de leur bilan (*Quantitative Tightening, QT*), maintenant les taux de long terme sous tension dans un contexte d'émissions importantes.

États-Unis : une économie dopée par l'IA. Le *shutdown* prolongé pèse sur la visibilité économique : il pourrait temporairement freiner la croissance et limite l'accès aux données officielles, compliquant la lecture conjoncturelle. La hausse effective des tarifs douaniers, pourraient maintenir quelques tensions sur l'inflation et freiner l'activité. Parallèlement, le marché du travail montre des signes de ralentissement, en partie liés à une politique migratoire plus restrictive et aux incertitudes politiques. Malgré cela, l'activité reste portée par les investissements massifs dans l'intelligence artificielle et par une politique budgétaire toujours favorable. Les entreprises du secteur technologique continuent d'annoncer des plans d'investissement ambitieux, confortant notre scénario d'un ralentissement modéré (croissance attendue autour de 1,5 % - 2 % en 2026).

Poursuite modérée du cycle de baisse des taux. La Fed a poursuivi l'assouplissement de sa politique monétaire mais semble désormais plus hésitante sur la suite, en raison d'un ralentissement limité et de tensions inflationnistes persistantes. Les anticipations de marché, qui intègrent plusieurs baisses supplémentaires, paraissent donc optimistes. Elle a par ailleurs acté de la fin de sa politique de bilan pour début décembre.

Zone euro : des facteurs de soutien. La croissance du troisième trimestre a surpris favorablement, confirmant la résilience de la zone euro. Les baisses passées de l'inflation et des taux de la banque centrale continueraient de soutenir l'activité à court terme. Les

plans de relance, notamment en Allemagne, devraient prolonger ce soutien. La France resterait en retrait, pénalisée par l'instabilité politique qui pèse sur la confiance et entretient des taux longs élevés.

Statu quo de la BCE. A court terme, l'inflation pourrait diminuer, du fait de la baisse des prix du pétrole, de la force de l'euro et du ralentissement de l'inflation des services, mais la perspective des plans de relance pose question à moyen terme. Dans ce contexte nous tablons sur le maintien du statu quo de la BCE, conforme à sa communication. Pour autant, elle pourrait actionner une ou deux baisses supplémentaires dans les mois à venir en cas de conjoncture transitoirement plus favorable.

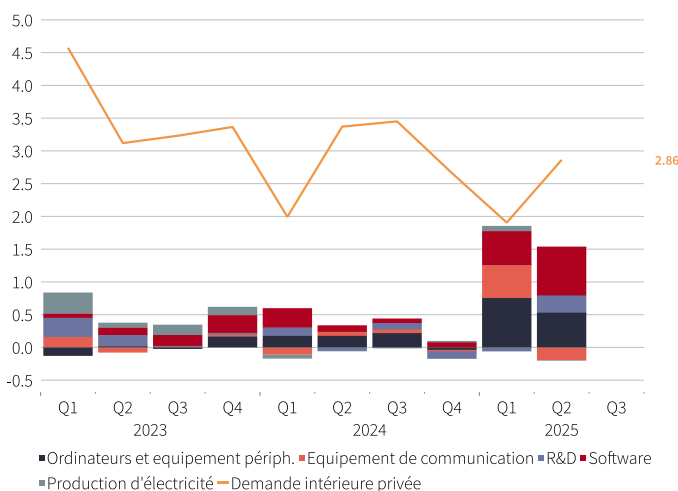
Des taux d'intérêt de long terme qui s'écartent de ceux de court terme. Les taux courts reflètent déjà l'assouplissement monétaire passé ou anticipé. En revanche, les taux longs souverains restent volatils et sous tension, alimentés par la résilience de l'activité, les incertitudes sur l'inflation américaine, la poursuite du QT en Europe et une offre obligataire toujours élevée. En France, la résurgence du risque politique continue de peser sur la courbe des taux.

Chine : ambitions stratégiques face à des fragilités persistantes.

Pékin a clôturé son 4^e plénum, préparant le 15^e plan quinquennal (2026-2030) qui vise à concilier croissance et stabilité sociale. Les priorités : modernisation industrielle, indépendance technologique et relance ciblée de la consommation. Sur le plan conjoncturel, la croissance a ralenti (+4,8 % au T3), compliquant l'objectif officiel de 5%. L'économie reste à deux vitesses : exportations dynamiques dans les secteurs stratégiques (véhicules électriques, panneaux solaires), mais demande intérieure fragile, pénalisée par la crise immobilière et le chômage des jeunes. Pressions déflationnistes persistantes (inflation proche de 0 %) et vieillissement démographique accentuent les défis. En perspectives : la croissance devrait rester proche de 4,5 % en 2026, soutenue par les exportations et les investissements publics. Les mesures pour stimuler la consommation auront un impact limité à court terme, et le succès du 15^e plan dépendra de la capacité à rééquilibrer le modèle économique à plus long terme.

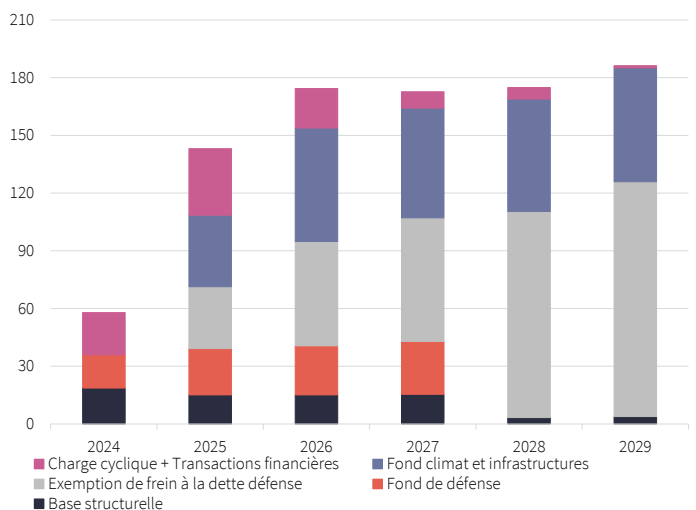
ÉTATS-UNIS : CONTRIBUTION DE L'INVESTISSEMENT EN INTELLIGENCE ARTIFICIELLE A LA CROISSANCE

En %, glissement trimestriel annualisé



ALLEMAGNE : TRAJECTOIRE DU DÉFICIT PUBLIC

En milliards euros



Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 07/11/2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

MARCHÉS ACTIONS

Maintien de notre surpondération

Nous maintenons notre Surpondération sur les marchés actions, en particulier sur les actions américaines et européennes. La combinaison d'une croissance économique résiliente et de perspectives solides de revenus dans le secteur de l'intelligence artificielle continue de soutenir les valeurs américaines.

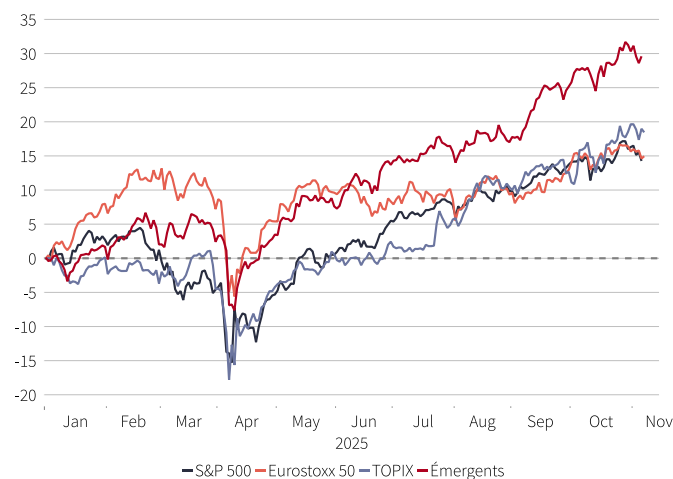
En Europe, nous continuons à être Surpondérés, du fait de la reprise progressive de l'activité, des plans de relance budgétaire attendus début 2026 et d'une politique monétaire toujours accommodante. Nous restons également constructifs sur les marchés émergents, soutenus par l'assouplissement monétaire américain et des valorisations attractives.

ÉTATS-UNIS

Nous maintenons notre exposition à Surpondérés sur le marché actions américain. Le *rally* des indices actions américains s'est poursuivi, avec une progression de 0,5% pour le S&P 500 et de 1,8% pour le Nasdaq depuis le début du mois d'octobre. Cette performance reste très concentrée sur les actions de style « Croissance », dont l'IA, avec une hausse de 2,4% depuis le mois d'octobre alors que les actions de style « Value » affichent un recul de 1,9% sur la même période sur fond de baisse du prix des matières premières. Les entreprises de l'IA, dont à 85% sont des entreprises américaines, ont affiché une croissance des bénéfices par action de 19% sur un an au T3-25 alors que les estimations de croissance des profits pour les 12 mois à venir sont attendus en hausse par 38% par les analystes. Ces perspectives positives de revenus expliquent aussi les investissements importants déjà effectués et annoncés pour les trimestres à venir. D'autre part, la bonne performance des indices actions reflète la résilience de l'économie américaine face aux chocs de droits de douane, de la politique migratoire très restrictive et de l'incertitude politique, avec une croissance qui resterait proche de 2% au T3-25. Enfin, les perspectives d'une baisse de taux d'intérêt supplémentaire de la Fed soutien aussi les valorisations américaines. Au vu de ces éléments, nous augmentons notre exposition à Surpondérés sur les actions américaines, avec toujours une préférence pour les valeurs de style Croissance compte tenu la résilience de l'économie, les perspectives favorables de profits et l'assouplissement monétaire.

PRIX DES INDICES ACTIONS

100=31/12/2024, en monnaie locale



EUROPE

Nous restons Surpondérés sur les marchés actions européens. Depuis début octobre, les principaux indices ont progressé, avec le STOXX 600 en hausse de 2 % et de 12,1 % depuis le début de l'année. Par pays, l'IBEX espagnol continue de surperformer les indices européens, avec une progression de 4% depuis le mois d'octobre, rejoint par le FTSE britannique qui enregistre une hausse similaire. Ailleurs, les progressions sont plus modestes, le CAC augmentant de 1,2% depuis début octobre alors que le DAX allemand est stable. Le cycle économique de la zone euro continue sur sa phase de reprise progressive, avec une progression du PIB au T3-25 qui a surpris favorablement. Nous considérons en outre que les conditions monétaires resteront accommodantes, avec la BCE qui maintiendra son taux directeur à 2%. Par ailleurs, les perspectives d'une politique budgétaire favorable, avec la mise en place du plan de relance en Allemagne, continueraient de soutenir les marchés avec des effets positifs sur l'activité attendus en début d'année 2026. Compte tenu de ces éléments, nous restons Surpondérés sur les marchés actions européens. Sur les styles, nous sommes plus équilibrés entre « croissance » et « value », les entreprises des secteurs « Value » étant les principales bénéficiaires des plans de soutien budgétaire et les valorisations restant attractives par rapport à leurs historiques. Nous maintenons notre exposition au marché « Small Cap », en raison d'une composition sectorielle avec un biais « Value », et de valorisations qui sont attractives par rapport aux « Large Cap ».

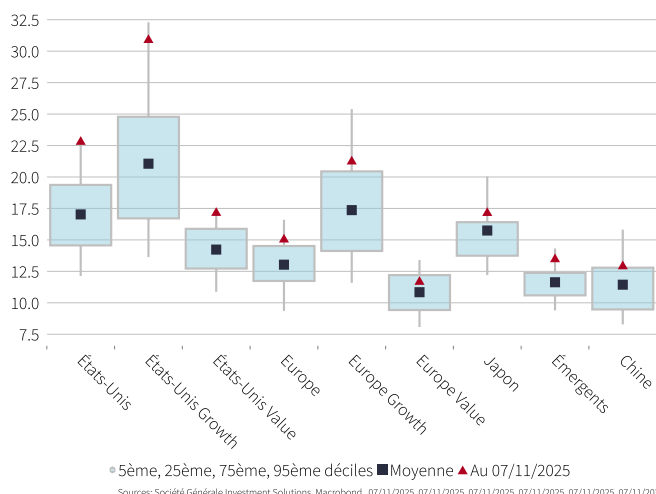
JAPON

Nous restons à l'Équilibre sur le marché actions japonais. Le marché a affiché des très bonnes performances depuis le mois d'octobre, avec une hausse pour le TOPIX de 5,1%. Si cette performance est en ligne avec le *momentum* positif des actions mondiales, elle reflète aussi les perspectives d'un *policy mix* plus favorable, à la *Abenomics*, de la part de la nouvelle première ministre Sanae Takaichi.

ÉMERGENTS

Les actions émergentes restent elles aussi sur une bonne dynamique, l'indice progressant de 3,5% depuis début octobre et 30% depuis le début de l'année, avec une bonne performance aussi des principaux indices nationaux. Nous restons constructifs, à « l'Équilibre », sur ce marché, compte tenu des perspectives de relance budgétaire en Chine, des valorisations attractives et une composition avec un biais le secteur de l'IA.

MARCHÉS ACTIONS: RATIO PRIX REVENUS ATTENDUS



Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 07/11/2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Sous-pondération des obligations

Nous maintenons notre Sous-Pondération sur la poche obligataire avec une différence entre les obligations souveraines et celles des entreprises. Nous restons « Très Sous-Pondérés » sur les obligations souveraines américaines et européennes, en raison des perspectives dégradées des finances publiques, qui devraient maintenir une pression haussière sur les taux souverains. Sur la poche crédit entreprises, nous restons constructifs sur les obligations bien notées (*Investment Grade*) dans un contexte où les primes de risques restent à niveau bas mais le portage est moins attractif. Nous restons Surpondérés sur le crédit à grade spéculatif (*High Yield*) du fait du contexte de croissance encore favorable, d'un portage plus attractif et d'un faible risque de durée.

ÉTATS-UNIS

Les taux d'intérêt des obligations d'Etat américain restent à un niveau élevé, en particulier les taux longs, du fait de maintien d'anticipations d'inflation plus élevée et d'une activité qui reste résiliente. Le taux des Treasuries à 2 ans (proxy des anticipations des taux Fed funds à un an) est resté autour de 3,6% depuis le début du mois d'octobre, tandis que le taux à 10 ans reste aussi autour de 4,1% au cours de la même période. En effet, si la Fed a poursuivi le cycle de baisse de taux d'intérêt au mois d'octobre en diminuant la fourchette des Fed Funds à 3,75%-4%, la communication des membres de la Fed a été plus prudente qu'attendue par les marchés. Tout d'abord, l'activité économique demeure résiliente, du fait de la bonne tenue de l'investissement et la consommation, ce qui réduit la nécessité d'un cycle plus marqué de baisse de taux d'intérêt. Ensuite, l'inflation reste elle aussi au dessus de la cible de 2% de la Fed, avec une inflation sous-jacente au mois d'octobre à 3%, ce qui a conduit la Fed à avoir une tonalité plus prudente. Enfin, en absence de données officielles du marché du travail, les données privées montrent que le marché américain reste caractérisé par une dynamique de faibles embauches mais de faibles licenciements, justifiant ainsi la prudence de la Fed par rapport à son objectif de double mandat. Nous continuons à tabler sur une baisse de 25pb au meeting de décembre suivie d'une pause en début de 2026. Par ailleurs, l'adoption du projet de loi budgétaire au Congrès, qui entraînerait des déficits budgétaires supérieurs à 6 % du PIB dans les prochaines années, maintiendrait la prime de terme (la prime attendue pour la détention d'une obligation à long terme) à

un niveau élevé, exerçant ainsi une pression sur les taux souverains. Pour ces raisons, nous adoptons une position « très sous-pondérée » sur les Treasuries et privilégions les durations courtes dans ce contexte de pentification des courbes.

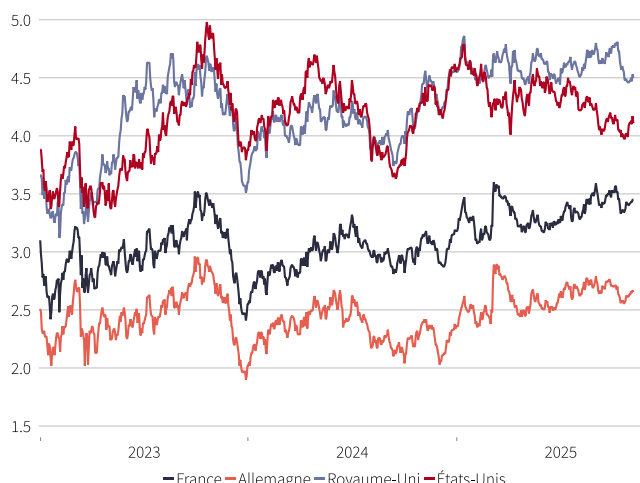
EUROPE

Nous maintenons une position de Très-Sous Pondérée sur les obligations d'Etats de la zone euro, du fait d'une offre accrue de titres souverains prévue pour les prochaines années et d'incertitudes politiques en France. Le taux du Bund à 10 ans s'est situé autour de 2,7 % depuis octobre, avec un taux réel ajusté pour l'inflation à 1 %, son plus haut niveau depuis 2011. En France, le taux de l'OAT a affiché une forte volatilité dans le cadre de la crise politique, se situant à 3,4%, soit une prime de risque de 79pb. Les primes de risque des économies périphériques ont toutefois continué de se réduire depuis juillet, avec la prime espagnole à 51 points de base et celle de l'Italie à 76 points de base. La hausse des taux longs européens diffère de celle des taux américains, en raison d'une inflation qui se stabilise, ce qui devrait inciter la BCE à maintenir des conditions monétaires accommodantes. En effet, l'inflation dans la zone monétaire reste proche de la cible de la BCE (2% au mois de d'octobre) et nous nous attendons à que cette tendance se poursuive. Dans ce contexte, la hausse des taux souverains reflète l'augmentation attendue des émissions d'obligations. Le plan de relance allemand devrait porter le déficit budgétaire à 3,5 % au cours des prochaines années, augmentant ainsi considérablement l'offre de dette allemande, qui était jusqu'alors limitée. Par ailleurs, les efforts pour accroître les dépenses de défense, avec un objectif de 3,5 % du PIB en 2028, devraient également accroître les émissions des autres économies. Enfin, les perspectives dégradées des finances publiques françaises et le risque politique exercent une pression haussière sur les taux souverains européens. Par conséquent, nous adoptons une position très sous-pondérée sur les obligations souveraines européennes, avec une préférence pour une durée inférieure à celle du benchmark.

CRÉDIT

Nous restons constructifs sur le crédit IG dans un contexte où les primes de risques continuent à se situer à des niveaux très bas mais le portage de ces obligations (3%) reste moins attractif face aux risques de hausses des taux long souverains. Nous restons surpondérés sur le crédit HY qui offre un portage plus attractif et un risque de durée plus faible.

TAUX SOUVERAINS À 10 ANS (%)



PRIMES DE RISQUES DU CREDIT EUROPÉEN

Écart de taux par rapport au souverain



Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 07/11/2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

DEVISES

Passage à Neutre sur le dollar

Nous revenons à une position Neutre sur le dollar face aux principales devises développées. Cette décision s'explique par les orientations monétaires de fin octobre : la posture plus prudente de la Fed rend la fin du cycle de baisse de taux plus incertain, ce qui renforce les perspectives de taux d'intérêt aux États-Unis et soutient le billet vert. Par ailleurs, la réduction des incertitudes géopolitiques contribue également à la résilience du dollar. Nous passons également à Neutre sur le yen, dans un contexte de perspectives de politique monétaire plus accommodante au Japon, et maintenons une Sous-pondération sur l'euro face au franc suisse, qui conserve son rôle de valeur refuge.

INDICE DOLLAR

Depuis le début de l'année, l'indice dollar a reculé de plus de 7,5 %, reflétant une réallocation mondiale des investisseurs vers d'autres devises, notamment en raison de la volonté de l'administration Trump de favoriser un dollar plus faible. Cependant, cette tendance s'est atténuée depuis le début du trimestre, portée par des perspectives de taux d'intérêt plus favorables au dollar et une modération des incertitudes autour des tarifs douaniers.

Sur le marché des changes, le won sud-coréen (KRW) s'est déprécié de 2,5 %, tandis que le dollar taïwanais (TWD) a reculé de 1,4 % depuis le début du trimestre. La roupie indienne (INR) s'est quant à elle légèrement appréciée de 0,17 %, tandis que le yuan chinois (CNY) est resté stable par rapport à septembre. En Amérique latine, le peso mexicain (MXN) et le real brésilien (BRL) ont enregistré une dépréciation d'environ 1 % depuis début octobre, tout en affichant des gains respectifs de 10 % et 13 % face au dollar depuis le début de l'année.

EUR/USD L'euro reste stable autour de 1,15, enregistrant une appréciation de plus de 9 % depuis le début de l'année. Plusieurs éléments suggèrent que cette parité devrait rester stable dans les mois à venir.

TAUX DE CHANGE CONTRE USD



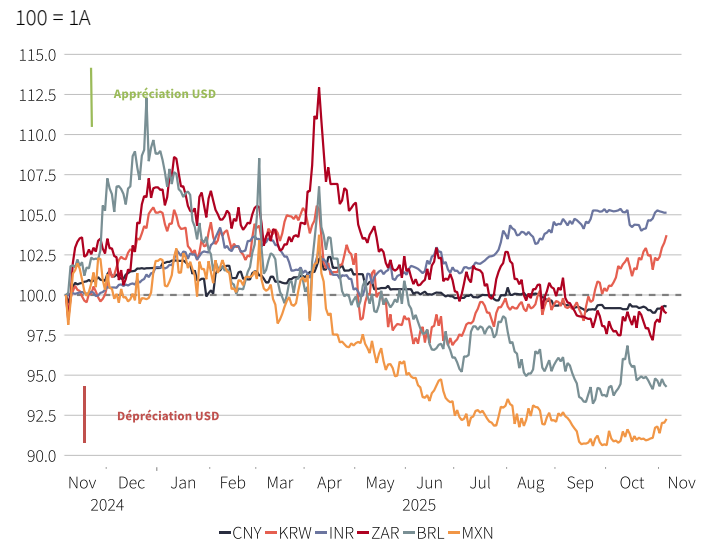
Tout d'abord, le différentiel de taux entre les États-Unis et la zone euro continue de jouer un rôle clé. Lors des réunions de fin octobre, la BCE a opté pour le statu quo, tandis que la Fed a adopté un ton plus prudent : une baisse de taux d'ici la fin d'année paraît désormais moins probable. Cette révision des anticipations, visible sur les taux courts et longs, limite le potentiel de repli du dollar. Par ailleurs, la baisse des incertitudes politiques et l'annonce d'une trêve commerciale entre les États-Unis et la Chine ont également contribué à renforcer le dollar. Dans ce contexte, nous ajustons notre positionnement sur la parité EUR/USD, passant de Surpondéré à Neutre, estimant que l'évolution devrait rester contenue dans une fourchette proche de 1,15 au cours des prochains mois.

GBP/USD La livre évolue autour de 1,30, en hausse de près de 4 % depuis le début de l'année. Néanmoins, le statut quo de la BoE le 6 novembre, couplée à une Fed désormais plus prudente, réduit la divergence monétaire qui soutenait la devise britannique face au dollar. Dans ce contexte, nous passons de Surpondéré à Neutre sur la parité GBP/USD.

USD/JPY Le yen s'échange actuellement autour de 153 pour un dollar, affichant une dépréciation de plus de 2 % depuis le début de l'année. Cette faiblesse s'explique principalement par la politique monétaire américaine, mais également par l'élection de la Première ministre Sanae Takaichi. Les anticipations d'un stimulus fiscal et d'une politique budgétaire expansionniste au Japon ont réduit les perspectives de resserrement monétaire de la Banque du Japon, ce qui continue de peser sur la devise nippone. Dans ce contexte, nous ajustons notre positionnement sur la parité USD/JPY, passant à Neutre, estimant que les facteurs actuels devraient maintenir le yen sous pression.

EUR/CHF Le franc suisse reste stable autour de 0,93 face à l'euro. Nous maintenons une position Sous-pondérée sur l'euro face au franc suisse, qui conserve son rôle de valeur refuge dans un contexte d'incertitudes. Les fondamentaux suisses restent solides (excédents courants élevés, stabilité économique) et continuent de soutenir la vigueur du franc suisse.

TAUX DE CHANGE CONTRE USD



MATIERES PREMIERES ET THEMATHIQUES

Le pétrole en recul, l'or tempère sa hausse

Le Brent poursuit sa baisse depuis le début du trimestre, s'établissant autour de 64 dollars le baril, sous l'effet d'une hausse de la production entraînant des craintes d'excédent, tandis que les incertitudes sur la demande mondiale persistent. Après avoir atteint un sommet historique, le cours de l'or connaît une légère correction. L'intérêt pour ce métal précieux reste solide, mais la durabilité de cet engouement reste incertaine.

MATIÈRES PREMIÈRES

Depuis début octobre, le Brent a reculé de plus de 2 % en dollars, passant de 66 à 64,3 dollars le baril (de 56,3 à 56 euros). Mi-octobre, les cours ont brièvement touché les 60 dollars, avant de rebondir sous l'effet d'un apaisement des tensions commerciales sino-américaines et de signaux géopolitiques, tels que la volonté de l'Inde de réduire ses achats de brut russe et la mise sur liste noire des principales compagnies pétrolières russes par Washington.

Du côté de l'offre, l'OPEP+ a confirmé une hausse modérée de 137 000 barils par jour en décembre, suivie d'une pause au premier trimestre 2026, invoquant une saisonnalité défavorable. Cette décision s'inscrit dans une stratégie de reconquête des parts de marché, malgré la faiblesse persistante des cours. Aux États-Unis, les stocks de pétrole ont bondi de 5,2 millions de barils lors de la dernière semaine d'octobre, alors qu'une baisse était attendue, alimentant les craintes d'un excédent. Sur le plan de la demande, le ralentissement de la croissance chinoise – à son plus bas niveau depuis un an – pèse sur les perspectives, la Chine demeurant le premier importateur mondial de brut. Face à cette volatilité, notre stratégie reste prudente, privilégiant un positionnement équilibré pour ne pas sur-réagir aux fluctuations temporaires du marché.

Concernant le gaz naturel européen, les prix affichent une hausse de plus de 5 % depuis début octobre, malgré une correction en fin de mois.

L'OR

Après avoir atteint un sommet historique le 20 octobre à 4 356 USD l'once (3 738 euros), le cours de l'or est repassé sous la barre des 4 000

USD. Cette correction intervient après une envolée spectaculaire depuis le début de l'année, avec une performance supérieure à 50 %, qui reste néanmoins positive depuis octobre (+2 %).

La hausse observée depuis janvier a été portée par une forte demande des investisseurs, l'or étant perçu comme une couverture face aux incertitudes géopolitiques, à l'endettement public élevé et au risque d'une inflation persistante. Les achats des banques centrales, motivés par une diversification hors dollar, ont également soutenu le marché, bien que leur rythme ait ralenti ces derniers mois selon le FMI. L'intérêt pour le métal précieux demeure solide, mais la durabilité de cet engouement reste incertaine. Plusieurs facteurs jouent en sens inverse, tels que la prolongation de la trêve commerciale sino-américaine ou le regain d'appétit pour le risque.

Nous maintenons une position équilibrée sur l'or : la perspective reste positive, mais nous privilégions la recherche de performance supplémentaire sur les marchés actions.

Thématiques

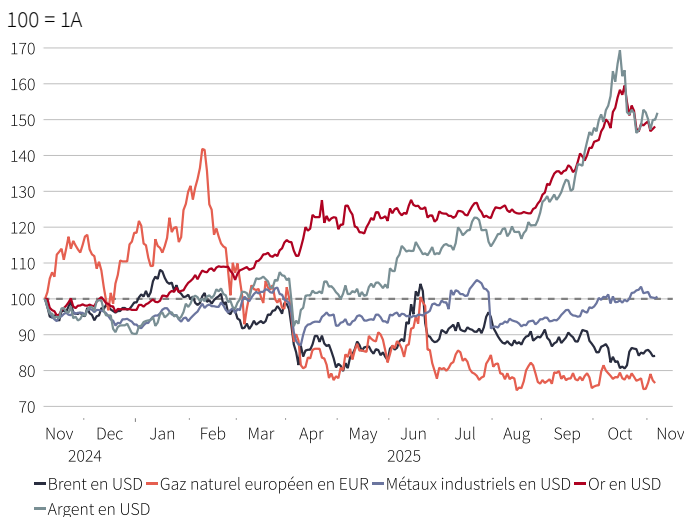
Métaux précieux. Nous estimons que l'incertitude politique persistante et les tensions sur les taux longs continuent de soutenir les métaux précieux, notamment l'or et l'argent, qui demeurent des valeurs refuges solides et prisées en période de volatilité.

Crédit corporate. Dans un environnement marqué par des baisses de taux des banques centrales et de taux longs toujours attractifs, nous restons constructifs sur crédit corporate, offrant notamment des opportunités de portages intéressants.

Intelligence artificielle. Nous gardons également notre position sur le secteur de l'intelligence artificielle, porté par une croissance exceptionnelle des bénéfices et des investissements massifs en CAPEX, en particulier de la part des « Magnificent 7 », moteurs clés de l'innovation technologique.

Toujours en cours : Nous maintenons par ailleurs nos positions sur le *reshoring*, la souveraineté européenne et les *small caps* européennes, qui restent des thématiques clés dans le contexte actuel des marchés.

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES



PRIX DE L'OR ET DÉTENTION D'OR PAR DES ETF

Millions d'once et dollars par once



AVERTISSEMENT IMPORTANT

Avertissement général

Ce document est une communication à caractère promotionnel publiée par Société Générale Private Banking, qui est la ligne métier du Groupe Société Générale opérant à travers son siège au sein de Société Générale S.A. en France et son réseau (départements ou entités juridiques distinctes (succursales ou filiales, ci-après les « Entités »)), localisé sur les territoires mentionnés ci-après, agissant sous la marque « Société Générale Private Banking » et distributeurs du présent document.

Le présent document de nature informative, sujet à modification, est communiqué à titre purement indicatif et n'a pas de valeur contractuelle.

Son contenu n'est pas destiné à fournir un service d'investissement, il ne constitue ni un conseil en investissement ou une recommandation personnalisée sur un produit financier, ni un conseil ou une recommandation personnalisée en assurance, ni une sollicitation d'aucune sorte, ni un conseil juridique, comptable ou fiscal de la part de Société Générale Private Banking et de ses Entités. L'information contenue dans ce document n'a pas pour objectif de fournir une base permettant de prendre une décision d'investissement.

Tout investissement peut avoir des conséquences fiscales et Société Générale Private Banking et ses Entités ne fournissent pas de conseil fiscal. Le niveau d'imposition dépend des circonstances individuelles et les niveaux et assiettes d'imposition peuvent changer. En outre, le présent document n'a pas pour objet de fournir des conseils comptables, fiscaux ou juridiques et ne doit pas être utilisé à des fins comptables, fiscales ou juridiques. Des conseils indépendants doivent être sollicités le cas échéant.

Les données historiques utilisées et les informations et avis cités, proviennent ou sont notamment basées sur des sources externes que Société Générale Private Banking et ses Entités considèrent fiables mais qu'elles n'ont pas vérifiées de manière indépendante. Société Générale Private Banking et ses Entités n'assumeront aucune responsabilité quant à l'exactitude, la pertinence et l'exhaustivité de ces données.

Le contenu de ce document ne prend pas en compte d'objectifs d'investissement ni de situations financières spécifiques. Il appartient aux investisseurs de prendre contact avec leurs conseillers externes habituels afin d'obtenir toutes les informations financières, juridiques et fiscales qui leur permettront d'apprécier les caractéristiques et les risques de l'investissement envisagé ainsi que la pertinence de la mise en œuvre des stratégies dont il est question dans le présent document.

L'investissement dans certaines classes d'actifs citées peut ne pas être autorisé dans certains pays ou peut être réservé qu'à une certaine catégorie d'investisseurs. Il est de la responsabilité de toute personne en possession de ce document de s'informer et de respecter les dispositions légales et réglementaires de la juridiction concernée. Ce document n'est en aucune manière destiné à être diffusé à une personne ou dans une juridiction pour laquelle une telle diffusion serait restreinte ou illégale. Il ne peut notamment pas être diffusé aux Etats-Unis, et ne peut être distribué, directement ou indirectement, sur le marché des Etats-Unis ou auprès d'une US Person.

Risques généraux

Certaines classes d'actifs citées peuvent présenter divers risques, impliquer une perte potentielle de la totalité du montant investi voire une perte potentielle illimitée, et n'être en conséquence réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs, et/ou adaptées qu'à des investisseurs avertis et

éligibles à ces classes d'actifs. En outre, ces classes d'actifs doivent être conformes au Code de Conduite fiscale du Groupe Société Générale.

Le prix et la valeur des investissements ainsi que les revenus qui en dérivent peuvent fluctuer, à la hausse comme à la baisse. Les variations de l'inflation, de taux d'intérêts et de taux de change peuvent avoir des effets négatifs sur la valeur, le prix et le revenu des investissements libellés dans une devise différente de celle du client. Les éventuelles simulations et exemples contenus dans ce document sont fournis à titre indicatif et à des fins d'illustration uniquement. La présente information peut être modifiée en fonction des fluctuations des marchés, et les informations et avis mentionnés dans ce document peuvent être amenés à évoluer. Société Générale Private Banking et ses Entités ne s'engagent ni à actualiser ni à modifier le présent document, et n'assumeront aucune responsabilité à cet égard.

Le présent document a pour seul but d'informer les investisseurs, qui prendront leurs décisions d'investissement sans se fier uniquement à ce document. Société Générale Private Banking et ses Entités ne sauront être tenue pour responsables en cas de perte directe ou indirecte liée à un quelconque usage de ce document ou de son contenu. Société Générale Private Banking et ses Entités n'offrent aucune garantie, expresse ou tacite, quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations ou quant à la rentabilité ou la performance de toute classe d'actifs, pays, ou marché.

Les informations sur les performances passées éventuellement reproduites ne garantissent en aucun cas les performances futures et peuvent ne pas se reproduire. La valeur d'un investissement n'est pas garantie et la valorisation d'investissements peut fluctuer.

Les prévisions concernant les performances futures sont basées sur des hypothèses qui peuvent ne pas se concrétiser. Les scénarios présentés sont des estimations de performances futures, fondées sur des informations passées sur la manière dont la valeur d'un investissement varie et/ou sur les conditions de marché actuelles, et ne sont pas des indications exactes. Le rendement obtenu par des investisseurs sera amené à varier en fonction des performances du marché et de la durée de conservation de l'investissement par l'investisseur. Les performances futures peuvent être soumises à l'impôt, lequel dépend de la situation personnelle de chaque investisseur et est susceptible de changer à l'avenir.

Pour une définition et description des risques plus complète, veuillez vous référer au prospectus ou, le cas échéant, aux autres documents réglementaires (si applicable) avant toute décision d'investissement.

Le présent document est confidentiel, destiné exclusivement à la personne à laquelle il est remis, et ne peut ni être communiqué ni porté à la connaissance de tiers (à l'exception des conseils externes et à condition qu'ils en respectent eux-mêmes la confidentialité), ni reproduit totalement ou partiellement, sans accord préalable et écrit de Société Générale Private Banking et de ses Entités.

Conflits d'intérêts

Le Groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. A cet effet, Société Générale Private Banking et ses Entités ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts, y compris des murailles de Chine en matière d'information.

Ce document contient les avis de la ligne métier Société Générale Private Banking. Les opérateurs de marché de Société Générale peuvent effectuer des transactions, ou ont effectué des transactions, sur la base des avis et études de ces personnes. De plus, les équipes de Société Générale Private Banking sont rémunérées, en partie, en fonction de la qualité et de la précision de leurs études, des commentaires des clients, des revenus de l'entité Société Générale Private Banking qui les emploie, et de facteurs concurrentiels.

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 07/11/2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

AVERTISSEMENT IMPORTANT

En règle générale, les sociétés du Groupe Société Générale peuvent être teneur de marché, chef de file ou chef de file associé à une offre publique d'instruments financiers, effectuer des transactions concernant les titres auxquels il est fait référence dans ce document, et peuvent fournir des services bancaires aux sociétés mentionnées dans ce document, ainsi qu'à leurs filiales. Les sociétés du Groupe Société Générale, peuvent, de temps à autre, réaliser des transactions, générer des profits, détenir des titres ou agir comme conseiller, courtier ou banquier en lien avec ces titres, ou des dérivés de ces titres, ou en lien avec les classes d'actifs mentionnées dans ce document.

Les sociétés du Groupe Société Générale peuvent être représentées au conseil de surveillance ou d'administration de ces sociétés.

Les employés du Groupe Société Générale, ou les personnes ou entités qui leur sont liées, peuvent, de temps à autre, détenir une position dans un titre ou une classe d'actifs mentionné(e) dans ce document.

Les sociétés du Groupe Société Générale peuvent acquérir ou liquider, de temps à autre, des positions dans les titres, ou actifs sous-jacent (y compris leurs dérivés) mentionnés dans ce document, ou dans tout autre actif le cas échéant, et par conséquent tout rendement pour un investisseur potentiel peut en être directement ou indirectement affecté.

Les sociétés du Groupe Société Générale n'ont aucune obligation de divulguer ou de prendre en compte ce document dans le cadre de conseil ou de transactions avec un client ou au nom d'un client.

Par ailleurs, les sociétés du Groupe Société Générale peuvent émettre d'autres études qui ne sont pas alignées, ou dont les conclusions diffèrent des informations présentées dans ce document, et n'ont aucune obligation de s'assurer que de telles autres études sont portées à la connaissance de tout bénéficiaire du présent document.

Le Groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. A cet effet, Société Générale Private Banking et ses entités ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts. Pour plus de détails, il est possible de se reporter à la politique de gestion des conflits d'intérêts remise.

ce document. Société Générale Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude ou autre caractéristique des informations contenues dans ce document. Société Générale Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant aux actions menées par le destinataire de ce document sur la seule base de ce dernier, et Société Générale Luxembourg ne se présente pas comme fournissant des conseils, notamment en ce qui concerne les services d'investissement. Les opinions, points de vue et prévisions exprimées dans le présent document (y compris dans ses annexes) reflètent les opinions personnelles de l'auteur/des auteurs et ne reflètent pas les opinions d'autres personnes ou de Société Générale Luxembourg, sauf indication contraire. Ce document a été élaboré par Société Générale. La CSSF n'a procédé à aucune analyse, vérification ou aucun contrôle sur le contenu du présent document. Monaco : Le présent document est distribué à Monaco par Société Générale Private Banking (Monaco) S.A.M., sise 11 avenue de Grande Bretagne, 98000 Monaco, Principauté de Monaco, régie par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et la Commission de Contrôle des Activités Financières. Les produits financiers commercialisés à Monaco peuvent être réservés à des investisseurs qualifiés conformément aux dispositions de la loi n° 1.339 du 07/09/2007 et de l'Ordonnance Souveraine n° 1.285 du 10/09/2007. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.com.

© Copyright Groupe Société Générale 2025. Tous droits réservés. L'utilisation, la reproduction, la redistribution et la divulgation non autorisées de tout ou partie du présent document sont interdites sans le consentement préalable de Société Générale.

Les symboles clés, Société Générale, Société Générale Private Banking sont des marques déposées de Société Générale. Tous droits réservés

Avertissement spécifique par juridiction

France : Sauf indication contraire expresse, le présent document est publié et distribué par Société Générale, établissement de crédit prestataire de services d'investissement agréé par et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE ») (sise ECB Tower, Sonnemannstraße 20, 60314 Francfort-sur-le-Main, Allemagne) au sein du Mécanisme de supervision unique banque française autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (sise 4, Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09), et l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») (sise 17 Pl. de la Bourse, 75002 Paris). Société Générale est également enregistrée auprès de l'ORIAS en qualité d'intermédiaire en assurance sous le numéro 07 022 493 orias.fr.

Société Générale est une société anonyme française au capital de 1 003 724 927,50 euros au 17 novembre 2023, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.com.

Luxembourg : Le présent document est distribué au Luxembourg par Société Générale Luxembourg, société anonyme enregistrée auprès du registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 6061 et établissement de crédit autorisé et régi par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »), sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), et dont le siège social est sis 11, avenue Émile Reuter – L 2420 Luxembourg. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <https://www.societegenerale.lu/>. Aucune décision d'investissement quelle qu'elle soit ne pourrait résulter de la seule lecture de

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 07/11/2025. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

