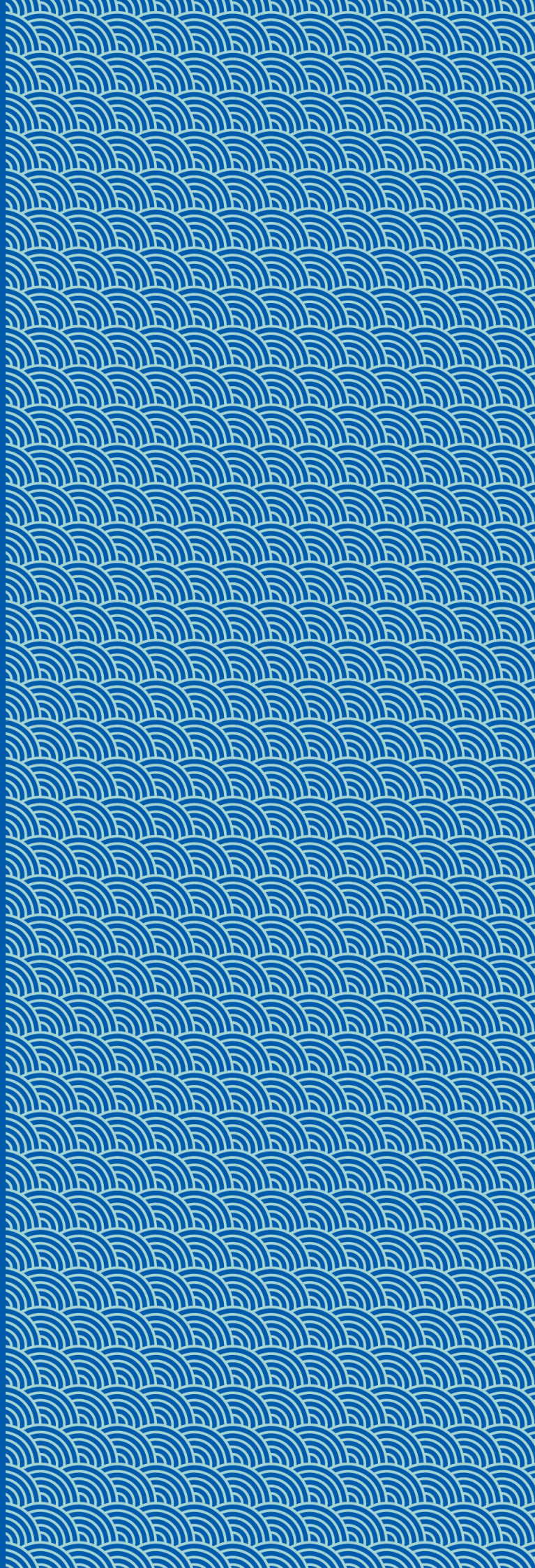




FONDS SOUVERAIN
INTERGENERATIONNEL

N° RCS J58

RAPPORT D'ACTIVITE
RELATIF AU PREMIER SEMESTRE 2025
(préparé par le comité directeur)



STRUCTURE ADMINISTRATIVE ET ORGANISATIONNELLE

COMITE DE DIRECTION

Au 30 juin 2025, le comité directeur du Fonds souverain est composé des membres suivants :

- M. Bob Kieffer, Président,
- Mme Yasmin Gabriel, Vice-présidente,
- M. Claude Kremer,
- Mme Anne-George Kuzuhara,
- M. Jacques Schmit.

Le comité directeur a tenu trois réunions au premier semestre 2025, en présence du comité d'investissement.

COMITE D'INVESTISSEMENT

Au 30 juin 2025, le comité d'investissement du Fonds souverain est composé des membres suivants :

- M. Bob Kieffer, Président du comité directeur,
- M. André Birget, membre externe,
- M. Aly Kohll, membre externe,
- Mme Jane Wilkinson, membre externe.

Le comité d'investissement a participé aux réunions du comité directeur.

CONTRATS ET COMPTABILITE

Le comité directeur a adopté les comptes financiers 2024 et le rapport d'activité 2024 du Fonds souverain dans sa réunion du 10 mars 2025.

Le comité directeur a adressé, à la mi-mars 2025, les comptes financiers 2024 du Fonds souverain, vérifiés par EY Luxembourg, pour approbation au Conseil de gouvernement. Les comptes financiers 2024 du Fonds souverain ont été approuvés par le Conseil de gouvernement dans sa séance du 28 mars 2025. Le Conseil de gouvernement a également pris acte du rapport d'activité 2024 qui lui a été soumis pour information ensemble avec les comptes financiers 2024. En application de l'article 1^{er}, paragraphe 3, alinéa 4, de la loi modifiée du 19 décembre 2014 relative à la mise en œuvre du paquet d'avenir - première partie (2015), les comptes financiers ont été publiés le 10 avril 2025 au Recueil Electronique des Sociétés et Associations.

DOTATION BUDGETAIRE

Le Fonds souverain a reçu au cours du premier semestre la dotation budgétaire annuelle de l'Etat d'un montant de 62.117.423,48 euros. Conformément à l'article 1^{er}, paragraphe 1^{er}, alinéa 5, de la loi modifiée du 19 décembre 2014 relative à la mise en œuvre du paquet d'avenir - première partie (2015), le montant de 50 millions d'euros a été ajusté pour tenir compte des variations de l'indice des prix à la consommation national (IPCN).

ACTIVITE D'INVESTISSEMENT

Le comité directeur a pris bonne note du rapport du comité d'investissement qu'il approuve et dont le contenu se trouve reproduit ci-dessous.

MARCHES FINANCIERS AU 1^{ER} SEMESTRE 2025

Au premier semestre 2025, l'économie affiche une image contrastée. Aux Etats-Unis, la croissance s'est montrée jusqu'à présent assez résiliente mais commence à montrer des signes de faiblesse, tandis qu'en Europe, les perspectives économiques ne se sont pas vraiment améliorées.

Début 2025, les actions de croissance, notamment américaines, liées à la thématique de l'intelligence artificielle, ont chuté entre 5% et 30%. Cette baisse s'explique par le fait que, depuis son lancement le 10 janvier 2025, le chatbot DeepSeek R1 a été plus téléchargé que ChatGPT sur l'iOS App Store américain. Or, ce grand modèle linguistique de la « start-up » chinoise a été développé à un coût négligeable par rapport aux milliards investis par les géants américains. Dans ce contexte de marchés boursiers volatils, les marchés de taux ont fait du surplace.

Dans la majorité des pays développés occidentaux, le taux d'inflation reste proche du niveau-cible des banques centrales, à savoir 2%. Fin juin 2025, le taux d'inflation était de 2,7% aux États-Unis, en recul par rapport à 2,9% en fin d'année 2024. Il s'établissait à 2,0% dans la zone euro, en baisse par rapport à 2,4% en fin d'année 2024.

Le Fonds monétaire international (FMI) table sur une désinflation supplémentaire au niveau des pays développés en 2025, sauf aux États-Unis où l'inflation devrait s'accélérer à cause de la politique tarifaire en matière de commerce international. Le taux d'inflation moyen est attendu à 3,0% en 2025 aux États-Unis (par rapport à une prévision de 1,9% fin décembre 2024) et à 2,1% en 2025 au sein de la zone euro (inchangée par rapport à la prévision fin décembre 2024).

Selon le FMI, la croissance du PIB devrait fortement ralentir aux États-Unis par rapport à 2024, avec une prévision de 1,8% en 2025 (contre 2,7% anticipés en décembre 2024) et de 1,7% en 2026 (contre 2,1% anticipés en décembre 2024). Dans la zone euro, elle devrait rester faible mais s'améliorer, avec une prévision de 0,8% en 2025 et de 1,2% en 2026.

Selon le FMI, la croissance mondiale est attendue à 2,8% en 2025 et à 3,0% en 2026, avec une inflation toujours élevée mais en nette baisse par rapport aux années post-Covid (2,5% en 2025 et 2,2% en 2026)¹.

Marchés de taux

Au premier semestre 2025, la Banque Centrale Européenne (BCE) a continué à assouplir sa politique monétaire avec une baisse cumulée de ses taux directeurs de 100 points de base. Tel n'a pas été le cas de la Réserve Fédérale américaine (FED) qui n'a pas modifié sa politique monétaire à cause des risques d'inflation aux États-Unis qui pourraient se matérialiser avec les velléités de guerre commerciale de l'administration Trump vis-à-vis du reste du monde.

La fourchette des taux-cible de la FED est restée stable à [4,25% - 4,5%] au premier semestre 2025. Le taux à 10 ans en USD a baissé à 3,6865% au 30 juin 2025, contre 4,076% au 31 décembre 2024. Contre toute attente, le taux a reculé, malgré des anticipations d'une inflation plus forte aux États-Unis – en raison de la guerre commerciale menée par l'administration Trump à l'égard du reste du monde – et

¹ Toutes les données macroéconomiques et financières (à l'exception des données spécifiques au FSIL) proviennent de Bloomberg telles que publiées entre le 30 juin 2024 et le 30 juin 2025.

d'un déficit public américain plus important, lié à la reconduction des allègements fiscaux dès le 2^{ème} semestre 2025. Le taux à 2 ans en USD a également diminué à 3,49029% au 30 juin 2025, contre 4,086% en fin d'année 2024. La courbe des taux en USD est devenue légèrement croissante, avec un écart de 19,6 points de base entre le taux à 10 ans et celui à 2 ans au 30 juin 2025, contre -1 point de base au 31 décembre 2024.

La Banque Centrale Européenne (BCE) a procédé à 4 baisses de taux directeurs au 1^{er} semestre 2025, dans un contexte de recul des chiffres d'inflation. Dans la zone euro, le taux de la facilité de dépôt auprès de la BCE s'établissait à 2,0% à la fin du 1^{er} semestre 2025, contre 3% fin 2024.

Le taux à 10 ans en EUR est passé de 2,36% au 31 décembre 2024 à 2,6056% au 30 juin 2025, soit une hausse de 24,56 points de base. Le taux à 2 ans en EUR a diminué à 2,004%, une baisse de l'ordre de 17 à 19 points de base par rapport aux niveaux observés respectivement les 31 mars 2025 et 31 décembre 2024. Pour l'EUR, l'écart entre le taux à 10 ans et celui à 2 ans s'élevait à 60,16 points de base au 30 juin 2025, contre 16,8 points de base fin décembre 2024.

Marchés actions

Au premier semestre 2025, la performance du MSCI Europe a fortement divergé de celle du MSCI World (libellé en EUR). Les indices boursiers européens ont été à la fête, mais tel n'était pas le cas des indices boursiers américains, comme le choc « Deepseek » du 27 janvier 2025 a ébranlé les actions liées à la thématique de l'intelligence artificielle, donc en majorité des actions américaines. Concernant les indices boursiers, y compris les indices MSCI SRI, le poids des méga-caps américaines reste historiquement élevé, en contradiction avec le principe de diversification des risques.

Sur la période sous revue, l'indice « MSCI World Net Total USD Return », libellé en EUR, a baissé de 3,69% tandis que l'indice « MSCI Europe Net Total EUR Return » a gagné 8,55%, affichant ainsi une nette surperformance par rapport à l'indice mondial libellé en EUR. Les indices MSCI SRI ont sous-performé de manière substantielle au 1^{er} semestre 2025. Au cours de ce semestre, l'indice « MSCI World SRI Net EUR Return » affiche une performance « total-return » de -6,02% en 2024 et l'indice « MSCI Europe SRI Net EUR Return » une de 0,32%.

Les actifs du fonds

Allocation et performance

L'allocation stratégique du Fonds souverain est la suivante :

- 3% de liquidités,
- 57% d'obligations, de notation « *investment grade* », dont 29% libellées en EUR, représentées par l'indice Bloomberg Euro Aggregate Total Return Index Value Unhedged EUR et 28% libellées en USD, représentées par l'indice Bloomberg US Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD, avec une couverture de change entre 90% et 100% du montant nominal de la position libellée en USD par rapport à l'EUR, et
- 40% d'actions, dont 25% en actions des pays développés, représentées par l'indice MSCI Daily Net Total Return World USD, libellé en EUR et 15% en actions européennes, représentées par l'indice MSCI Daily Net Total Return Europe, libellé en EUR.

Au 30 juin 2025, l'exposition « actions » du Fonds souverain est exclusivement en ETFs, dont les investissements répliquent au mieux des indices boursiers SRI de MSCI, à savoir les indices MSCI World SRI et MSCI Europe SRI. Les règles de diversification imposées par le cadre réglementaire ne permettent

plus, au niveau des ETFs, une réplication parfaite des indices MSCI World SRI en raison du poids excessif de la méga-cap américaine Nvidia dans le MSCI World SRI.

L'exposition aux obligations libellées en EUR est également mise en œuvre via des fonds investissant dans des obligations vertes (fonds Mirova), répliquant des indices obligataires « sustainable » (fonds Amundi, Natixis et 1^{er} fonds iShares) ou investissant en dette souveraine des pays-membres de l'UE en fonction de la capacité d'énergie renouvelable installée dans chaque pays (2^{ème} fonds iShares). L'exposition aux obligations libellées en USD est de plus en plus orientée vers l'indice obligataire USD Aggregate, avec un biais « ESG Aware », via une position dans l'ETF iShares US Aggregate ESG Aware, un ETF de droit américain non soumis à la réglementation SFDR européenne.

Classe d'actifs	Borne stratégique basse	Borne interne basse	Allocation actuelle	Allocation actuelle en EUR	Allocation stratégique	Borne interne haute	Borne stratégique haute
Liquidités (*)			3.02%	23,043,647	3.00%		
Obligations	47%	52%	52.02%	397,285,382	57.00%	62%	67%
dont Euro Aggregate Total Return			26.88%	205,252,520	29.00%		
dont US Aggregate TR (hedged)			25.15%	192,032,863	28.00%		
Actions	30%	35%	44.96%	343,349,730	40.00%	45%	50%
dont MSCI World (Developed W.) TR			26.66%	203,570,260	25.00%		
dont MSCI Europe TR			18.30%	139,779,470	15.00%		
Total			100.00%	763,678,760	100.00%		

(*) y compris plus-value ou moins-value latente sur la couverture du risque de change EUR/USD

Au 30 juin 2025, le Fonds souverain fait état d'un actif d'EUR 763.678.760,35 par rapport à EUR 701.889.819,21 au 31 décembre 2024, à EUR 598.646.228,35 au 31 décembre 2023 et à EUR 476.893.708,98 au 31 décembre 2022. Au cours du 1^{er} semestre 2025, la performance du Fonds est de -0,16% en « time-weighted return » et de -0.04% en « money-weighted return ». Depuis la date du premier investissement, la performance est de 34,60% en « time-weighted return », soit de 3,32% par an et de 33,91% en « money-weighted return », soit de 3,26% par an.

Positions et indices de référence

Le tableau ci-après donne un aperçu des positions du Fonds, qui se composent pour l'essentiel d'ETFs et de liquidités. Il contient également des indications sur le poids des positions et la performance des indices de référence.

Classe d'actifs	Nom de l'ETF, resp. de l'OPCVM	Code ISIN	Devise	Prix/VNI par part	Actifs (en mio. devise)	Total-return 2023	2024	2025	Expense ratio	Position actuelle	Poids actuel
Obligations Euro	Amundi Euro Aggregate Bond ESG	LU2182388236	EUR	45.39	1342.68	6.96%	2.44%	0.75%	16 bp	56,737,500.00	7.43%
	iShares EUR Aggregate Bond ESG SRI UCITS ETF	IE00B3DKXQ41	EUR	109.64	1733.33	7.08%	2.50%	0.77%	16 bp	63,043,000.00	8.26%
	iShares Euro Govt Bond Climate UCITS ETF	IE00BLDGH553	EUR	4.37	1941.67	7.23%	1.92%	0.45%	9 bp	17,931,350.00	2.35%
	Mirova Funds - Mirova Euro Green and Sustainable Bond Fund	LU0914734453	EUR	49.655.89	943.54	8.45%	3.73%	1.22%	31 bp	43,200,624.30	5.66%
	Natixis AM Funds - Ostrum SRI Euro Aggregate	LU0935223387	EUR	162.266.97	510.81	6.14%	1.72%	0.37%	65.4 bp	24,340,045.50	3.19%
	Bloomberg Euro-Aggregate Bond Index (TR EUR)					7.19%	2.63%	0.84%			26.88%
Obligations US	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	US4642872265	USD	99.20	129467.33	2.01%	8.14%	-8.07%	3 bp	50,776,318.03	6.65%
	iShares ESG Aware U.S. Aggregate Bond ETF	US46435US496	USD	47.54	3991.33	1.94%	7.99%	-8.11%	10 bp	53,534,209.18	7.01%
	Schwab U.S. Aggregate Bond ETF	US8085248396	USD	23.24	8590.20	1.95%	8.02%	-8.01%	3 bp	36,843,389.87	4.82%
	Vanguard Total Bond Market ETF	US9219378356	USD	73.63	131377.69	2.12%	8.11%	-8.05%	3 bp	50,878,945.57	6.66%
	Bloomberg US Aggregate Bond Index (TR USD)					2.34%	7.28%	-8.05%			25.15%
Actions "Monde"	Amundi MSCI World SRI Climate Paris Aligned UCITS ETF	IE000Y77LGG9	EUR	96.68	4109.29	20.45%	16.34%	-4.61%	18 bp	36,738,400.00	4.81%
	BNP Paribas Easy MSCI World SRI PAB	LU1615092217	EUR	20.15	1547.68	14.78%	16.22%	-4.85%	26 bp	23,499,560.46	3.08%
	iShares MSCI World SRI UCITS ETF	IE00BYX2D069	EUR	11.33	6660.97	20.70%	18.25%	-4.71%	20 bp	68,522,300.00	8.97%
	UBS MSCI World Socially Responsible UCITS ETF/Lux	LU0629459743	EUR	149.62	3900.33	24.53%	23.64%	-5.83%	22 bp	74,810,000.00	9.80%
	MSCI Daily Net TR World USD					19.84%	26.87%	-3.43%			26.66%
	Amundi MSCI Europe SRI Climate Paris Aligned ETF	LU1861137484	EUR	84.64	1748.42	17.37%	7.95%	2.27%	18 bp	62,211,870.00	8.15%
Actions Europe	BNP Paribas Easy MSCI Europe SRI PAB UCITS ETF D	LU1753045415	EUR	29.15	158.34	18.37%	7.71%	5.81%	25 bp	21,861,600.00	2.86%
	iShares MSCI Europe SRI UCITS ETF	IE00B52V1196	EUR	69.20	3322.99	17.17%	5.29%	2.26%	20 bp	55,706,000.00	7.29%
	MSCI Daily Net TR Europe Euro					15.83%	8.59%	8.55%			18.30%
Instruments de couverture (change à terme EUR/USD échéance 18 juillet 2025)										3,556,247.32	0.47%
Liquidités										19,487,400.11	2.55%

Toutes les performances « Total-return » sont calculées par rapport à un investisseur dont la devise de référence est l'EUR.
Sources : Rapport TripleA, Morningstar et Bloomberg au 30 juin 2025

Le Fonds suit une politique de couverture systématique du risque de change EUR/USD pour au moins 90% du montant nominal de la position libellée en USD. Le dollar s'est déprécié à 1,1722 au 30 juin 2025, contre 1,0419 au 31 décembre 2024, soit une baisse d'environ 12,50% par rapport à l'euro. Le Fonds a connu une moins-value (non réalisée) sur ses investissements en USD, compensée par une plus-value équivalente (réalisée et latente) sur la couverture de change.

Obligations

À la fin du 1^{er} semestre 2025, l'indice Bloomberg Euro Aggregate Total Return Index Value Unhedged EUR affichait, pour une duration ISMA de 6,15 (contre 6,24 fin décembre 2024), un rendement jusqu'à échéance de 2,81% (contre 2,83% fin décembre 2024).

À la même date, l'indice Bloomberg US Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD affichait, pour une duration ajustée de 6,00 (contre 6,08 fin décembre 2024), un rendement jusqu'à échéance de 4,51% (contre 4,913% fin décembre 2024).

Actions

À la fin du 1^{er} semestre 2025, l'indice MSCI World, avec un taux de dividende brut de 1,70%, se paye 3,75 fois la valeur comptable des fonds propres et 21,92 fois le bénéfice net ajusté de l'exercice social en cours. À la même date, l'indice MSCI Europe, avec un taux de dividende brut de 3,17%, se paye 2,12 fois la valeur comptable des fonds propres et 15,10 fois le bénéfice net ajusté de l'exercice social en cours.

Bob Kieffer
Président du comité directeur