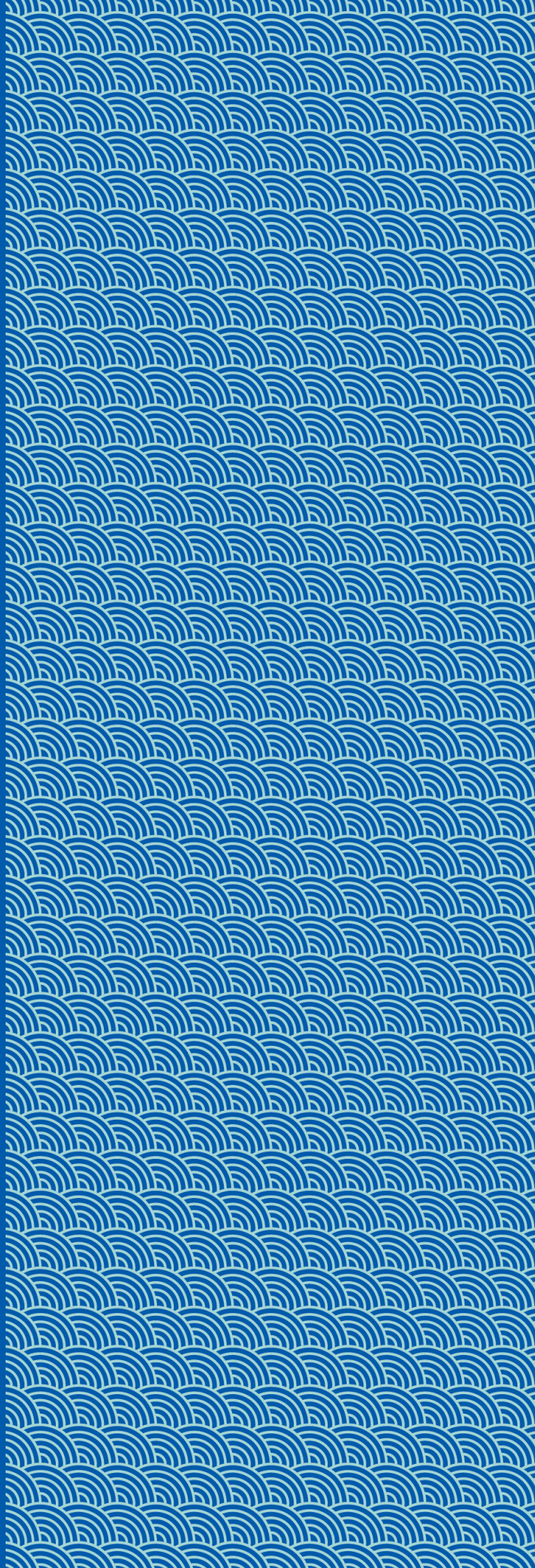




FONDS SOUVERAIN
INTERGÉNÉRATIONNEL

N° RCS J58

RAPPORT D'ACTIVITE
RELATIF AU PREMIER SEMESTRE 2026
(préparé par le comité directeur)



STRUCTURE ADMINISTRATIVE ET ORGANISATIONNELLE

COMITE DIRECTEUR

Le comité directeur assure la gestion et l'administration des avoirs du Fonds souverain conformément à sa mission et dispose à cette fin de tous les pouvoirs requis. Il lui appartient notamment de définir la politique générale du Fonds, sous réserve de l'approbation du Gouvernement en conseil, d'arrêter la stratégie d'investissement sur proposition du comité d'investissement, de statuer sur le budget annuel et pluriannuel ainsi que d'arrêter les comptes financiers.

Au 30 juin 2026, le comité directeur 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 deux réunions au premier semestre 2026, chaque fois en présence du comité d'investissement.

COMITE D'INVESTISSEMENT

Le comité d'investissement du Fonds souverain a pour mission de conseiller le comité directeur et de préparer ses décisions d'investissement. Ses membres externes, issus du secteur privé, apportent leur expertise au suivi des marchés et de la performance du portefeuille.

Au 30 juin 2026, le comité d'investissement 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 à l'ensemble des réunions du comité directeur. A cela s'ajoutent deux réunions supplémentaires tenues uniquement entre les membres du comité d'investissement.

CONTRATS ET COMPTABILITE

Le comité directeur a adopté les comptes financiers 2025 et le rapport d'activité 2025 du Fonds souverain dans sa réunion du 4 mars 2026.

Le comité directeur a adressé le 6 mars 2026 les comptes financiers 2025 du Fonds souverain, vérifiés par EY Luxembourg, pour approbation au Conseil de gouvernement. Les comptes financiers 2025 du Fonds souverain ont été approuvés par le Conseil de gouvernement dans sa séance du 20 mars 2026. Le Conseil de gouvernement a également pris acte du rapport d'activité 2025 qui lui a été soumis pour information ensemble avec les comptes financiers 2025. 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 16 avril 2026 au Registre de Commerce et des Sociétés.

DOTATION BUDGETAIRE

Le Fonds souverain a reçu au cours du premier semestre la dotation budgétaire annuelle de l'Etat d'un montant de 71.826.626,58 EUR. 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 EUR 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.

RAPPORT DE GESTION RELATIF AU 1^{ER} SEMESTRE 2026

Au 30 juin 2026, le Fonds souverain fait état d'un actif de 919.987.772,39 EUR.

Au cours du 1^{er} semestre 2026, la performance du Fonds était de 7,90% en « money-weighted return » et de 7,61% en « time-weighted return ». Depuis la date du premier investissement, la performance est de 53,26% en « money-weighted return », c'est-à-dire de 4,32% par an et de 48,83% en « time-weighted return », c'est-à-dire de 4,01% par an.

Le benchmark du Fonds est constitué d'un indice boursier, le MSCI World SRI et d'un indice obligataire, le Bloomberg Global Aggregate. Au niveau des actifs liquides, le Fonds investit, via ETFs et/ou fonds, dans les indices boursiers MSCI World SRI, MSCI Europe SRI, MSCI Emerging Markets SRI, respectivement dans leurs sous-indices, ainsi que dans les indices obligataires Global Aggregate, Euro Aggregate ou USD Aggregate, respectivement dans leurs sous-indices, dès lors que l'investissement inclut un filtre « ESG » et/ou « SRI ». La performance semestrielle du Fonds est inférieure à celle du benchmark qui affiche une performance de 11,73% au cours du premier semestre 2026. L'écart de performance a trois raisons :

- 1) l'indice boursier représente deux tiers du benchmark, alors que l'exposition boursière du Fonds souverain est en moyenne de quelque 55% des avoirs du fonds et que les engagements en « private equity » n'ont été que peu appelés par les gestionnaires.
- 2) les ETFs en portefeuille ont en moyenne sous-performé les indices MSCI World SRI, resp. MSCI Emerging Markets SRI, à cause de leur filtre PAB (Paris-Aligned Benchmark), la performance des deux indices ayant été exceptionnelle au 2^e trimestre 2026 (cf. tableau des performances ci-après).
- 3) enfin, le Fonds souverain a sous-performé à cause de sa surpondération sur l'indice MSCI Europe SRI, sachant que cette allocation se justifie actuellement sur base des caractéristiques de cet indice, caractéristiques également détaillées ci-après.

A la fin du 1^{er} semestre 2026, la réallocation entre obligations et actions était achevée. L'allocation en obligations est proche de l'allocation stratégique, alors que celle en actions est définitivement au-dessus de son allocation stratégique après la performance exceptionnelle des indices boursiers au 2^e trimestre 2026. L'allocation aux classes d'actifs alternatives reste en phase de déploiement, avec 25 millions EUR d'engagements supplémentaires en fonds « private equity » à la fin du 2^e trimestre 2026 par rapport au 1^{er} trimestre. La surpondération des positions sur les indices boursiers est donc nécessaire à moyen

terme, afin de compenser le fait que les capitaux engagés en « private equity » sont appelés sur une durée moyenne des cinq prochaines années.

Classe d'actifs	Borne stratégique basse	Borne interne basse	Allocation actuelle	Allocation actuelle en EUR	Allocation stratégique	Borne interne haute	Borne stratégique haute
Liquidités (*)			6,92%	63.642.810	3,00%		
Obligations	22%	27%	35,21%	323.885.273	32,00%	37%	42%
Actions	40%	45%	56,90%	523.498.500	50,00%	55%	60%
Private Equity (investments)	0%	0%	0,42%	3.850.022	10,00%	15%	20%
Private Equity (commitments)			4,89%	45.000.000			
Immobilier	0%	0%	0,00%	0	4,00%	8%	12%
Crypto-Actifs	0%	0%	0,56%	5.111.167	1,00%	2%	3%
Total			100,00%	919.987.772	100,00%		

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

Contexte économique

La guerre au Moyen-Orient, avec la fermeture du détroit d’Ormuz, était un choc de stagflation pour l’économie mondiale, en particulier sur les économies avancées importatrices d’énergie fossile, comme les pays de la zone euro qui connaissent à l’heure actuelle un ralentissement sensible de la conjoncture économique. Le tableau ci-dessous montre que l’inflation est en nette hausse sur les six derniers mois, et ce un peu partout dans l’économie mondiale.

	Croissance et inflation (en taux annuel)						
	2023	2024	2025	12 dern. mois 26Q1	2026 (prév. FMI)	2027 (prév. FMI)	2028 (prév. FMI)
Croissance PIB mondial (FMI)	3,33%	3,42%	3,44%		3,00%	3,22%	3,24%
Inflation mondiale moy. (FMI)	6,75%	5,79%	4,13%		4,42%	3,66%	3,36%
Croissance PIB américain	2,90%	2,80%	2,10%	2,70%	2,30%	2,20%	2,10%
Inflation aux États-Unis	3,40%	2,90%	2,70%	4,20%	3,20%	2,10%	2,20%
Croissance PIB de l'eurozone	0,50%	1,00%	1,40%	0,30%	0,90%	1,20%	1,40%
Inflation de la zone euro	2,90%	2,40%	2,00%	2,80%	2,60%	2,20%	2,10%

Le Fonds monétaire international (FMI) prévoit tant pour la zone euro que pour les États-Unis une désinflation à partir des niveaux actuels, et ce de 2026 à 2028. Aux États-Unis, l’inflation restera structurellement plus importante, mais il en va de même pour la croissance du PIB réel¹.

Marchés de taux

Au premier semestre 2026, seule la Banque centrale européenne (BCE) a relevé ses taux directeurs, pour signaler sa volonté de combattre les effets induits du choc de stagflation, issu du conflit armé au Moyen-Orient. A la tête de la Réserve Fédérale, Kevin Warsh a succédé à Jay (Jerome H) Powell, mais ceci ne s’est pas encore traduit par un changement de la politique monétaire américaine au 2^e trimestre 2026.

Le marché anticipe entre une et deux hausses des taux directeurs américains d’ici juin 2027, dont la 1^{ère} interviendrait soit en septembre, soit en octobre 2026. La fourchette des taux cible de la Fed est toujours de [3,50% - 3,75%] à la fin du 1^{er} semestre 2026.

D’après les anticipations de marché, la BCE devrait procéder à une hausse supplémentaire de ses taux directeurs en 2026, à savoir en septembre ou en octobre 2026. Une 3^e hausse des taux directeurs au 2^e

¹ Toutes les données macroéconomiques et financières (à l’exception des données spécifiques au FSIL) proviennent de Bloomberg telles que publiées entre le 31 décembre 2025 et le 30 juin 2026.

trimestre 2027 est probable, mais elle n'est pas certaine. Le taux de la facilité de dépôt auprès de la BCE s'établissait à 2,25% en fin de semestre.

	Taux de référence				Variation	
	30/06/2026	31/03/2026	31/12/2025	30/06/2025	p.r. dernier rapport	p.r. fin d'année
Taux de dépôt BCE	2,250%	2,000%	2,000%	2,000%	25 bp	25 bp
Taux (swap) EUR 2 ans	2,711%	2,837%	2,265%	2,004%	-12,59 bp	44,60 bp
Taux (swap) EUR 10 ans	2,914%	3,066%	2,923%	2,606%	-15,19 bp	-0,88 bp
Spread taux 2-10 ans	20,33 bp	22,93 bp	65,80 bp	60,16 bp	-2,60 bp	-45,47 bp
Fed Funds Target Rate (fourchette basse)	3,500%	3,500%	3,500%	4,250%	0 bp	0 bp
Taux (OIS) USD 2 ans	3,982%	3,606%	3,304%	3,500%	37,51 bp	67,79 bp
Taux (OIS) USD 10 ans	3,989%	3,848%	3,780%	3,705%	14,09 bp	20,87 bp
Spread taux 2-10 ans	0,73 bp	24,16 bp	47,65 bp	20,52 bp	-23,43 bp	-46,92 bp

La courbe des taux en USD a continué à s'aplatir au 2^e trimestre 2026, alors que la courbe des taux en EUR s'était aplatie de quelque 45 bp au 1^{er} trimestre 2026. Les courbes de taux reflètent le scénario de stagflation, avec des probabilités de récession en hausse tant aux États-Unis (25% de probabilité d'une récession économique) qu'au sein de la zone euro (27,5%).

	Caractéristiques des indices				Variation	
	30/06/2026	31/03/2026	31/12/2025	30/06/2025	p.r. dernier rapport	p.r. fin d'année
Bloomberg Global Aggregate						
Rendement jusqu'à échéance	3,800%	3,784%	3,519%	3,473%	1,55 bp	28,09 bp
Duration modifiée	6,29	6,29	6,35	6,52	0,00	-0,05
Bloomberg Euro Aggregate						
Rendement jusqu'à échéance	3,155%	3,336%	2,972%	2,787%	-18,14 bp	18,29 bp
Duration modifiée	6,29	6,27	6,22	6,38	0,02	0,07
Bloomberg US Aggregate						
Rendement jusqu'à échéance	4,735%	4,568%	4,315%	4,513%	16,63 bp	41,94 bp
Duration modifiée	5,97	5,95	6,00	6,08	0,02	-0,03

À la fin du 1^{er} semestre 2026, l'indice Bloomberg Global Aggregate Total Return Index Value Hedged EUR affichait, pour une duration modifiée de 6,29, un rendement jusqu'à échéance de 3,80%.

Marchés actions

Après une correction boursière en mars 2026 dans la foulée du conflit au Moyen-Orient, les indices boursiers ont connu un trimestre record en ce 2^e trimestre 2026. Grâce au secteur des semi-conducteurs, où la valorisation de certaines sociétés liées à l'IA a en moyenne doublé en l'espace de trois mois, les indices MSCI SRI ont affiché des performances extraordinaires, tant dans les pays développés que dans les pays émergents.

	Performances de l'indice			
	Dernier trimestre	Dernier semestre	Dernière année	Trois dern. années
MSCI World SRI Net TR EUR	21,441%	17,687%	25,840%	52,066%
MSCI World Net TR EUR	14,644%	12,682%	24,580%	61,793%
MSCI Europe SRI Net TR EUR	14,797%	10,325%	13,114%	30,895%
MSCI Europe Net TR EUR	11,798%	10,747%	21,807%	49,663%
MSCI EM SRI Net TR EUR	23,908%	28,068%	47,684%	94,043%
MSCI Emerging M. Net TR EUR	12,956%	14,334%	30,449%	114,186%

L'intelligence artificielle reste le thème dominant sur les marchés financiers. Les indices SRI ont surperformé les indices traditionnels et au sein des indices SRI, l'indice européen a légèrement sous-performé l'indice mondial (développé), qui à son tour a sous-performé l'indice des pays émergents. Le tableau ci-dessous retrace les caractéristiques de valorisation des indices SRI.

	Caractéristiques de l'indice				Variation	
	30/06/2026	31/03/2026	31/12/2025	30/06/2025	p.r. dernier rapport	p.r. fin d'année
MSCI World SRI						
Price-to-book ratio	4,66	4,00	4,28	3,99	16,3%	8,7%
Price-Earnings (PE) actuel	23,27	18,99	22,48	21,66	22,6%	3,5%
PE estimé (1 an "forward")	19,87	16,63	20,09	19,24	19,5%	-1,1%
Taux de dividende estimé	1,485%	1,800%	1,598%	1,708%	-31,5 bp	-11,3 bp
MSCI Europe						
Price-to-book ratio	2,52	2,30	2,38	2,10	9,6%	5,9%
Price-Earnings (PE) actuel	16,04	14,92	16,89	15,52	7,5%	-5,0%
PE estimé (1 an "forward")	14,77	13,57	15,44	14,12	8,8%	-4,3%
Taux de dividende estimé	3,038%	3,320%	2,975%	3,239%	-28,2 bp	6,3 bp
MSCI Emerging Markets SRI						
Price-to-book ratio	2,65	2,21	2,17	2,20	19,9%	21,9%
Price-Earnings (PE) actuel	14,13	13,77	17,44	14,49	2,6%	-19,0%
PE estimé (1 an "forward")	11,29	11,87	14,65	12,60	-4,9%	-22,9%
Taux de dividende estimé	2,135%	2,854%	2,488%	2,832%	-71,9 bp	-35,4 bp

Les actifs du fonds

Opérations du 1^{er} semestre 2026, composition du portefeuille et performance des positions

Au 30 juin 2026, l'exposition « actions » du Fonds souverain est exclusivement en ETFs, dont les investissements répliquent au mieux des indices boursiers « sustainable responsible investment » (SRI) de MSCI, à savoir les indices MSCI World SRI, MSCI Europe SRI et MSCI Emerging Markets SRI.

Les ETFs indexés sur les indices Bloomberg Global Aggregate et Bloomberg Euro Aggregate sont tous libellés en EUR et sont soumis à un filtre « ESG » et/ou « SRI », avec en plus une restriction « green » au niveau d'un des deux ETFs indexés sur l'indice Bloomberg Global Aggregate. L'exposition en obligations libellées en USD est biaisée vers l'indice obligataire USD Aggregate « ESG Aware », également à la fin du 1^{er} semestre 2026.

S'y ajoute un engagement du Fonds souverain pour 20 millions EUR dans le fonds AMUF European Private Equity II, engagement dont quelque 3,5 millions EUR ont fait l'objet d'appels de capital par le gestionnaire, ainsi que depuis le 4 mai, un engagement pour 25 millions EUR dans le Fonds National de Défense sur un horizon de 5 ans.

Les opérations suivantes ont été réalisées au cours du 1^{er} semestre 2026 :

Opération	Classe d'actifs	Nom de l'ETF, resp. de l'OPCVM	Code ISIN	Devise	Nombre de parts	Prix/VNI par part	Opération en devise
Achat	Global Aggregate Bond	Amundi Global Aggregate Green Bond UCITS ETF	LU1563454310	EUR	850.000	49,33	41.930.925
		iShares Global Aggregate Bond ESG SRI UCITS ETF	IE000APK27S2	EUR	12.000.000	4,63	55.572.000
		iShares Global Aggregate Bond ESG SRI UCITS ETF	IE000APK27S2	EUR	3.000.000	4,60	13.804.500
	MSCI Emerging Markets SRI	Amundi MSCI Emerging Markets SRI Climate Paris Aligned ETF	LU1861138961	EUR	1.120.000	62,52	70.025.312
		Amundi MSCI Emerging Markets SRI Climate Paris Aligned ETF	LU1861138961	EUR	280.000	68,89	19.290.124
	MSCI World SRI	Amundi MSCI World SRI Climate Paris Aligned UCITS ETF	IE000Y77LGG9	EUR	50.000	111,37	5.568.710
		iShares MSCI World SRI UCITS ETF	IE00BYX2JD69	EUR	750.000	12,91	9.682.125
	Crypto-actifs	ARK 21Shares Bitcoin ETF	US0409191022	USD	20.000	27,22	544.400
		Bitwise Bitcoin ETF	US09174C1045	USD	12.500	44,52	556.500
		iShares Bitcoin Trust ETF	US46438F1012	USD	12.500	46,46	580.750
Vente	EUR Aggregate Bond	iShares EUR Aggregate Bond ESG SRI UCITS ETF	IE00B3DKXQ41	EUR	75.000	108,00	8.100.143
		iShares Euro Govt Bond Climate UCITS ETF	IE00BLDGH553	EUR	4.100.000	4,41	18.065.010
		Mirova Funds - Mirova Euro Green and Sustainable Bond Fund	LU0914734453	EUR	870	49.138,89	42.750.834
	USD Aggregate Bond	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	US4642872265	USD	75.000	100,19	7.514.288
		Vanguard Total Bond Market ETF	US9219378356	USD	810.000	74,29	60.175.305
	MSCI World SRI	BNP Paribas Easy MSCI World SRI PAB	LU1615092217	EUR	2.250.000	21,42	48.199.500

Le tableau ci-après donne un aperçu des positions du Fonds et il contient des indications sur le poids et la performance des positions, par rapport à celle des indices de référence.

Classe d'actifs	Sous-catégorie	Nom de l'ETI, resp. de l'OPCVM	Code ISIN	Devise	Prix/VNI d'achat	Prix/VNI par part	Performance position	Actifs (en mio. devise)	Total-return en EUR			Expense ratio	Position actuelle	Poids actuel	
					2024	2025	2026H1		2024	2025	2026H1				
Obligations	Global Aggregate ESG/SRI	Amundi Global Aggregate Green Bond UCITS ETF	LU1563454310	EUR	49,33	49,55	0,44%	408,39	1,41%	2,48%	1,52%	25 bp	42.117.500,00	4,58%	
		iShares Global Aggregate Bond ESG SRI UCITS ETF	IE000APK27S2	EUR	4,63	4,62	-0,13%	1853,00	3,58%	-0,35%	0,14%	10 bp	69.283.800,00	7,53%	
	EURO Aggregate ESG/SRI	Amundi Euro Aggregate Bond ESG	LU1218388236	EUR	45,21	46,11	1,98%	1217,15	2,44%	1,05%	1,23%	16 bp	57.635.000,00	6,26%	
		iShares EUR Aggregate Bond ESG SRI UCITS ETF	IE00B3DKXQ41	EUR	112,33	108,65	-3,28%	1569,99	2,50%	1,08%	1,23%	16 bp	54.325.000,00	5,90%	
	US Aggregate (incl. ESG)	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	US4642872265	USD	108,72	98,98	-8,96%	138878,84	8,14%	-5,49%	3,45%	3 bp	45.602.896,01	4,96%	
		iShares ESG Aware U.S. Aggregate Bond ETF	US46435U5496	USD	46,59	47,41	1,77%	4959,09	7,99%	-5,55%	3,42%	10 bp	54.919.877,14	5,97%	
	Benchmark obligataire	Bloomberg Global-Aggregate Total Return Index Value Hedged EUR		EUR					1,68%	2,68%	0,26%			35,21%	
Actions	MSCI World SRI	Amundi MSCI World SRI Climate Paris Aligned UCITS ETF	IE000Y77LGG9	EUR	81,75	123,04	50,51%	9615,09	15,51%	0,99%	19,74%	18 bp	104.584.000,00	11,27%	
		iShares MSCI World SRI UCITS ETF	IE00BYX2JD69	EUR	8,45	14,02	65,94%	7021,15	18,25%	1,55%	16,00%	20 bp	95.322.400,00	10,38%	
		UBS MSCI World Socially Responsible UCITS ETF/Lux	LU0629459743	EUR	109,76	183,22	66,92%	4323,52	23,64%	0,39%	15,67%	22 bp	91.610.000,00	9,96%	
	MSCI Europe SRI	Amundi MSCI Europe SRI Climate Paris Aligned ETF	LU1861137484	EUR	70,33	92,75	31,87%	963,84	7,95%	2,61%	8,98%	18 bp	68.171.250,00	7,41%	
		iShares MSCI Europe SRI UCITS ETF	IE00B52V1196	EUR	48,20	77,77	61,36%	3321,51	5,29%	3,92%	10,42%	20 bp	62.604.850,00	6,80%	
	MSCI Emerging M. SRI	Amundi MSCI Emerging Markets SRI Climate Paris Aligned ETF	LU1861138961	EUR	63,80	72,29	13,31%	3003,92	11,18%	12,70%	19,25%	25 bp	101.206.000,00	11,00%	
		MSCI World SRI Net Return EUR Index							21,55%	0,49%	17,69%			56,90%	
Crypto-actifs		ARK 21Shares Bitcoin ETF	US0409191022	USD	36,41	19,47	-46,52%	1887,91	-18,04%	-31,12%		21 bp	1.537.779,73	0,17%	
		Bitwise Bitcoin ETF	US09174C1045	USD	60,04	31,86	-46,94%	2124,74	-18,03%	-31,12%	20 bp	1.747.476,96	0,19%		
		iShares Bitcoin Trust ETF	US46438F1012	USD	62,70	33,29	-46,91%	43145,17	-18,07%	-31,15%	25 bp	1.825.910,49	0,20%		
Private Equity		AMUF - European Private Equity II (Class A Ordinary Shares)	no ISIN	EUR	1,03	1,12	8,92%						3.850.021,60	0,42%	
Change à terme EUR/USD échéance 17 juillet 2026														-1.403.095,76	-0,15%
Liquidités														65.045.905,74	7,07%

Toutes les performances « Total-return » sont calculées par rapport à un investisseur dont la devise de référence est l’EUR.
Sources : Rapports AMUF, TripleA, Morningstar et Bloomberg au 30 juin 2026

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. Face à l’euro, le dollar s’est apprécié de quelque 2,84% au 1^{er} semestre 2026, passant de 1,1746 (clôture du 31 décembre 2025) à 1,1422 (clôture du 30 juin 2026). Le Fonds a donc réalisé une moins-value sur les couvertures de change de la période, compensée par des gains sur les positions obligataires.

Bob Kieffer
Président du comité directeur