

RAPPORT ANNUEL DU FONDS PER

AU 31 DÉCEMBRE 2025



GENERALI
PATRIMOINE

RAPPORT ANNUEL DU FONDS PER AU 31/12/2025

I 1. L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET FINANCIER 2025

Global

La décision du président américain Donald Trump d'imposer de forts droits de douane a ravivé l'incertitude politique mondiale, pesant sur le commerce et l'investissement. L'anticipation de ces mesures a d'abord stimulé les importations américaines, avant de freiner l'activité au premier trimestre, tandis qu'elle soutenait la croissance en zone euro et en Chine. Après de nouvelles annonces tarifaires en avril, la chute des marchés a conduit Washington à suspendre temporairement ces droits, permettant des accords bilatéraux surtout favorables aux États-Unis. La tension commerciale avec la Chine n'a été apaisée qu'en juin par une trêve.

Malgré un début d'année faible, la croissance américaine s'est raffermie au printemps et en été grâce à la consommation et aux investissements dans les data centers. À l'inverse, l'activité de la zone euro est restée quasi stagnante. L'Allemagne a assoupli son frein à l'endettement pour financer défense et infrastructures, tandis qu'en France les tensions budgétaires ont provoqué la chute du gouvernement et accru la prime de risque sur la dette.

L'inflation mondiale a continué de reculer, y compris celle des services. Aux États-Unis, les droits de douane ont toutefois ravivé modérément les pressions sur les prix. Face aux incertitudes stagflationnistes, la Fed a interrompu son cycle de baisse des taux jusqu'en septembre 2025. La BCE, elle, a poursuivi son assouplissement, ramenant ses taux à 2 % en juin.

Zone euro

En 2025, l'activité de la zone euro est restée résistante. Après un pic d'exportations lié aux anticipations de droits de douane américains, la normalisation et les incertitudes commerciales ont freiné l'élan, mais la croissance intérieure s'est renforcée. Le marché du travail est resté solide et la progression des prêts a soutenu l'économie. Les annonces de dépenses en Allemagne ont amélioré le climat début 2025, tandis que les tensions politiques en France ont pesé plus tard dans l'année.

L'inflation a continué de se normaliser : l'inflation globale est passée de 2,5 % à 2 %, et l'inflation sous-jacente a ralenti à 2,3 %, malgré une baisse lente des prix des services. Face à cette amélioration, la BCE a réduit son taux directeur de 4,0 % à 2,0 % en juin avant de marquer une pause, jugeant sa politique adaptée.

États-Unis

L'économie américaine a progressé de 2,2 % en 2025, soutenue par l'investissement lié à l'IA et la consommation de services. Le chômage est monté à 4,4 % surtout grâce à une hausse de la population active, malgré un ralentissement des embauches. L'inflation est restée proche de 3 %. Face au risque de détérioration du marché du travail, la Fed a réduit ses taux de 75 pb depuis septembre et mis fin au resserrement quantitatif en décembre.



Pays Émergents

L'économie émergente est restée résiliente en 2025 malgré la guerre commerciale. Les accords bilatéraux ont limité l'impact des tarifs, tandis que les exportations asiatiques liées à l'IA ont soutenu la croissance malgré une consommation faible. La désinflation a permis un assouplissement monétaire. Les actifs obligataires et devises EM ont fortement progressé. En Chine, la croissance proche de 5 % a ralenti en fin d'année, avec un immobilier affaibli.

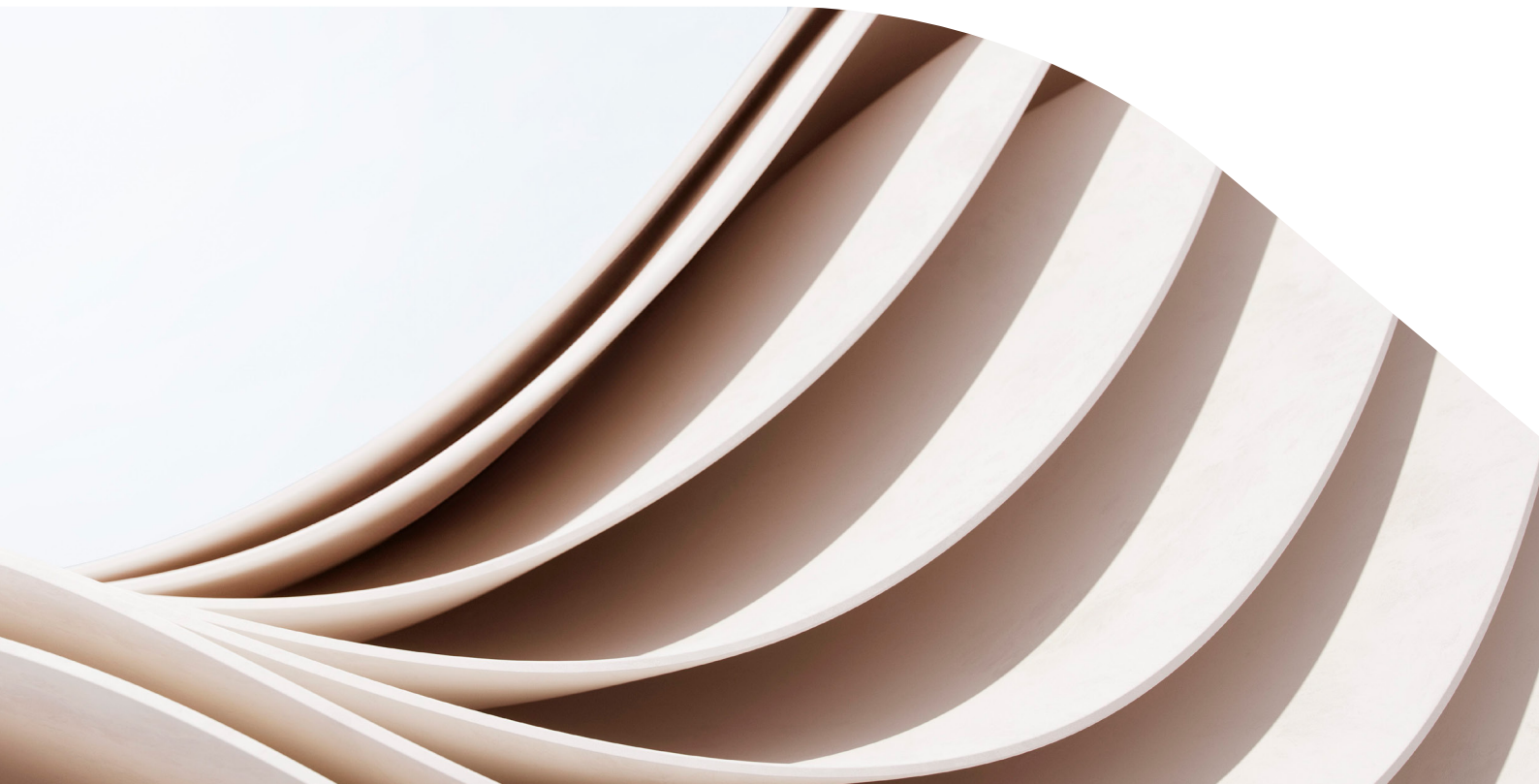
Les Marchés

En 2025, les banques centrales ajustent leurs politiques dans un contexte d'inflation modérée et de croissance résiliente. La Fed poursuit des baisses de taux progressives pour soutenir l'économie et contrer les risques géopolitiques. La BCE stabilise ses taux après huit baisses et maintient un objectif d'inflation à 2 %. Dans la zone euro, les rendements souverains divergent : le Bund 10 ans remonte vers 2,90 % tandis que l'Italie et l'Espagne voient leurs spreads se resserrer, contrairement à la France pénalisée par l'instabilité politique.

Les marchés obligataires d'entreprise se normalisent. Les taux nominaux élevés offrent un portage attractif et les spreads évoluent dans une fourchette serrée malgré une forte dispersion sectorielle. Trois dynamiques dominent : désinflation, début d'assouplissement monétaire et conditions techniques favorables.

L'Investment Grade bénéficie du resserrement des spreads et affiche une performance positive. Le High Yield reste volatil mais attractif, avec une forte demande pour les notations BB. Les secteurs défensifs résistent grâce au pricing power, tandis que la consommation discrétionnaire et l'industrie souffrent. Les banques européennes montrent une grande résilience, portées par des bilans solides. Le marché primaire est particulièrement dynamique, avec des émissions IG à des niveaux records et une demande soutenue par la recherche de rendements réels positifs.

Du côté des actions, les indices européens progressent en 2025, malgré un CAC40 à la traîne en raison des tensions politiques. Après un début d'année marqué par un rallye, les marchés absorbent les chocs liés aux droits de douane avant de rebondir et finir sur des sommets historiques. Les financières et les industrielles, notamment la Défense, surperforment, tandis que la consommation discrétionnaire reste le secteur le plus pénalisé.



ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX INDICES DE MARCHÉ EN 2025

TAUX	3 mois	10 ans			
	USA 3M	USA	Japon	France	Allemagne
31/12/2024	4,31 %	4,57 %	1,09 %	3,19 %	2,36 %
31/12/2025	3,65 %	4,17 %	2,06 %	3,56 %	2,85 %
Variation (points de base)	-66 bps	-40 bps	+97 bps	+37 bps	+49 bps

ACTIONS	S&P 500	Nikkei 225	CAC 40	Dax 30	EuroStoxx 50
31/12/2024	5 882	39 895	7 381	19 909	4 896
31/12/2025	6 846	50 339	8 150	24 490	5 791
Variation (%)	16,4 %	26,2 %	10,4 %	23,0 %	18,3 %

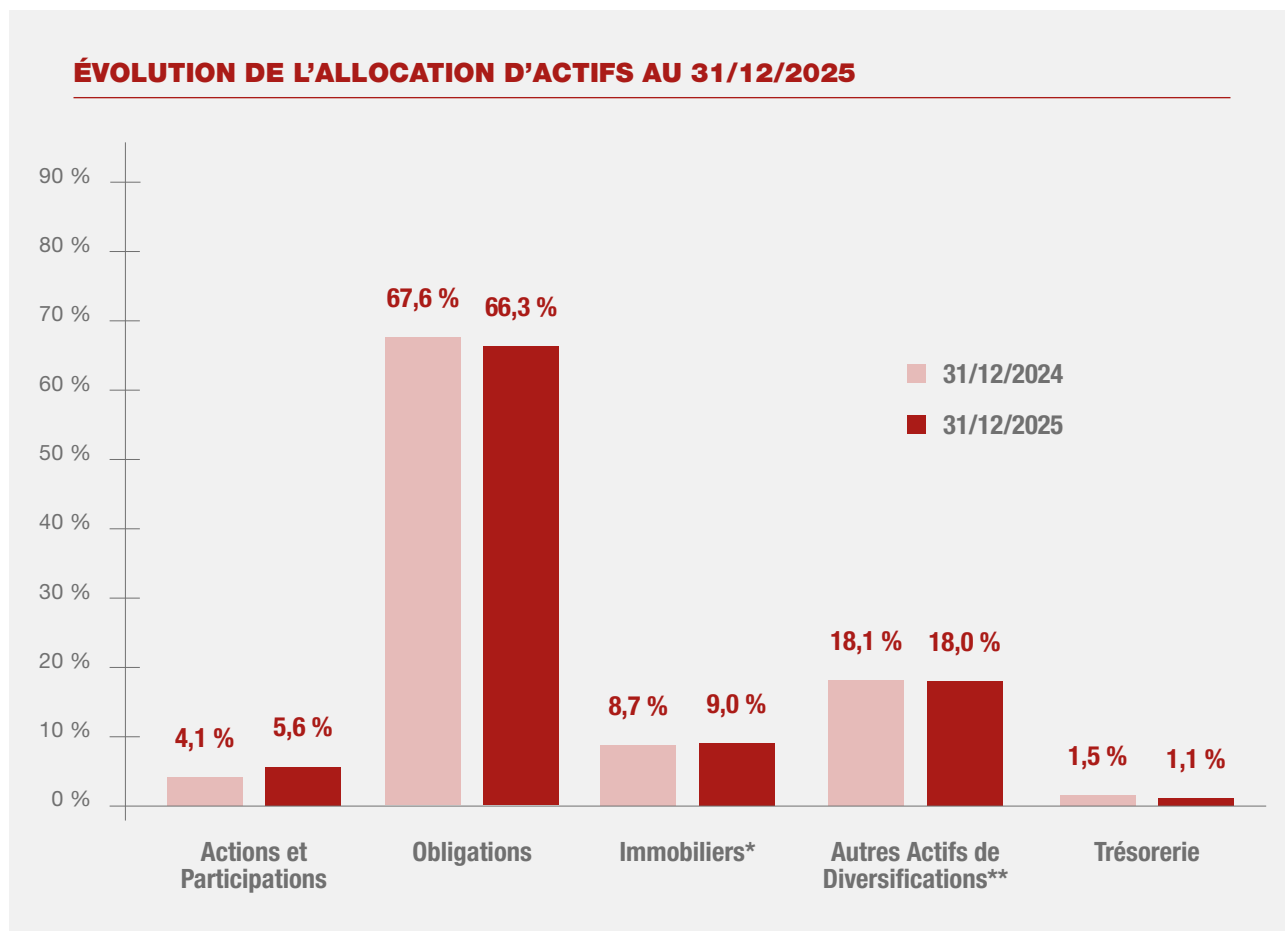
DEVISES	EUR/USD	USD/JPY	EUR/JPY
31/12/2024	1,03	157,37	162,89
31/12/2025	1,17	156,83	184,06
Variation (%)	13,4 %	-0,3 %	13,0 %

Source : Bloomberg

2. NOTRE POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

Encours sous gestion au 31/12/2025

12 668,1 millions d'euros (valeur boursière)



* Immobilier hors foncières cotées - ** Private Equity, Hedge Fund et dette privée

Notre stratégie d'investissement est demeurée prudente et avait pour objectif d'améliorer le rendement courant du portefeuille, limiter les risques de provisions ainsi que les écarts de duration actif-passif autant que possible, tout en réduisant le montant de liquidités dans un contexte de baisse des taux directeurs de la BCE.

Même si presque 0,6 Mds EUR ont été investis à un taux moyen de 3,9% sur la poche obligataire du fonds PER, il y a eu plus de sorties que d'investissements obligataires (environ -310 mln EUR en net). Une grande partie du montant investi correspond à des achats d'obligations souveraines, ce qui a permis de maintenir relativement stable la duration moyenne du fonds.

En outre, en fin d'année, 245 mln EUR d'obligations françaises ont été achetées à terme avec un taux moyen de 5,1%, permettant ainsi de rallonger la duration et de fixer un taux de rendement attractif.

En ligne avec nos orientations d'allocation stratégique sur cette classe d'actifs, 15 mln EUR d'obligations d'entreprises ont été achetées. Même si nous avons eu tendance à privilégier les obligations bien notées, c'est-à-dire « Investment Grade », contrairement aux années précédentes, nous avons également investi 11 mln EUR sur les obligations à haut rendement car leur portage est demeuré attractif alors que le risque d'une récession en Europe ou aux Etats-Unis était quasi-nul.

En parallèle, nous poursuivons la décarbonation des investissements en direct en ligne avec notre trajectoire de durabilité. En effet, nous avons ainsi investi 113 mln EUR en obligations vertes et sociales en 2025.



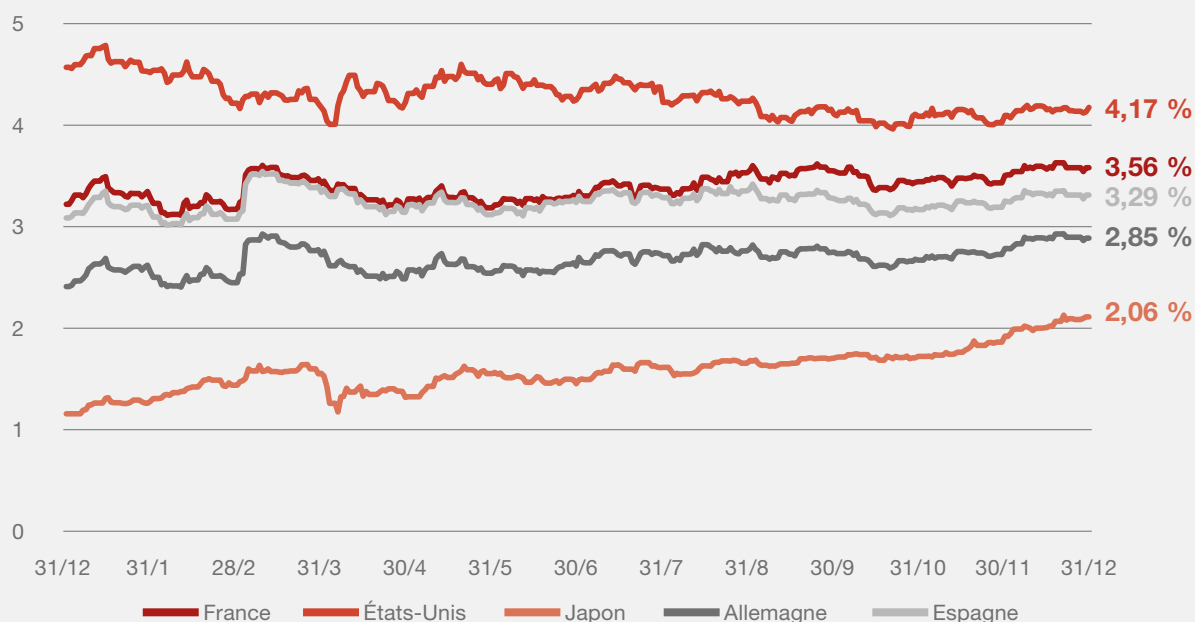
Sur les actions, des prises de profits ont été réalisées durant l'année. L'allocation sur la classe d'actifs est restée relativement stable.

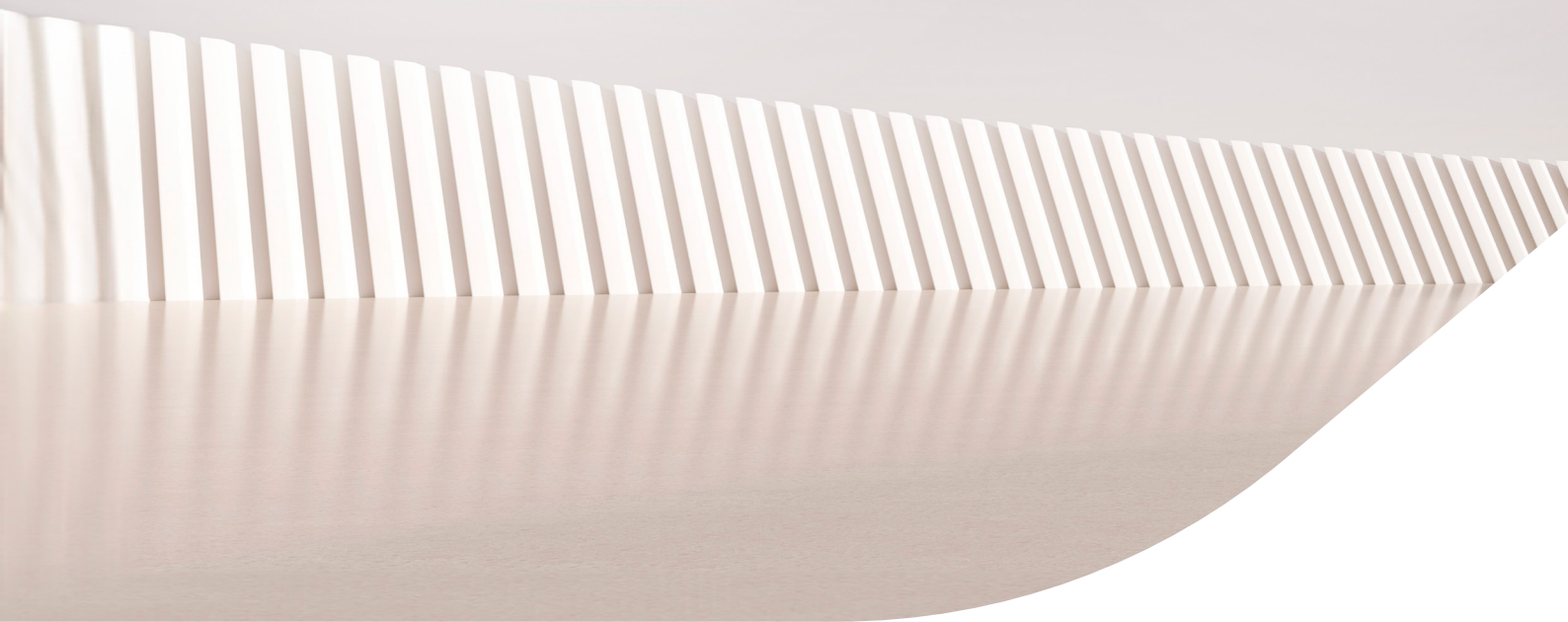
Nous avons poursuivi le déploiement de notre stratégie de diversification en actifs réels (dette privée, dette infrastructure et private equity), en signant 260 mln EUR de nouveaux engagements cette année, qui ont déjà commencé à être déployés. Malgré plus de 110 mln EUR de nouveaux investissements en dette privée et dette infrastructure, l'exposition est restée stable car le remboursement des capitaux déployés a été équivalent. Concernant le private equity, l'allocation augmente légèrement car les 180 mln EUR de nouveaux investissements n'ont été que partiellement compensés par les 151 mln EUR de sorties en capital.

Notre allocation immobilière demeure importante, représentant un peu plus de 1,1 Mds EUR.

La politique de gestion obligataire

LES MARCHÉS OBLIGATAIRES (TAUX 10 ANS) EN 2025

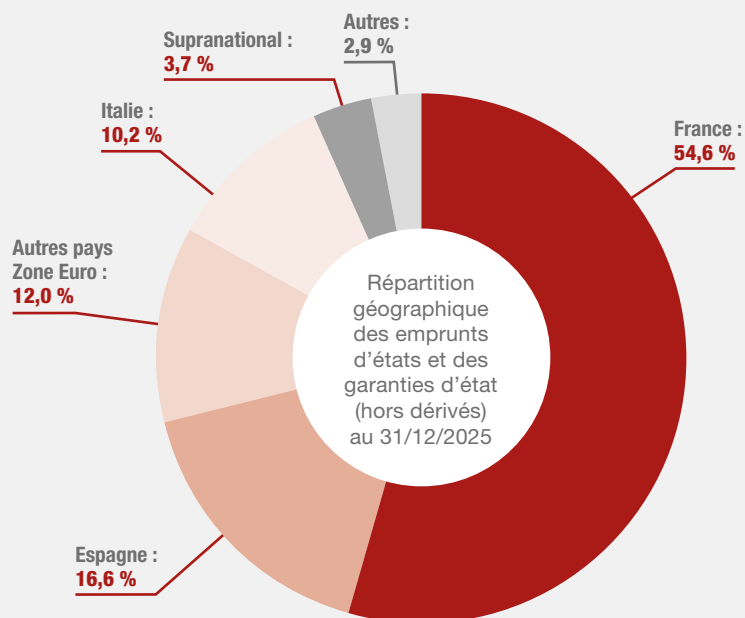




Le portefeuille obligataire est composé de :

- 81 % d'obligations souveraines*

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES EMPRUNTS D'ÉTATS ET DES GARANTIES D'ÉTAT (HORS DÉRIVÉS) AU 31/12/2025

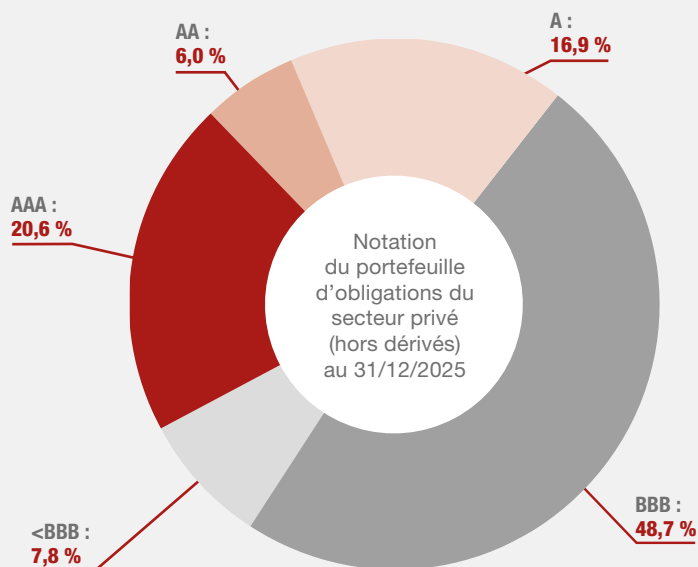


*État, garantie d'État, agences et entreprises publiques et assimilés.



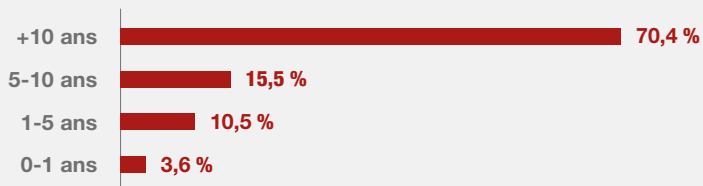
• 19 % de Secteur Privé

NOTATION DU PORTEFEUILLE D'OBLIGATIONS DU SECTEUR PRIVÉ (HORS DÉRIVÉS) AU 31/12/2025



La moyenne du portefeuille obligataire ressort à **BBB**

MATURITÉ DU PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE RÉPARTITION PAR MATURITÉ



DURATION* DU PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE

Duration
au 31/12/2024 11,7

Duration
au 31/12/2025 10,6

* Effective duration hors trésorerie

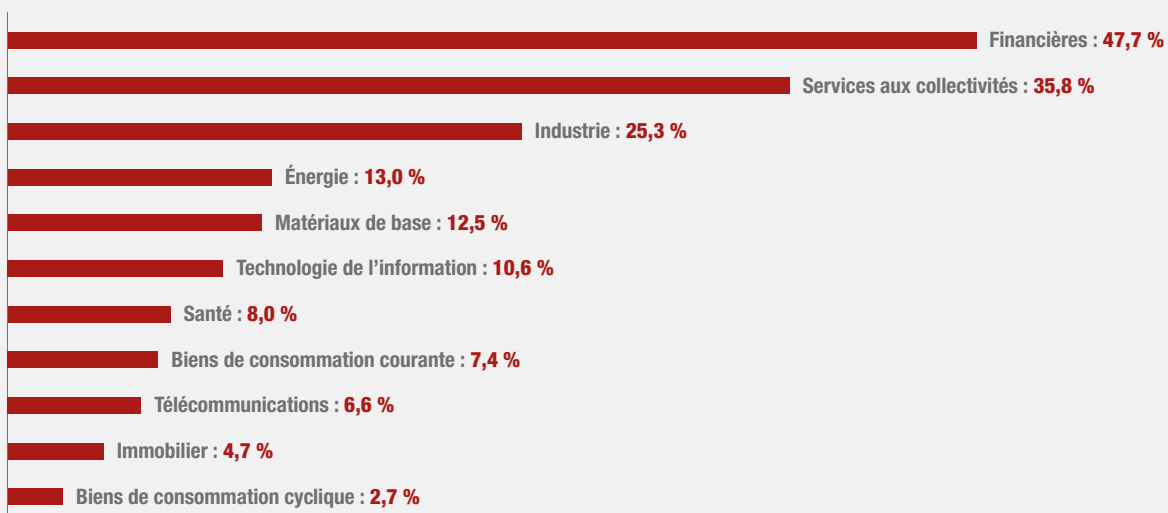


ÉVOLUTION DES MARCHÉS ACTIONS EN 2025



Sur une base 100 au 31 décembre 2025

PERFORMANCE SECTORIELLE DE L'INDICE MSCI EMU

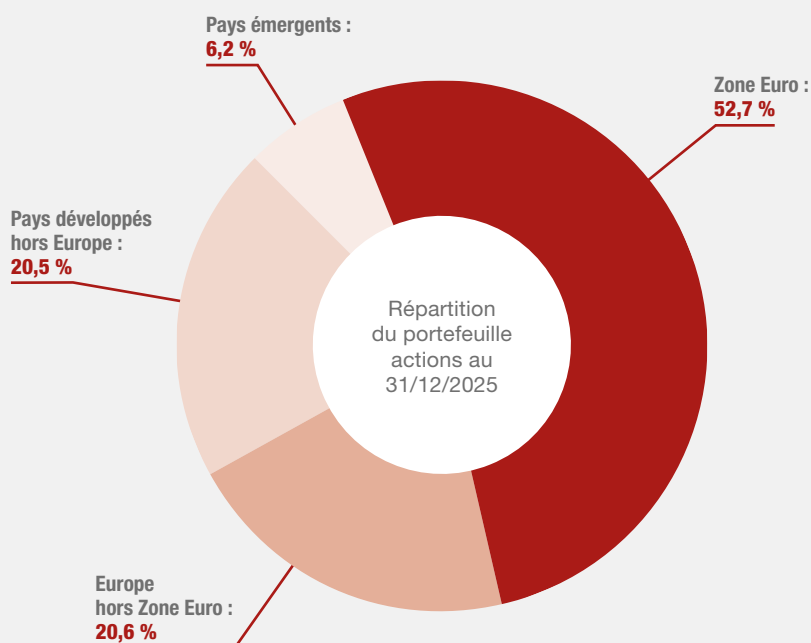


Dans un contexte volatil, nous avons maintenu une gestion active avec une allocation équilibrée entre styles croissance et value, ainsi qu'entre valeurs cycliques et défensives. Sectoriellement, nous avons réduit l'exposition aux Services aux collectivités, à la Communication, à l'Énergie et à la Santé. Les liquidités ont été réinvesties dans les secteurs Financier, Consommation discrétionnaire, Industriel et Immobilier. Nous avons également diminué notre exposition aux valeurs aurifères après leur bonne performance.

Nos ajustements ont conduit à réduire la pondération de la France, affectée par les turbulences politiques, au profit du Royaume-Uni, de la Suisse et de la Suède. Le contexte politique mondial reste incertain, alimentant potentiellement la volatilité en 2026.

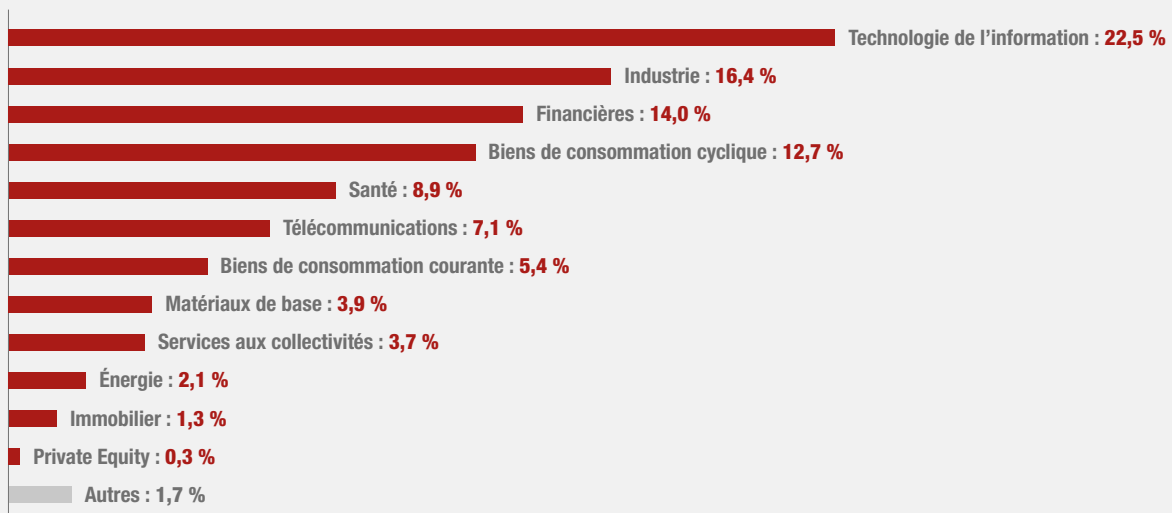
L'exposition action en direct a été réduite. De plus, des ventes à terme ont été mises en place en septembre pour 15% de cette exposition afin de générer des gains dès janvier 2026.

RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE D' ACTIONS AU 31/12/2025





RÉPARTITION SECTORIELLE AU 31/12/2025



Données marché

Investissement

L'année 2025 s'achève sur un marché de l'investissement encore fragmenté : volumes en hausse (+10 % par rapport à 2024) mais inférieurs aux moyennes décennales, forte sélection des actifs surtout ciblés sur Paris intra-muros et la logistique, poids resté important des transactions granulaires (<50 millions €) même si 2025 a vu revenir quelques très grosses opérations (>250 millions €), absentes les années précédentes. Dans ce contexte, notre programme de cessions a visé un derisking discipliné, privilégiant l'arbitrage d'actifs liquides, adaptés aux attentes actuelles des investisseurs, plutôt value-add : actifs risqués (vacance, travaux et reconversion potentielles) mais centraux.

En 2026, notre stratégie d'allocation s'oriente vers les classes d'avenir, caractérisées par une profondeur de marché avérée et un couple rendement risque supérieur : les bureaux, ciblés notamment sur le Core pour sa résilience prouvée en temps de crise, offrent une fenêtre d'acquisition attractive dans un contexte de sous-liquidité générant des points d'entrée favorables. La logistique, soutenue par une demande structurelle solide liée au développement du e-commerce. L'hôtellerie bénéficie d'un cycle porteur, alimenté par la reprise du tourisme international et l'appétit renforcé des investisseurs.

Cette discipline d'investissement, associée à des arbitrages sélectifs, soutient une trajectoire de portefeuille recentrée, performante et résiliente.

Activité locative

En 2025, le marché francilien des bureaux s'achève à 1,64 million m² placés, sous les 1,7 million m² anticipés, avec une demande en repli de 9 % vs 2024 et sous la moyenne quinquennale.

Les entreprises privilégient toujours les meilleures localisations et conditions, surtout dans le neuf, mais les volumes reculent : Paris QCA -11 %, La Défense -31 %, tandis que Neuilly-Levallois progresse de 6 %.

La Boucle Nord enregistre une chute de 70 %, avec des mesures d'accompagnement très élevées, 36 % dans la boucle et 38 % à La Défense.

L'offre immédiate grimpe à 7,6 millions m², soit 11,2 % de vacance ; Paris QCA atteint 7,6 % et La Défense 15,6 %, tandis que la 1^{ère} Couronne Nord et la Péri Défense affichent 29,8 % et 29,2 %.

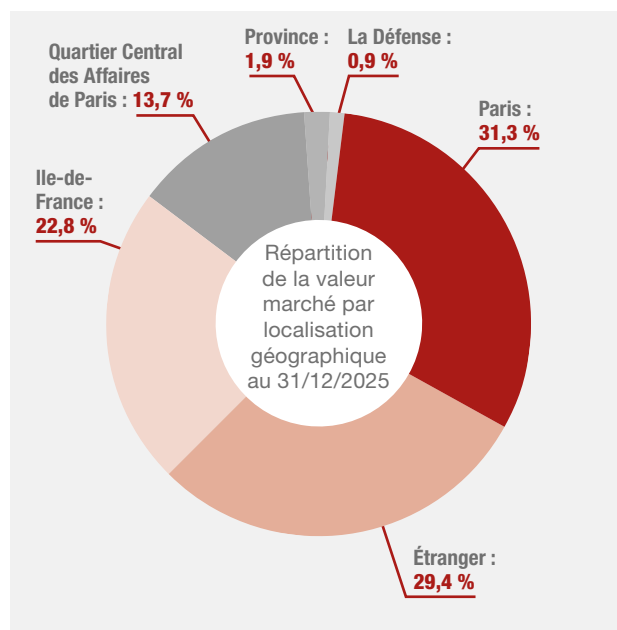
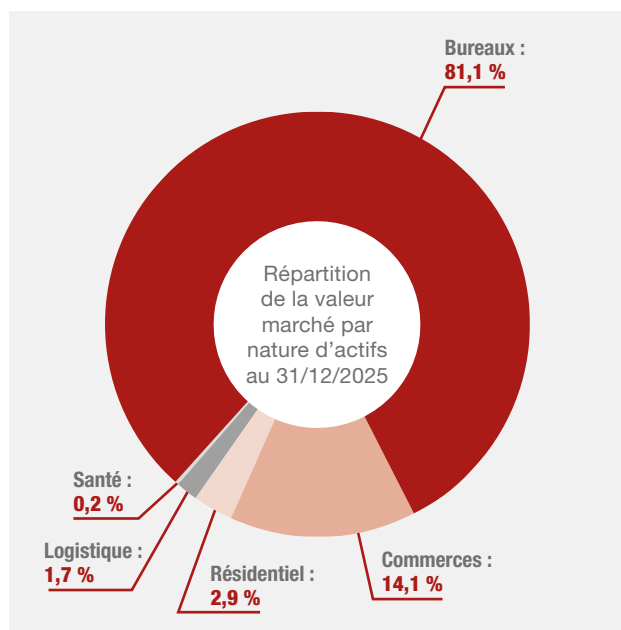
Malgré ce contexte, les valeurs locatives prime montent dans le QCA, soutenues par l'intérêt pour les marchés établis, et le loyer moyen y atteint 1 095 €/m²/an.

Au T4 2025, les mesures d'accompagnement s'établissent en moyenne à 24 % en Île de France, avec un contraste marqué entre Paris à 17 % et les périphéries entre 25 et 38 % ; en bref, hausse des disponibilités, sélectivité accrue et pression sur les marchés périphériques.



Constitution du portefeuille

Avec 1,1 milliard d'euros investis en immobilier, soit 9 % du total des actifs, le fonds bénéficie d'une richesse latente de 16,3 % sur cette classe d'actifs. Principalement composé d'actifs de bureaux, le portefeuille présente une diversification géographique équilibrée. La qualité des immeubles détenus permet de générer un revenu courant pérenne, contribuant ainsi à la résilience du portefeuille, notamment dans un contexte de hausse marquée des taux d'intérêt.





GENERALI PATRIMOINE

Generali Retraite,

Société anonyme au capital de 213 541 820 euros.

Fonds de Retraite Professionnelle Supplémentaire régi par le Code des assurances - 880 265 418 RCS Paris.

N° d'identifiant unique ADEME FR232327_01NBY1.

Siège social : 89 rue Taitbout, 75009 Paris.

Société appartenant au Groupe Generali immatriculé sur le registre italien des groupes d'assurances sous le numéro 026.

