

Document conçu principalement pour des investisseurs professionnels

Bonne Année
Happy New Year
良いお年を
2026



Les faits: Il y a encore eu des retards dans la publication des indicateurs en décembre mais, malgré le manque de détails, l'avis général était que l'activité résistait. La géopolitique a aussi contribué à l'incertitude, car les pourparlers de paix sur l'Ukraine n'ont pas semblé progresser, et les tensions ont monté d'un cran entre la Chine et Taiwan.

Bien que le blocage des services fédéraux ait officiellement pris fin dans la première quinzaine de novembre, ses effets retardés perturbaient encore le flux des indicateurs économiques en décembre. Certaines séries calculées par le Census Bureau sur le logement et la construction semblaient particulièrement en retard, puisque les derniers chiffres sur les permis de construire, les mises en chantier et les dépenses de construction dataient du mois d'août. Les données de revenus et de dépenses des ménages, qui sont généralement publiées sous un mois par le Bureau of Economic Analysis, n'étaient toujours pas sorties au-delà de septembre.

Quelques éléments restaient disponibles pour aider les investisseurs à deviner l'état de l'économie, et ils donnaient globalement un message mitigé, parfois contradictoire. Certains suggéraient que les affaires étaient raisonnablement résistantes. La première estimation du PIB du pays sur le troisième trimestre a finalement été publiée, et sa croissance annualisée de 4.3% était bien supérieure aux attentes. L'indice NAHB, qui a progressé pour le troisième mois d'affilée en décembre, traduisait une humeur légèrement plus optimiste chez les entrepreneurs en bâtiment. Les indices ISM et le suivi par la Réserve Fédérale de la production industrielle et de l'utilisation des

capacités indiquaient aussi une situation à peu près stable en octobre et novembre. D'autres indicateurs se sont toutefois révélés plus atones. Le Census Bureau a publié les commandes de biens durables pour octobre, et elles perdaient 2.2% en raison d'une composante "transports" médiocre. Malgré une révision positive du chiffre de novembre, **l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board a continué sa série de baisses mensuelles, ininterrompue depuis le pic de juillet.** Plusieurs données ont également montré que les ventes de véhicules avaient été moroses depuis la fin de l'été, et avaient pesé sur les ventes de détail (qui résistaient bien dans les autres domaines). Enfin, le Bureau of Labor Statistics a simultanément réduit son estimation initiale des emplois non-agricoles créés en septembre et annoncé les chiffres des embauches pour les deux mois suivants. Malgré une amélioration sur la deuxième période, ils étaient plutôt mous et le taux de chômage américain est remonté à 4.6%, son plus haut niveau depuis la période Covid en 2021.

Les investisseurs n'ont toutefois pas beaucoup réagi à ces chiffres car **ils avaient différentes raisons de penser qu'ils pouvaient avoir été faussés par des éléments exogènes.** Tout le monde s'attendait à ce que les dépenses aient été gonflées par les craintes de hausse des prix à l'approche de



l'application des droits de douane, et à ce qu'elles aient été plus limitées ultérieurement. Le passage à vide sur les ventes de véhicules pouvait aussi être rattaché aux perturbations de chaîne d'approvisionnement provoquées par Nexperia, et celui des créations d'emploi aux effets du blocage fédéral sur les recrutements de fonctionnaires (d'autant que les inscriptions hebdomadaires au chômage ne semblaient pas avoir monté pour le moment). En outre, différentes sources qui cherchent à estimer les dépenses pour les fêtes à partir de données issues du marketing en ligne ou des cartes de crédit se montraient plutôt optimistes, et laissaient entendre que les ventes du Black Friday et du Cyber Monday pourraient avoir progressé de 5 à 7% par rapport à la même période de l'an dernier.

Le Bureau of Labor Statistics a également publié l'indice des prix à la consommation de novembre. Le chiffre d'octobre a sauté, mais la variation sur deux mois montrait que l'inflation était restée bénigne sur la période, tant sur la globalité que si on excluait l'alimentation et l'énergie. Le PPI, qui tend à refléter les tendances émergentes plus rapidement, n'était pas encore disponible pour la même période. La Réserve Fédérale a tenu sa dernière réunion de l'année, et a de nouveau réduit son taux directeur de 25 points de base. Toutefois, **les commentaires à l'issue du FOMC sous-entendaient que, pour le moment, la banque centrale ne prévoyait pas d'adopter une attitude beaucoup plus accommodante en 2026.**

Il restait peu de résultats trimestriels à publier en décembre, mais la plupart de ces annonces se sont avérées meilleures que prévu, comme l'ont illustré Broadcom et Salesforce. Pour ce qui concerne l'avenir, la plupart des sociétés qui ont publié ou ont saisi l'occasion d'une réunion d'investisseurs pour mettre à jour leurs prévisions ont rehaussé, ou au moins réitéré leurs indications, mais cela n'a pas toujours suffi à atteindre les attentes. La chaîne de magasins de bricolage Home Depot était dans ce cas.

Beaucoup d'éléments étaient en évolution sur le front international mais aucun de ces événements n'a été considéré comme suffisamment important pour perturber les investisseurs pendant la période des fêtes. Les négociations de paix sur l'Ukraine se poursuivaient, et de nombreux commentaires de dirigeants politiques (Donald Trump et ses collaborateurs, mais aussi, dans une certaine mesure, Volodymyr Zelensky et Vladimir Poutine) laissaient entendre que des progrès avaient été réalisés vers un cessez-le-feu. Il restait toutefois difficile de croire à l'obtention rapide d'un accord, car Moscou comme Kiev avaient tous les deux des exigences dont l'acceptation par la partie adverse semblait peu probable. En outre, à la fin du mois, la Russie a accusé l'Ukraine d'avoir fomenté une attaque sur une des résidences de Vladimir Poutine. **L'avis général était que cette nouvelle était peu crédible, et avait probablement été montée de toutes pièces par la Russie pour torpiller les pourparlers de paix.** Parallèlement, la Chine a continué à accroître sa pression sur Taiwan, conduisant les Etats-Unis à valider une vente d'armes à Taïpeh pour un montant de onze milliards de dollars, le plus gros contrat de ce type en presque 25 ans. Pékin a répondu en annonçant de nouveaux exercices militaires autour de l'île, ce qui était perçu comme une escalade en raison du nombre accru de vaisseaux et d'avions, et de l'utilisation de munition réelles pour la première fois. Plusieurs foyers de tension plus récents ont également paru s'envenimer. Washington a continué à accuser le Venezuela de laxisme sur le trafic de drogues, et la marine américaine a ouvert le feu sur plusieurs navires soupçonnés de participer à ce commerce. A la fin décembre, il n'y avait pas de signe clair que cela pourrait déboucher sur des mesures plus extrêmes. Quoique moins présente dans les médias, la dispute entre la Thaïlande et le Cambodge (que Donald Trump avait présentée comme résolue après son dernier voyage en Asie) a continué à se développer, et l'armée thaïlandaise a commencé à frapper des zones touristiques proches de Siem Reap et des temples d'Angkor.



Les effets: La faiblesse des soutiens fondamentaux n'a pas empêché le S&P 500 d'enregistrer une progression marginale, pour terminer l'année en hausse de 17.43%. Notre stratégie a fini légèrement derrière son indice en décembre, et également sur 2025, où le biais "Mag7" a continué à pénaliser les vrais gérants actifs.

Il y a eu un rallye de fin d'année pour les actions américaines en 2025, mais il n'a pas duré jusqu'en décembre. **Le mois a été calme faute de nouvelles financières importantes, et tous les secteurs à l'exception des services aux collectivités (-5.3%) ont bougé de moins de 3% dans un sens ou dans l'autre.** Facialement, le S&P 500 a perdu 0.1% mais l'effet du réinvestissement des dividendes lui a permis d'afficher sa huitième hausse consécutive en termes de performance nette.

Il était difficile de trouver une cause commune pour les mouvements de marché, car il y avait par exemple des catégories sensibles aux taux d'intérêt à la fois parmi les meilleures et les plus mauvaises performances. Les matériaux de base ont gagné 2% et l'immobilier a perdu 2.75%. Le style n'a pas paru avoir beaucoup d'effet non plus. Dans les deux familles « standard » et « pure » d'indices S&P, les références Croissance et Value ont obtenu des performances similaires, malgré l'évolution moins favorable du Nasdaq Composite, très orienté vers l'innovation, qui a terminé le mois 40 points de base derrière le S&P 500. La taille n'a pas plus joué. **Seules deux des « Mag7 » ont surperformé en décembre : les investisseurs étaient tentés de prendre des profits sur les valeurs liées à l'IA.** Seules Nvidia (soutenue par la décision de la Maison Blanche d'assouplir son interdiction d'exporter les processeurs H200 vers la Chine) et Meta Platforms (dont il se disait qu'elle préparait une forte baisse du budget alloué à la coûteuse division qui développe le métaverse) ont fini le mois dans le vert. Les cinq autres valeurs ont baissé légèrement, toutefois, à l'exception de Broadcom, qui a perdu 14% après l'annonce de ses résultats trimestriels. Ceux-ci étaient bons, l'entreprise a fait des commentaires enthousiastes sur la demande pour l'IA et a donné une indication de chiffre d'affaires supérieure au consensus, tout en rehaussant aussi son dividende trimestriel de 10%. Néanmoins, les

investisseurs n'ont pas apprécié la remarque de la direction signalant que l'IA aurait un effet négatif sur les marges dans le futur prévisible.

En fait, **les résultats ou autres annonces effectués dans des conférences ont joué un rôle significatif dans les performances, et plusieurs des constituants les plus haussiers du S&P 500 en décembre étaient des titres qui réagissaient à un commentaire récent sur les résultats.** C'était le cas du distributeur Dollar General, dont la stratégie de redressement porte des fruits, mais aussi du fabricant de puces-mémoires Micron Technologies qui, comme ses homologues, bénéficie d'une offre contrainte dans sa spécialité. Ces deux valeurs ont chacune gagné plus de 20% et le spécialiste des microcontrôleurs Microchip, qui a aussi revu ses prévisions à la hausse, n'était pas loin derrière. Les effets conjugués des tendances technologiques et des tensions internationales ont aussi aidé des valeurs comme l'exploitant de mines de cuivre Freeport McMoran.

D'autres moteurs de performance se sont toutefois également manifestés, contribuant à rendre la liste des meilleures performances très diversifiée d'un point de vue sectoriel. Warner Bros Discovery a enregistré une des quatre plus fortes hausses au sein de l'indice, car Netflix et Paramount Skydance se disputaient le rachat du groupe de média (et ont donc fortement sous-performé). Des rapports selon lesquels l'investisseur-activiste Elliott Management avait pris une participation dans Lululemon Athletica a propulsé le titre à la hausse, tandis qu'un autre spécialiste des vêtements et chaussures de sport, Deckers Outdoor, bénéficiait probablement de son cours relativement bon marché après un parcours médiocre en 2025. Parallèlement, Tapestry (qui gère les marques Coach et Kate Spade) s'est bien comporté après avoir fourni des détails sur



des sujets comme sa stratégie pour profiter des avantages de l'IA et son potentiel en Chine. Il y avait aussi une forte représentation des valeurs liées au tourisme parmi les meilleures performances. Norwegian Cruise Lines et son concurrent Carnival, Southwest Airlines et AirBnb ont tous gagné plus de 16% après que certaines sociétés du secteur ont fait des commentaires encourageants sur le niveau des réservations. Toutefois, toutes les activités tournées vers les consommateurs n'ont pas été bien orientées et, par exemple, les deux commerces de pièces détachées automobiles, Autozone et O'Reilly, ont baissé de plus de 10% après que le premier a légèrement déçu les attentes sur ses bénéfices. Malgré l'amélioration de la confiance dans le logement, Lennar a perdu plus de 21% et pesé sur l'ensemble du secteur après avoir également raté les objectifs. Les titres les plus mal orientés de l'indice étaient des valeurs moins sensibles à l'économie, comme le fabricant de pommes de terre surgelées Lamb Weston (qui a perdu 29% pour avoir seulement réitéré ses prévisions) suivi de Coinbase (qui souffre depuis octobre avec la baisse du Bitcoin).

Ceci a mis un point final à une année pendant laquelle les actions américaines, représentées par le S&P 500, ont officiellement gagné 17.43% en intégrant les dividendes nets réinvestis. Leur performance moyenne non-pondérée était une nouvelle fois bien inférieure, à seulement 10.8%.

Notre stratégie a légèrement sous-performé en décembre, avec un chiffre brut 55 bps derrière celui de son indice. **La cause principale de ce résultat était la faiblesse de notre choix de valeurs dans la technologie, où nous avons perdu plus de 70 bps**, alors que l'impact cumulé du choix de titres (directement ou à travers son effet induit sur les expositions sectorielles) était légèrement positif dans les autres catégories.

Avec sa baisse de 14% et un poids proche de 4%, Broadcom expliquait à lui seul une bonne partie de notre déficit de performance. Comme nous l'avons indiqué plus haut, les résultats et les prévisions de la société étaient solides, mais le marché s'est concentré sur les marges, qui baissent logiquement pendant que la part des processeurs IA

augmente dans le chiffre d'affaires. **Nous ne voyons pas pourquoi ceci a constitué une surprise**, et nous sommes convaincus que Broadcom (qui a nettement battu Nvidia en 2025) reste une manière attrayante de jouer l'opportunité IA. L'entreprise couvre de nombreux composants de l'infrastructure des centres de données, et ses processeurs dédiés par application constituent une option compétitive face à des unités graphiques plus puissantes mais plus chères. Pure Storage, dont la baisse a été encore plus prononcée (-24%) mais a porté sur une exposition beaucoup plus faible, a également pesé sur notre performance. La raison était en partie similaire au cas précédent, en ce sens que les investisseurs se sont attachés à un détail spécifique pendant que la plupart des annonces étaient positives. L'entreprise a fait état d'une forte croissance, portée par des gains de nouveaux clients robustes, et elle a rehaussé ses perspectives de ventes au-dessus du consensus comme de la limite haute de sa prévision précédente. En outre, la direction a indiqué que le prix des mémoires, qui est en forte hausse actuellement, devrait être relativement facile à répercuter aux clients, ce qui aurait dû lever une des inquiétudes principales du marché. Toutefois, elle a aussi prévenu que les coûts de R&D allaient peser sur les marges. Nous avons considéré la réaction du titre comme une occasion de renforcement. Plusieurs autres valeurs technologiques liées à l'IA ont aussi pesé, dans une moindre mesure, sur notre performance relative, mais nous avons aussi bénéficié d'une contribution précieuse de plusieurs autres positions. UiPath, spécialiste des « agents » qui permettent d'automatiser les tâches des utilisateurs, a été notre meilleure performance, à 18%. Ses résultats et ses prévisions ont dépassé les attentes, et ont rassuré le marché sur la capacité de l'entreprise à utiliser l'IA pour améliorer encore ses produits au lieu d'en subir la concurrence. Salesforce, dont le récent produit AgentForce, développé autour de l'IA, s'est également avéré un puissant moteur de croissance, n'était pas loin derrière malgré des résultats financiers mitigés. Les investisseurs ont regardé la dynamique favorable des nouveaux contrats, illustrée par des signatures récentes avec des clients comme le Ministère des Transports américain ou le laboratoire pharmaceutique Novartis.



Dans les autres secteurs, nous avons perdu quelques points de base dans l'énergie et la santé. Dans la première catégorie, les raffineurs ont mieux résisté que nos valeurs sensibles à la production lorsque les prix du pétrole ont baissé. Dans la seconde, le Parti Démocrate n'est pas parvenu à imposer le renouvellement des subventions au "places de marché" d'Obamacare, ce qui a pesé sur certains services comme notre titre dans la gestion d'hôpitaux. Ces éléments défavorables ont toutefois été plus que compensés par une bonne sélection de valeurs dans la consommation discrétionnaire et la finance. Notre revendeur de produits "bradés" Burlington Stores s'est très bien comporté grâce à l'espoir d'une bonne tenue de la consommation sur la période des fêtes. Quant au second secteur, sa performance était le fruit de l'homogénéité de nos lignes, chaque valeur de notre sélection fournissant une surperformance modérée. La plupart de nos industrielles ont bien contribué également. Le fabricant d'aciers spéciaux ATI, en particulier, a été soutenu par une solide demande en provenance de l'aérospatial et de la défense, tandis que notre dernier achat Huntington Ingalls a réagi aux annonces de Washington sur plusieurs nouveaux programmes de navires militaires. Toutefois, le secteur ne nous a rapporté que quelques points de base, car ces apports ont été partiellement effacés par la faiblesse de Vertiv Holdings qui a traversé un "trou d'air" comme la plupart des autres

valeurs liées à l'IA. Enfin, nous avons gagné quelques points de base grâce à notre absence totale des services aux collectivités et de l'immobilier, qui ont sous-performé.

Pour ce qui concerne l'année écoulée, notre bilan d'ensemble sur 2025 est mitigé. D'un côté, nous ne sommes pas parvenus à battre notre indice dividendes nets réinvestis, et notre performance brute termine la période 189 points de base derrière cette référence. De l'autre côté, nous sommes paradoxalement assez satisfaits de ce résultat car, une nouvelle fois et pour la troisième année consécutive, **les vrais gérants actifs se sont heurtés à un environnement très défavorable, où il était presque impossible de battre l'indice sans accepter un risque inconsidéré.** La performance du marché a été faussée par une poignée de poids-lourds, dont beaucoup étaient propulsés par une sorte d'effet de mode que les fondamentaux ne soutenaient pas complètement à notre avis. Avec un benchmark officiel presque 700 points de base devant la moyenne de ses composants, ce vent contraire était très difficile à compenser. Même si nous avons largement battu la version équi-pondérée du S&P 500, nous ne sommes pas complètement parvenus à égaler sa version dépendant des capitalisations boursières.

Nos décisions: Nous avons effectué un seul arbitrage en décembre, avec le remplacement de Bath & Body Works par un autre distributeur qui devrait offrir une meilleure visibilité. Malgré cette dernière transaction, 2025 aura vu une rotation particulièrement faible, puisque nos mouvements stratégiques n'ont concerné qu'environ 20% des actifs.

Notre décision de revendre le distributeur de produits pour le corps et de parfums d'ambiance a été provoquée par ses résultats inférieurs aux attentes et ses prévisions décevantes, publiés fin novembre. Comme nous l'avons expliqué dans notre commentaire d'investissement à la fin du mois dernier, l'équipe dirigeante a mis en cause les

pressions inflationnistes subies par les consommateurs, et a annoncé une série d'initiatives pour réduire les coûts et restaurer la croissance. La forte baisse du titre traduisant une sur-réaction, nous avons initialement renforcé notre position pour ramener la ligne à son poids-cible initial, et nous avons bénéficié de son solide rebond dans les



semaines qui ont suivi. Toutefois, notre analyse était que le plan de redressement, bien qu'attrayant et ambitieux, ne comportait pas suffisamment de détails concrets sur sa mise en œuvre. Cela le rendait très dépendant de l'exécution par la direction, qu'il était difficile de juger compte tenu de la nomination récente du nouveau directeur général (arrivé il y a quelques mois en provenance d'un poste moins visible chez Nike) et de plusieurs autres dirigeants clés. **Nous avons donc décidé de ressortir, car nous n'avons pas assez de visibilité** et ne voulions pas prendre le risque de nouvelles déceptions en 2026.

Pour plus d'information sur nos achats récents, veuillez vous reporter au rapport détaillé du fonds, ou nous contacter.

Même si nous avons remplacé une valeur de consommation discrétionnaire par une autre officiellement classée dans la consommation de base, l'exposition réelle de notre portefeuille a été faiblement affectée car la nouvelle position n'est probablement pas beaucoup moins sensible à l'économie que la précédente. Selon les pondérations sectorielles de la stratégie (qui, pour rappel, sont la résultante de notre sélection de titres plutôt que d'un choix "top-down" délibéré), **nous terminons l'année avec des paris relativement limités par rapport à nos standards habituels**. La santé demeure notre plus grosse surexposition, suivie de la technologie, mais dans ces deux

catégories, l'écart de poids avec l'indice est inférieur à cinq points de pourcentage, et la nature des titres détenus contribue en outre à réduire le risque. De même, la sous-pondération est faible dans la plupart des secteurs qu'elle concerne. Nous espérons être en mesure de revenir à une prise de risque plus conforme, car notre stratégie a toujours été vraiment active, mais cela demande une visibilité supérieure à ce dont nous pensons disposer à l'heure actuelle.

Quant aux autres caractéristiques du portefeuille, elles restent cohérentes avec le positionnement habituel de notre stratégie. Selon les prévisions actuelles centralisées par LSEG/IBES, nos participations finiront 2025 avec une croissance médiane des BPA supérieure de presque dix points de pourcentage à celle de l'indice (18.05% contre 8.50%) et elles présentent également un surcroît de croissance non négligeable sur la nouvelle année et à long terme. De plus, **les révisions portant sur les estimations 2026 sont déjà en notre faveur, et devraient augmenter cet avantage au fil du temps, comme cela se produit presque chaque année**. Néanmoins, le multiple de valorisation de notre portefeuille sur la base des bénéfices attendus est nettement inférieur à la moyenne du marché, ce qui est une manière de gérer notre préoccupation concernant la valorisation excessive atteinte par certains segments de la bourse. Notre sous-exposition à la plupart des "Mag7" explique presque la moitié de cet écart.

Les perspectives: Les derniers développements, y compris le communiqué de la Réserve Fédérale, ont encore renforcé notre confiance dans notre scénario et notre choix de titres. Nous pensons donc que la stratégie va payer... dès qu'une vision plus réaliste sur l'IA laissera les vrais fondamentaux guider la performance au sein de notre indice de référence.

Nous abordons 2026 dans la continuité en ce qui concerne le manque de visibilité. L'économie mondiale atteint actuellement un point de son cycle où il est toujours difficile de déterminer où se dirigent les choses, c'est-à-dire si la politique monétaire, dont les effets se font toujours sentir avec un retard de plusieurs trimestres, a été dosée de

manière adéquate pour enrayer le ralentissement sans pour autant provoquer un excès dans le sens opposé. Le flux actuellement ralenti des indicateurs économiques rend encore plus difficile l'estimation en temps réel des tendances des affaires, et les entreprises n'aident pas beaucoup avec leurs vues divergentes sur les perspectives.



De plus, le président américain continue à prendre des décisions imprévisibles et changeantes sur les sujets économiques et internationaux, tandis que le niveau des tensions géopolitiques augmente le risque que le moindre événement mineur puisse provoquer un incident et dégénérer en quelque chose de plus grave. **Les deux premières économies mondiales et les trois premières puissances militaires ont maintenant à leur tête des dirigeants qui ne s'embarrassent pas des principes de comportement en vigueur depuis la deuxième guerre mondiale.** Leurs choix sont guidés par une vision pragmatique des intérêts financiers ou politiques immédiats de leur pays (ou des leurs propres), et ils attachent peu d'importance aux effets secondaires et aux conséquences à long terme sur les équilibres mondiaux et les liens diplomatiques hérités de l'Histoire. Si nous ne sommes pas nécessairement en désaccord avec les objectifs affichés, nous ne pouvons pas nous sentir à l'aise avec la méthode, car la perte de confiance mène inévitablement à la tourmente avec, dans le meilleur des cas, un effet sur le sentiment et les dépenses.

Tout cela nous engage à éviter les choix d'investissement tranchés pour le moment, afin de privilégier les biais limités lorsque nous estimons avoir assez de visibilité, ou lorsque nous identifions des opportunités spécifiques. La diversification reste aussi un objectif essentiel dans cet environnement. Parallèlement, pour le moment, les quelques éléments dont nous disposons sur l'économie américaine laissent penser qu'elle résiste plutôt bien, mais **nous divergeons probablement de la majorité par notre positionnement plus sélectif sur l'IA et les valeurs de consommation.** Nous avons déjà mentionné à de nombreuses reprises dans le passé que, même si l'IA a un énorme potentiel, nous pensons que peu d'acteurs parmi ceux qui y investissent actuellement en obtiendront des résultats à la hauteur de leurs attentes. Le dicton "foutaises à l'entrée, foutaises à la sortie" est plus adapté que jamais, et **de plus en plus d'études soulignent que l'IA ne peut se voir confier des processus sensibles que si elle a été entraînée sur des données bien identifiées et parfaitement exactes... dont très peu d'acteurs disposent.** Une forme de

déception (ou de retour sur terre) est donc probable à un moment ou à un autre. Compte tenu de la situation financière tendue de nombreuses sociétés à l'origine des investissements massifs qui tirent actuellement la demande, et de notre conviction que des réglementations beaucoup plus contraignantes devront être introduites tôt ou tard pour éviter des désastres, nous ne sommes pas enclins à imaginer que cet arbre va monter jusqu'au ciel. Nous préférons donc jouer ce thème à travers des fournisseurs d'infrastructure qui, comme les vendeurs de pelles pendant la ruée vers l'or, ont plus de chance d'atteindre leurs objectifs que les premiers utilisateurs. Quant aux consommateurs, il est assez clair qu'ils ne sont pas tous optimistes. Une partie de la population va continuer à dépenser, car elle est à l'aise financièrement et va même bénéficier de réductions d'impôts ou d'autres mesures, mais une autre partie souffre actuellement de l'inflation, de pertes d'emploi, ou de coupes budgétaires sur le soutien fédéral aux mesures sociales comme l'Affordable Care Act. Cela nous conduit à privilégier les produits et services dont la résistance repose sur un profil pas trop discrétionnaire, un prix affiché peu élevé ou une exposition aux consommateurs qui baissent en gamme pour faire des économies. En ce qui concerne les autres sujets, nous devrions continuer à favoriser les sociétés tirées par l'innovation (qu'on trouve souvent dans la technologie, la santé et parfois les industrielles), mais les fusions/acquisitions semblent devoir connaître également une bonne année en 2026.

En définitive, nous ne comptons pas changer grand-chose dans notre approche pour le moment, et nos prochains mouvements seront très probablement des ajustements de portefeuille axés sur l'optimisation des positions, plutôt que des réorientations de grande ampleur. Nous espérons aussi voir le marché revenir à une performance plus normale, où l'indice large reflète fidèlement la performance d'un titre-type (comme le fait la version équi-pondérée) au lieu d'être faussé par une poignée de géants derrière lesquels une multitude d'autres histoires attrayantes deviennent complètement invisibles. Cette anomalie dure depuis longtemps, et a été particulièrement marquée ces trois



dernières années, ce qui n'en rend le renversement que plus probable. Dans la durée, **les meilleures performances du marché américain ne sont pas le fait des énormes "blue chips", dont la taille est pénalisante pour la croissance et la capacité d'adaptation, mais de leurs rivaux légèrement moins connus mais plus agiles.** De ce fait, notre objectif principal pour 2026 sera de continuer à obtenir une surperformance forte et régulière par rapport à la version équi-pondérée du S&P 500, qui représente statistiquement le résultat d'un choix de titres effectué entièrement au hasard, et donc le "niveau zéro" de la valeur ajoutée. Si nous atteignons cet objectif, comme nous l'avons largement fait presque chaque année depuis le lancement de notre stratégie mi-2017, nous savons que, tôt ou tard, nous serons aussi de retour devant notre indice de référence officiel.

Information importante: Les avis exprimés dans ce document sont à but exclusivement informatif. Ils ne sauraient constituer une recommandation d'adopter ou de modifier une stratégie d'investissement, ni d'acheter ou de vendre un instrument financier. Ils reflètent l'analyse de Graphene Investments à la date indiqué en tête de document, sur la base de l'information disponible à cette date. Cette information, ainsi que les opinions et hypothèses qui en découlent, sont susceptible d'évoluer à tout moment. Graphene Investments ne garantit ni leur exhaustivité ni leur exactitude.

Les références à la performance des marchés, des instruments financiers ou de la stratégie sont fournies à titre d'information. Les performances passées ne sauraient constituer une indication de la performance qui pourra être obtenue dans le futur. Sauf indication contraire, le présent document ne se rapportant à aucun fonds en particulier, les chiffres cités concernent la performance brute de la stratégie US Essential Growth. Ils sont obtenus à partir de la performance réelle d'un compte géré selon cette stratégie, libellé en dollar et ne faisant l'objet d'aucune couverture de change. Le détail du calcul est disponible sur demande auprès de Graphene Investments. La performance réellement obtenue par la même stratégie dans chaque véhicule d'investissement où elle est appliquée peut varier en fonction des caractéristiques de ce véhicule et des conditions de mise en œuvre.

Avant de prendre une décision d'investissement, quelle qu'elle soit, les investisseurs doivent mener leur propre analyse, en utilisant une information à jour, pour se faire une opinion sur l'adéquation et le risque de l'investissement envisagé.

La reproduction de tout ou partie du présent document est interdite sans l'accord préalable écrit de Graphene Investments.



Agrément AMF n° GP-16000022
75 Bd. Haussmann 75008 Paris (France)
T: +33.1.70.82.44.50
F: +33.1.70.82.44.49
E: contact@graphene-investments.com
W: www.graphene-investments.com