



Document conçu principalement pour des investisseurs professionnels

Les faits: Les indicateurs et les annonces trimestrielles de résultats ont continué à donner une vision contrastée de l'activité américaine, sans qu'aucune tendance claire ne semble l'emporter. Les événements politiques intérieurs et internationaux ont toutefois paru de plus en plus susceptibles d'affecter la croissance mondiale.

Les effets de la fermeture prolongée des services gouvernementaux à l'automne dernier ont continué à se résorber, et de nouveaux indicateurs économiques ont été produits, mais ni ces chiffres sortis en retard, ni ceux qui étaient publiés selon le calendrier habituel n'étaient particulièrement conclusifs.

Les enquêtes de confiance étaient mitigées. L'indice ISM du secteur manufacturier a baissé pour le quatrième mois d'affilée, revenant à 47.9, tandis que son équivalent pour les services affichait une quatrième hausse consécutive pour atteindre 54.4. De manière ironique, les nouveaux chiffres étaient respectivement le pire depuis octobre 2024 pour le premier, et le meilleur depuis la même période pour le second. Cette vigueur supposée dans les services était également difficile à réconcilier avec l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board, qui a été publié peu avant la fin du mois et qui a chuté à 84.5. **Même pendant la période Covid, l'optimisme des ménages n'avait pas été aussi bas**, et il fallait remonter à ... mai 2014 pour trouver un niveau encore moins élevé. L'indice NAHB, qui avait donné des signes d'amélioration depuis ses plus-bas de septembre, est légèrement retombé en janvier.

Les mesures de l'activité réellement enregistré n'ont pas été beaucoup plus claires, en ce sens qu'elles ne confirmaient pas automatiquement les enquêtes de confiance. La Réserve Fédérale a estimé que la production industrielle avait bien résisté, progressant de 0.4% d'un mois sur l'autre

en décembre, après une hausse similaire en novembre. L'utilisation des capacités rebondissait donc à 76.3%, son meilleur niveau depuis avril. **Les chiffres du Census Bureau ont aussi paru confirmer cette résistance**, avec une nouvelle hausse des commandes de biens durables (même en excluant les équipements de transport, qui étaient particulièrement robustes) et un rebond des commandes aux usines, sans aucun signe officiel de dégradation du côté des stocks. Les ventes de véhicules de décembre ont bien résisté et les ventes de détail ont progressé en novembre à un rythme qui n'avait plus été observé depuis les mois d'été. Toutefois, selon le Bureau of Labor Statistics, **l'économie américaine n'a créé que 50 000 emplois non-agricoles en décembre, et les entreprises manufacturières ont en fait réduit leur nombre total de salariés** pour le huitième mois de suite.

Les données analysées par le Bureau of Labor Statistics ont aussi confirmé que l'inflation n'était pas complètement écartée. Les prix à la consommation ont progressé de 0.2%, hors-alimentation et énergie, en décembre, mais **les indices à la production portant sur la même période, qui ont été publiés tard en janvier, témoignaient d'une ré-accelération**, avec une hausse séquentielle de 0.7% de l'indice sous-jacent. Comme prévu, la Réserve Fédérale a donc gardé son taux directeur inchangé lors de la première réunion du FOMC de 2026.



Dans le même temps, les entreprises annonçaient leurs résultats trimestriels et initiaient ou affinaient leurs prévisions pour la nouvelle année. A fin janvier, environ un tiers des sociétés du S&P 500 avaient réalisé cet exercice, et leur message était contrasté. Les banques ont globalement dépassé les attentes, les introductions en bourse et les fusions soutenant les commissions dans la banque d'affaires tandis que les volumes de transaction et les "spreads" de taux aidaient également. Dans la technologie, de nombreuses sociétés ont aussi affiché des résultats robustes, mais leurs prévisions étaient moins enthousiastes car **une pénurie sur les mémoires, provoquée par la demande de l'IA, menaçait de perturber la production de matériel informatique et faisait monter les coûts des intrants**. Dans les secteurs orientés vers le consommateur, les choses étaient encore plus troublantes. Les croisiéristes faisaient état de réservations dynamiques, les constructeurs automobiles dépassaient les attentes et paraissaient plus optimistes qu'ils ne l'avaient jamais été ces derniers temps, mais les chaînes de restaurants (qui doivent gérer des prix alimentaires en hausse) étaient à la peine et les commerces d'habillement n'avaient rien d'impressionnant. Des marques comme Abercrombie & Fitch, American Eagle Outfitters et Birkenstock ont annoncé des ventes décevantes sur la période des fêtes. Saks Global (la holding de Saks Fifth Avenue, qui possède maintenant aussi d'autres grands magasins emblématiques comme Bergdorf Goodman) a dû se placer sous la protection de l'article 11 de la loi sur les faillites, après avoir été incapable d'honorer un paiement d'intérêts liés à son acquisition de Neiman Marcus.

Les événements les plus importants se sont toutefois produits dans le champ politique. Sur le front intérieur, on sentait un rejet croissant des méthodes utilisées par les agents fédéraux de l'immigration. Les médias relataient depuis longtemps les comportements des équipes de l'ICE (Immigration and Customs Enforcement), renvoyant des familles entières installées aux Etats-Unis depuis des années, arrêtant des mères au moment où elles venaient chercher leurs enfants à l'école, ou plaçant en détention des enfants de cinq ans séparés de leurs parents. **Cette**

approche a commencé à se retourner contre ses auteurs lorsque deux citoyens ont été abattus, dans des incidents indépendants, lors de manifestations à Minneapolis.

Plusieurs représentants du gouvernement fédéral, dont Donald Trump lui-même, ont cherché à déformer les faits pour rejeter la responsabilité sur les victimes, ou accuser les autorités locales (démocrates) de n'avoir pas fait respecter elles-mêmes les lois sur l'immigration. Cela a réveillé l'opposition, qui a utilisé le plafond de la dette pour faire levier. De fait, une nouvelle paralysie gouvernementale menaçait à la fin du mois malgré une négociation relativement calme jusque là. Si un accord avait déjà été trouvé pour préserver les services clés, comme les programmes d'aide alimentaire, le financement d'autres administrations importantes, comme celles en charge de la défense, des transports et de la santé, devait encore être approuvé par le Congrès. Les Démocrates ont modifié leur position en dernière minute, pour exclure de ce budget les services chargés de la sécurité intérieure jusqu'à ce que les agents de l'ICE soient assujettis à un code de conduite plus encadré.

Sur le front international, le mois a commencé avec l'attaque américaine sur Caracas, et l'arrestation de Nicola Maduro et de sa femme, qui ont été emmenés à New York pour être jugés pour diverses accusations de trafic de drogue. Cela a fait beaucoup de bruit, tant parce que le Venezuela possède les plus grosses réserves pétrolières au monde que parce que la méthode était largement considérée comme une violation du droit international. Parallèlement, la Russie s'efforçait de tirer parti des températures hivernales très basses et a intensifié ses frappes sur les infrastructures énergétiques ukrainiennes. Des pourparlers de paix se poursuivaient toutefois à Abou Dhabi et, même si aucun accord officiel n'avait encore été atteint, des déclarations des diverses parties impliquées laissaient entendre que des progrès avaient été enregistrés. **En Iran, les manifestations contre le régime islamique, qui avaient éclaté fin décembre, ont continué à enfler sur toute la première moitié du mois, déclenchant une répression brutale.** Différentes sources estimaient que les forces de sécurité iraniennes avaient tué entre quinze et



trente mille manifestants, et la Maison Blanche a menacé Téhéran d'une réaction puissante si les tirs ne s'arrêtaient pas. La marine américaine a de fait renforcé sa présence dans la région mais aucune attaque n'a été ordonnée et, vers le 20 janvier, les représailles du gouvernement iranien ont paru avoir mis fin à l'agitation. Juste avant la fin du mois, Donald Trump mettait la pression sur le gouvernement local pour ouvrir des négociations sur son programme nucléaire, ce à quoi le ministre des affaires étrangères de Téhéran s'est dit ouvert, tout en réaffirmant que le système de défense du pays ne serait jamais un sujet de discussion. Malgré ces développements clés, les événements les plus importants du mois se sont probablement déroulés autour du Forum Economique de Davos qui, cette année, était dominé par des sujets plus géopolitiques qu'économiques. Le discours du président américain, en particulier, a lancé une onde de choc parmi les participants qui avaient encore des illusions sur son respect pour les alliés des Etats-Unis ou sur les règles qu'il entendait appliquer avec eux. Dans cette période, Donald Trump était également en pleine promotion de son "Conseil de Sécurité", une structure prévue initialement pour gérer la bande de Gaza, qui ressemblait de plus en plus à un ersatz de Nations-Unies conçu sur mesure pour répondre aux seuls objectifs du Président. **Les tensions se sont toutefois apaisées lorsqu'une hausse soudaine des rendements des obligations du Trésor américain a conduit**

la Maison Blanche à menacer les pays qui pourraient être tentés de vendre la dette américaine, montrant ainsi aux investisseurs qu'ils avaient encore un peu de pouvoir sur leur destin. Le ton de Washington est ensuite devenu plus doux, et la nomination de Kevin Warsh comme candidat proposé par Donald Trump pour la prochaine présidence de la Réserve Fédérale, a été vue comme une tentative pour rassurer le marché. Les menaces d'inculpation contre Jay Powell avaient fait monter les inquiétudes sur la future indépendance de la banque centrale, et **le choix d'un candidat expérimenté, qui sait ce qu'il pense, plutôt que d'une personnalité plus docile, a été apprécié par les investisseurs.**

Ces événements (notamment ceux affectant la politique intérieure) expliquent probablement une grande partie de la dégradation du taux d'opinions favorables sur le président américain. Toutefois, **contrairement à ce qui a souvent été rapporté par les média européens, cette évolution n'était pas un tremblement de terre.** Selon Real Clear Politics, qui suit en permanence les sondages des instituts américains les plus sérieux, Donald Trump reste un peu plus populaire qu'à la même époque de son premier mandat. Le taux d'approbation sur son action est également très similaire à celui qu'obtenait Barack Obama un an après sa seconde accession à la Maison Blanche.

Les effets: Malgré des mouvements brutaux sur de nombreuses valeurs individuelles, et des prises de profits sur certains de titres les plus porteurs de l'année dernière, dont plusieurs "Mag 7", le S&P 500 a commencé l'année sur une hausse de 1.42% en janvier. Notre stratégie a fait encore mieux, une grande majorité de nos lignes battant l'indice.

Les actions américaines ont enregistré des mouvements disparates en janvier, et l'écart entre les performances sectorielles extrêmes était plus élevé que dans les mois récents. Les taux d'intérêt, les cours de l'énergie et la forte dépréciation du dollar, notamment contre l'euro, ont joué un rôle dans ces réactions. **La plupart des catégories ont en**

fait progressé plus que le S&P 500. L'énergie est celle qui a le plus monté, de 14.4%, car le baril de brut léger a gagné presque 14% sur le mois, sur fond de tensions avec l'Iran et de renforcement de la présence maritime dans le Golfe. Ce secteur était suivi des matériaux (+8.7%) dont les résultats s'avéraient loin d'être exceptionnels, mais qui reflétaient les



efforts croissants de nombreux pays pour se garantir un accès à long terme aux ressources essentielles. Les biens de consommation de première nécessité (+7.5%) venaient en troisième place, principalement à cause des bons résultats annoncés par les distributeurs de produits alimentaires ou ménagers, qui parvenaient à compenser des coûts d'achat en hausse par des augmentations de prix. Les valeurs industrielles (+6.6%) et les services de communication (+5.7%) ont également largement surperformé.

Seuls trois secteurs (la finance, l'informatique et, dans une moindre mesure, la santé) ont baissé sur le mois, mais **il se trouve qu'ils font partie des plus gros au sein du S&P 500, et ils ont donc pesé sur la performance d'ensemble** du marché. Les financières, qui représentent environ 13% de l'indice, ont perdu 2.6% malgré leurs résultats plutôt satisfaisants et leurs prévisions confiantes, car les investisseurs s'inquiétaient d'une éventuelle crise sur la dette. La technologie a également perdu plus de 1.6%, avec un effet important sur le marché, du fait des 33% qu'elle représente au sein de l'indice. Le secteur a donné des signaux croissants de capacités insuffisantes dans la fabrication de mémoires et, plus généralement, dans l'approvisionnement en galette de silicium. Cela a fait monter en flèche la plupart des valeurs liées au stockage de données. Sandisk a pris presque 143% sur le mois, tandis que Seagate, Micron et Western Digital apparaissaient tous parmi les cinq plus fortes hausses du S&P 500, avec des progressions supérieures à 45%. Les fabricants d'équipements de production de semi-conducteurs, comme Lam Research, Applied Materials et Teradyne, ont aussi été soutenus par cette situation, qui laisse envisager de nouveaux investissements pour augmenter la capacité. Toutefois, nombre d'autres sous-secteurs à l'intérieur de la technologie ont réagi négativement au risque de problèmes d'approvisionnement ou de hausse des coûts entrants. **L'engouement autour de l'IA a également commencé à vaciller, et les investisseurs ont pris des profits sur certains de leurs favoris de 2025.** Ce positionnement sélectif a été renforcé après que les prévisions de Microsoft ne sont pas parvenues à confirmer que la croissance pouvait être cohérente avec les investissements lourds qu'elle

nécessitait, ce qui a fait perdre 11% au titre malgré de bons résultats annoncés. Les éditeurs de logiciels ont été particulièrement affectés par la menace IA, et Intuit, Service Now, Salesforce, Workday, Adobe et Autodesk figuraient tous, avec également Oracle, parmi les 25 performances les plus négatives au sein du benchmark. Ces valeurs, dont le poids cumulé est bien supérieur à celui du micro-segment du stockage de données, ont déterminé l'orientation du secteur. Enfin, la santé a été "plombée" par les assureurs, lorsque le gouvernement a annoncé un niveau inchangé pour les barèmes Medicare en 2026. Humana était le plus affecté, perdant 23% en janvier, mais plusieurs autres acteurs comme United Health ont également affiché des baisses à deux chiffres.

En ce qui concerne les "Mag7", dont les mouvements extrêmes ont souvent faussé à la hausse la performance du S&P 500 sur les dernières années, **elles ont continué à perturber la représentativité de l'indice, mais leur effet a joué dans le sens inverse.** Le benchmark officiel, pondéré par les capitalisations boursières, est resté presque 200 points de base derrière la simple moyenne de ses composants, car les investisseurs ont enfin semblé adopter une approche plus sélective sur les géants. Meta Platforms a gagné plus de 8% après avoir annoncé des résultats solides, adossés à une hausse des taux d'utilisation et à des gains de productivité enregistrés dans le développement grâce à l'IA. Les prévisions de l'entreprise annonçaient un chiffre d'affaires supérieur aux attentes sur le trimestre en cours, mais aussi une poursuite de la hausse des dépenses d'investissement. Alphabet, qui n'a pas encore annoncé son trimestre, a monté presque autant, car les commentaires positifs sur le potentiel de Gemini 3 ont attiré une attention renforcée sur les capacités et les coûts attrayants des TPU avec lesquels il a été développé. Amazon et Nvidia n'ont pas encore publié leurs résultats non plus, mais le premier a annoncé différentes restructurations (dont des licenciements et la fermeture de tous les magasins sans passage à la caisse Amazon Go). Quant au second, il a bénéficié de l'accord de la Chine pour une première série d'importations de processeurs H200 destinés à l'IA. Tous les deux ont surperformé modestement. A l'inverse, Microsoft



s'est inscrit en baisse, comme expliqué plus haut, tandis que Broadcom et Apple pesaient également, avec des chutes de 4 à 5%. Pékin a demandé à ses entreprises majeures d'arrêter d'utiliser des logiciels de cybersécurité provenant des Etats-Unis ou d'Israël, ce qui a touché le spécialiste de l'infrastructure informatique à travers sa possession de l'ancien VMware. Quant au concepteur d'appareils électroniques, son accord avec Alphabet a fait naître l'espoir que Siri et Apple Intelligence atteignent enfin le niveau de performance attendu, et ses résultats étaient plutôt bons à première vue, grâce à des ventes d'iPhone en rebond en Chine. Toutefois, plusieurs autres segments se sont avérés décevants, la direction a signalé qu'elle rencontrait des contraintes de capacité de production sur un certain nombre de produits, et l'entreprise a continué à perdre ses meilleurs spécialistes de l'IA, débauchés par la concurrence.

Du fait de ces mouvements divergents sur des valeurs clés, **les deux familles S&P d'indices de style ont continué à donner des informations contradictoires**. Selon les indices "standard", le style Value battait Croissance de presque 200 bps mais la famille "Pure" donnait une vision complètement différente, dans laquelle Croissance (4.63%) faisait mieux que Value (3.80%).

Notre stratégie s'est raisonnablement bien comportée dans cet environnement compliqué, et sa performance brute a été exactement 100 points de base au-dessus de celle de son indice de référence. L'écart avait été encore plus important jusque tard dans le mois, mais les résultats de Microsoft ont déclenché une vague de prises de profits sur une grande partie de la technologie, qui reste une des catégories où notre surexposition est la plus marquée.

Notre sélection de titres a été plutôt bonne dans la plupart des domaines, mais **certaines de nos règles auto-imposées ont eu une influence négative**. En particulier, notre choix de rester à l'écart de Méta Platforms a été pénalisant. Même si nous ne faisons pas des critères ESG un élément central de notre processus d'investissement, notre politique sur le sujet inclut certains principes qui nous empêchent de détenir ce titre malgré son attrait fondamental. En outre, les règles de contrôle de risque que nous avons introduites il y

a quelques années, en réponse au poids accru des Mag7, nous interdisent d'être plus de 3% sous-pondérés sur quelque titre que ce soit. Pour mémoire, Alphabet et Broadcom sont actuellement les seules "megacaps" que nous détenons volontairement et, si notre exposition imposée aux autres a certes limité notre sous-performance dans les conditions exceptionnelles des dernières années, elle a joué négativement en janvier lorsque le marché est revenu à une situation plus normale. **Pour éviter tout malentendu, nous n'avons aucune intention de modifier à nouveau cette règle**. Elle a été conçue pour le long terme, indépendamment de tout environnement de marché particulier, et nous sommes convaincus que, sur la durée, elle amortira le risque d'une manière qui justifie largement les pertes ponctuelles d'opportunités.

Notre choix de valeurs (y compris son effet indirect sur les expositions sectorielles qui en découlent) a été pénalisant dans deux secteurs, et un troisième (la consommation de base) nous a coûté à peu près 15 bps, principalement liés à notre sous-exposition. Dans les services de communication, notre avis positif sur Alphabet était correct mais il ne nous a pas beaucoup aidés. Nous restons optimistes sur cet investissement pour le long terme mais, comme l'autorisent nos règles tactiques d'application, nous avons volontairement gardé le poids-cible de la ligne inchangé, de sorte que sa hausse a progressivement réduit notre surexposition. De plus, nos deux autres valeurs dans le secteur ont sous-performé. Notre seul opérateur téléphonique a été un peu sous pression malgré une activité dynamique, car son concurrent Verizon a adopté une approche commerciale agressive pour regagner des parts de marché. Pinterest s'est avéré beaucoup plus baissier après avoir annoncé un plan de restructuration qui prévoit de supprimer 15% des effectifs et de réallouer les économies réalisées vers l'investissement dans l'IA. **Si nous voyons généralement ce type d'annonce d'un bon œil, notamment quand il est appuyé sur une vision à long terme, les investisseurs avaient de toute évidence une opinion différente** et le titre a perdu 14.5%, principalement à la suite de cette information. La technologie a également pesé sur notre portefeuille dans des proportions similaires.



Nos éditeurs de logiciels, dont nous sommes convaincus qu'ils peuvent tirer de l'IA des avantages bien supérieurs à ceux de la plupart des autres sociétés s'ils gèrent bien son intégration, ont été affectés par les mêmes inquiétudes qui ont entraîné le groupe entier à la baisse. En outre, les problèmes de pénurie de composants et d'augmentation des prix ont pesé sur notre distributeur de matériel CDW. Certaines de nos autres lignes dans le secteur se sont toutefois bien comportées, et Intel a été de nouveau particulièrement solide avec un gain de 26%. Le fabricant de processeurs a annoncé de bons résultats mais a émis des prévisions atones, car il n'a plus de stocks pour compenser le manque de galettes de silicium. Les investisseurs ont toutefois réussi à surmonter la déception car les problèmes de capacité de TSMC ont créé une opportunité, et il se disait qu'Apple envisageait de recourir à Intel Foundry pour la production de certaines de ses puces pour smartphone.

Tous les autres secteurs ont produit une contribution nette positive. Notre sélection de valeurs industrielles a été particulièrement porteuse. Nextpower qui avait déçu il y a quelques mois en annonçant son changement de nom et son développement dans des spécialités photovoltaïques voisines, a donné notre meilleure performance avec une hausse de 34.4%. Le fabricant de supports orientables pour les panneaux solaires a publié de bons résultats, a donné des prévisions confiantes, a annoncé un gros contrat au

Moyen-Orient, et a fait l'objet de plusieurs rehaussements de recommandation. Notre dernier achat Huntington Ingalls Industries est arrivé troisième du classement des performances, juste derrière Intel. L'ambiance était globalement favorable au secteur, puisque les tensions géopolitiques alimentaient les dépenses, et Donald Trump se battait pour obtenir un budget d'un billion et demi de dollars pour la défense. En outre, la société a gagné un contrat avec la Missile Defense Agency et a intégré la liste des candidats à un autre très gros projet. Les financières ont aussi apporté une contribution non-négligeable, que nous estimons aux alentours de 65 bps. Aucune de nos lignes n'a progressé particulièrement fortement, mais elles ont toutes battu leur secteur. La situation était un peu moins simple dans la santé, où Eli Lilly et Jazz Pharmaceuticals ont été légèrement sous pression. Le premier a fait plusieurs annonces positives sur son réservoir de nouveaux produits et a dévoilé plusieurs projets d'acquisition ou de co-développement, mais Reuters a laissé entendre que l'autorité américaine du médicament (FDA) pourrait prendre plus de temps que prévu pour approuver orforglipron, le traitement par voie orale développé par la société contre l'obésité. Quant au second, il n'y avait pas de problème particulier mais, comme d'habitude, le marché a été déçu lorsque la société s'est contentée de reconfirmer sa prévision de chiffre d'affaires pour l'année complète, au lieu de la rehausser.

Nos décisions: Comme les informations récentes contribuaient à maintenir l'incertitude à un niveau élevé sans changer notre scénario économique de manière significative, nous n'avons pas modifié notre liste de titres en janvier. Nos seules transactions ont été des ajustements de poids provoqués par les mouvements du marché ou des clients.

La saison des résultats, qui apporte typiquement des précisions sur la perception qu'ont les entreprises de ce qui les attend, commençait juste, et les principales références dont nous disposions pour affiner notre vision de

l'environnement étaient des facteurs généraux comme les indicateurs macroéconomiques ou les événements politiques. Ceux-ci étaient globalement cohérents avec nos attentes, et **nous n'avons pas ressenti d'incitation**



particulière à changer notre stratégie, qui attache de toute façon plus d'importance aux éléments spécifiques aux sociétés.

Notre portefeuille a donc commencé 2026 avec des caractéristiques globalement inchangées. Notre approche de sélection de valeurs conduit actuellement à des déviations sectorielles relativement limitées par rapport à notre indice, ce qui convient bien au manque de visibilité. Nos secteurs les plus surpondérés sont, comme souvent, la technologie et la santé, où il reste possible de trouver des entreprises avec une croissance solide et soutenable, ce qui est notre priorité, associée à une valorisation raisonnable. De fait, notre portefeuille présente toujours ses caractéristiques typiques, comme une croissance bénéficiaire plus élevée que celle du S&P 500, tant sur le

court terme (13.61 contre 9.64% attendus en 2026) que sur le long terme (13.13 contre 10.56%) d'après un calcul Graphene Investments à partir de données LSEG/IBES. Ses révisions de résultats attendus sont également plus favorables que la moyenne du marché. Du fait de notre effort pour privilégier les titres offrant une croissance régulière plutôt que les thèmes à la mode, nous bénéficions aussi d'un avantage intéressant en matière de valorisation, qui pourrait être un atout en cas de nervosité des investisseurs. **Notre prudence sur la plupart des "Sept Magnifiques" conduit à une surexposition relative au reste de l'univers des grosses capitalisations, ainsi qu'à quelques valeurs moyennes** (en supposant que quelqu'un sache encore comment définir ces catégories, dont les limites ont beaucoup varié ces derniers temps).

Les perspectives: Tant que la popularité de Donald Trump ne s'effondre pas et ne l'oblige pas à adopter une posture moins excessive, nous pensons que les décisions politiques interféreront fréquemment avec l'économie. Il sera donc difficile de prévoir les tendances fondamentales, qui ne seront d'ailleurs pas le principal moteur du marché.

Certes, il y a des éléments positifs pour l'économie américaine en 2026. Les prix du pétrole restent gérables et **le "coup d'Etat" de Donald Trump à Caracas, qui n'apportera probablement pas grand chose à son objectif officiel de lutte contre le trafic de drogue, va donner aux Etats-Unis un accès à de nouvelles réserves.** Pour ce qui concerne la production, les effets seront probablement longs à se matérialiser, car les gisements vénézuéliens sont dans un état d'entretien qui laisse à désirer et contiennent un pétrole lourd et difficile à raffiner. Les taux de change devraient aider la compétitivité des exportateurs et encourager les investissements étrangers, ce qui est conforme aux efforts de Washington vers une réindustrialisation du pays. Beaucoup des mesures qui composaient le décret "OBBS" doivent s'appliquer à partir de 2026 et, si elles ne sont souvent qu'une prolongation de

solutions déjà en place, elles ne peuvent que soutenir l'optimisme et les dépenses. De plus, **avec les élections de mi-mandat qui se profilent, la Maison Blanche devrait continuer à prendre des initiatives pour tenir les électeurs,** s'ils paraissent susceptibles de retirer leur soutien.

Toutefois, la croissance économique se heurte aussi à des vents contraires, et **nous ne sommes pas d'accord avec ceux qui prétendent que la progression lente des emplois non-agricoles n'est pas un problème car les inscriptions au chômage restent remarquablement contenues.** Certes, avec seulement 200 000 personnes qui ouvrent un dossier d'indemnisation chaque semaine alors que 400 000 était considéré comme un niveau bas il y a quelques années, les choses pourraient paraître en bonne voie. Toutefois, il semble que la principale explication de ce paradoxe soit que **les baby-boomers, qui étaient restés en poste tant qu'il y**



avait de la demande, sont maintenant en train de sortir de la population active. C'est sûrement parfait s'ils vont continuer à dépenser au même rythme et si les gains de productivité vont permettre la même création de richesse avec moins de salariés, mais qu'en sera-t-il si ce n'est pas le cas ? Que se passera-t-il si l'IA se révèle moins fiable qu'attendu, et continue à nécessiter à la fois des investissements élevés et une supervision permanente, sauf dans quelques cas d'utilisation bien spécifiques ? En outre, nous pensons aussi que le glissement récent de la confiance des consommateurs est un signe que les ménages ne sont pas dupes. Plusieurs chaînes de commerce ont déjà souligné l'impact de l'inflation sur leurs clients les plus modestes et, même si un chiffre ne fait pas une tendance, la hausse récente des prix à la production pourrait indiquer que ce n'est que le début. Il est en effet difficile d'imaginer pourquoi le PPI bougerait avec une telle amplitude, s'il n'y a pas au moins un réveil de l'inflation, qu'il soit dû aux droits de douane ou à d'autres facteurs. En tout cas, dans ce domaine, le choix de Kevin Warsh pour la prochaine présidence de la Fed devrait être ratifié et représente probablement une bonne nouvelle. **La position récente du candidat pressenti était en faveur de taux plus bas, mais son passé plus ancien montre que ce n'est pas une opinion dogmatique,** et qu'il peut se forger une vision indépendante et agir avec pragmatisme.

La principale raison pour laquelle l'économie américaine a affiché historiquement une résistance impressionnante, et a rebondi plus vite que les autres après presque toutes les crises, est que le gouvernement, la banque centrale et les dirigeants d'entreprises travaillaient tous de concert, dans leurs domaines respectifs, pour résoudre les problèmes et, in-fine, créer un environnement favorable à la confiance. Aujourd'hui, nous sommes moins sûrs que ces trois facteurs soient alignés. Selon ce que nous voyons, **les sociétés sont toujours disciplinées et il y a de bonnes chances que la Réserve Fédérale continue à agir dans l'indépendance** pour gérer l'équilibre croissance/inflation. Toutefois, nous sommes moins sereins sur l'action du gouvernement car, **même si l'intention est à peu près compréhensible, la méthode ne l'est pas.** L'approche est trop désordonnée et

les annonces trop imprévisibles pour ne pas entamer la confiance. Sur le front international, les dégâts sont déjà faits, de nombreuses alliances anciennes ont été brisées et le "nouvel ordre" qui se dessine ne sera plus aussi clair, ni centré sur l'Amérique, que le précédent. De la même manière que les mesures de Donald Trump en 2019 contre les smartphones chinois utilisant Android ont poussé Huawei à développer ses propres solutions, la guerre actuelle autour des processeurs IA va probablement accélérer le rattrapage par Pékin. La confiance perdue avec les autres pays devrait les inciter à suivre une trajectoire similaire quand ils le peuvent. Pour ce qui concerne le côté domestique, nous sommes surpris de voir que le soutien à Donald Trump se maintient à un tel niveau malgré une dégradation indéniable. Nous surveillons donc attentivement les sondages parce qu'une détérioration brutale forcerait certainement le président américain à revenir à des méthodes plus conventionnelles et plus prévisibles. **L'économie et le marché apprécient la prévisibilité et nous serions plus rassurés sur leur capacité à bien tenir.** En attendant, nous allons probablement conserver notre stratégie médiane actuelle, avec peu de paris tranchés mais un beau potentiel de hausse, estimé à 19% par la communauté des analystes, si nous nous en remettons à leurs objectifs de cours actuels.

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