



Document conçu principalement pour des investisseurs professionnels

**Les faits:** Malgré les espoirs initiaux de résolution rapide, les frappes sur l'Iran se sont poursuivies tout le long du mois sans aucun signe clair de succès. Les indicateurs économiques et les quelques résultats trimestriels publiés en mars ont été presque invisibles derrière l'impact croissant de la guerre sur les économies mondiales.

Le conflit au Moyen-Orient, qui a commencé quelques heures après la clôture de la dernière séance de février, a naturellement été l'élément dominant du mois pour les investisseurs en actions. Dans les premiers jours, il a été révélé que les frappes initiales avaient éliminé plus de 40 hauts dignitaires du régime islamique iranien, dont le "guide suprême" lui-même, ce qui suggérait des attaques soigneusement préparées, avec un renseignement performant sur le terrain. Les attentes à ce moment-là étaient que l'opposition à Téhéran et en exil parviendrait à réactiver les révoltes des mois précédents, et à faire tomber les mollahs et leurs soutiens. Toutefois, **il s'est rapidement avéré que les choses n'étaient pas aussi simples, et que le régime avait des appuis plus profonds et des ressources plus solides que les quelques dizaines de cibles abattues dès les premières heures.** La capacité de Téhéran à continuer à riposter sous des tirs soutenus et ses efforts pour maximiser les conséquences du conflit sur le reste du monde avaient probablement été sous-estimés, tout comme la dissymétrie des coûts pour les deux camps. Avec relativement peu de frappes aléatoires sur des pays voisins, l'Iran est parvenu à stopper le trafic aérien et le tourisme, avec des conséquences importantes, notamment pour les émirats. Parallèlement, il a également imposé l'équivalent d'une fermeture du détroit d'Ormuz, par lequel transite normalement une grande partie des exportations de la région. **L'absence de chemins alternatifs et de capacités de stockage a rapidement conduit à l'arrêt de nombreux sites**

**industriels autour du Golfe**, avec un effet immédiat sur les circuits d'approvisionnement mondiaux. L'Asie, très dépendante du Moyen-Orient pour ses importations d'énergie, a été affectée particulièrement durement, mais les effets allaient bien plus loin que le cas évident du pétrole et de la pétrochimie. Vers la fin du mois, **même l'industrie des semi-conducteurs faisait état d'un risque de rupture de production en raison de la pénurie d'hélium**, gaz qui joue un rôle crucial à plusieurs étapes de la fabrication des puces.

Les investisseurs sont donc restés très attentifs à tout ce qui pouvait donner des indices sur la durée et l'issue probables de la guerre, y compris les déclarations de Donald Trump, qui continuaient à souffler le chaud et le froid. **Après avoir initialement promis que tout serait fini rapidement, le président américain et ses collaborateurs ont commencé à préparer l'opinion à un calendrier plus long**, tout en faisant régulièrement des commentaires contradictoires sur l'évolution de la situation. Il n'était pas rare d'avoir dans la même journée un engagement à continuer "jusqu'à la capitulation totale de l'Iran", des menaces d'une augmentation terrible des frappes si les négociations ne progressaient pas et des déclarations suggérant que tous les objectifs clés avaient été atteints, y compris le remplacement du régime. A la fin du mois, une rumeur s'est répandue selon laquelle des négociations étaient en cours avec des responsables iraniens, mais rien de concret ne permettait de confirmer cette information, dont les médias rapportaient qu'elle avait été démentie par Téhéran.



Il est rapidement apparu, de toute façon, que même si les combats cessaient rapidement, des dégâts avaient déjà été faits et les infrastructures prendraient du temps à réparer et à remettre en route. Le Qatar, par exemple, a indiqué qu'un site gazier, représentant un pourcentage important de ses expéditions totales, avait été touché et ne pourrait pas retrouver sa capacité normale avant plusieurs années. Les inquiétudes ont donc augmenté sur l'inflation et les effets possibles sur les tendances économiques de fond. La Réserve Fédérale et d'autres banques centrales ont logiquement gardé leurs taux inchangés pour "attendre et voir", mais **un nombre croissant de signes de tension apparaissait**, notamment sur le marché de la dette privée, où plusieurs fonds ont plafonné les retraits.

Derrière ces perturbations, l'attention portée aux autres nouvelles a été plutôt limitée, et les informations de nature fondamentale comme les indicateurs économiques ou les résultats d'entreprises n'ont guère fait les gros titres, d'autant qu'elles se rapportaient à des périodes antérieures aux frappes du 28 février. Certains de ces chiffres étaient pourtant surprenants. L'optimisme des directeurs d'achats en faisait partie. **Le rebond inattendu de l'indice ISM du secteur manufacturier était particulièrement difficile à expliquer**, car ses deux mois consécutifs au-dessus de 52 contrastaient avec la série antérieure de 10 chiffres d'affilée tous inférieurs à 49.1. L'humeur était également au beau fixe dans les services, où l'indice ISM se situait à son plus haut niveau depuis novembre 2022, et la confiance des

consommateurs (l'un des rares indicateurs à être déjà disponibles pour une période postérieure aux frappes) a même continué à se redresser légèrement en mars, à partir de points certes médiocres. Les mesures de l'activité réelle dans l'industrie, le logement et le commerce de détail étaient nettement moins convaincantes, mais elles n'étaient pas en rupture avec celles des mois précédents. Le Bureau of Labor Statistics a fait état d'une baisse marquée des emplois non agricoles en février, le chômage est remonté légèrement à 4.4% et diverses entreprises ont continué à annoncer des réductions d'effectifs. **Beaucoup de ces dernières étaient expliquées par des évolutions en rapport avec l'intelligence artificielle**, parfois grâce à des gains de productivité obtenus avec cette technologie, mais souvent parce que les dirigeants recherchaient des économies pour financer leurs investissements dans l'IA. Toutefois, les inscriptions au chômage n'ont pas paru s'envoler comme cette situation le suggérait, probablement grâce aux "baby-boomers" qui sortaient de la population active.

Pour ce qui concerne les résultats d'entreprises, seule une vingtaine de membres du S&P 500 a publié des "trimestriels" en mars. Les bénéfiques étaient généralement supérieurs aux attentes mais, là encore, les investisseurs étaient conscients qu'ils ne signifiaient rien pour le futur, et les dirigeants ont régulièrement rappelé que les objectifs 2026 allaient dépendre de la durée de la crise au Moyen-Orient.

**Les effets:** Les actions américaines ont bien résisté au début, mais ont perdu du terrain quand les ripostes iraniennes ont bloqué le détroit d'Ormuz et endommagé des équipements clés de pays voisins. Le S&P 500 a finalement perdu 5.01% mais notre stratégie a confirmé sa polyvalence en surperformant à nouveau.

La séance du 2 mars a été la seule du mois où le marché a clôturé au-dessus de son niveau de fin février. L'écart était marginal (+0.05% en incluant les dividendes) mais il illustre qu'à ce moment-là, de nombreux acteurs ne s'attendaient pas à ce que la guerre menace la croissance mondiale. Dans

les jours qui ont suivi, le S&P 500 a baissé mais il a mieux résisté que beaucoup d'indices-pays en Asie ou même en Europe. Plus le temps a passé, plus le pessimisme a toutefois paru gagner du terrain, car les investisseurs étaient de plus en plus nombreux à redouter un enlisement.



**In-fine, l'indice large a perdu plus de 5% et aurait affiché une baisse encore plus importante sans le fort rebond (2.9%) du 31 mars**, lorsque les investisseurs ont soudain commencé à jouer une désescalade. Pour la plupart des porteurs étrangers, la vigueur du dollar a contribué à réduire la perte, comme d'habitude lorsque les tensions géopolitiques sont en train de monter. Par exemple, la devise américaine s'est appréciée de presque 3% contre l'euro sur le mois.

Tous les secteurs GICS ont perdu entre 3 et 9%, à l'exception de l'énergie, qui a gagné 10.3%, alors que le baril de WTI se traitait au-dessus de 90 dollars sur la plus grande partie du mois. Il a même dépassé 100 dollars de temps à autre malgré la décision de Donald Trump d'alléger les sanctions contre la Russie et l'appel aux réserves de l'AIE pour l'équivalent de 400 millions de barils. **Cela n'a pas entraîné d'investissements massifs par les sociétés d'exploration et de production** et, selon le suivi effectué par Baker Hughes, le nombre de nouveaux forages aux Etats-Unis dans les dernières semaines est resté plutôt faible.

Sans surprise, les secteurs les plus résistants en dehors de ce cas particulier ont été ceux qui ont une image défensive, comme les services aux collectivités et les financières (aussi aidées par l'allègement des contraintes sur le capital), qui n'ont perdu que 3 à 4%. La technologie a également terminé dans cette même fourchette, pour des raisons plus spécifiques. Certaines sociétés, comme Hewlett Packard Enterprise, Dell, F5 et Akamai, ont bénéficié d'annonces mettant en relief la demande toujours élevée pour l'IA, ou ont été l'objet de recommandations d'analystes après une publication récente de résultats. **Les catégories les plus représentées en haut du classement des performances étaient toutefois celles les plus directement affectées par la guerre**, comme Palantir Technologies (logiciels utilisés pour l'anti-terrorisme et la gestion des opérations) et les valeurs d'énergie solaire (remises en vogue par la perspective de cours du pétrole durablement élevés). La plupart des acteurs de la cybersécurité se sont également bien comportés.

A l'autre extrémité du classement des performances, les industrielles ont été le secteur le plus baissier, et ont perdu environ 8.5%. Les entreprises manufacturières ont été affectées par la menace de ruptures dans les chaînes d'approvisionnement et de hausses de leurs coûts de matières premières, mais le secteur contient aussi les compagnies aériennes, le transport routier et les services internationaux de livraison, dont la plupart ont souffert de l'augmentation des frais de carburant, et n'ont pas toujours été en mesure de les répercuter intégralement par des augmentations tarifaires. Il y avait toutefois des exceptions, et Delta Airlines a rehaussé ses perspectives de croissance du chiffre d'affaires. Cette révision a été possible grâce à sa discipline de fixation des barèmes, et malgré la poursuite des effets de la fermeture partielle des services fédéraux sur la fluidité des contrôles de sécurité à de nombreux aéroports américains. **De manière surprenante, deux catégories généralement défensives, la santé et la consommation de première nécessité, figuraient parmi les trois plus faibles dans la baisse de mars.** Les assureurs-santé et autres sociétés de services étaient à la traîne, et Centene a perdu 27% principalement pour avoir réitéré sa prévision au lieu de la remonter. Eli Lilly, le plus gros poids du secteur pharmaceutique, a aussi pesé sur le groupe. Certains investisseurs s'interrogeaient sur le potentiel résiduel de la franchise "perte de poids" et les effets des baisses de prix, et l'entreprise a également annoncé quelques acquisitions. Quant à la consommation non-durable, qui comprend principalement des fabricants et des distributeurs de produits alimentaires, le problème venait en grande partie de la hausse des coûts d'engrais et du manque de marge de manœuvre pour augmenter les prix. Toutefois, **Estée Lauder (-34%) a également pesé, car le marché n'a pas aimé son projet de fusion avec Puig.** Les services de communication et les matériaux ont aussi perdu plus de 7%. Dans la première de ces catégories, Meta Platforms et, dans une moindre mesure, Alphabet (à travers YouTube) ont été déclarés coupables de ne pas avoir alerté plus clairement les adolescents sur les risques d'addiction aux réseaux sociaux. Dans la seconde, les performances ont été extrêmement éclatées. Le secteur de l'emballage a été partiellement affecté par la guerre, l'or n'a pas joué sont



rôle habituel de refuge et les ressources qui ne viennent généralement pas du Moyen-Orient ont été sous pression à cause du risque de ralentissement économique. Cependant, Lyondell Basel et Dow (pétrochimie) et CF Industries (engrais) ont tous gagné plus de 30% pour se classer dans les quatre plus fortes hausses au sein du S&P 500.

Dans cet environnement bizarre, le style d'investissement Value a semblé résister un peu mieux que la recherche de croissance. La résistance comparée des grosses capitalisations (généralement perçues comme détenant plus de liquidités et moins vulnérables) a aidé l'indice pondéré par les tailles à battre sa version équipondérée de presque 100 points de base.

Notre stratégie a de nouveau bien fonctionné sur le mois, malgré le gros changement de décor. **Il s'agissait d'un avantage de nos efforts passés pour nous concentrer sur la visibilité et la qualité d'exécution, tout en réduisant l'exposition aux thèmes qui n'étaient pas étayés par une logique claire.** Notre avance sur le S&P 500 a légèrement faibli à la fin du mois, mais notre performance brute a terminé la période 0.88% devant le benchmark.

Les biens de consommation non-durables et l'énergie sont les deux secteurs où notre sélection de titres a été décevante en mars. Notre unique position dans le premier, Dollar General, a été touchée par les mêmes facteurs qui pesaient aussi sur nombre de ses semblables, mais elle a aussi souffert à l'annonce d'un changement à sa tête. Son directeur général, très apprécié, qui était revenu d'une première retraite pour redresser la société, prendra à nouveau du recul à la fin de l'année. Dans l'énergie, nos valeurs se sont bien comportées mais leur profil les rendait un peu moins sensibles aux mouvements extrêmes

enregistrés sur le baril. **Dans les deux secteurs, notre exposition relative a compensé une partie de l'effet, mais nous avons encore perdu quelques points de base.** La même chose s'est produite, dans des proportions encore moindres, sur l'informatique et la finance.

Heureusement, **nous avons aussi bénéficié d'effets très positifs de notre choix de valeurs dans plusieurs catégories.** La meilleure était la consommation discrétionnaire, qui a rapporté à peu près 50 bps. Bright Horizons Family Solutions a gagné plus de 10% car son implantation principalement domestique et l'annonce d'un gros rachat d'actions ont rassuré les investisseurs. Burlington Stores s'est aussi bien comporté après avoir annoncé de bons résultats, tirés par des ventes à magasins comparables solides. Il a donné une prévision 2026 dont même le bas de la fourchette se situait bien au-dessus des attentes, l'exécution continuant à payer. Les industrielles ont contribué pour à peu près 45 bps avec la forte hausse de notre seule valeur dans l'énergie solaire, Nextpower (+14.7%), la poursuite de la vigueur de Vertiv Holdings (qui continue à compléter son offre par des acquisitions ciblées et à gagner des contrats importants) et la résistance de Waste Management. Enfin, les services de communication ont ajouté à peu près 33 bps à notre surperformance. Pinterest et T-Mobile US ont été les principaux contributeurs directs, mais notre absence de Meta Platforms a également aidé de manière significative.

En outre, malgré notre forte surpondération dans la santé, qui était l'une des secteurs les plus faibles, nous n'avons rien perdu sur ce terrain car notre choix de titres réussi a fait plus que compenser l'effet négatif de l'écart de poids sectoriel.



**Nos décisions:** Notre sélection de titres a traversé un troisième mois consécutif sans aucun changement, une situation extrêmement inhabituelle, liée à la faible visibilité interdisant toute analyse tranchée. Nous détenons donc toujours le même portefeuille légèrement défensif, dont le positionnement semble adapté au contexte

Comme l'augmentation des tensions géopolitiques avait déjà été intégrée à notre scénario depuis un certain temps, la nouvelle situation provoquée par les frappes en Iran n'a pas créé un cadre inattendu et n'a pas provoqué de nouveaux ajustements en portefeuille. S'il aurait pu paraître logique de réduire encore plus notre exposition aux valeurs sensibles à l'économie, ou d'acheter plus d'actions défensives, **nous avons considéré qu'il était soit trop tard, soit trop tôt pour cela.** L'idée était que ce qui était avéré était déjà dans les cours, et que la prochaine réaction pouvait partir dans n'importe quelle direction, puisque les investisseurs continuaient à réagir aux commentaires aléatoires de Donald Trump sur la guerre. Cela limitait l'influence des fondamentaux et des autres facteurs que nous utilisons normalement dans notre analyse. De ce fait, la liste de nos positions reste la même qu'à la fin de 2025.

Nos expositions sectorielles sont également à peu près inchangées, y compris dans leur comparaison aux poids de l'indice. **La seule exception notable concerne l'énergie, où notre légère surpondération de longue date a été presque effacée par la surperformance du secteur,** puisque nous n'avons pas modifié nos propres poids cibles.

**Les perspectives:** Alors que tout le monde finit par réaliser qu'il y a beaucoup moins de stratégie que d'impulsivité dans la politique de Washington, la situation exacte sur le terrain reste difficile à évaluer derrière les efforts des parties en présence pour contrôler l'information. Il est donc difficile de prendre un pari clair sur l'issue finale.

Il reste évidemment difficile de savoir comment les choses vont évoluer à partir de maintenant. L'information sur la situation en Iran est tout sauf transparente. Le nouveau "guide suprême" Mojtaba Khamenei, élu une semaine après

Les autres caractéristiques du portefeuille restent également relativement stables. La croissance bénéficiaire escomptée de nos titres, calculée en interne avec des données issues de LSEG/IBES, est à peu près 350 bps au-dessus de celle de l'indice pour 2026, et encore 260 bps au-dessus pour 2027. Les prévisions de croissance à long terme sont également en notre faveur, de même que la dynamique des révisions et les valorisations. Le ratio cours/bénéfices du marché est retombé en dessous de 20 fois les bénéfices attendus, mais le multiple pour notre sélection est à peine supérieur à 16x.

Nous notons aussi que, sur la base des objectifs de cours actuels de la communauté financière, nos titres ont un potentiel de hausse de 25%. C'est beaucoup plus qu'il y a quelques mois et, si une partie de cet effet est manifestement due à la baisse du marché et au fait que les analystes n'ont pas encore reflété le nouveau contexte économique, nous pensons qu'il est néanmoins partiellement significatif. **Même en mars, malgré l'incertitude croissante, quelques unes de nos sociétés ont rehaussé leurs indications ou annoncé des acquisitions "relutives",** et les analystes ont effectué des ajustements en conséquence.

la mort de son père, n'a pas été vu, même dans des vidéos, depuis cette date. Des rumeurs ont circulé selon lesquelles il pourrait avoir quitté le pays, avoir été blessé dans les frappes initiales, ou même être mort. Dans les derniers



jours, Donald Trump a répété à plusieurs occasions que Washington était en pourparlers avec Téhéran et que des progrès importants avaient été effectués. Toutefois, **en l'absence de détails sur ces mystérieux contacts, il est impossible de savoir si ces discussions (en supposant qu'elles aient réellement lieu) ont la moindre chance d'aboutir.**

Nous avons écrit le mois dernier qu'il y avait trois possibilités juste après les frappes initiales: une guerre très courte, un conflit plus long qui s'enliserait et la même chose avec, en plus, un retrait des Etats-Unis du conflit. La première option semble maintenant peu réaliste, et les deux autres, que nous considérons comme "pas improbables" il y a un mois, paraissent maintenant très probables, avec un risque accru que ce soit la dernière qui se produise. **L'Iran riposte et paralyse la plupart des grandes économies mondiales avec quelques missiles et beaucoup de drones peu coûteux qui peuvent être produits en masse presque n'importe où grâce à de l'impression 3D.** De l'autre côté, les Etats-Unis et Israël sont obligés de déployer des solutions d'interception sophistiquées, qui coûtent des millions à chaque tir et ne procurent même pas une protection parfaite à leurs intérêts et à ceux de leurs alliés dans la région. Il n'est pas certain que les frappes accélèrent l'effondrement du régime iranien. Il est certainement tentant pour Donald Trump, qui sait probablement qu'il ne gagnera pas cette guerre, de dire qu'il a atteint ses objectifs et de repartir. Il a des élections de mi-mandat importantes dans quelques mois, sa popularité est en baisse lente mais régulière, et il n'hésite jamais à réécrire la réalité quand elle ne lui convient pas.

Nous considérons donc que la situation a empiré et qu'une issue positive pour les économies mondiales devient de plus en plus improbable à court terme. Notre portefeuille est légèrement défensif, nous pourrions faire quelques ajustements en cas d'évolution de la situation, mais **nous ne nous aventurerons probablement pas très loin de la position actuelle dans un futur proche.** Cela présenterait trop de risque, compte tenu de la manière folklorique dont les décisions sont prises et annoncées actuellement à

Washington. Nous allons donc continuer à concentrer nos critères de sélection des investissements sur la visibilité et la qualité d'exécution managériale. Cette approche ne nous empêchera pas de ressentir les soubresauts du marché, mais nous savons qu'au-moins, c'est la meilleure manière de s'en tirer relativement bien sur le moyen / long terme. Ce positionnement modestement défensif est également cohérent avec notre idée que, **même si le monde entier va être affecté si les choses ne se règlent pas très vite, le marché américain est moins vulnérable que la plupart des autres,** parce qu'il est nettement moins dépendant d'importations de pétrole, et parce que les autorités n'hésiteront pas à suspendre temporairement les réglementations si les contraintes qu'elles entraînent deviennent trop pénalisantes.

**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 indiquée 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 susceptibles 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 rapporte 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](mailto:contact@graphene-investments.com)  
W: [www.graphene-investments.com](http://www.graphene-investments.com)