



Document conçu principalement pour des investisseurs professionnels

Les faits : La géopolitique est restée au premier plan en juin, sur fond de nouvelles contradictoires sur les pourparlers de paix au Moyen-Orient et de revers pour la Russie face à l'Ukraine. Les indicateurs économiques ont généralement résisté mais, sauf dans les secteurs proches de l'IA, les commentaires des entreprises manquaient d'enthousiasme.

Dans la guerre contre l'Iran, des signaux quotidiens montraient que les négociations de paix restaient fragiles. Le mois a mal commencé, puisque les frappes américaines et israéliennes, respectivement sur l'Iran et le Liban, ont poussé Téhéran à rompre les pourparlers. **Même si le cessez-le-feu restait officiellement en vigueur, de nombreux incidents ont eu lieu dans cette période**, qui a vu la marine américaine frapper différentes cibles, dont plusieurs navires qui tentaient d'enfreindre le blocus. L'Iran a pour sa part lancé plusieurs frappes sur des bases américaines dans la région, et un drone Shahed a abattu un hélicoptère US. Parallèlement, Israël combattait le Hezbollah jusqu'à Beyrouth. Donald Trump a toutefois fait preuve de modération, pour éviter que la situation ne détériore encore son image à l'approche des élections de mi-mandat. Les pourparlers ont finalement repris en Suisse dans la deuxième quinzaine, avec l'aide du Pakistan et du Qatar. Cela n'a pas mis fin aux accrochages, qui ont continué à survenir quotidiennement alors que chaque camp se référait à un incident précédent pour qualifier sa propre attaque de "riposte". **La circulation dans le détroit d'Ormuz, qui était le principal sujet pour le marché, s'est néanmoins lentement améliorée malgré un flux de déclarations contradictoires** sur l'exercice du contrôle et l'éventualité d'un droit de passage prélevé à l'avenir par l'Iran. Dans le même temps, comme peu d'information était disponible sur le contenu de l'accord éventuel, des rumeurs ont circulé selon lesquelles Donald Trump aurait fait trop de

concessions, et même des membres républicains du Congrès ont exprimé leur mécontentement.

La guerre en Ukraine, qui était devenue presque invisible derrière les événements au Moyen-Orient, a aussi semblé revenir plus souvent dans les gros titres. Kiev, qui a développé de nouvelles capacités dans les drones et les missiles, est parvenu à frapper la Russie bien au-delà de ses frontières. Des installations énergétiques, de défense et de communication par satellite ont été ciblées, et les tirs ukrainiens ont même frappé Moscou. **Tout cela a affaibli la capacité d'adaptation de l'armée russe, mais a aussi contribué à miner la popularité de Vladimir Poutine** dans son pays, à tel point qu'il a dû reconnaître publiquement que les choses ne se passaient pas bien. Des rumeurs ont même laissé entendre que son emprise sur le pays pourrait être menacée.

Les indicateurs économiques publiés en juin sont à nouveau restés relativement résistants. **Les mesures de confiance étaient mitigées**. Les deux indices ISM ressortaient en hausse, et leurs niveaux respectifs de 54 (secteur manufacturier) et 54.5 (services) traduisaient des perspectives optimistes. Toutefois, l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board, sorti le dernier jour du mois, s'est avéré décevant, d'autant qu'il s'accompagnait d'une forte révision à la baisse du chiffre précédent. L'indice NAHB est également redescendu à 35. **Les mesures de l'activité réelle ont toutefois mis en évidence une**



croissance relativement solide, illustrée par le chiffre final du PIB du premier trimestre, qui a plus qu'effacé la révision baissière effectuée en mai. Le Census Bureau a signalé que, hors équipements de transport, les commandes de biens durables avaient progressé de 1.3% entre avril et mai (ce qui représentait le quatrième chiffre consécutif au-dessus de 1.1%) tandis que les stocks des grossistes ne progressaient pas de manière excessive. La même source a aussi estimé que les ventes au détail avaient progressé de 0.9% sur cette période (0.8% hors-automobile). Là encore, les séries de données traduisaient une croissance plus robuste sur les quatre dernières périodes. Les emplois non-salariés ont également rassuré, avec 172 000 créations nettes en mai. Le chômage a donc semblé s'être stabilisé à 4.3% selon le Bureau of Labor Statistics, dont les indices de prix constituaient une autre bonne surprise. Certes, la tendance de fond des prix à la consommation en mai (+0.2% par rapport au mois précédent) et l'augmentation de 0.4% sur les prix à la production, hors-alimentation et énergie, restaient au-dessus des objectifs de la Réserve Fédérale malgré l'évolution favorable des coûts de l'énergie. **Elles étaient toutefois plus contenues à la fois que les attentes et que les chiffres des mois précédents, malgré une surchauffe des tarifs des semi-conducteurs, et notamment des mémoires.** Cela a poussé Apple et la division Xbox de Microsoft, entre autres, à augmenter nettement les prix de leurs produits.

La Fed a tenu son premier FOMC sous la présidence de Kevin Warsh, et le résultat a rappelé aux investisseurs que chaque patron nommé récemment arrive avec ses propres principes et sa propre manière de communiquer. Si la décision de conserver les taux au même niveau n'était pas une surprise, le communiqué était beaucoup plus court que la plupart des autres ces dernières années, et le ton des commentaires à la sortie de la réunion était moins accommodant que prévu. **Il était difficile de dire si cela**

représentait un indice sur la politique monétaire à venir ou un choix de communication pour afficher l'indépendance du nouvel arrivant par rapport à la Maison Blanche, mais il semblait clair que Kevin Warsh avait sa propre opinion sur la manière de gérer la Fed. Il a également mis en place quelques groupes de travail sur des sujets spécifiques (comme le bilan de la banque centrale, la productivité à l'ère de l'IA, etc) pour préparer les futures décisions, et il a sous-entendu que les attentes des investisseurs vis-à-vis de la Fed conduisaient parfois à des anomalies de valorisation.

Pour ce qui concerne les entreprises, il y a eu peu d'information nouvelle pour infléchir l'analyse des investisseurs, car la saison des résultats était pratiquement finie dans les premiers jours de juin. Micron Technologies, qui a annoncé de bons résultats et vanté des perspectives florissantes grâce à la demande pour l'IA, était l'une des exceptions qui ont annoncé leurs bénéfices ces deux dernières semaines. Quelques conférences ont donné aux laboratoires pharmaceutiques l'occasion de mettre en avant des résultats de tests cliniques sur des produits existants ou à venir, mais beaucoup d'autres sociétés ont seulement continué à parler de réductions d'effectifs, d'autres mesures de contrôle des coûts, ou des pressions de l'inflation sur les ménages à faible revenu. **L'événement du mois était toutefois la cotation de SpaceX.** L'opération a été plutôt réussie parmi les investisseurs particuliers, pour lesquels elle avait été conçue, mais les analystes ont également souligné les risques résultant de la gouvernance particulière de la société, et de sa dépendance par rapport au projet Starship. Le dossier a donc suscité un certain scepticisme sur la capacité du marché à absorber le flux d'introduction en bourse géantes et risquées (OpenAI, Anthropic) attendues sur les prochains trimestres. Il semblait que certaines des opérations prévues risquent de devoir être retardées jusqu'en 2027.



Les effets : Le S&P 500 a passé la majeure partie du mois sous son niveau du 31 mai, et a finalement perdu 0.99%, dividendes nets compris. Les nouvelles fondamentales sur nos lignes étaient calmes plutôt que négatives, mais les prises de profits sur les valeurs les plus haussières des derniers mois ont pesé, et nous avons sous-performé.

Dans l'ensemble, les indices larges des actions américaines n'ont pas été anormalement volatils mais, **en arrière-plan, la rotation sectorielle n'était pas facile à interpréter**. Les incohérences importantes entre les performances des différents indices de style ou sectoriels ont été une autre illustration du paysage de marché complexe, et tout cela ne venait pas seulement de la perception changeante des événements dans le détroit d'Ormuz. **L'énergie a de fait été l'un des rares secteurs à varier d'une manière relativement cohérente avec ses fondamentaux sous-jacents**. Le groupe a perdu plus de 5%, les espoirs d'un accord de paix avec l'Iran poussant le baril de brut léger d'environ 96 dollars début juin à moins de 70 dollars un mois plus tard. En outre, le suivi de Baker Hughes sur les nouveaux forages aux Etats-Unis a montré qu'après des mois d'attente, les sociétés d'exploration reprenaient progressivement leurs investissements.

Les réactions étaient plus complexes dans les catégories comme les services de communication (qui ont produit la pire baisse du marché, à - 7.8%), la consommation discrétionnaire (- 4.7%) et la technologie (- 3.3%). Cela provenait en grande partie des géants du cloud, qui se répartissent entre ces trois catégories et qui avaient longtemps été soutenus par leur exposition à l'IA. **Ils ont été moins entourés, les investisseurs préférant des bénéficiaires plus directs avec des possibilités de rentabilisation immédiate et moins de besoins d'investissement**. Parmi eux, Alphabet a mieux résisté, mais a perdu 6% tandis que Meta Platforms, Amazon et Microsoft reculaient respectivement de 10.9, 11.9 et 17.1%. Les fabricants de semi-conducteurs ont connu des sorts variés, en fonction de leur activité exacte. Le « calcul » a souvent été sous pression, et même Nvidia a sous-performé malgré sa série récente d'annonces de produits dans des domaines variés, allant des CPU aux systèmes pour la conduite

autonome et aux robots humanoïdes. Au contraire, les valeurs de puces-mémoire (Sandisk, Western Digital, Micron Technologies) et les équipementiers pour la fabrication de semi-conducteurs (Applied Materials, KLA, Lam Research) ont continué à battre largement le marché. Les mouvements étaient plus contrastés parmi les autres fournisseurs d'infrastructure pour les centres de données. La connectique (Corning pour les fibres, Amphenol pour les connecteurs) s'est bien comportée, tout comme la cybersécurité, mais les spécialistes des équipements de gestion des réseaux et les fournisseurs d'électricité étaient moins bien orientés. Pour ce qui concerne le reste de la technologie, **le thème de l'IA disruptive a continué à peser sur la plupart des valeurs de logiciels**, y compris certaines des plus grandes, comme Oracle, qui a perdu 35%.

A l'autre extrémité, la plupart des secteurs les plus haussiers étaient des catégories relativement défensives, comme la santé (+ 6.5%), la finance (+ 4.2%) ou les services aux collectivités (+ 2.5%). Dans la première de ces catégories, Moderna a gagné plus de 48% après l'annonce de développements favorables sur ses futurs vaccins contre la grippe et d'autres maladies. **Les publications d'essais cliniques ont aussi propulsé plusieurs « biotechs » comme Abbvie, Incyte ou Vertex Pharmaceuticals, tandis que l'offre de Merck KGaA sur Bio-Techne a relancé les attentes de fusion-acquisition dans le secteur**. L'assureur-santé Humana a également monté fortement après avoir confirmé ses prévisions et reçu plusieurs recommandations d'analystes. Beaucoup de valeurs financières ont bénéficié de la probabilité croissante d'une hausse de taux, mais les banques d'affaires ont été un peu moins bien orientées en fin de mois, lorsque les investisseurs ont commencé à se demander si le marché pourrait absorber toutes les grosses mises en bourse qui se profilaient.



Un groupe plus sensible à l'économie, celui des valeurs industrielles, a toutefois dominé le classement des performances. Cela venait en partie des fournisseurs pour les centres de données (Vertiv Holdings). Les fabricants d'engins comme Caterpillar (qui a augmenté son dividende) et Deere (qui a été aidé par les réductions des droits de douane sur les tracteurs) ont aussi gagné plus de 17% chacun. Plusieurs compagnies aériennes se sont bien comportées grâce à l'espoir de baisses des prix du kéroène et à des signes montrant une bonne capacité à imposer leurs prix ces derniers mois.

Pour mémoire, SpaceX n'a pas eu d'effet direct sur l'indice, puisqu'il n'avait pas vocation à être admis dans un benchmark important avant son entrée dans le Nasdaq 100 en juillet. Toutefois, les investisseurs particuliers qui avaient besoin de liquidités pour souscrire à l'introduction en bourse ont probablement réalisé leurs profits sur d'autres lignes, dont notamment les titres les plus porteurs des mois précédents. **Nous pensons que ce comportement explique probablement une grande partie de notre sous-performance brute de 115 points de base sur le mois**, et nous sommes donc très confiants sur le fait qu'il s'agira d'une faiblesse de courte durée.

Même si notre titre le plus performant de la période récente, Intel, a continué à battre fortement le marché sur des signes de contrats imminents pour son activité de fonderie de silicium, **de nombreuses autres valeurs qui avaient participé à notre belle surperformance depuis le début de l'année ont été moins bien orientées récemment**. C'est le cas d'Alphabet, qui reste notre seule ligne surpondérée parmi les Magnificent Seven. Comme nous l'avons expliqué plus haut, sa sous-performance n'était pas énorme, mais l'effet a été amplifié par notre exposition de 8%. Broadcom, qui a été notre dernière valeur à annoncer ses résultats trimestriels le 3 juin, a aussi perdu plus de 15% et effacé toute l'avance acquise sur l'indice depuis janvier. L'entreprise a publié des résultats décents et donné beaucoup de détails rassurants sur ses perspectives (à tel point que nombre d'analystes ont ensuite rehaussé leur objectif de cours de 10 à 20%) mais elle n'a pas augmenté

ses prévisions, et les autres nouvelles positives sorties plus tard dans le mois n'ont pas restauré l'intérêt du marché. Nextpower, Onsemi et, dans une moindre mesure, Nucor ont aussi été l'objet de prises de profits, mais ils sont tous restés loin devant l'indice (respectivement de 27, 65 et 27%) sur le premier semestre. Le premier de ces titres a perdu presque 24% sans aucune raison spécifique à l'entreprise, mais tout le secteur était mal orienté, les investisseurs estimant probablement que des prix plus bas sur le pétrole se traduiraient par une demande atténuée pour l'électricité solaire. La valeur de semi-conducteurs a baissé presque autant, mais cette chute était entièrement provoquée par la nouvelle de l'acquisition de Synaptics. Les synergies sont importantes avec ce fabricant de capteurs et d'interfaces pour l'internet des objets intelligent, et l'opération va générer de grosses économies de coûts en rythme annuel, pour devenir « relative » rapidement. Toutefois, ce rachat pour sept milliards de dollars sera payé en titres, ce que le marché n'a pas apprécié.

Sur le plan sectoriel, nos pires contributeurs ont été les industrielles et les financières. Parmi les premières, Vertiv Holdings s'est bien comporté, Waste Management a bénéficié de son activité résiliente, et notre spécialiste des aciers spéciaux a été encore mieux orienté. Toutefois, Nextpower a pesé, comme nous l'avons expliqué plus haut, et **notre seule valeur de défense a perdu environ 9%, du fait de l'optimisme des investisseurs sur une paix au Moyen-Orient**. Dans la finance, nous avons principalement souffert du passage à vide de Nasdaq (- 14.8%) qui a reculé comme la quasi-totalité des actions de bourses cotées.

Ces effets négatifs n'ont pas été entièrement compensés par la qualité de notre sélection dans la consommation discrétionnaire et les services de communication. Notre dernier achat, Sharkninja, a gagné presque 25% et notre gestionnaire de garderies, qui avait longtemps été déprimé, a rebondi lorsque les investisseurs ont semblé redécouvrir ses vertus défensives. La même chose s'est produite sur Pinterest mais, les services de communication étant l'un des secteurs les plus baissiers en juin, le jeu consistait surtout à perdre moins que la moyenne. Notre exposition à Alphabet



et notre absence sur Meta Platforms ont aidé mais notre opérateur téléphonique a été sous pression. Comcast a annoncé son intention de séparer son activité de média de

son service haut débit, créant ainsi un concurrent plus agressif pour les acteurs implantés dans la téléphonie mobile, qui ont tous reculé.

Nos décisions : Presque tous les résultats trimestriels ayant déjà été publiés, il y a eu peu de nouvelles en provenance des entreprises pour modifier notre vision du portefeuille en juin. Les événements de portée générale, qui orientaient le marché, sont restés généralement imprévisibles, et nous avons donc gardé notre sélection de titres inchangée.

Notre liste finale de candidats à l'achat était assez variée en juin, avec un distributeur de bijouterie, un « dollar store », un développeur de logiciels de gestion de données et un fabricant de solutions de lecture utilisées dans l'automatisation de la chaîne d'approvisionnement. Toutefois, **compte tenu du manque de visibilité et du positionnement plutôt équilibré de notre portefeuille, il n'y avait pas de raison très convaincante d'arbitrer l'une de nos lignes actuelles.** Nous avons donc choisi de garder notre sélection sans changement, mais nous avons néanmoins effectué plus de transactions que d'habitude. Ces mouvements étaient liés à des souscriptions de clients ou à des ajustements de poids sur des valeurs qui avaient bougé en dehors de leur zone de tolérance.

Naturellement, la stabilité de notre portefeuille et la rareté des nouvelles fondamentales sur les entreprises ont entraîné une relative préservation des caractéristiques comparées de notre sélection par rapport à l'indice. Nous notons cependant que les analystes ont continué à rehausser leurs prévisions de BPA 2026 à un rythme plus élevé pour notre portefeuille que pour l'indice complet, et qu'ils ont aussi remonté la moyenne de leurs objectifs de cours. L'écart entre la cotation actuelle de nos lignes et les cibles des analystes, qui était de 16% le 31 mai, était monté à 20% un mois plus tard, et la différence représentait plus que la baisse de nos titres. **Nous voyons en cela une confirmation que le trou d'air de notre performance ne provenait pas d'inquiétudes fondamentales.** Nous espérons que la nouvelle saison des résultats, qui commence prochainement, va le confirmer.

Les perspectives : Compte tenu de l'accumulation des incertitudes, nous ne serions pas étonnés que le marché devienne de plus en plus nerveux au second semestre. C'est pourquoi, en-dehors des bénéficiaires de l'IA et de quelques histoires de redressement, notre sélection actuelle privilégie des titres offrant une croissance tenable et une bonne visibilité.

Comme nous le pensions, les pourparlers de paix avec l'Iran n'ont pas donné de résultats très concrets jusqu'à présent. Pendant que les dignitaires continuent à raconter que de gros progrès ont été effectués, les deux camps s'accrochent à des demandes que la partie adverse a déjà qualifiées d'inacceptables. Tout en reconnaissant que le temps qui

passé augmente la probabilité d'un accord, dont Donald Trump a besoin à l'approche d'élections de mi-mandat difficiles, **nous ne pensons pas que les conditions soient réunies pour que cet accord soit équilibré et durable.** En outre, même dans l'hypothèse d'une bonne surprise de ce côté, nous ne considérerions pas que tout est résolu, car il



faudrait encore des mois pour que les chaînes d'approvisionnement reviennent à la normale. Les pays et les entreprises se sont bien adaptés à des conditions défavorables, ils ont réorganisé leurs réseaux de fournisseurs, mais il y a des limites à ce qui est possible. **De nombreux pays tirent actuellement sur leurs réserves déjà basses de pétrole ou de gaz, au lieu de les remplir comme ils devraient le faire actuellement en prévision de l'hiver prochain.** De même, nous pensons que de nombreuses sociétés vont atteindre un point où même le scénario le plus rose n'est plus compatible avec la trajectoire inchangée que les investisseurs continuent à attendre pour l'économie et les affaires. Nous remarquons aussi qu'un nombre croissant d'entreprises (qui, certes, peuvent se le permettre) ont récemment décidé d'augmenter les prix en mettant ces décisions sur le compte des effets de la guerre sur les coûts des intrants. **Une réaccélération de l'inflation reste donc possible,** avec un effet sur les politiques des banques centrales.

La petite baisse du S&P 500 en juin peut être interprétée comme la preuve que les investisseurs sont suffisamment prudents, mais un nombre limité de sociétés a été à l'origine de ce résultat, et la version équi-pondérée du même indice était en réalité en hausse de 2.32%, dividendes nets compris. **Nous interprétons cela comme le signe que le marché n'est pas complètement conscient du risque.** De fait, la surperformance de secteurs plutôt défensifs en juin doit probablement plus au fait que les prises de profit ont frappé prioritairement les entreprises impliquées dans l'IA, ce qui affectait des secteurs plus sensibles à l'activité. Cet ajustement était bienvenu, mais nous pensons qu'un positionnement sélectif reste nécessaire sur l'IA. Comme nous l'avons souvent écrit dans des commentaires antérieurs, nous sommes persuadés que cette technologie va générer de gros gains de productivité dans le temps, mais ne va probablement pas atteindre ces résultats tant que les utilisateurs ne se seront pas familiarisés avec ses défauts. Comme pour toutes les autres innovations dans le passé, l'enthousiasme initial sera suivi d'une période plus pragmatique, dans laquelle une analyse réaliste des avantages et inconvénients à la lumière des premiers

retours d'expérience pourrait même provoquer un rejet. **Les investisseurs sont aussi prompts que n'importe qui quand il s'agit de brûler ce qu'ils ont adoré.**

Pour toutes ces raisons, la visibilité est faible et risque de le rester un certain temps. Personne ne peut dire ce qui ressortira des élections de mi-mandat (notamment parce que la réaction de Donald Trump en cas de défaite pourrait provoquer une crise), ni quand les indicateurs économiques vont commencer à refléter le ralentissement que nous attendons. Personne ne sait comment la Réserve Fédérale réagira sous son nouveau président. **Les marchés pourraient donc continuer à passer en quelques heures d'un scénario à son opposé,** et à supposer hâtivement que les dernières nouvelles (comme celles issues de la première vague de résultats du second trimestre) sont représentatives de l'ensemble du paysage. La volatilité devrait donc être au rendez-vous des prochains mois. Il reste difficile de prédire si elle se produira dans une tendance claire ou dans un « trading range » plus stable, et c'est pourquoi nous avons une pondération plutôt neutre dans de nombreux secteurs, pour nous concentrer sur le choix de titres. Il faut toutefois noter que la stratégie reste plus active que cette vue globale ne le sous-entend. **Dans la plupart des catégories, nous avons des paris plus tranchés au niveau des sous-secteurs.** Par exemple, nous avons conservé une exposition aux logiciels non-négligeable, quoique sélective, malgré les craintes de concurrence par l'IA. De même, nos lignes industrielles ou liées à la consommation ne sont pas parmi les plus sensibles à l'économie, car nous privilégions la résistance et la visibilité.

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