



Réservé aux investisseurs professionnels

Les faits: Comme les mois précédents, les indicateurs économiques publiés en juin étaient mitigés, voire un peu faibles, et les commentaires des entreprises ont paru de plus en plus prudents. Le premier débat des présidentielles a ravivé les craintes sur les capacités de Joe Biden, et les incertitudes ont continué à progresser à l'étranger.

De nombreux détails différents ont apporté de nouvelles confirmations du ralentissement progressif de l'activité, aux Etats-Unis et dans le reste du monde. Il n'y avait rien d'évident, mais **une légère tendance baissière était visible derrière un mélange de surprises positives et négatives.**

L'indice ISM des services, revenu à 53.8, son plus haut niveau depuis août 2023, a été l'une des rares exceptions, mais cela semblait en contradiction avec les opinions exprimées par des distributeurs comme Walmart ou Target. Beaucoup de ces derniers ont indiqué qu'après les clients à faible revenu, c'était au tour de la classe moyenne de réduire ses dépenses. La plupart des autres indicateurs paraissaient soit médiocres, soit moins bons qu'auparavant. C'était le cas de l'indice ISM du secteur manufacturier, de retour à 48.7 après une amélioration de courte durée, et du NAHB, à son niveau le plus bas depuis le début de l'année. La confiance des consommateurs, mesurée par le Conference Board, a également continué à osciller sous la barre de 100, traduisant un fléchissement de l'optimisme après ses récents sursauts de l'été 2023 et du début 2024. Parallèlement, selon le Census Bureau, les commandes de bien durables (hors équipements de transport) comme les ventes de détail (hors automobile) étaient en baisse de 0.1% en mai. Pour ces dernières, les carburants moins chers semblaient avoir joué un rôle dans cette deuxième baisse consécutive, mais **la même source faisait aussi état d'un rebond des stocks chez les grossistes.** Trois des quatre dernières variations publiées étaient des hausses, ce qui

contrastait avec la longue série de réductions de stocks observée depuis 2022.

Les chiffres sur l'emploi sont restés très robustes, tout en affichant les signes d'un début de dégradation. Les nouvelles inscriptions au chômage comme les demandes de maintien d'allocations, toutes deux publiées chaque jeudi par le Ministère du Travail américain, ont augmenté progressivement depuis le début de l'année. De plus, selon le Bureau of Labor Statistics, **le taux de chômage était de retour à 4% en mai, pour la première fois depuis la fin de la période Covid.**

Pour ce qui concerne les prix, les chiffres de mai ont été plutôt rassurants, et l'inflation a paru ralentir progressivement vers l'objectif de la Réserve Fédérale. Les prix à la production étaient en baisse de 0.2% sur un mois, et la tendance sous-jacente est restée neutre. Les prix à la consommation étaient stables sur la même période, et en hausse de 0.2% si on excluait l'alimentation et l'énergie. Les prix à l'importation reculaient de 0.4%, ce qui provenait vraisemblablement en partie de la vigueur du dollar en avril, ainsi que du fléchissement des cours du pétrole en avril et mai. Il était difficile de dire si la banque centrale serait finalement sensible à ces tendances, d'autant que le dollar avait faibli en mai avant de se reprendre en juin, tandis que le baril de brut léger américain était de retour au-dessus de 81 dollars à la fin du mois. En tout état de cause, **la réunion du FOMC qui s'est tenue un peu avant la mi-juin a gardé**



les taux inchangés malgré une baisse surprise de la Banque du Canada quelques jours plus tôt. L'évolution de la BCE vers une politique plus accommodante, avec une réduction de 25 points de base, n'était pas inattendue, mais elle s'est accompagnée de commentaires prudents, avertissant qu'il ne s'agissait pas nécessairement du début d'un nouveau cycle de baisse des taux.

Même si le mois de juin n'était pas une période chargée pour les annonces de résultats, quelques sociétés devaient encore publier leurs chiffres trimestriels, et de nombreuses autres ont utilisé des "journées-analystes" ou des conférences organisées par les banques d'affaires pour mettre à jour leurs prévisions. D'une manière générale, **l'état d'esprit était prudent, et très peu de sociétés ont rehaussé leurs indications.** Même après avoir battu les attentes, la plupart des équipes dirigeantes conservaient leurs prévisions sans changement pour l'année en cours, ce qui était perçu comme une mauvaise nouvelle. Outre Walmart, Target et Kohl's, la liste des déceptions notables comprenait aussi des entreprises traditionnellement perçues comme résistantes, telles que Nike ou, parmi les sociétés non-américaines, L'Oréal. Les difficultés du réseau de pharmacies Walgreen Boots Alliance ont également fait beaucoup de bruit, même si elles étaient largement explicables par des problèmes d'exécution stratégique. De plus, la Réserve Fédérale a annoncé les résultats de la campagne 2024 de tests de résistance pour les groupes financiers majeurs. Les 31 banques ont toutes réussi le test, mais les résultats montraient qu'elles résisteraient moins bien dans les hypothèses actuelles de situations extrêmes que dans les conditions de l'année dernière.

Le paysage politique a également apporté beaucoup d'incertitudes. Du côté intérieur, **le premier débat en vue**

de l'élection présidentielle a viré au cauchemar pour le parti Démocrate. Il a montré clairement que, malgré leurs âges relativement proches, Donald Trump et Joe Biden n'étaient pas du tout dans la même forme, et des observateurs au sein même du camp du Président en exercice ont commencé à dire ouvertement qu'il était temps de réfléchir à un "plan B". Parallèlement, de l'autre côté de l'Atlantique, le résultat des élections européennes a montré une forte baisse de la confiance envers les partis au pouvoir dans plusieurs pays clés. La France en faisait partie, où la décision de monsieur Macron de dissoudre l'Assemblée Nationale a contribué à rendre les choses encore plus imprévisibles.

Ces événements ont naturellement contribué à affaiblir la crédibilité des autorités, tant américaines qu'européennes, dans leur politique internationale. Il n'y a eu aucun signe d'amélioration en Ukraine, où Moscou a continué à reprendre du terrain dans des territoires disputés, et a menacé de réagir directement contre les pays qui autorisaient Kiev à utiliser les armes qu'ils avaient livrées pour frapper des cibles au-delà de la frontière russe. Vladimir Poutine s'est également rendu en Corée du Nord et au Vietnam, dans le cadre de son effort pour développer ses points d'appui à l'étranger. Les choses ne s'amélioraient pas non plus au Moyen-Orient, où l'Iran a continué à mettre de l'huile sur le feu. Le conflit menaçait de gagner le Liban, et les Houthis ont réussi à atteindre plusieurs navires en Mer Rouge. En fin de mois, une agitation sociale s'est développée au Kenya, lorsque le pays s'est avéré au bord de la faillite. **La Banque Mondiale affirmait que des dizaines d'autres pays se trouvaient également dans une situation financière tendue,** souvent du fait de la remontée des principaux taux d'intérêt.



Les effets: Une fois de plus, le S&P 500 a bien monté (+3.55%) grâce à une poignée de très grosses valeurs, mais une large majorité de ses constituants était en baisse. Une fois de plus, notre bon choix de titres au sein de l'univers d'investissement n'a pas suffi à effacer les biais résultant de cette situation, et nous avons sous-performé.

Seuls trois des onze secteurs GICS ont fait mieux que le S&P 500 en juin, et il se trouve que c'étaient les trois seuls secteurs contenant au-moins une des valeurs dites "Magnificent Seven". Pour le second mois consécutif, la Technologie a été la catégorie la mieux orientée, et a gagné 9.3%. **Nvidia a continué à surfer sur la vague de l'intelligence artificielle, et a progressé de 12.7%, de sorte qu'elle est devenue à un moment la plus grosse société cotée aux Etats-Unis et dans le monde**, devant Microsoft et Apple, qui ont également largement battu l'indice. Les deux autres secteurs en surperformance étaient la consommation discrétionnaire et les services de communication, avec des hausses similaires comprises entre 4.7 et 4.9%. Amazon (+9.5%) a été l'un des principaux contributeurs au parcours du premier, alors que le poids plus réduit de Tesla limitait l'effet de sa hausse encore plus forte (+11.1%). Dans la communication, Alphabet a gagné 5.6% et Meta Platforms environ 8%. Dans la plupart des cas ci-dessus, **le vecteur de performance était une certaine exposition à l'IA**. Celle-ci était évidente depuis longtemps chez Nvidia, ainsi que chez les principaux fournisseurs de services en nuage, et les espoirs de voir Apple remonter son retard après l'introduction de "Apple Intelligence" ont soutenu le titre. Tesla était la seule exception, qui ne présentait pas du tout d'exposition directe à l'IA, mais le constructeur de véhicules électriques a bénéficié de son annonce de nouvelles versions, moins chères, pour concurrencer les marques chinoises. Avec leur poids cumulé atteignant 33% du S&P 500, ces sept géants ont eu une forte influence sur la performance de notre indice. Pour compliquer les choses, deux autres très grosses entreprises qui ne sont pas considérées comme faisant partie des "Mag7" mais qui représentent chacune plus de 1.5% de l'indice, ont aussi fortement monté. L'une d'elles, Broadcom, appartient aussi à la technologie. Elle a gagné plus de 21% après que ses résultats solides et la mise à jour

de ses prévisions ont mis en évidence pour les investisseurs son exposition à la thématique IA. L'autre était Eli Lilly, qui se classe régulièrement parmi les dix plus grosses valeurs américaines, à la suite de la belle performance enregistrée ces dernières années (et encore en juin, avec un solide 10.4%).

A l'autre extrémité de l'échelle se trouvaient les services aux collectivités (-5.7%) et les matériaux de base (-3.2%), qui reflétaient probablement le recul des chances de voir la Réserve Fédérale baisser ses taux plus d'une fois cette année. Quatre autres secteurs sont affichés en baisse dans une moindre mesure.

En raison de ce fort biais vers les grosses valeurs, les 3.55% de hausse affichés par le S&P 500 n'étaient pas représentatifs de la performance réelle du marché. La moyenne non-pondérée des mouvements de ses constituants était négative, à -0.5%, soit environ 400 points de base derrière l'indice officiel. **L'anomalie a également affecté les indices de style, et a donné aux versions Croissance un avantage qui pouvait atteindre 600 bps ou plus, ce qui ne semblait pas refléter le comportement réel du marché**. La masse des valeurs de taille plus normale et en croissance plus forte ne progressait pas autant que les indices de style le laissent entendre. C'était le cas de nombreux commerces de détail (souffrant des inquiétudes sur les consommateurs) mais aussi des sociétés liées à l'énergie solaire (affectées par l'émission de dette convertible de Solaredge Technologies) et même les valeurs de semi-conducteurs ou d'autres technologies, dont la croissance est indiscutable, mais qui ont la malchance d'appartenir à des segments de marché moins à la mode actuellement.

Une nouvelle fois, notre performance est arrivée loin derrière celle de notre indice de référence, puisque notre



stratégie a gagné 1.37% (brut de frais) contre 3.55% pour le S&P 500 dividendes nets réinvestis. **C'était toutefois aussi la douzième fois depuis le début de 2023 que notre portefeuille faisait mieux que la version équi-pondérée de notre indice.** En d'autres termes, sur deux-tiers des périodes mensuelles, nous avons fait mieux que le "niveau zéro" de la valeur ajoutée dans le choix de titres.

La répartition des performances du portefeuille reflétait les effets du biais de taille mentionné ci-dessus. Seules douze de nos 45 lignes ont battu l'indice, et beaucoup d'entre elles étaient les "Mag7" que nous détenons (souvent en sous-pondération) ou l'une des autres très grosses sociétés mentionnées précédemment. **Notre meilleur titre en-dehors de cette liste n'arrivait qu'en septième position dans le classement des performances... et il s'agissait de Pure Storage, un autre bénéficiaire de l'IA.** Quelques autres lignes se sont également bien comportées, comme Pinterest qui en l'absence de nouvelles importantes, a reproduit une partie de la vigueur des autres réseaux sociaux. Quelques autres valeurs "normales" ont aussi

surperformé, dont Stericycle, que nous avons achetée il y a seulement quelques mois, et qui a été propulsée par l'annonce de son rachat par Waste Management.

A l'inverse, **aucune de nos pires performances n'était due à des problèmes spécifiques à la société**, mais la prudence affichée par rapport aux perspectives économiques était souvent en cause, malgré la nature relativement défensive de nos lignes les moins bien orientées. C'était le cas par exemple de Bath & Body Works, dont les indications étaient plus faibles qu'attendu et qui, comme beaucoup d'acteurs des soins corporels, a mis cela sur le dos de la réticence des consommateurs à dépenser plus que le strict nécessaire. Le titre, qui avait été résistant jusqu'à présent cette année, a baissé de plus de 24%. Nextracker a par ailleurs perdu 15% par contagion des autres valeurs du photovoltaïque, malgré son profil très différent, avec une exposition aux projets de taille industrielle plutôt qu'aux particuliers. La société a pourtant annoncé une acquisition intéressante, et fait l'objet d'une nouvelle recommandation positive de la part d'un analyste.

Nos décisions: Les nouvelles de nos valeurs ont confirmé la solidité comparative de leurs fondamentaux et de leur exécution. Nous n'avons donc revendu qu'une ligne en juin : Stericycle, dont le cours avait bondi à la suite d'une OPA. Nous avons affecté le produit à un achat destiné à limiter le risque sur une des « Magnificent Seven ».

Après la confirmation début juin des rumeurs d'une OPA de Waste Management, nous avons décidé de revendre Stericycle, même s'il avait été acheté à peine deux mois plus tôt. **Le cours du spécialiste de la gestion des déchets médicaux avait monté très près du niveau proposé (en cash) par l'acheteur**, et la ligne risquait de s'avérer atone jusqu'à la réalisation de l'opération. Nous avons donc considéré qu'il était plus sage de nous reporter vers une autre position plus utile.

Les liquidités ainsi libérées ont été utilisées pour ajuster notre exposition sur une position existante, dans le cadre de notre processus de contrôle du risque, qui implique

qu'aucune valeur ne peut rester plus de trois points de pourcentage en-dessous de son poids dans l'indice.

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

Malheureusement, **cette transaction imposée par des considérations de contrôle de risque nous a obligés à réduire encore l'exposition active** du portefeuille qui est maintenant descendue à environ 72%. Ceci reste naturellement bien au-dessus des minima généralement attendus pour être reconnu comme une vraie gestion



active. Toutefois, nous étions plus proches de 82% il y a quelques années, et nous n'apprécions pas particulièrement d'avoir une part importante de nos investissements imposée par le contrôle de risque vis-à-vis d'un benchmark déformé, plutôt que par une vision plus logique sur le compromis risque/rendement attendu.

Les perspectives: Si nous ne voyons pas comment les incertitudes actuelles pourraient être durablement compatibles avec une économie solide, nous pensons que la Réserve Fédérale n'agira prochainement qu'en cas de ralentissement brutal. Nous conservons notre stratégie de risque modéré, et attendons que les fondamentaux l'emportent.

Depuis longtemps, notre scénario central a été que l'économie et l'inflation étaient trop élevées pour que la Réserve Fédérale baisse ses taux aussi rapidement que le marché l'attendait. **Nous persistons à penser que, si les choses restent en l'état, les banquiers centraux américains ne seront probablement pas enclins à utiliser leurs munitions trop tôt.** Ce qui a changé est que les investisseurs sont probablement d'accord avec cette vision maintenant, car le message de Jay Powell a enfin été reçu.

Toutefois, nous percevons les premiers signes d'un ralentissement économique auquel nous nous attendions depuis longtemps, et la manière dont les choses évoluent va déterminer si une politique monétaire plus accommodante est devenue plus probable. Il y a une faible possibilité que les tendances actuelles soient simplement trompeuses, et reviennent à quelque chose de plus résistant, comme cela s'est déjà produit plusieurs fois dans les dernières années. Toutefois, si l'on en juge par les commentaires des entreprises, **il nous semble que l'activité a plus de chances de continuer à ralentir et, à partir d'un certain point, d'entraîner une accélération du chômage.** Il est important de garder en tête que, lorsque les entreprises américaines commencent à sentir que des temps difficiles se profilent, elles réagissent généralement très rapidement, réduisent les coûts et engagent des licenciements. **Le chômage peut donc remonter brutalement, d'autant qu'il y aura peu de marge d'économie sur les salaires,** après toutes les

Nous restons toutefois confiants dans notre sélection de valeurs, qui offre certes des écarts sectoriels moins forts que d'habitude par rapport à l'indice, mais qui continue à afficher une croissance bien supérieure malgré une valorisation plus intéressante en terme de ratio cours/bénéfices.

promesses données ces dernières années. Il est intéressant de noter qu'après avoir interdit les frais de service chargés à part dans les restaurants et avoir fixé le salaire horaire minimum à 20 dollars (contre seulement 7.25 dollars imposés officiellement par les minima fédéraux) dans la restauration rapide, la Californie a dû annuler la restriction sur les commissions fin juin, pour tenter d'endiguer la forte augmentation des fermetures de restaurants.

Nous maintenons donc notre stratégie actuelle malgré ses résultats médiocres sur les 18 derniers mois. Nous aurions naturellement pu être plus agressifs mais rien ne peut être pire que de changer de positionnement trop tard et de recevoir la "porte du saloon" dans la figure. Les "Big Techs" ont produit une performance que nous n'attendions pas mais nous restons convaincus que nombre d'entre elles reflètent beaucoup plus de bonnes nouvelles que ce qui peut en être attendu de manière réaliste. Nous avons déjà développé plus haut notre avis sur l'IA, et **beaucoup des "Magnificent Seven" pourraient traverser un trou d'air si l'adoption s'avère moins soutenue que prévu.** Nous pensons aussi que la réaction du marché aux annonces d'Apple était surfaite et que, si la mauvaise performance de Tesla sur les trimestres récents facilitait un rebond technique, ses perspectives restent difficiles, avec des problèmes de qualité persistants et une concurrence agressive. De plus, **les régulateurs du monde entier**



tournent autour des "mégacaps" américaines et nous serions étonnés qu'ils n'accroissent pas leur pression.

C'est pourquoi nous sommes satisfaits de détenir des valeurs de croissance plus "ordinaires" et d'attendre jusqu'à ce que le marché prenne conscience de leur potentiel et de leur valorisation plus attrayante une fois ajustée de la croissance. **Nous pensons que la poursuite de la bonne tenue de notre stratégie par rapport à la version équi-pondérée de notre indice est très encourageante.** L'avantage le plus important de notre approche a toujours été sa capacité à ajouter de la valeur à travers le choix des titres. Tant que nous parvenons à maintenir cet avantage, et même si cela peut sembler trop confiant, nous savons que nous serons de retour devant notre indice tôt ou tard. La version équi-pondérée est en effet vouée à battre la version officielle pondérée par les capitalisations, comme elle l'a toujours fait dans la durée, parce que la croissance et la valorisation sont des moteurs beaucoup plus logiques que la taille.

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

10 rue La Boétie 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