

« *Cave ne Cadas!* » était un avertissement donné au triomphateur romain par un esclave placé derrière lui dans le char. Sa fonction symbolique était de lui rappeler sa condition humaine au milieu des acclamations et des honneurs, et comme mise en garde contre l'orgueil, la vanité ou l'excès de confiance.

« *Cave ne cadas!* », « Prends garde à ne pas tomber ! », pourrait s'appliquer aux indices mondiaux, clôturant l'année sur des plus hauts niveaux historiques. Bien que les perspectives restent positives, batailles romaines et précédents boursiers nous rappellent que des excès de confiance et d'euphorie sont les clés de l'échec.

C'est donc avec notre prudence habituelle que nous abordons cette nouvelle année, cherchant à exploiter au mieux les catalyseurs structurels tout en atténuant des forces de rappel puissants.

Bulle ou pas bulle, telle est la question...

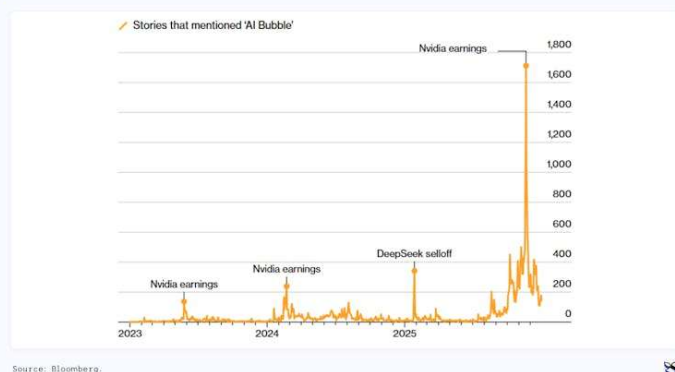
La question agitant la communauté financière sur ce dernier trimestre était la suivante : l'intelligence artificielle est-elle une bulle équivalente à celle d'internet ? Les montants investis (\$1 000Mds+ au total) peinant à convaincre d'un retour sur investissement imminent, inquiètent. Ainsi les grands experts et analystes (qui n'avaient pas vu l'émergence de l'IA en 2023), prononcent son explosion imminente.

Le fait qu'un risque de bulle soit désormais largement intégré par les investisseurs agit comme un mécanisme de discipline, limitant les excès de valorisation observés lors de précédents cycles technologiques. Les niveaux atteints restent élevés, mais davantage adossés à des trajectoires d'investissement et d'adoption identifiables.

De plus, il semble que les dépenses d'investissements des acteurs de l'IA, s'inscrivent en croissance de plus de 25% (+27% UBS), passant de \$423 à \$571Mds entre 2025 et 2026. Ces deux éléments (fortement synthétiques), nous rassurent quant à la capacité du marché à continuer. La clé sera évidemment la monétisation des outils d'IA, ainsi que les gains de productivité et donc de marge qui en découleront... A noter que l'utilisation de l'IA ne cesse de progresser.

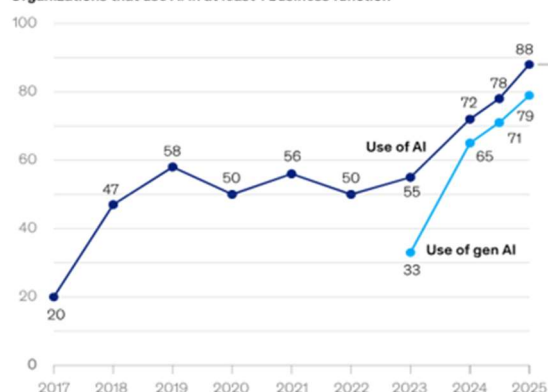
Une fois n'est pas coutume, nous posons la question que le marché ne semble pas considérer : quelles seraient les conséquences sur les marchés et l'économie si l'IA n'est effectivement pas une bulle ?

News Stories Mentioning An "AI Bubble" Surged Late Last Year



Use of AI by respondents' organizations, % of respondents

Organizations that use AI in at least 1 business function¹



Phase of AI use among organizations using AI in 2025



Source : McKinsey & Company

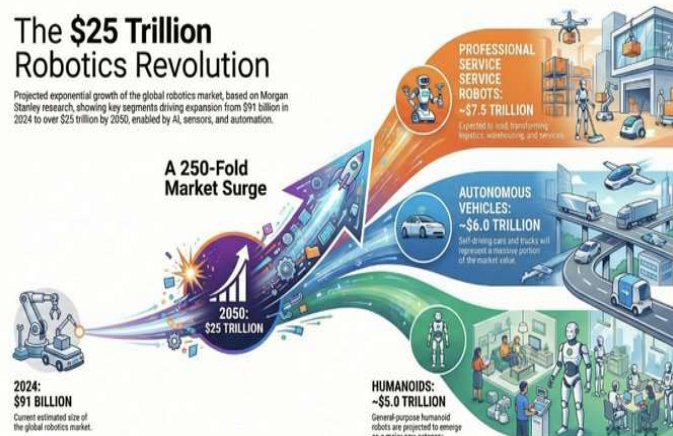
Rappelons que nous ne sommes qu'en l'an 3 après l'avènement au grand public de cet outil. Son développement et son adoption ont été effectivement extrêmement rapides, mais restent toutefois encore « anecdotiques » à l'échelle de la force de travail globale. Son usage est toutefois grandissant, et passe de l'usage « expérimental » à la mise en production de manière très rapide.

La plus grande utilisation de l'IA se fait, pour le moment, dans les domaines suivants :

- Automatisation et productivité : automatisation des tâches répétitives, génération de texte.
- IA générative : création de textes, images, contenus marketing.
- Service client et expérience utilisateurs : chatbots, assistants conversationnels

Bien que ces tâches soient à faible valeur ajoutée, la courbe d'adoption est rapide, et le champ des possibles de son utilisation s'enrichit de jour en jour, à une vitesse quasi-exponentielle. Il est possible d'entrevoir une utilisation à chaque métier/industrie, à commencer par la finance, la médecine (utilisation déjà en cours dans les diagnostics médicaux par exemple), la comptabilité, le droit...etc.. Soit un grand remplacement des « cols blancs ».

Les « cols bleus » ne sont pas en reste, avec la montée en puissance de la robotique (entraînée également par de l'IA), qui au-delà d'un film de science-fiction des années 90 devient une réalité à portée quasi-immédiate. Si les voitures autonomes sont déjà opérationnelles, Mc Kinsey estime à 1 milliard le nombre de robots humanoïdes pouvant apparaître d'ici 2050. Cette force de travail interviendrait en tant qu'aides à domicile, opérateurs sur chaînes de montage¹, manutentionnaires logistiques, agents de nettoyage industriel, préparateurs de commandes, voire à terme certains métiers de la construction et de la maintenance... avec une précision, une rapidité et une habileté grandissante, avec comme seule limite la durée de sa batterie.



Source : Morgan Stanley

Plusieurs études suggèrent que l'adoption généralisée d'outils d'IA générative peut entraîner des gains de productivité significatifs pouvant aller jusqu'à 40%² dans certains contextes métier, notamment dans le traitement de documents, l'automatisation de tâches et les processus métier, constituant un levier de croissance économique clairement identifiable dans une économie capitaliste axée sur l'efficacité.

¹ <https://x.com/disclosetv/status/2007990131840688232>

² <https://bigmedia.bpi-france.fr/nos-actualites/ia-generative-quels-impacts-en-entreprise>



La question sous-jacente revient à se demander quelle est la valeur du travail, mais aussi et surtout de savoir ce qu'il adviendra des travailleurs. Les plus à risques, pour le moment, nous semblent être les jeunes diplômés, avec un taux de chômage (aux US) des 16 à 24 ans en progression depuis mars 2023 (soit l'avènement de l'IA...); dans la mesure où une partie des tâches traditionnellement confiées aux profils juniors – analyse, synthèse, production de contenus standards – peut désormais être réalisée par des outils automatisés, réduisant temporairement la demande pour ces profils.

Historiquement, chaque rupture technologique détruit des emplois, avant d'en créer de nouveaux. Ce qui interpelle avec l'IA est l'amplitude potentielle ainsi que sa propagation, posant un réel problème d'ajustement plus que de destruction nette.

L'écart se creusant depuis déjà deux ans entre niveaux de vies des ménages aisés et plus modestes indique évidemment une économie à deux vitesses, dont l'équilibre social tient, d'après nous, à la valeur travail. Cette redistribution inégale pourrait être source de problématiques majeures si le travail des classes faibles est atteint.

En corollaire également, dans le cadre d'économies fortement endettées, comment faire face à un nombre grandissant de chômeurs, et financer les allocations (ou un revenu universel) permettant de garder un tissu social et économique national sain ?

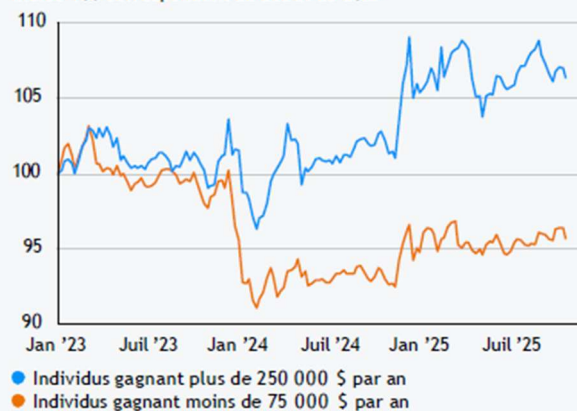
Dans cette optique de fracture sociale avec des états déjà fortement endettés, la théorie derrière une non-bulle de l'IA nous semble être largement pire qu'une bulle potentielle... qui aurait des facteurs structurels moins impactant à long terme.

Ce scénario n'est évidemment pas notre scénario central. Si l'IA détruira des emplois, elle en créera nécessairement de nouveaux ; ce risque structurel est à anticiper à plus long terme. Bien que nous soyons rassurés sur la rationalité du marché, la mauvaise surprise pourrait provenir d'un décalage temporel entre dépenses d'investissements liés à l'IA et réelle monétisation des outils (Soit un décalage dans les retours sur investissements).

Graphique 3 : Les classes les plus aisées comptent pour la majorité des dépenses américaines

Dépenses hebdomadaires moyennes par tranche de revenu annuel

Moyenne mobile sur quatre semaines, calculée sur la base d'un indice 100 correspondant au début de 2023



Source : J.P. Morgan Asset Management. Le graphique repose sur une sélection de données internes fournies par Chase. Données au 31 octobre 2025.

L'économie US résiste remarquablement bien. La croissance du PIB au Q3 2025 était de +4,3%, soit supérieure aux attentes, tandis que l'inflation reste extrêmement bien maîtrisée à +2.6% (inflation cœur), contrebalançant les craintes d'une hausse suite aux tarifs douaniers. La FED de son côté a laissé entendre être en mesure de baisser les taux directeurs 2 fois l'an prochain. Dans un contexte de taux longs élevés (10y à 4.18% début janvier), cette soupape est un réel catalyseur des marchés, permettant d'assouplir les conditions financières si besoin est, et de rediriger des capitaux investis sur les marchés monétaires vers les marchés actions.

La fin du mandat de Jerome Powell en mai 2026 marquera cependant la fin d'une ère. Nous saluons le travail qu'il a effectué tout au long de ses mandats, remarquable dans sa communication au marché permettant d'éviter un crash lors de la phase de remontée des taux. Si son remplaçant sera probablement Kevin Hassett, la communication changera fortement et la phase de baisse de taux potentiellement plus agressive qu'anticipée. Notons également que Stephen Miran, l'un des principaux conseillers de Trump, est en faveur de plus de 100 points de base de baisses de taux sur 2026.

Le *One Big Beautiful Bill* (OBBA) devrait générer \$150bn³ d'aide aux consommateurs, soit un soutien supplémentaire à l'économie, qui sera certainement pris en compte/mis en avant lors de la préparation des élections de mi-mandat du 3 novembre 2026 qui seront cruciales pour les Républicains afin de préserver leur majorité à la Chambre des Représentants.

Ainsi, il nous apparaît important de garder une exposition à la croissance de la zone US, tout en cherchant à réduire l'impact de l'intelligence artificielle à l'aide d'une diversification thématique et sectorielle.

Nos convictions sur l'année à venir aux US :

Secteur spatial : La baisse continue des coûts des lanceurs, ainsi que l'accélération des programmes spatiaux privés, dans un contexte d'introduction en bourse de SpaceX dans le courant de l'année 2026 devraient permettre une croissance continue de ce segment malgré une performance remarquable en 2026 de 70%. Le potentiel disruptif, notamment avec les data centers dans l'espace nourrira le narratif.

Informatique quantique : 2026 pourrait marquer la frontière entre développement technique et utilité commerciale. Les promesses liées à cette technologie sont importantes : de la recherche médicale personnalisée à la sécurité informatique et la défense.

Biotechnologies : Le secteur devrait bénéficier des avancées de l'intelligence artificielle permettant d'accélérer les essais cliniques ainsi que la découverte de médicaments, permettant de réduire les coûts de R&D ainsi qu'accélérer les commercialisations de produits.

Robotique : Entraînés par l'intelligence artificielle, la robotique humanoïde accélère considérablement et a dépassé le stade expérimental et rentre en production. Au-delà du squelette du robot, chaque composant/système informatique est très spécifique et les sociétés spécialisées dans ce secteur florissent.

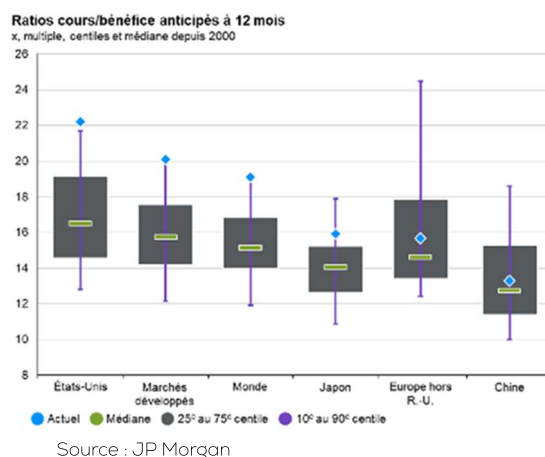
L'Europe résiste à la pression tarifaire US ainsi que la compétitivité chinoise, en affichant une croissance du PIB de 0.3% sur le Q3 2025, une inflation de 2.1% et un taux de chômage de 6%. La BCE a indiqué rester attentiste dans sa maîtrise des taux directeurs, ne semblant pas exclure de baisse sur 2026.

³ <https://www.bairdwealth.com/insights/market-insights/washington-policy-research-index/2025/11/significant-consumer-stimulus-arrives-in-2026/>

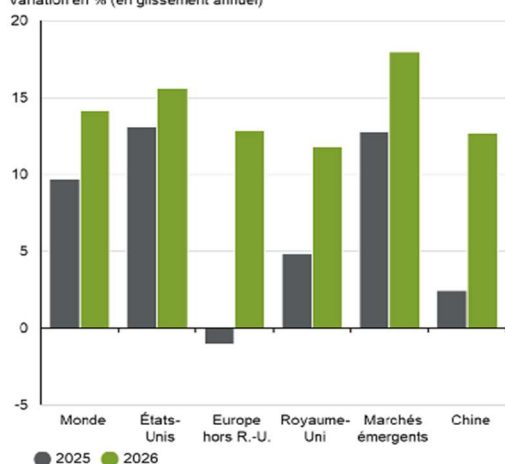
Au Japon, l'inflation persistante a incité la BOJ à procéder à une hausse des taux directeurs, et une indication de resserrement prudent de la part du gouverneur Ueda.

La Chine continue son virage expansionniste entamé depuis la faillite des promoteurs Evergrande et Country Garden, en prenant des mesures visant à soutenir la consommation locale. La pression mise par les US sur le pays l'a incité à prendre des mesures radicales dont le rayonnement devrait se faire sentir sur le reste de la zone Asiatique.

Les valorisations respectives des zones est très disparate, reflet de l'exposition technologique. Bien que la Chine soit extrêmement compétitive dans ce domaine, les problématiques internes évoquées ne lui permettent pas, pour le moment, d'avoir un niveau de valorisation comparable à la zone US. Cette dernière est donc à un niveau historiquement élevé depuis 2000, et justifié par une estimation de croissance à deux chiffres des bénéfices des entreprises, en accélération par rapport à 2025, et toujours soutenu par la technologie (+34% attendu en 2026).



Estimations du consensus sur la croissance des bénéfices par action dans le monde
Variation en % (en glissement annuel)



Il conviendra cette année à nouveau, d'être fortement sélectif sur les thématiques et secteurs à conserver en portefeuille. Nous privilégions une grande diversité, tant dans les géographies que les secteurs, gardant toutefois un biais cyclique/croissance. Notons le rebond des attentes sur la Chine ainsi que l'Europe militant pour un renfort de l'exposition à ces zones, La finance et l'industrie devraient continuer de bénéficier du plan de réindustrialisation Européen tandis que la consommation et la technologie asiatiques devraient bénéficier des plans de relance mis en place par le gouvernement.

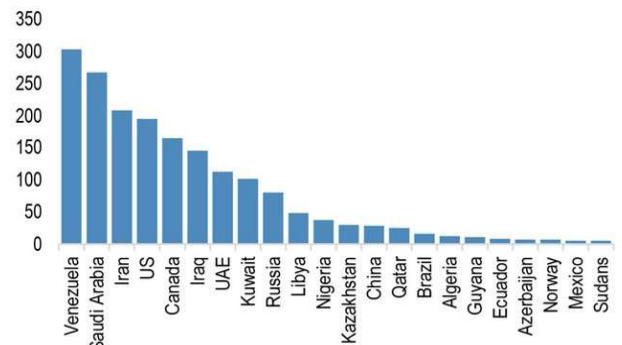
Après l'Iran, le Venezuela...qui sera le prochain ?

Donald Trump a débuté l'année sur un nouveau coup de force. Son intervention éclairée au Venezuela permettant de capturer Nicolas Maduro rappelle l'intervention en Iran de juin 2025. Au-delà d'une ingérence et de l'argument narcotique avancé, le Venezuela détient les plus grandes réserves de pétrole mondiales, (au-delà de l'Arabie Saoudite). De manière prospective (et non avalisée par la Maison Blanche), Donald Trump est favorable à un niveau du pétrole autour de \$40-50⁴ par baril, permettant de maintenir des prix à la pompe faible, permettant donc de contenir l'inflation. L'emploi pétrolier aux US représente entre 5 et 6% de l'emploi total⁵ aux US ; et ce secteur devrait donc bénéficier de l'exploitation future d'un gisement massif disponible ; créant donc de l'emploi, des augmentations de salaires, tout en maintenant des prix à la pompe faible ; soit un coup de pouce supplémentaire à la croissance américaine.

Trump a souvent parlé du Danemark/Groenland, de Cuba ou de la Colombie lors de déclarations plus ou moins agressives, l'histoire récente de l'interventionnisme US démontre qu'une opération d'ampleur peut subvenir n'importe où et à tout moment.

Figure 2: Leading countries by oil reserves

Billion barrels. Data includes US unconventional oil reserves and Canadian oil sands



Performances par classe d'actifs

2025 a été une nouvelle année de progression boursière bien que volatile du fait, notamment, du *Liberation Day* d'avril.

Les valeurs technologiques américaines détiennent à nouveau la palme des plus fortes progressions avec un Nasdaq en hausse de 20%. Le S&P (en \$) progresse quant à lui de 16%.

L'Europe n'est pas en reste, avec une progression de 16.6% du Stoxx 600 tiré en grande partie par les valeurs liées au plan de réindustrialisation : Défense, Industries et Banques ont fortement participé à la progression des indices.

L'Asie a également affiché des performances solides, à commencer par la Corée, dont le Kospi termine l'année en hausse de +75%, performance tirée par les valeurs liées à l'IA ainsi qu'une réduction de la décote historique vs les autres marchés. La Chine (CSI 300) progresse quant à elle de 17.7%, favorisé par les mesures prises par le gouvernement depuis 18 mois dans un contexte de valorisations faibles.

L'Euro a quant à lui progressé d'environ 13% par rapport au dollar sur l'ensemble de l'année, reflet d'un « risque Trump ».

⁴ <https://oilprice.com/Energy/Oil-Prices/Goldman-Trump-Wants-Oil-Prices-in-the-40-50-Range.html>

⁵ <https://www.api.org/-/media/files/policy/american-energy/pwc/2023/api-pwc-national-2023>

Notre portefeuille actions a progressé de 14.70% sur la période, reflet de notre volonté de diversification de la tech US. Ainsi, notre poche US a progressé de 10% impacté par la baisse du dollars ainsi que des secteurs défensifs/value ayant pour but de réduire l'exposition Cyclique/croissance.

La poche Européenne a quant à elle progressée de 17.80%, tirée par le secteur des services aux collectivités (ie : génération électrique...en hausse de 33%, ainsi que les valeurs industrielles en progression de 23%).

Enfin, les thématiques Spatiales, Semiconducteurs et Informatique quantique ont progressé de respectivement 72%, 35% et 27,4%.

Au niveau obligataire, les taux jusqu'à 10 ans ont bénéficié de la baisse des taux directeurs, tandis que les taux plus longs se sont tendus, reflets d'une incertitude fiscale, de craintes sur le refinancement et d'une dette qui continue de progresser.

En Europe, les taux longs ont souffert des craintes liées au financement du plan de réarmement ainsi que des incertitudes sur la pression militaire maintenue par la Russie sur l'Ukraine. Dans ce contexte, les taux courts ont réagi favorablement aux baisses de taux annoncées par la BCE.

La performance de notre poche obligataire se porte à 2.37% sur 2025, reflet d'une duration relativement faible à 5.5 ans. Les poches d'obligations souveraines (tant US qu'Europe) ainsi que le *corporate High Yield* ont contribué positivement à la performance tandis que le *corporate investment grade* a, paradoxalement été un détracteur.

La poche crypto a quant à elle subi les affres d'une *alt-season* ne s'étant pas produite. L'institutionnalisation a favorisé le Bitcoin aux dépens des projets annexes. Le paradigme change donc : d'une technologie émergente, la blockchain débute son entrée dans le monde de la finance institutionnalisée.

Performances *	Actions	Obligations	Crypto	Cash
2023	20,20%	10,30%	122,00%	3,50%
2024	20,60%	7,10%	90,00%	3,90%
2025	14,70%	2,37%	-39,00%	2,41%
Totale	66,27%	20,93%	157,30%	10,13%
Annualisée	18,47%	6,54%	37,03%	3,27%

* Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Conclusion

D'après Bouddha, « Il n'existe rien de constant si ce n'est le changement », ainsi 2026 s'ouvre, dans une dynamique qui, si elle reste similaire à 2025, offrira, comme chaque nouvelle d'année, des opportunités, des chocs imprévus, des avancées et découvertes technologiques transformantes.

Si les défis restent nombreux, l'agilité et la réactivité resteront la meilleure arme afin de bénéficier des cycles boursiers, tout en atténuant les risques émergents.

Nous vous souhaitons une excellente année 2026 !

Achévé de rédiger le 07/01/2026

Bertil Aubrun

Clause de non-responsabilité

Les informations contenues dans ce document sont fournies à titre purement informatif et constituent une analyse générale des marchés financiers. Elles ne sauraient en aucun cas constituer un conseil en investissement personnalisé, une recommandation d'investissement, ni une sollicitation d'achat ou de vente d'instruments financiers. Elles ne tiennent pas compte de la situation personnelle, des objectifs ou du profil de risque de chaque investisseur.

Les analyses et opinions exprimées reflètent le jugement de Stenella Partners à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Tout investissement comporte des risques, notamment de perte en capital.

Stenella Partners dispose, conformément à la réglementation en vigueur, d'une couverture en responsabilité civile professionnelle et d'une garantie financière adaptées à ses activités. Sa responsabilité ne saurait être engagée sur la seule base des informations contenues dans ce document.