

LETTRE ANNUELLE • 2025

2026 : Le mythe devient cycle ?

Image de couverture : Frederic Leighton (1830–1896), Le Retour de Perséphone, 1891, huile sur toile. Tate Britain, Londres.

 **Venn
Capital** 



Polidoro da Caravaggio (1499-1543), *Psyché reçue dans l'Olympe*, vers 1500-1525, huile sur bois, Musée du Louvre, Paris.

À l'heure où s'achève **une nouvelle année**, l'exercice du bilan s'impose.

Fin 2024, dans un marché fortement polarisé et dominé **par l'exceptionnalisme** américain, nous conservons une vue directionnelle constructive sur les marchés actions, **tout en anticipant un rééquilibrage** — voire une rotation — des dynamiques de performance. Dans notre précédente lettre annuelle, nous écrivions ainsi :

« En dehors des États-Unis, le style Value semble notamment avoir **touché un point bas en 2021**. »

Et plus loin :

« Sans préjuger de ce que pourrait être **la performance des indices en 2025**, dans un environnement de marchés normalisés, les marchés actions devraient continuer à offrir — sur un horizon moyen terme — **le rendement annualisé qu'ils ont délivré historiquement** (de l'ordre de 7 à 8 % par an, ajusté de l'inflation). »

🔗 **LIEN : 2025 LE MONDE À L'ENDROIT**

Ces anticipations se sont, dans l'ensemble, vérifiées.

Les marchés actions mondiaux ont progressé d'environ +20% sur l'année (indice MSCI World NR en dollars), prolongeant le cycle haussier engagé depuis fin 2022.

Cette performance repose sur des ressorts désormais bien identifiés : désinflation maîtrisée, résilience macroéconomique, assouplissement monétaire et rebond des marges des entreprises. **Mais elle tient aussi - et surtout - à une expansion des multiples, redevenue, en dehors des États-Unis, le principal moteur de la performance.**

Derrière cette dynamique globale se cachent toutefois de fortes divergences géographiques et stylistiques. Après trois années de déséquilibres marqués - entre l'Amérique de la croissance et l'Europe de la valeur - les marchés vont-ils amorcer une phase de convergence. À mesure que l'expansion des multiples atteint ses limites, les bénéfices redeviendront-ils le moteur dominant de la performance ? Le récit du progrès technologique saura-t-il s'ancrer durablement dans la réalité économique ?

En 2026, les « mythologies » de marché pourraient-elles enfin s'équilibrer et rappeler que, comme dans les récits antiques, l'élévation durable suppose la mesure ?





Christian Griepenkerl (1839–1916), *Prométhée*, vers 1892, huile sur toile.
Kunsthistorisches Museum, Vienne.

I Le feu et la forge

Prométhée à Wall Street, Héphestos en Europe

En 2025, la performance **des indices actions** est restée solide, mais toujours **fortement polarisée**.

Aux États-Unis, l'étincelle de l'intelligence artificielle (IA) a continué d'alimenter le foyer de la croissance, tandis qu'en Europe, la reprise s'est appuyée sur des secteurs plus tangibles - Défense, Banques, Services aux Collectivités - relevant davantage du « monde dur » et de ce que l'on qualifie traditionnellement de « vieille économie ».

Deux trajectoires distinctes, portées par des moteurs différents, mais révélatrices d'une même dynamique de concentration.





Friedrich Heinrich Füger (1751–1818), *Prométhée apportant le feu à l'humanité*, vers 1817, huile sur toile.
Kunsthistorisches Museum, Vienne.

• Les États-Unis : la flamme de l'innovation

Depuis le lancement de ChatGPT par OpenAI à la fin de l'année 2022, les investisseurs demeurent fascinés par les promesses de l'intelligence artificielle.

Trois ans plus tard, le thème de l'IA continue de gagner en intensité, au point de constituer le principal moteur de performance des indices américains en 2025.

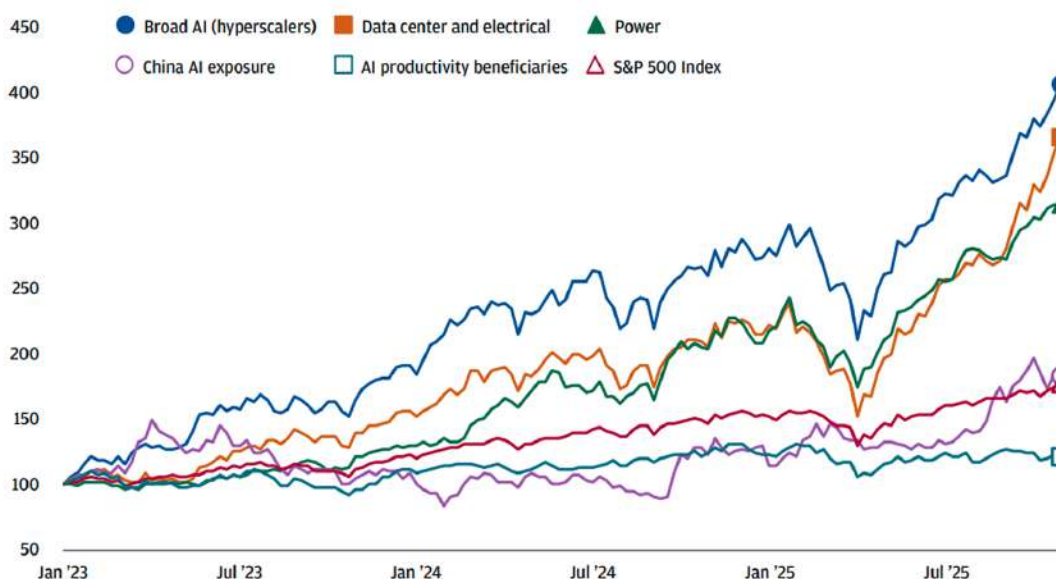
Le S&P 500 a progressé de près de **+17%** sur l'année, mais cette hausse s'est révélée extrêmement concentrée : les 5 principaux contributeurs - Alphabet, Nvidia, Broadcom, Microsoft et Apple - ont capté à eux seuls près de **50%** de la performance de l'indice. Sur trois ans, le S&P 500 pondéré par les capitalisations a ainsi délivré une performance deux fois supérieure à celle de sa version équipondérée (81% vs 41%) - un découplage d'une ampleur exceptionnelle, historiquement très rare. Les avancées technologiques ont ravivé l'espoir d'un nouveau saut de productivité, nourrissant des anticipations très élevées et illustrant la puissance du récit dans la formation des cycles de marché. Les hyperscalers* ont ainsi bénéficié de la narration d'une « seconde révolution industrielle digitale », dans laquelle les grands modèles de langage seraient appelés à soutenir durablement la croissance des entreprises.

*Hyperscalers : grands acteurs technologiques exploitant des infrastructures numériques à très grande échelle (cloud, calcul, données), avec une capacité d'investissement et de déploiement sans équivalent.



WHO IS WINNING THE AI RACE—AND MIGHT TODAY'S LAGGARDS PICK UP THE PACE?

Price return, index 100 = January 2023



Sources: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan, Goldman Sachs Investment Research. Data as of October 31, 2025.

Past performance is no guarantee of future results. It is not possible to invest directly in an index.

Les données viennent, en partie, étayer cette trajectoire :

- la croissance bénéficiaire du secteur technologique américain a atteint **+31,4%**, contre +10,7 % pour l'ensemble du marché ;
- les **investissements cumulés** d'Amazon, Microsoft, Alphabet et Meta ont plus que doublé en deux ans et devraient dépasser **400 milliards de dollars en 2025**, un record historique ;
- la part du secteur technologique dans la capitalisation du S&P 500 atteint désormais **plus d'un tiers, voire près de 50%** selon certaines reclassifications, contre moins de 20% il y a dix ans.

Cette concentration est toutefois à **double tranchant**

D'un côté, elle reflète la domination incontestée des champions américains de la technologie et la profondeur de leur avantage compétitif - infrastructures, données, écosystèmes logiciels - difficile à répliquer.

De l'autre, elle traduit un engouement qui frôle parfois la **spéculation** : les multiples de valorisation du secteur, autour de **30x les bénéfices attendus**, sont devenus particulièrement exigeants et laissent peu de marges de sécurité.

Technology share of S&P 500 %



Note: Technology = Info Tech + Google; Amazon; Meta & Tesla.
Source: Factset. Data as of November 3, 2025.

• L'Europe : la forge du tangible



Peter Paul Rubens (1577–1640), Vulcain forgeant la foudre de Jupiter, vers 1636, huile sur toile. Musée du Louvre, Paris.

Sur le Vieux Continent, la configuration **est sensiblement différente**.

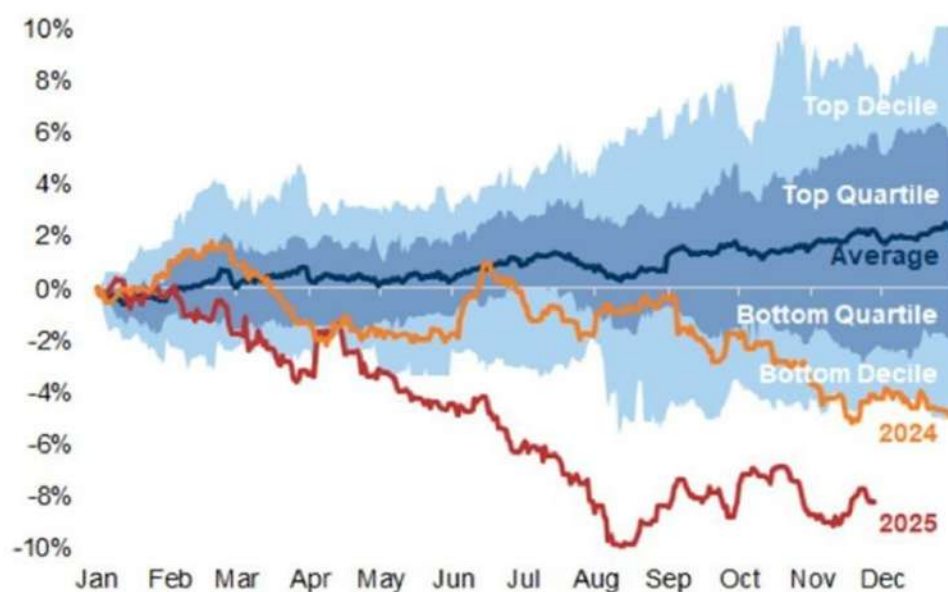
Là aussi, la performance a été très polarisée - fait plus inhabituel en Europe - mais elle s'est appuyée sur des secteurs davantage ancrés dans la réalité économique et géopolitique.

Le **Stoxx Europe 600** a progressé d'environ +17% sur l'année, une performance remarquable tant par son ampleur que par son origine, marquée par de fortes divergences sectorielles:

- Les **banques** (+67 %) ont bénéficié de taux réels positifs, et de bilans renforcés.
- Les valeurs de **défense** (+52 % en moyenne) ont profité de la montée en puissance des budgets militaires européens.
- Les **services aux collectivités publiques** ont progressé de près de +40%.
- Les acteurs des **métaux** se sont envolés à l'image des industriels du cuivre (+97%) et de l'acier (+70%).

Alors que nous anticipions une progression essentiellement portée par la croissance bénéficiaire, le rebond s'est en réalité largement appuyé sur une expansion des multiples de valorisation. Le style Value (+29%) a poursuivi son rattrapage sur la Croissance (+8%), effaçant en l'espace de dix-huit mois, plus de cinq années de sous-performance cumulée. Une analyse sectorielle plus fine révèle des divergences extrêmes : si la défense et les banques expliquent une part substantielle de la hausse de l'indice, l'univers 'Qualité' affiche une sous-performance inédite au regard des statistiques historiques.

Calendarised relative performance of MSCI Quality vs. Europe (since 1990)



Source: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

Si les valorisations demeurent globalement contenues en Europe - le Stoxx 600 se traite autour de 15x les bénéfices attendus – l'année 2025 a surtout consacré un rééquilibrage profond entre les styles. Les écarts de performance devraient désormais provenir davantage de la dynamique bénéficiaire, appelant à une sélectivité accrue.

• La convergence des trajectoires :

Des deux côtés de l'Atlantique, les moteurs de la hausse ont donc été très différents, mais leur résultat étonnamment similaire : une concentration extrême des performances.

Aux États-Unis, une poignée de valeurs technologiques a capté l'essentiel de la progression du S&P 500. En Europe, quelques thèmes dominants – défense et financières – ont masqué la relative inertie, voire la contreperformance, d'une large partie du marché, en particulier des valeurs dites de 'Qualité'.

La hausse reste ainsi peu diffuse, traduisant une participation étroite et une concentration persistante de la performance sur quelques segments, signe de marchés encore dominés par les flux thématiques et les anticipations, plutôt que par une diffusion plus homogène des fondamentaux.

Cette dynamique interroge sur la pérennité du mouvement actuel. **Elle amorce surtout – notamment aux États-Unis – une transition vers une phase où les investisseurs ne pourront plus se contenter d'anticiper le progrès, mais devront en financer l'infrastructure.**

Ce glissement marque le passage d'un marché porté par la promesse à un marché confronté à sa matérialisation, où la question du coût et du rendement du capital redevient centrale.





Charles-Paul Landon (1760–1826), *Dédale et Icare*, vers 1800, huile sur toile.

I(A) comme Icare ?

« Si nous finissons par mal dépenser quelques centaines de milliards de dollars, je pense que ce sera très malheureux, évidemment. Mais ce que je dirais, c'est que je pense en fait que le risque est plus élevé de l'autre côté. »

Mark Zuckerberg, PDG de Meta

« Je suis prêt à faire faillite plutôt que de perdre cette course. »

Larry Page, co-fondateur de Google

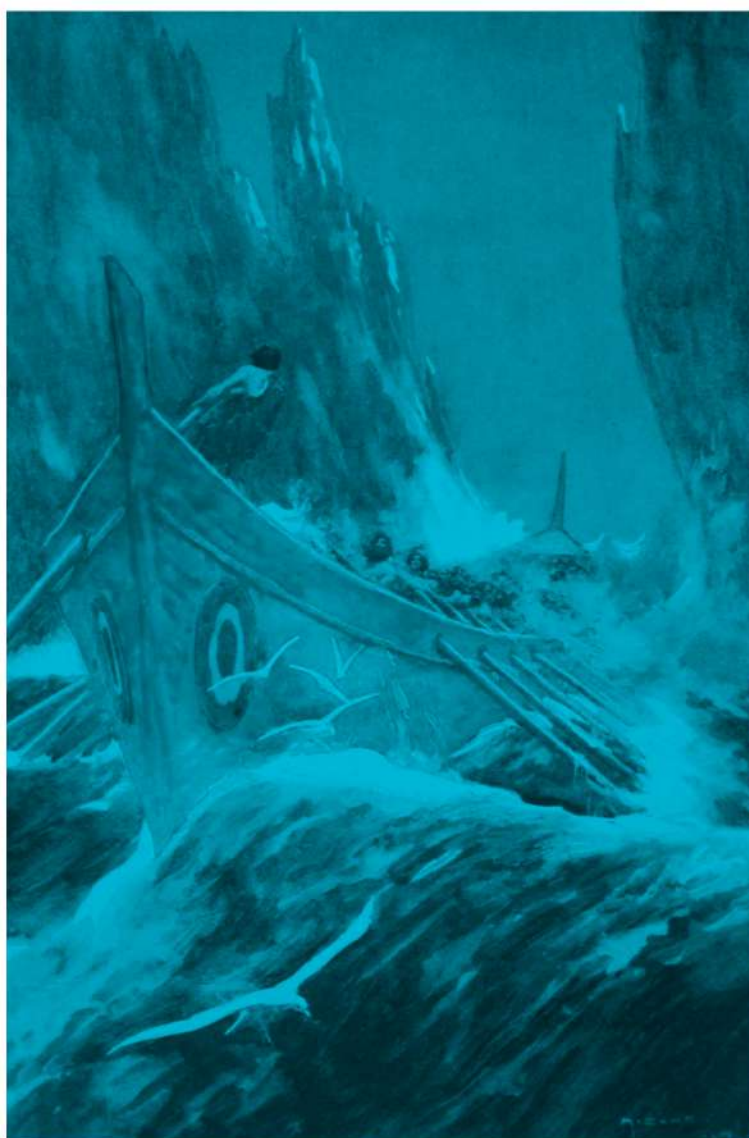
« Le risque de sous-investir est, pour nous, nettement plus important que celui de sur-investir. »

Sundar Pichai, CEO de Alphabet Inc.



Dans un environnement où l'intelligence artificielle s'impose comme le catalyseur technologique de la décennie, la question n'est plus de savoir si elle transformera l'économie mondiale, mais à quel rythme, à quel coût et surtout, au bénéfice de quels acteurs. Les hyperscalers, GAFAM en tête, se sont engagés dans une course à l'investissement d'une ampleur inédite, visant à s'approprier les fondations d'une infrastructure cognitive globale.

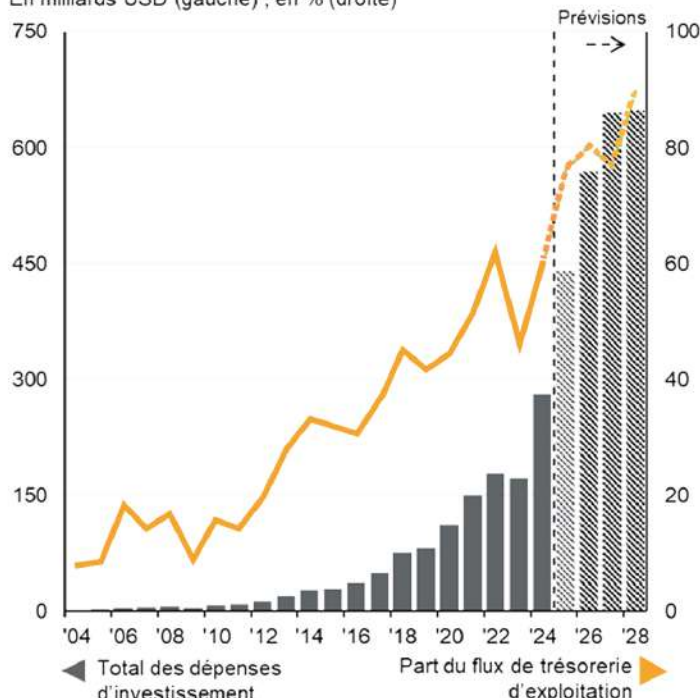
• La traversée d'un cycle d'investissement :



Arthur C. Michael (XIX^e siècle), *Jason et les Argonautes*, fin du XIX^e siècle, huile sur toile.

Dépenses d'investissement des cinq principaux hyperscalers de l'IA aux États-Unis

En milliards USD (gauche) ; en % (droite)



Les montants engagés donnent le vertige.

Selon McKinsey, les investissements cumulés dans les centres de données dédiés à l'IA pourraient atteindre plus de 5 000 milliards de dollars d'ici cinq ans, alors même que les revenus générés par les applications demeurent, à ce stade, modestes au regard de ces dépenses.

A titre d'illustration, les revenus attendus de ChatGPT sont estimés autour de 12 milliards de dollars en 2025.

À écouter les dirigeants du secteur, l'IA représente un enjeu existentiel.

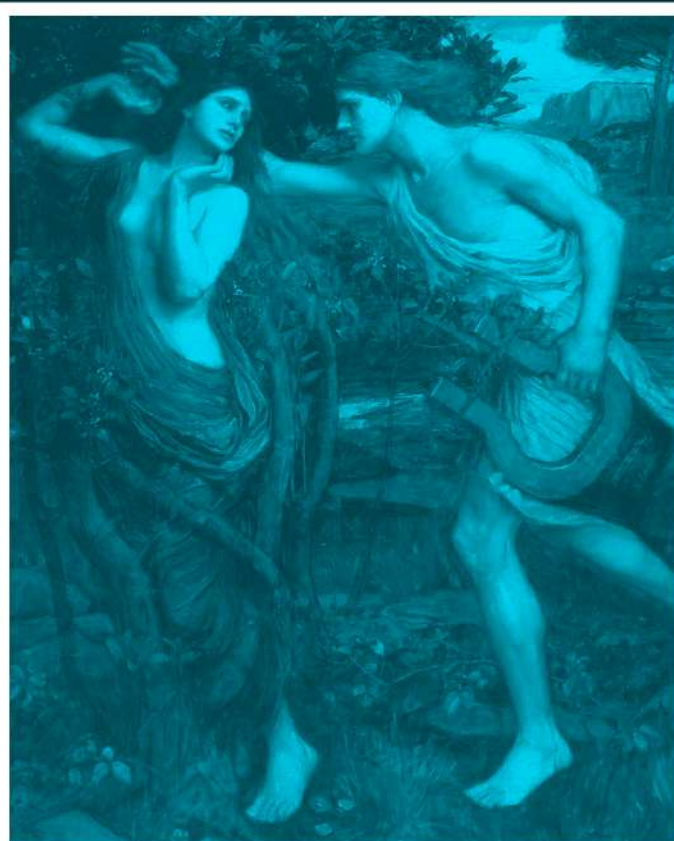
Cette conviction alimente une accélération continue des investissements qui s'apparente de plus en plus à un dilemme du prisonnier : si un équilibre collectif consisterait à modérer les dépenses afin de préserver les rendements du capital, chaque acteur, craignant de perdre une position stratégique décisive, est incité à investir toujours davantage. Cette logique favorise un surinvestissement généralisé, au risque d'une destruction de valeur à long terme.

Dilemme du prisonnier de l'IA

		Société B	
		Investit modérément	Investit agressivement
Société A	Investit modérément	Maintien du Statu quo oligopolistique	B domine le marché
	Investit agressivement	A domine le marché	Surinvestissement



• Les métamorphoses : de l'asset-light à l'asset-heavy



John William Waterhouse (1849–1917), Apollon poursuivant Daphné, 1908, huile sur toile.

Cette course transforme en profondeur le modèle économique des géants du numérique.

Longtemps valorisés pour leur agilité, leur scalabilité et leur faible intensité capitalistique, ils basculent progressivement vers un modèle d'infrastructure lourde. **Les ratios d'investissement rapportés au chiffre d'affaires dépassent désormais 25%**, des niveaux historiquement comparables à ceux des services aux collectivités.

À mesure que les besoins en capacité de calcul, en énergie et en refroidissement s'intensifient, les amortissements s'alourdissent, les rendements du capital tendent à se normaliser et les marges se contractent. Cette équation suppose en outre que les positions dominantes actuelles se maintiennent dans le temps. Or, dans un secteur caractérisé par une innovation permanente et une concurrence croissante, notamment des hyperscalers entre eux, rien ne garantit la pérennité de ces situations de quasi-monopole.

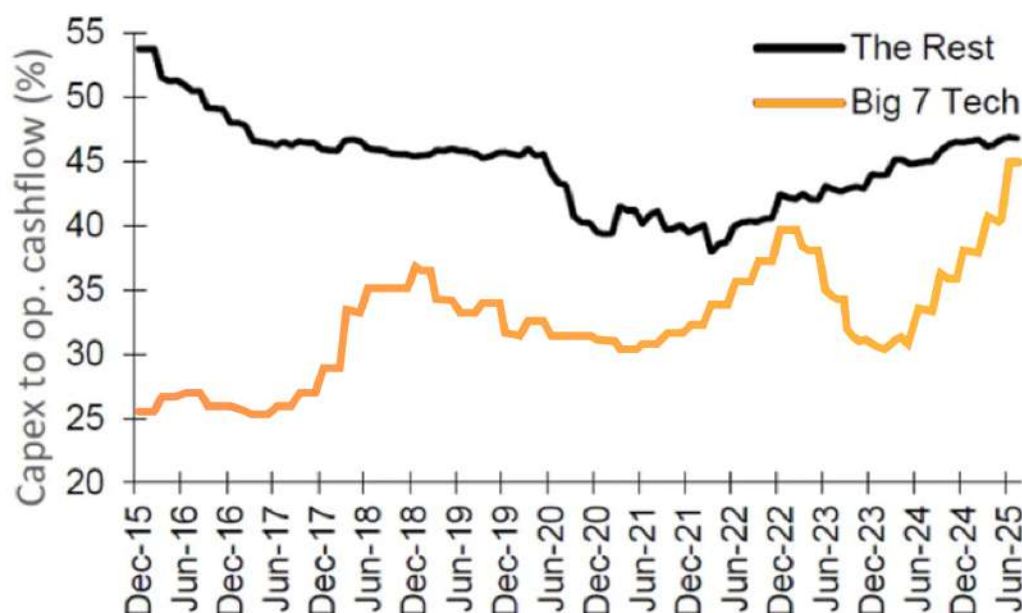
La position centrale de certains acteurs - Nvidia en tête - pourrait être remise en question par des stratégies d'intégration verticale ou par l'émergence de concurrents internationaux, notamment en Asie, renforçant l'incertitude sur la capacité de ces acteurs à préserver des rentes durables.

Dans ce nouveau paradigme, la question des multiples de valorisation ne peut plus être éludée, tant elle devient indissociable de la trajectoire future des rendements du capital.

L'histoire des grands cycles d'infrastructure invite à la prudence. Si ces investissements sont indispensables à l'émergence des usages futurs, ils ne garantissent pas pour autant des rendements attractifs pour les premiers financeurs. Les hyperscalers, hier symboles d'efficacité et d'économies d'échelle, pourraient ainsi voir leur rôle évoluer vers celui de « utilities du numérique » : essentielles au fonctionnement de l'économie, mais structurellement moins rentables, supportant l'essentiel du risque d'amortissement.



No longer 'capital light'? Capital expenditure of the Big 7 Tech companies* versus the rest (ex-financials, capex to cashflow)



• Effet de halo : quand le progrès se diffuse

Ce paradoxe est central.

Si la rentabilité directe des investissements massifs en IA reste incertaine pour les premiers entrants, les gains de productivité attendus devraient eux, se diffuser largement dans l'économie réelle. Les premières études empiriques font état d'améliorations d'efficacité significatives dans des fonctions clés — développement logiciel, centres d'appels, automatisation de processus — suggérant un potentiel de création de valeur bien au-delà du seul secteur technologique.

À terme, cette diffusion pourrait élargir la participation à la croissance bénéficiaire, atténuer la concentration extrême observée aujourd'hui sur les marchés et marquer le passage d'un cycle dominé par le récit du progrès à une phase où celui-ci s'inscrit pleinement dans la réalité économique.





Gustave Moreau (1826–1898), *Les Athéniens livrés au Minotaure*, 1855–1861, huile sur toile. Musée d'Orsay, Paris.



Le Dédale des indices.

Depuis le lancement de ChatGPT en novembre 2022, les valeurs directement exposées à l'intelligence artificielle expliquent près de 75% de la hausse du S&P 500, entraînant une concentration sans précédent des indices de marché.

Weight of 10 largest stocks in S&P 500



Cette configuration pose un dilemme central pour l'investisseur :

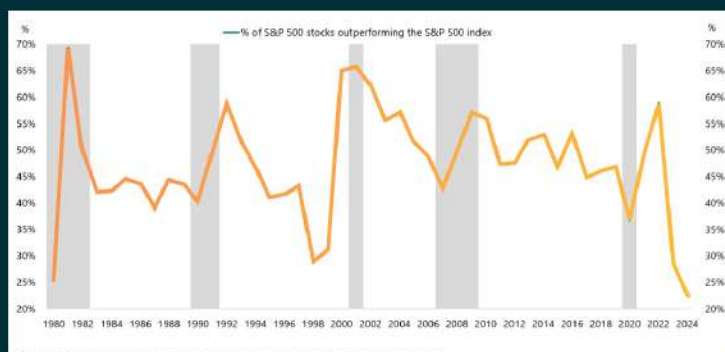
faut-il accepter une exposition croissante à un nombre restreint de valeurs technologiques, au risque d'une fragilité accrue en cas de déception des anticipations, ou privilégier une diversification plus large, quitte à s'écarter temporairement de la trajectoire des indices devenus fortement concentrés ?

• Concentration : sortir d'un espace de performance devenu trop étroit

L'une des conséquences directes de cette polarisation est la sous-performance marquée des gestions actives et des indices moins concentrés - à l'instar du S&P 500 équipondéré - par rapport à l'indice pondéré par la capitalisation.

Cette divergence s'accompagne d'un phénomène statistiquement atypique : depuis trois ans, seuls 25 % à 30 % des titres du S&P 500 surperforment l'indice, contre une moyenne de long terme proche de 50 %, reflet d'un marché plus équilibré où la création de valeur est mieux répartie.

De tels déséquilibres ont déjà été observés lors de phases de marché caractérisées par un fort engouement – voire une véritable mania - pour des thématiques dominantes. *L'expérience montre que ces périodes ont souvent précédé un retour à une diffusion plus large de la performance,* créant un environnement plus favorable à la sélection de titres et à la gestion active.



Past performance does not predict future returns.

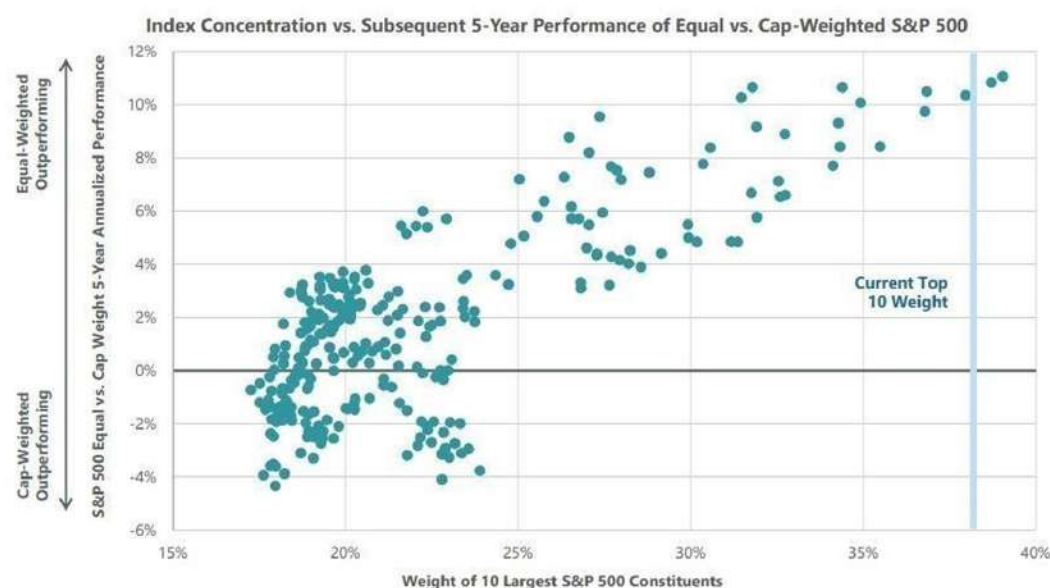
Source: eVestment, Richard Bernstein Advisors, IM Global Partner as of 30 June 2024.
Data in USD terms. Chart shows percentage of companies outperforming the S&P 500 and the percentage of active managers in the eVestment Large Cap US Equity Universe outperforming the index.



• Indices Capi-weighted vs Equal-weighted : Rebrousser chemin ?

Ces dernières années, la surperformance des indices pondérés par les capitalisations a été si marquée qu'elle est parfois présentée comme structurelle et durable, ces indices étant désormais présumés 'impossibles à battre'. **Une lecture historique plus longue invite toutefois à nuancer cette interprétation.**

Les phases de concentration extrême ont, à plusieurs reprises, constitué des points d'entrée favorables pour les stratégies équipondérées, lesquelles ont ensuite surperformé l'indice traditionnel sur les années suivantes.



Sur longue période, l'équipondération bénéficie en effet :

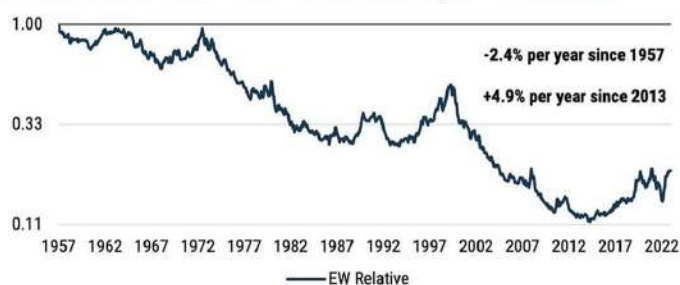
- d'une exposition plus équilibrée aux différentes capitalisations,
- d'une réduction progressive du poids des leaders devenus dominants,
- et d'une participation accrue des segments intermédiaires du marché, souvent riches en moteurs de croissance différenciés.

Si les premières phases de la révolution de l'IA ont largement bénéficié à ses concepteurs et fournisseurs d'infrastructures, les prochaines pourraient, comme lors des grandes révolutions industrielles passées, être marquées par une diffusion plus large de ses usages dans l'économie. **De nombreuses entreprises de taille intermédiaire investissent désormais activement dans l'intégration de l'IA**, qu'il s'agisse d'améliorer la productivité, d'optimiser les processus commerciaux ou d'accélérer la recherche et développement. **Cette évolution pourrait favoriser l'émergence de nouveaux gagnants**, parfois en dehors des segments les plus visibles du marché.

La théorie de la destruction créatrice, formulée par Joseph Schumpeter, rappelle que le leadership économique n'est jamais permanent. L'histoire boursière confirme que les positions dominantes tendent à s'éroder, souvent plus rapidement que ne l'anticipent les marchés.



EXHIBIT 2: S&P500 – TOP 10 VS. 490 EQUAL WEIGHTED



Data from 1957-2023 | Source: Compustat, Standard & Poors

Leadership Isn't Static

Microsoft is the only ever-present in the S&P 500's top 10 since 2000

	2025	2020	2015	2010	2005	2000
NVIDIA	8.1 Apple	6.7 Apple	3.6 Exxon Mobil	3.1 Exxon Mobil	3.3 General Electric	4.3
Microsoft	7.0 Microsoft	5.7 Microsoft	2.1 Apple	2.3 General Electric	3.2 Intel	3.6
Apple Inc.	6.3 Amazon.com	5.0 Exxon Mobil	1.8 Microsoft	1.9 Microsoft	2.4 Cisco Systems	3.4
Amazon.com	4.0 Meta Platforms	2.3 Johnson & Johnson	1.5 Procter & Gamble	1.8 Citigroup	2.1 Microsoft	2.9
Meta Platforms	3.0 Alphabet	1.7 Wells Fargo	1.5 General Electric	1.7 Pfizer	1.7 Exxon Mobil	2.2
Broadcom	2.6 Alphabet	1.6 General Electric	1.4 IBM	1.7 Johnson & Johnson	1.7 Pfizer	2.1
Alphabet	2.2 Berkshire Hathaway	1.4 Berkshire Hathaway	1.4 Johnson & Johnson	1.7 Bank of America	1.6 Citigroup	1.9
Alphabet	1.8 Johnson & Johnson	1.4 JPMorgan Chase	1.4 AT&T	1.6 Intel	1.4 Nortel Networks	1.9
Tesla	1.7 Procter & Gamble	1.2 Pfizer	1.2 Chevron	1.6 AIG	1.4 Oracle	1.8
Berkshire Hathaway	1.6 Visa	1.2 AT&T	1.1 JPMorgan Chase	1.5 Walmart	1.4 Walmart	1.7
JPMorgan Chase	1.5 Home Depot	1.1 Amazon.com	1.1 Bank of America	1.4 Altria Group	1.3 IBM	1.6

Source: Bloomberg

Note: Percentage weightings for August 15 of each year. Alphabet appears twice due to its listing structure.

Bloomberg Opinion

Dans ce contexte, l'attrait relatif du S&P 500 équi pondéré apparaît par ailleurs renforcé par des écarts de valorisation significatifs en sa faveur par rapport à l'indice pondéré par les capitalisations.

This Is Still More About Hopes Than Results...

Earnings multiples started to diverge in a big way three years ago

🔸 S&P 500 Equal-Weight P/E 🔹 S&P 500 Cap-Weight P/E



Source: Bloomberg

Bloomberg Opinion





Angelica Kauffmann (1741–1807), *Ariane remet le fil à Thésée*, vers 1783, huile sur toile.

• Discipline et diversification comme fils d'Ariane

L'histoire des marchés suggère que les phases de concentration extrême des indices constituent rarement un état d'équilibre durable. À mesure que la croissance et l'innovation se diffusent, que les écarts de valorisation se recomposent et que les rendements du capital se normalisent, un environnement plus favorable à la diversification et à la sélection tend à émerger.

Dans ce contexte, nous continuons de privilégier des portefeuilles équilibrés en termes de styles et de capitalisations, tant aux États-Unis — où la concentration actuelle appelle à la prudence — qu'en Europe, où les écarts de valorisation entre styles se sont largement normalisés.

Nous abordons ainsi la période à venir avec la conviction que la discipline fondamentale, la diversification et la gestion active constitueront des leviers essentiels de création de valeur pour les portefeuilles actions, un environnement dont les stratégies Venn Collective Alpha devraient pleinement bénéficier.

Nous vous remercions de votre confiance et restons à votre disposition pour approfondir ensemble ces perspectives.

Nous vous souhaitons une très belle année 2026 !

L'ÉQUIPE VENN

