



S E R E N I S

FAMILY CAPITAL

Monthly Markets Chronicles

August 2024

Garder le cap dans un océan agité

Alors que l'année 2024 poursuit son parcours tumultueux, il est clair que l'incertitude règne en maître sur les marchés financiers. Entre les divers événements géopolitiques et les surprises économiques, les investisseurs avertis savent que les prochains mois ne manqueront pas de secousses.

Le mois d'août a été un véritable concentré de cette dynamique, avec le Nikkei 225 en tête d'affiche, nous rappelant que les certitudes économiques sont souvent aussi éphémères qu'un vent d'été. Les marchés mondiaux semblent pris dans un tourbillon de volatilité, et il devient crucial de naviguer avec précaution.

Face à cette mer agitée, notre stratégie reste simple : vigilance et anticipation. Nous privilégions une analyse profonde et réfléchie, en identifiant les tendances de fond sans tenter de prédire l'imprévisible. Notre objectif ? Un positionnement robuste, capable de résister aux remous tout en captant les opportunités présentes.

Ce mois-ci, nous avons également réfléchi à l'impact à court et long terme des avancées technologiques majeures sur les marchés. En les comparant aux grandes révolutions passées, nous proposons une perspective équilibrée, qui transcende les simples cycles d'euphorie et de découragement.

Notre mission reste inchangée : fournir une analyse claire et solide, fondement essentiel de la prise de décision dans un monde en constante mutation. Plus que jamais, il s'agit d'anticiper plutôt que de réagir, de comprendre plutôt que de suivre, pour offrir un cap stable au milieu de la complexité.

Bonne lecture, et que les vents vous soient favorables.



Commentaires du mois d'août

La première semaine du mois fût pour le moins agitée. En effet, le lundi 5 août l'indice japonais Nikkei 225 clôture en baisse de -12.86%, la pire performance journalière depuis 1987. Dans son sillage, les bourses américaines dégringolent d'environ -8% cumulés après trois séances de bourses, les cryptos perdent 15% en 24 heures. La raison la plus fréquemment invoquée mentionne des clôtures d'opérations de carry trade entre le yen et le dollar suite à l'annonce de la hausse des taux directeurs par la BoJ. Cependant, d'autres facteurs ont clairement contribué à une accélération des ventes menant à une panique disproportionnée. Cela a mené à un pic de volatilité jamais vu auparavant, même en temps de crise, nous y reviendrons plus tard. Malgré cet événement aussi inattendu que violent par son amplitude, les investisseurs, ou tout au moins une partie d'entre eux, en ont profité pour racheter le marché dans son creux.

Indices Actions	Valeur	Mois	2024
S&P 500 (USA)	5 648	2.3%	18.4%
Nasdaq 100 (USA)	19 575	1.1%	16.3%
Euro Stoxx 50 (Europe)	4 958	1.7%	9.7%
SMI (Suisse)	12 437	1.0%	11.7%
Nikkei 225 (Japon)	38 648	-1.2%	15.5%
CSI 300 (China)	3 321	-3.5%	-3.2%
Devises	Valeur	Mois	2024
EUR/USD	1.105	2.1%	0.1%
USD/CHF	0.850	-3.2%	1.0%
EUR/CHF	0.939	-1.2%	1.1%
GBP/USD	1.313	2.1%	3.1%
USD/JPY	146.170	-2.5%	3.6%
Indices Obligataires		Mois	2024
Gouvernement USA		1.3%	2.6%
US Corporate IG		1.6%	3.5%
US Corporate HY		1.6%	6.3%
Gouvernement UE		0.3%	0.8%
UE Corporate IG		0.4%	1.2%
UE Corporate HY		1.2%	5.3%
Autres classes d'Actifs	Valeur	Mois	2024
Or	2 503	2.3%	21.3%
Pétrole	79	-2.4%	2.3%
Bitcoin	59 045	-8.5%	40.8%
Taux / Indicateurs	Valeur	Δ Mois	Δ 2024
Taux USA 10 ans	3.90%	-0.13%	0.02%
Taux Allemagne 10 ans	2.30%	0.00%	0.28%
Chômage US	4.3%	0.2%	0.6%
Indice de volatilité (VIX)	15.0	-1.4	2.6

Dès lors, le reste du mois a connu une baisse aussi rapide de la volatilité et une série record de sessions positives au Etats-Unis (neuf des dix dernières sessions dans le vert).

La grande majorité des indices affichent donc une performance positive en août, à l'exception du Japon et de la Chine (à nouveau). Le Bitcoin non plus n'a pas récupéré ses niveaux initiaux affichant une performance proche de -10%. Cependant, le grand perdant du mois est sans aucun doute le dollar. En effet, il perd du terrain contre toutes les devises principales, spécialement contre le franc suisse qui joue toujours plus un rôle de valeur refuge. Cette dépréciation se justifie par la quasi-certitude des marchés d'une prochaine baisse des taux aux Etats-Unis, les analystes prévoyant maintenant une baisse de 50 points.

De plus, la révision du nombre total de création d'emploi aux États-Unis au cours des 12 derniers mois questionne sérieusement la qualité des publications macroéconomique. En effet, le nombre total a été revu à la baisse de -818'000 postes, suggérant fortement que l'économie américaine ne va pas « si bien » que cela et donc, selon certain, que le spectre d'une prochaine récession est de plus en plus probable.



Notre positionnement actuel

Les événements du mois d'août nous conforte dans notre position plus conservatrice décidée déjà en juillet et bien que les marchés terminent positivement le mois, nous considérons qu'il existe actuellement une certaine fragilité et une nervosité grandissante dans les marchés actions. Historiquement, le mois de septembre est, en moyenne, le pire mois de l'année et, pour être plus précis, le seul mois négatif de la dernière décennie. Nous pensons que le marché américain est en fin de cycle et privilégions le scénario du « soft landing » de l'économie. Cependant, les chiffres de l'emploi et de la consommation ne sont somme toute pas si encourageants que cela. Nous sous-pondérons donc notre exposition aux actions américaines.

La situation en Europe est également source d'inquiétude mais pour des raisons différentes. En effet, l'instabilité politique est toujours source d'inquiétude pour les marchés. L'incapacité à former un gouvernement en France, le résultat des élections régionales en Allemagne, la débâcle au Royaume-Uni sont autant de facteur appelant à la retenue.

Du côté des marchés émergents, nous maintenons une position neutre avec un bémol. En effet, le poids de la Chine dans les indices émergents est un point à tenir compte. De nombreuses incertitudes quant à la santé de l'économie chinoise (et celle de son secrétaire général) sont autant de points négatifs qui nous font fuir ce marché. A contrario, nous pensons que la plupart des autres marchés émergents tireront leur épingle du jeu face à une dépréciation du dollar et des flux de capitaux qui devraient augmenter vers ces marchés en provenance des prises de bénéfice des marchés américains et/ou japonais en particulier.

Nous favorisons donc la partie obligataire avec un surpondération dans les classes « investment grade » et « sovereign debt », qui devraient encore bénéficier de revalorisations positives lors des prochaines baisses de taux. Nous favorisons une duration un peu plus longue et préférons rechercher de la qualité plutôt que du risque. Du côté « high yield », notre position est actuellement neutre. Le potentiel de rendements, associé aux risques inhérents à cette classe d'actif, n'est plus si attractif avec des spreads bien plus serrés.

Nous avons également longuement étudié le cas du Japon suite aux événements du début du mois, mais également suite à de nombreuses publications sur ce qui a amené à cette situation extrême. Les actions japonaises en yen étant une de nos idées d'investissement stratégique, nous nous devons de suivre au plus près les tenants et aboutissants lié à ce thème. Effectivement, au cours des dernières années, emprunter en yen « gratuitement » ou à un taux proche de zéro, pour ensuite investir en dollars (c'est-à-dire principalement en actions américaines) a été un jeu très lucratif pour de nombreux investisseurs. Maintenant que la BoJ semble changer de politique monétaire et que dès lors les emprunts coûtent aux débiteurs, et qu'au même moment les rendements américains baissent, les débiteurs s'empressent de rembourser leurs dettes. Est-ce une raison pour décider de nous retirer des investissements en actions japonaises en yen ? De notre point de vue, non. Ou plutôt, pas encore. En effet, nous y voyons toujours un potentiel intéressant et bien que les événements



du début du mois aient surpris beaucoup d'investisseurs, le marché japonais reste à niveau de valorisation les moins cher du marché et le yen cote toujours à des niveaux historiquement bas.

De la même façon, notre investissement stratégique dans l'Uranium a été longuement débattu car il affiche cette année, une performance négative importante. Unaniment, le comité d'investissement maintient sa position. Il est peut-être encore plus intéressant maintenant qu'au début de l'année. Fondamentalement, l'histoire derrière cette thématique reste tout à fait valide, et bien plus encore. Les récentes publications de Kazatomprom, indiquant une baisse de production prévue pour 2025, impliquant qu'ils ne pourront pas fournir leur carnet de commande, est un des nombreux facteurs favorisant cette thématique. Nous pouvons également parler de la décision du Conseil fédéral suisse d'annuler l'interdiction de construction de nouvelle centrale nucléaire ou encore l'inauguration en France d'une toute nouvelle centrale de Flamanville (initialement prévue en 2012), autant de facteur allant dans une prévision d'augmentation de la demande de ce métal.

Concernant l'Or, nous maintenons également cette thématique car, malgré une performance depuis le début de l'année de 20%, il est probable qu'il soit entré dans un nouveau super-cycle, tout au moins du point de vue technique. Mais pas seulement. En effet, les réserves stratégiques de nombreux pays sont relevées de façon très importante et son rôle de refuge pour de nombreux institutionnels est marqué. L'objectif de \$3'000.- est maintenant évoqué par de nombreux analystes et ne semble pas si irrationnel que cela.

Portefeuille « Core »

	% SAA		%TAA
Cash	5%	=	5.0%
Obligations	45%	↗	47.5%
Investment Grade	20%	↗	22.5%
Sovereign Debt	15%	↗	17.5%
High Yield	10%	=	10.0%
Actions	50%	✓	45.0%
US markets	30%	✓	27.5%
European markets	15%	✓	12.5%
Emerging markets	5%	=	5.0%

« Strategic focus » investments

Thèmes	%	Depuis
Or	5.0%	29.12.2023
Uranium	2.5%	29.12.2023
Actions JAP en Yen	2.5%	29.02.2024
Défense	2.5%	30.04.2024

Balanced USD Portfolio



Thinking forward: L'Euphorie technologique et leçons du passé

Dans les années 1840, l'Angleterre est emportée par une véritable frénésie autour des chemins de fer. Des projets comme celui de The Eastern Counties Railway, visant à relier Londres à l'Est du pays, captivent les investisseurs, alléchés par la promesse de richesses illimitées. Ce phénomène spéculatif entraîne une bulle qui éclate en 1847, laissant derrière elle des espoirs brisés et des fortunes anéanties. Cette période enseigne une leçon précieuse : l'euphorie technologique, aussi prometteuse qu'elle puisse paraître, peut rapidement se transformer en désillusion économique. Un siècle plus tard, l'histoire se répète avec la radio. Radio Corporation of America (RCA), le leader du marché, devient le symbole d'une nouvelle ère de communication, suscitant un engouement qui propulse son action à des sommets inédits. Mais la Grande Dépression met un terme brutal à cet élan, provoquant un effondrement de 95 % de la valeur de RCA. Cet épisode met une fois de plus en lumière les dangers d'un enthousiasme excessif et mal géré. À la fin des années 1990, l'essor d'Internet déclenche une nouvelle vague spéculative, incarnée par des entreprises comme Webvan. Promettant de révolutionner le commerce de détail grâce à des systèmes logistiques avancés, Webvan attire massivement les investisseurs. Toutefois, en moins de deux ans, l'entreprise fait faillite, brûlant plus d'un milliard de dollars et laissant un réseau d'entrepôts inutilisés. Cet échec rappelle que même les idées les plus visionnaires ne peuvent réussir sans un modèle économique solide et une compréhension claire du marché.

L'Intelligence Artificielle (IA) est aujourd'hui au centre de toutes les attentions, avec des promesses ambitieuses qui suscitent un enthousiasme sans précédent : révolutionner le secteur de la santé, proposer des solutions novatrices pour lutter contre le changement climatique, et automatiser des pans entiers de l'économie. Ces promesses dessinent un avenir où l'IA pourrait transformer radicalement notre quotidien. Cependant, derrière cet engouement généralisé se cachent des aspects cruciaux qui sont souvent négligés ou sous-estimés. L'histoire, riche en leçons, nous a montré à maintes reprises que l'euphorie technologique peut s'avérer trompeuse, voire dangereuse, lorsque les attentes dépassent la réalité. Il est donc essentiel de se pencher sur les défis et les réalités que l'IA devra affronter pour concrétiser ces promesses.

Un premier aspect à considérer concerne les limites imminentes des données, une question souvent éludée dans les discussions autour de l'IA. Les modèles actuels d'IA se montrent extrêmement gourmands en données, exploitant l'incroyable volume d'informations aujourd'hui disponible : des textes, des images, des vidéos, et une myriade de comportements en ligne. Ces données ont alimenté les progrès rapides et impressionnants de l'IA ces dernières années. Mais que se passera-t-il lorsque chaque livre aura été numérisé, chaque tweet analysé, et chaque image explorée ? Ce flot continu de données pourrait se tarir, et avec lui, la cadence à laquelle nous avons vu l'IA évoluer. Les progrès rapides auxquels nous nous sommes habitués pourraient non seulement ralentir mais aussi stagner, confrontant les entreprises à un mur inattendu. Dans ce scénario, les modèles d'IA risquent de tourner en rond, recyclant des variations de ce qu'ils ont déjà appris, sans réelle innovation ni capacité à générer de nouvelles connaissances.



Un autre aspect crucial, souvent ignoré dans l'enthousiasme général, est la consommation énergétique massive que nécessite l'IA. L'entraînement d'un modèle de langage avancé, par exemple, peut consommer autant d'énergie qu'une petite ville en l'espace d'un mois. À une époque où les coûts énergétiques sont en constante augmentation et où les réseaux électriques sont de plus en plus sollicités, cette boulimie énergétique devient de plus en plus difficile à justifier, tant sur le plan économique qu'écologique. Cette consommation exponentielle d'énergie soulève une question essentielle : dans un monde confronté à un manque de plus en plus présent d'énergie (à un prix raisonnable), peut-on réellement justifier la course effrénée à la puissance de calcul qui semble devenir la norme dans le développement de l'IA ? Les centres de données, qui soutiennent l'IA et ses applications, risquent de devenir les nouvelles usines polluantes du XXI^e siècle, absorbant des ressources précieuses et rejetant de la chaleur en quantités considérables. Cette perspective met en lumière un paradoxe : l'IA, censée aider à résoudre certains des plus grands défis de notre temps, pourrait également contribuer à aggraver certains d'entre eux si ces questions ne sont pas prises en compte de manière proactive.

Enfin, malgré les investissements massifs qui affluent vers le domaine de l'IA, les avancées concrètes et révolutionnaires se font de plus en plus rares. Nous assistons aujourd'hui à une période de rendements décroissants, où chaque amélioration, aussi marginale soit-elle, nécessite des ressources exponentiellement plus importantes. Les premières années de l'IA ont été marquées par des percées spectaculaires qui ont capté l'attention du monde entier, mais les progrès actuels semblent souvent plus cosmétiques que véritablement fondamentaux. Par exemple, dans le domaine de la reconnaissance d'images, les premiers modèles ont réalisé des progrès remarquables, passant de la confusion totale à une précision impressionnante en seulement quelques années. Mais aujourd'hui, les améliorations se mesurent en fractions de pourcentage, nécessitant des investissements considérables pour des gains de plus en plus minimes. Cela soulève une question pressante : cette approche est-elle durable, ou sommes-nous en train de nous heurter aux limites fondamentales des méthodes actuelles de l'IA ? En continuant sur cette voie, risquons-nous de nous trouver face à un plafond de verre technologique, où les ressources et les efforts déployés n'apportent plus les résultats escomptés ?

Néanmoins, il serait trop simple de céder au cynisme. La véritable question n'est pas de savoir si une bulle IA éclatera, mais de se demander qui seront les véritables innovateurs qui émergeront de ses décombres. C'est souvent dans les ruines des manies passées que se forment les géants de demain. Google a été fondé en 1998, juste avant l'éclatement de la bulle Internet. Facebook est né en 2004, bien après que la poussière soit retombée. Ces entreprises ont su tirer les leçons des excès passés pour construire des modèles économiques viables et durables.

Les véritables pionniers de l'IA de demain ne seront pas ceux qui promettent des miracles, mais ceux qui s'attaquent aux problèmes fondamentaux. Comment concevoir des systèmes d'IA capables d'apprendre avec moins de données ? Comment réduire drastiquement la consommation énergétique des modèles actuels ? Comment dépasser les limites de l'apprentissage profond pour atteindre une compréhension véritable du monde ?

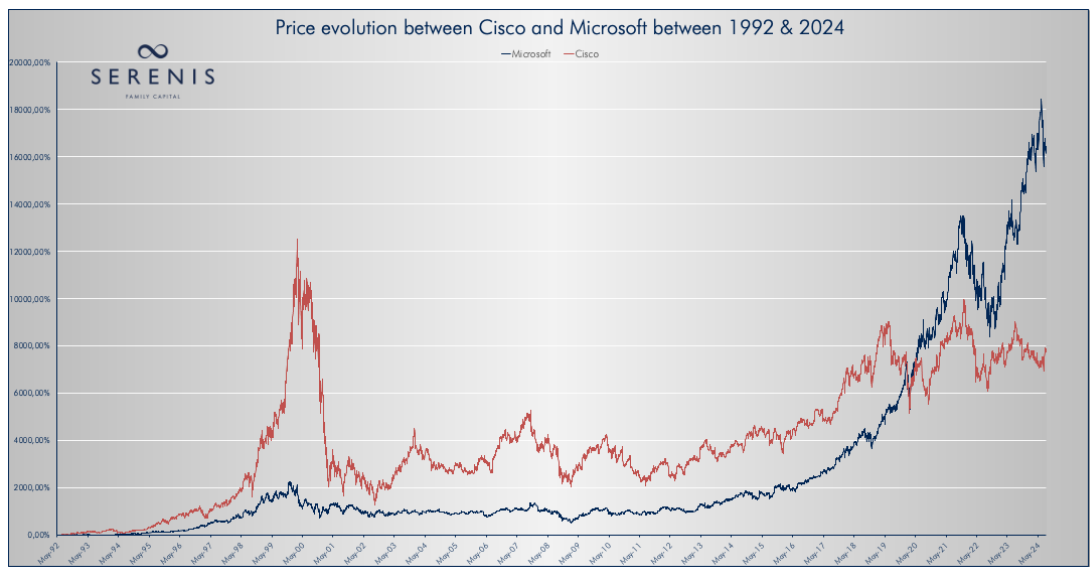
L'innovation authentique est rarement spectaculaire. Elle ne se mesure ni en communiqués de presse ni en tweets viraux. Elle naît de la persévérance des entrepreneurs qui refusent



d'ignorer les problèmes fondamentaux et cherchent des solutions là où d'autres ne voient que des obstacles. Elle est le fruit de la patience des chercheurs qui explorent des pistes alternatives, loin des projecteurs et des modes éphémères.

Dans cette nouvelle ère de l'IA, il est essentiel de rester lucide. Ne nous laissons pas emporter par l'enthousiasme collectif. Recherchons les entreprises qui créent une véritable valeur ajoutée, plutôt que celles qui excellent en marketing. Et surtout, gardons à l'esprit que les vraies révolutions se produisent souvent loin des feux de la rampe, quand tout le monde regarde ailleurs. L'IA transformera sans doute notre monde, mais cette transformation ne sera ni facile ni linéaire. Elle exigera de surmonter des obstacles fondamentaux en termes de données, d'énergie et d'économie. Les véritables gagnants de cette révolution seront ceux qui auront le courage de s'attaquer à ces défis de front, plutôt que de les ignorer au profit de promesses irréalistes.

Alors que nous entrons dans cette nouvelle ère, souvenons-nous des leçons du passé. L'euphorie technologique est séduisante, mais c'est dans la sobriété de l'analyse critique et dans l'audace de l'innovation véritable que se forge l'avenir. Ne nous laissons pas aveugler par des promesses démesurées, et concentrons-nous sur la construction d'une IA qui serve véritablement l'humanité, dans toute sa complexité et sa diversité. C'est là que réside le véritable défi – et la véritable promesse – de l'ère de l'Intelligence Artificielle.



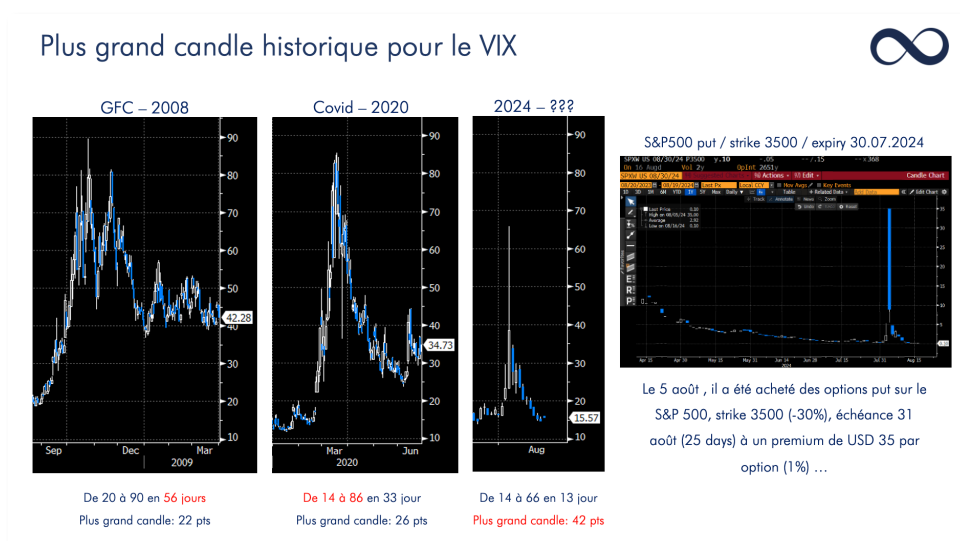
Food for thoughts

Extrême volatilité

Le 5 août dernier, lors de la panique des marchés suite à la forte chute des bourses japonaises, nous avons vécu un événement hors du commun dont peu de gens ont parlé ou même remarqué. L'indice de volatilité (VIX) a atteint des niveaux record, pour atteindre 66, en quelques heures, avant de retomber aussi vite. Voici un exemple concret : des investisseurs ont acheté des options put sur le S&P500 à un prix d'exécution de \$3'500, soit -30% par rapport au prix du marché, à une échéance de 25 jours, à un prix de \$35.- (1%). En d'autres termes, avec ces transactions, des investisseurs se sont protégés, en payant le prix fort, en pariant sur une explosion des marchés durant le mois. D'autre part, bien entendu, cette anomalie de marché a également créé des opportunités incroyables d'investissement, pour ceux qui ont été extrêmement rapide et opportuniste, en vendant ces mêmes options ou en profitant pour créer des stratégies sur l'indice. En effet, le VIX a côté la grande majorité de l'année en dessous de 15 (actuellement à 20.50), et historiquement sa moyenne se situe juste au-dessous de 20.

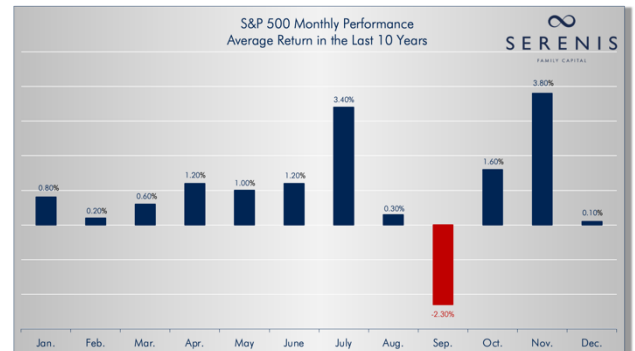
Cela nous questionne sur les raisons de ce phénomène. Était-ce une simple anomalie de marché exacerbée par les ventes automatiques des algorithmes bien trop présents dans le système financier actuel ou existe-t-il d'autres raisons plus rationnelles ? Une manipulation de marché, un acteur qui doit se défaire d'une très grosse position ou qui est en appel de marge ? L'histoire répondra peut-être à ses questions qui restent, à ce jour, que partiellement expliquées.

A titre de comparaison, le VIX est passé de 20 à 90 en 56 jours lors de la crise financière de 2008, ou encore de 14 à 88 en 33 jours durant la crise du Covid en 2020. De plus, la plus grosse hausse journalière n'a été que de 22 points en 2008 et 26 points en 2020. Dès lors, le saut de 42 points du VIX le 5 août dernier apparaît réellement comme un événement tout à fait extraordinaire tant par son amplitude que par sa courte durée.

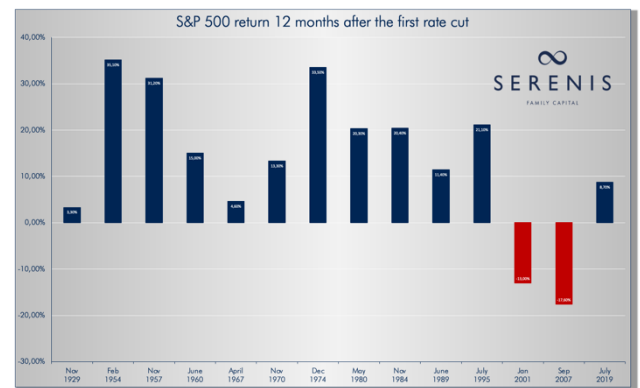


Trois graphiques :

L'effet de saisonnalité est bien connu et souvent utilisé par les analystes. Bien que la valeur de ces informations soit toute relative, il est intéressant de constater que, sur la période de 2013 à 2023, la moyenne de rendement par mois du S&P500 a toujours été positive sauf pour le mois de septembre, avec en moyenne une performance négative de -2.30%.



Tout le monde en parle et tout le monde l'attend, la première baisse de taux aux Etats-Unis. Le consensus s'accorde très largement pour qu'elle intervienne en septembre. Voici la performance du S&P500 12 mois après la 1^{ère} coupe des taux depuis 1929. Il est intéressant de constater que seul en 2001 et en 2007, les performances sont négatives. Toutes les autres observations donnent une performance positive. Cependant, les performances des premiers mois suivants la 1^{ère} baisse sont très souvent négatives.



L'évolution des actions Disney a été particulièrement mauvaise depuis son pic au mois de mars de cette année. Le conte de fée tourne au film d'horreur pour les investisseurs. Symbole iconique de la marque de Mickey, le château des fameux parcs d'attractions représente quasi parfaitement l'évolution du cours de titre depuis le mois d'août 2023. La réalité dépasse parfois la fiction.



A nighttime photograph of a city waterfront, likely Geneva. A large fountain sprays water into the air, illuminated by blue lights. The water reflects the city lights and the fountain. On the left, there are modern and classical buildings, some with lit windows. A curved promenade with a railing runs along the water. The sky is a deep blue.

*“Markets can only be
understood backwards,
but they must be invested
thinking forwards”*

Serenis Family Capital
Esplanade de Pont-Rouge 1
1212 Grand-Lancy
+41 22 704 0840
info@serenis.ch
www.serenis.ch