



S E R E N I S

FAMILY CAPITAL

Monthly Markets Chronicles

Mai 2025



1995 - 2025

Three decades of trust, expertise, and serenity.

La sérénité comme stratégie : investir dans la tourmente géopolitique

La géopolitique a cessé d'être une variable externe pour devenir la matrice même de toute décision d'investissement. Cette mutation fondamentale transforme les portefeuilles en cartes stratégiques où chaque position reflète un pari sur l'architecture future du pouvoir mondial. Les flux de capitaux ne suivent plus seulement la logique des rendements mais dessinent les contours d'un monde qui se réorganise autour de nouvelles lignes de fracture.

L'ère où les multinationales pouvaient arbitrer librement entre efficacité économique et implantation géographique touche à sa fin. Les entreprises découvrent que leurs chaînes de valeur ultra-optimisées constituent désormais des vulnérabilités existentielles dans un contexte où la notion même de neutralité commerciale devient obsolète. Cette prise de conscience brutale redéfinit les paramètres de la performance : la résilience supplante l'efficacité, la souveraineté prime sur la rentabilité.

Ce mois, nous examinons d'abord les performances divergentes entre marchés américains et européens, symptômes de tensions géopolitiques croissantes. Notre analyse du positionnement actuel révèle comment la prudence et la diversification stratégique de long terme répondent à cette nouvelle donne.

L'étude du cas Apple illustrera ensuite l'impossibilité de maintenir une position neutre entre Washington et Pékin quand les logiques impériales s'affrontent. Dans ce contexte, la sérénité reste notre valeur cardinale : elle ne relève ni du déni ni de l'optimisme forcé, mais d'une lucidité qui accepte la complexité sans céder à la paralysie. C'est cette sérénité active qui permet de prendre des décisions réfléchies quand l'incertitude devient la seule certitude.



Commentaires du mois de mai

Le mois de mai a marqué un net retournement sur les marchés, porté par l'ouverture de pourparlers entre les États-Unis et la Chine, assortie d'une suspension temporaire de certaines hausses tarifaires. Ce geste a suffi à détendre l'atmosphère, même si l'épisode tarifaire, qui s'étire depuis plusieurs mois, continue d'alimenter l'incertitude tant les revirements restent fréquents.

Dans ce contexte plus apaisé, les marchés actions ont rebondi avec force. Le S&P 500 progresse de +6.2 % et le Nasdaq de +9.0 %, leur meilleure performance mensuelle depuis novembre 2023, portés par le retour en grâce des valeurs technologiques et des signaux macroéconomiques plus favorables, à commencer par le rebond de +12.3 points de l'indice de confiance des consommateurs, à 98, après cinq mois de baisse.

Indices Actions	Valeur	Mois	2025
S&P 500 (USA)	5 912	6.2%	0.5%
Nasdaq 100 (USA)	21 341	9.0%	1.6%
Euro Stoxx 50 (Europe)	5 367	4.0%	9.6%
SMI (Suisse)	12 227	0.9%	5.4%
Nikkei 225 (Japon)	37 965	5.3%	-4.8%
CSI 300 (China)	3 840	1.8%	-2.4%
Devises	Valeur	Mois	2025
EUR/USD	1.135	0.2%	9.6%
USD/CHF	0.822	-0.4%	-9.4%
EUR/CHF	0.933	-0.3%	-0.7%
GBP/USD	1.346	1.0%	7.5%
USD/JPY	144.020	0.7%	-8.4%
Indices Obligataires		Mois	2025
Gouvernement USA		-1.0%	2.5%
US Corporate IG		-0.0%	2.3%
US Corporate HY		1.7%	2.7%
Gouvernement UE		0.0%	0.6%
UE Corporate IG		0.6%	1.3%
UE Corporate HY		1.5%	2.1%
Autres classes d'Actifs	Valeur	Mois	2025
Or	3 289	0.0%	25.3%
Pétrole	64	1.2%	-14.4%
Bitcoin	104 598	10.6%	11.6%
Taux / Indicateurs	Valeur	Δ Mois	Δ 2025
Taux USA 10 ans	4.40	0.24%	-0.17%
Taux Allemagne 10 ans	2.50	0.06%	0.13%
Chômage US	4.2%	0.0%	0.0%
Indice de volatilité (VIX)	18.6	-6.1	1.2

En Europe, la tendance reste positive, mais plus contenue. L'EuroStoxx 50 progresse de +4.0 %, soutenu par la solidité des résultats industriels, même si la pression tarifaire de plus en plus ferme de Washington pèsent sur la visibilité. En Suisse, le SMI avance timidement de +0.9 %, lesté par ses géants défensifs, délaissés au profit des valeurs plus cycliques.

De son côté, le dollar poursuit sa baisse face aux principales devises, avec un recul marqué en deuxième partie de mois. La dégradation de la note souveraine américaine par Moody's a amplifié le mouvement, ravivant les doutes sur la soutenabilité du déficit budgétaire. En parallèle, le taux à 10 ans US remonte à 4.40 %, dans un contexte de demande plus faible sur les adjudications et de tensions persistantes autour du financement de l'État.

Sur un tout autre terrain, le Bitcoin progresse de +10.6 % sur le mois, poursuivant une dynamique enclenchée début avril. Il affiche désormais une performance de plus de 35% depuis ce point de reprise, ce qui lui permet de retrouver ses plus hauts historiques, abandonnés en janvier dernier.



Notre positionnement actuel

Les performances des principaux indices américains ce mois, aussi rapides que spectaculaires, contrastent avec celles des marchés européens qui marquent un peu le pas pour la première fois depuis le début de l'année. Il est difficile cependant d'afficher un optimisme aveugle et d'augmenter plus que de raison l'exposition aux marchés actions en assumant que ce rebond se convertisse de manière durable en un nouveau *bull market*. Techniquement, force est de constater que les résistances n'ont pas cédé et que le couloir haussier à long terme reste bien en place. Mais dans le contexte actuel, entre tensions géopolitiques et guerre commerciale ouverte, il serait présomptueux de ne pas garder une certaine humilité et la position de notre Comité d'Investissement reflète bien cette humilité qu'il faut savoir garder.

L'analyse de la situation économique globale actuelle est complexe et la direction que prendront les marchés semble intimement lié aux futurs accords qui seront (ou pas) signés entre les Etats-Unis et ces principaux partenaires, principalement la Chine et l'Union Européenne. De plus, les effets des futurs droits de douane, peu importe leurs niveaux, sur l'inflation reste incertains. Bien entendu, intuitivement, le prix des biens de consommation plus élevé induit une hausse de l'inflation. Or, la baisse du prix du pétrole, ainsi que la baisse des biens immobiliers, contrastent cette tendance inflationniste. Une baisse du prix de l'énergie signifie une baisse des coûts de production, caractéristique d'une tendance déflationniste. Dans cet environnement, toutes prévisions économiques tiennent plus d'un exercice d'équilibriste que de certitudes mathématiques.

Les décisions de notre Comité d'Investissement visent à transmettre un message cohérent et prudent. Dès lors, pour notre portefeuille « Core » nous procédons à un seul léger ajustement en remettant la poche High Yield en position neutre (en sous-pondération le mois dernier), en utilisant la moitié de la double surpondération en cash disponible. Dès lors, nous gardons une certaine prudence avec toujours une légère surpondération en cash et une vue neutre sur toutes les catégories obligataires. Concernant la partie risquée de notre portefeuille, nous maintenons une sous-pondération pour les marchés US de -2.5% pour des raisons de cohérence globale. En effet, et nous y reviendrons plus bas, notre recommandation stratégique de 2.5% dans les MidCap US Momentum place le curseur d'exposition totale dans les marchés actions américains en position neutre.

Du côté de nos investissements stratégiques, nous constatons fièrement de très belles performances mensuelles pour toutes nos recommandations. En effet, nos quatre thématiques identifiées et recommandées surperforment largement les marchés et sont d'importants générateurs d'alpha.

Premièrement, la thématique « Inflation Shield » démontre toute sa robustesse tant pour l'or que pour l'argent, avec une faible volatilité et corrélation avec les principaux indices. Ensuite, nos recommandations « Energy Abundance » ont connu un mois de mai très prospère avec un très fort rebond de l'uranium. Concernant l'écosystème du gaz naturel,



qui montre également une performance positive, l'ETF utilisé ayant été délisté, le Comité d'Investissement a décidé de le remplacer par un ETF sur le platine. Alors qu'il se négociait à un prix supérieur à celui de l'or avant 2014, son prix à l'once est aujourd'hui trois fois moins élevé que celui du métal jaune. Ce prix relativement bas entraîne une augmentation de la demande sur le marché de la joaillerie, notamment en Chine, où les consommateurs recherchent des alternatives à un prix de l'or élevé. La faible offre de platine, combinée à une forte augmentation potentielle de la demande, pourrait entraîner une hausse rapide des cours.

Concernant notre poche « strategic security », nous constatons une adoption de plus en plus généralisée dans le secteur ainsi que des flux d'investisseurs très importants. La forte demande gouvernementale, les confirmations d'augmentation des budgets militaires et les dernières publications de résultats sont autant de signes positifs qui soutiendront encore ces investissements dans les mois à venir. Les performances mensuelles sont robustes et les sous-jacents sélectionnés affichent une près de 50% de hausse depuis le début de l'année.

Enfin, une réflexion approfondie a eu lieu sur le thème « American Momentum » et la situation des Small & MidCaps US. Notre analyse nous indique que la politique et les décisions de la Maison Blanche favoriseront largement les petites et moyennes entreprises américaines. De plus, un assouplissement de la politique monétaire de la FED serait un argument additionnel stimulant tout le secteur.

A noter encore que de vives discussions ont eu lieu concernant le Bitcoin. Aucun consensus n'ayant émergé de nos échanges, la décision de ne pas inclure la cryptomonnaie dans notre portefeuille pour le moment a été prise. Force est de constater que l'adoption du Bitcoin au niveau institutionnel est maintenant actée et même ses plus grands détracteurs, à l'instar de JPMorgan, le considère comme une classe d'actif à part entière à prendre en considération dans la construction de portefeuille. Dès lors, il convient maintenant d'inclure cet actif dans les discussions avec les clients, de trouver d'éventuelles stratégies d'investissement et de s'éduquer sur son fonctionnement, ses risques et son potentiel. Il pourrait, à terme, être inclus dans notre thématique « Inflation Shield ».

Portefeuille « Core »

	% SAA		%TAA
Cash	5%	↗	7.5%
Obligations	45%	=	45.0%
Investment Grade	20%	=	20.0%
Sovereign Debt	15%	=	15.0%
High Yield	10%	=	10.0%
Actions	50%	↗	47.5%
US markets	30%	↗	27.5%
European markets	15%	=	15.0%
Emerging markets	5%	=	5.0%

« Strategic focus » investments

Thèmes	%	Depuis
Inflation shield		
- Or	5.0%	29.12.2023
- Argent	0.5%	28.02.2025
- Platine	0.5%	28.05.2025
Abondance énergétique		
- Uranium	2.0%	29.12.2023
Défense	2.5%	30.04.2024
MidCap US Momentum	2.5%	30.11.2024

Balanced USD Portfolio



Thinking forward:

« Si vous vous retrouvez entre deux tabourets, vous tomberez par terre »

William Camden, « Britannia », 1586

Le 31 mai 1929, à Dearborn (Michigan), Henry Ford signe un accord audacieux avec l'Union soviétique : transmettre plans, machines et méthodes de production pour bâtir une usine à Gorki, d'où naîtra le camion GAZ AA, réplique du Ford AA américain. Produit en série dès 1932, le GAZ AA devient rapidement vital pour l'effort de guerre soviétique. Pendant le siège de Leningrad (1941-1944), ces camions assurent l'acheminement de vivres et de médicaments, évacuent les civils sous les tirs ennemis et par des températures atteignant -40°C. Leur robustesse devient légendaire : capables de fonctionner au kérosène, au pétrole non raffiné, ils roulent même avec des courroies de cuir improvisées en remplacement de pièces défectueuses.

Ce transfert technologique, initialement perçu comme une simple opportunité commerciale pour Ford, révélera sa portée stratégique bien plus tard. Washington comprendra trop tard l'ambiguïté de cette coopération : utile avant 1945 pour soutenir l'allié soviétique contre l'Allemagne nazie, elle devient après-guerre une vulnérabilité majeure. L'URSS dispose désormais d'une infrastructure logistique et d'une capacité de production militaire directement issues du savoir-faire américain – un héritage industriel qui façonnera durablement les rapports de force de la Guerre froide.

Près d'un siècle plus tard, l'histoire semble se répéter avec une ampleur et une sophistication décuplée : les transferts technologiques massifs vers la Chine révèlent aujourd'hui des vulnérabilités stratégiques que l'Occident n'avait pas anticipées.

Apple, l'entreprise qui a longtemps été la plus valorisée au monde, se trouve aujourd'hui confrontée à un dilemme stratégique existentiel, cristallisant les tensions géopolitiques croissantes entre la Chine et les États-Unis, les contraintes d'une chaîne d'approvisionnement ultraconcentrée et une pression politique américaine en augmentation constante. Les récentes déclarations publiques de Donald Trump, lors d'un sommet à Doha, exhortant Tim Cook à rapatrier la production d'iPhones sur le sol américain, suivies d'une menace de tarifs douaniers de 25 %, illustrent parfaitement l'intensification du climat politique actuel. Derrière la familiarité apparente des propos - « Tim, tu es mon ami » - se dessine un avertissement lourd de conséquences. La patience politique à Washington semble s'éroder rapidement, réduisant drastiquement la marge de manœuvre d'Apple.

Depuis près de deux décennies, Apple entretient une interdépendance profonde avec la Chine, faisant de ce pays non seulement son principal centre manufacturier, mais aussi un pilier indispensable de son développement technologique. Grâce à un écosystème extraordinairement optimisé de fournisseurs locaux, une main-d'œuvre disciplinée, mobile et abondante, ainsi qu'une efficacité logistique sans égale, la Chine est devenue le cœur



battant de l'industrie électronique mondiale. Cette stratégie a permis à Apple d'atteindre une rentabilité exceptionnelle : malgré seulement 20 % de parts du marché mondial des smartphones, elle capte plus de 80 % des bénéfices du secteur.

Cependant, ce modèle autrefois loué pour son audace et son efficacité est désormais remis en question par une nouvelle réalité géopolitique. Il apparaît de plus en plus évident qu'Apple n'a pas simplement profité passivement de cette dynamique au bénéfice de ses clients et de ses actionnaires. En adoptant cette stratégie et en la poussant toujours plus loin, Apple a activement participé à l'émergence industrielle chinoise, investissant massivement dans la création même des capacités technologiques du pays. Depuis 2008, environ 28 millions de travailleurs chinois ont été formés grâce aux investissements directs et indirects d'Apple, accompagnés par des investissements annuels culminant à près de 55 milliards de dollars à leur sommet. Cette transmission de savoir-faire et ces investissements massifs, souvent dirigés vers des technologies de pointe, ont indéniablement contribué à l'impressionnant essor technologique de la Chine ces dernières années.

Cet essor industriel chinois, largement alimenté par les transferts massifs de savoir-faire réalisés par Apple et d'autres multinationales occidentales, suscite désormais une inquiétude profonde à Washington. Ce partenariat initialement perçu comme bénéfique révèle aujourd'hui une stratégie clairement délibérée : Pékin n'a pas simplement bénéficié passivement des investissements étrangers, mais les a intentionnellement orchestrés pour renforcer son autonomie technologique et industrielle. Cette stratégie minutieuse s'inscrit explicitement dans le cadre du plan ambitieux « Made in China 2025 » initié par Xi Jinping, visant directement l'autosuffisance technologique du pays. Les ingénieurs américains envoyés à Shenzhen pour superviser et former les sous-traitants locaux ont involontairement accéléré l'émergence de concurrents directs d'Apple, tels que Huawei, Luxshare ou BYD. Ces fournisseurs chinois représentent désormais une menace directe pour la suprématie technologique américaine.

L'arrivée au pouvoir de Xi Jinping a marqué un véritable tournant dans la relation entre Pékin et Cupertino, symbolisé notamment par la lettre d'excuses rédigée en mandarin par Tim Cook suite à une campagne médiatique orchestrée par Pékin en 2013. Face à ce contexte, Apple ne peut plus se contenter de simples investissements économiques et doit impérativement trouver une voie pour négocier sa survie politique en Chine. Les années suivantes verront Apple annoncer un plan colossal de 275 milliards de dollars sur cinq ans, principalement destiné à renforcer davantage l'écosystème industriel chinois. Ces chiffres spectaculaires provoquent toutefois un profond malaise à Washington, car ces sommes dépassent largement celles allouées au CHIPS Act américain, censé réindustrialiser les États-Unis. Pour l'administration actuelle et son slogan emblématique « America First », voter des lois industrielles ambitieuses alors que les champions nationaux investissent davantage chez le principal rival géopolitique est devenu totalement inacceptable.

Cette contradiction éclaire nettement la rhétorique agressive de Donald Trump. Le président américain exprime sans détour sa frustration face à l'ambiguïté stratégique d'Apple. Il rejette catégoriquement l'idée que l'Inde puisse constituer une alternative crédible à la dépendance



chinoise, considérant cette démarche comme un subterfuge habile destiné à contourner l'exigence américaine de réindustrialisation. En effet, bien que l'Inde soit régulièrement mise en avant par Apple comme un symbole de diversification stratégique, la réalité de cette transition reste essentiellement cosmétique. L'Inde ne réalise aujourd'hui que l'assemblage final (« Final Assembly, Test and Pack » ou FATP) des iPhones, tandis que les composants critiques restent profondément ancrés en Chine. Cette présence en Inde permet principalement à Apple de soigner son image, d'éviter certaines taxes douanières américaines et de simuler un découplage stratégique vis-à-vis de la Chine. Cette stratégie de communication soigneusement orchestrée donne ainsi l'impression trompeuse d'une autonomie accrue et d'une diversification réelle, alors que la dépendance structurelle à la Chine demeure quasiment inchangée.

Cette situation stratégique complexe révèle la véritable difficulté à laquelle Tim Cook fait face et place Apple dans une position particulièrement vulnérable, bien plus que ses homologues américains du Big Tech—Google, Meta, Amazon ou Microsoft—dont les chaînes de valeur essentiellement numériques offrent une résilience bien supérieure aux crises géopolitiques. Les risques politiques pour Apple sont réels et immédiats. Une enquête antitrust approfondie, l'imposition de tarifs douaniers élevés, une pression réglementaire accrue sur la gestion des données ou même un boycott organisé pourraient rapidement fragiliser l'entreprise. De son côté, la Chine dispose de leviers de pression redoutablement efficaces : coupures d'électricité ciblées, inspections douanières renforcées ou ralentissements logistiques orchestrés.

Le cas Apple révèle avec une clarté saisissante comment les logiques d'optimisation économique, poussées à leur paroxysme, peuvent engendrer des vulnérabilités stratégiques majeures. Le trilemme auquel l'entreprise fait face défie toute solution évidente : satisfaire Washington implique inévitablement d'aliéner Pékin, préserver les relations chinoises signifie ouvertement défier l'Amérique, et toute option compromet fondamentalement la rentabilité exceptionnelle qui a fait d'Apple l'entreprise la plus valorisée au monde.

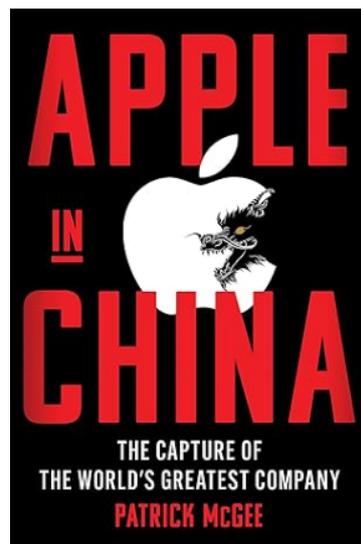
La prise de conscience américaine, d'abord diffuse et hésitante, puis soudainement cristallisée en urgence nationale, transforme radicalement l'équation stratégique. Ce qui était toléré, voire encouragé, comme une simple délocalisation bénéfique aux consommateurs est maintenant perçu comme une menace existentielle à la souveraineté technologique américaine. Les pressions politiques, loin de s'atténuer, ne feront que s'intensifier dans les années à venir, rendant le confortable statu quo définitivement intenable.

Paradoxalement, les réserves financières colossales d'Apple—fruit de cette stratégie aujourd'hui contestée—lui offrent encore le luxe du temps et des moyens pour « think different ». L'entreprise qui a révolutionné des industries entières pourrait une fois de plus démontrer sa capacité à transformer les contraintes en opportunités. Mais la résolution de cette crise historique définira les contours du capitalisme du XXIe siècle bien au-delà de Cupertino. Soit les entreprises globales parviendront à inventer de nouveaux modèles conciliant efficacité économique et résilience géopolitique, soit elles seront inexorablement



contraintes de choisir leur camp dans un monde refragmenté en blocs rivaux. L'avertissement de William Camden, placé en exergue, prend une résonance prophétique : dans un ordre international irrémédiablement polarisé, l'équilibrisme n'est plus une stratégie viable mais une dangereuse illusion. L'époque où les considérations commerciales pouvaient superbement ignorer les réalités géopolitiques touche à sa fin.

Cette analyse s'enrichit des éclairages de *Apple in China: The Capture of the World's Greatest Company* (2025) de Patrick McGee, ouvrage de référence qui a profondément nourri notre réflexion par la richesse de ses données et l'acuité de son analyse géopolitique. Cette lecture s'avère indispensable pour appréhender les enjeux industriels et stratégiques qui structurent les relations sino-américaines contemporaines.



En complément, la vidéo documentaire *Soviet Ford Factory in Gorky, Russia. How America Helped to Build Socialism* illustre de manière saisissante l'ampleur des transferts industriels et technologiques de cette époque, offrant un parallèle historique éclairant avec les dynamiques contemporaines analysées.



Food for thoughts

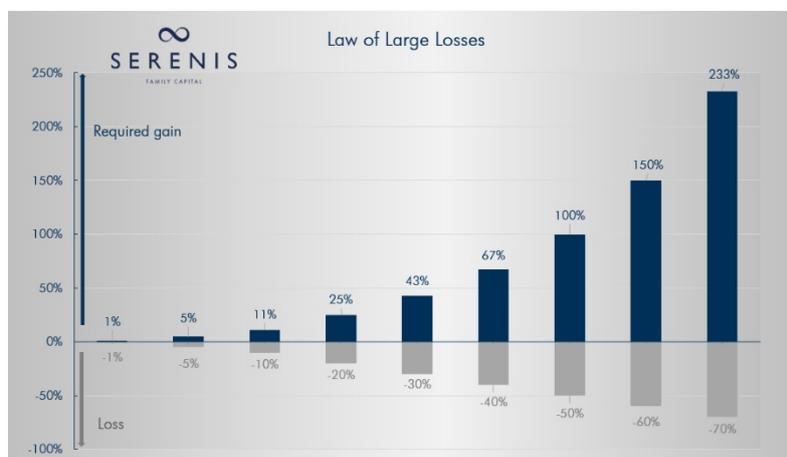
La « loi des grosses pertes » - un peu de mathématiques

La « *law of large losses* » met en lumière une asymétrie trop souvent négligée : plus la baisse d'un actif est grande, plus le rebond nécessaire pour effacer cette cicatrice et retrouver le niveau initial devient disproportionné. Imaginons un actif valant 100. S'il cède 20%, ce qui n'est pas si inhabituel que cela, il ne vaut plus que 80. Revenir à 100 nécessitera alors non pas 20 % mais 25 % de hausse, car le pourcentage futur s'applique à une base désormais réduite.

Le graphique ci-dessous illustre cette logique : une perte de 10% impose déjà un gain d'environ 11%, à -30% il faut près de 43%, à -50% on bascule dans le vertige d'un doublement de valeur, et à -70 % le portefeuille devrait s'apprécier de plus de 233 % pour simplement revenir au point de départ.

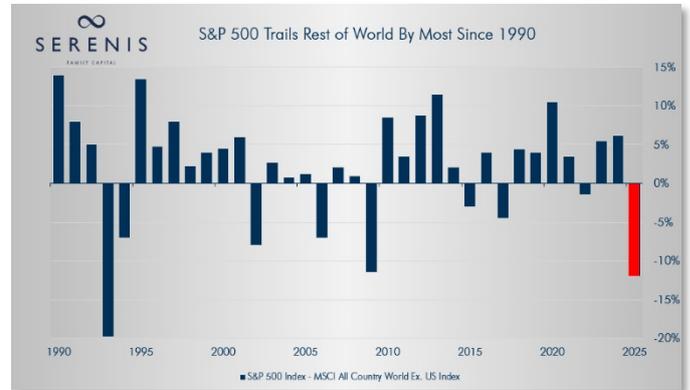
Ce phénomène provient d'un effet de dénominateur : après une chute, les pourcentages gagnés se calculent sur un capital plus petit, alors que les pourcentages perdus s'étaient appliqués sur un capital plus grand. La progression requise s'amplifie donc de manière non linéaire. Conséquence directe : la protection du capital doit primer sur la recherche d'un rendement spectaculaire. Mieux vaut encaisser des replis modestes et fréquents que d'affronter une seule débâcle massive ; la première situation se rattrape avec un effort raisonnable, la seconde peut immobiliser un investisseur pendant des années, voire ruiner sa stratégie patrimoniale.

Ainsi, la loi des grosses pertes rappelle pourquoi la diversification, la gestion active des risques et une discipline de désengagement – qu'il s'agisse de stop-loss, de rééquilibrages réguliers ou de simples règles de prudence – ne sont pas des détails techniques mais le cœur même d'une approche durable. Préserver le capital, c'est acheter du temps ; or, sur les marchés financiers, le temps est l'allié le plus précieux de la performance.

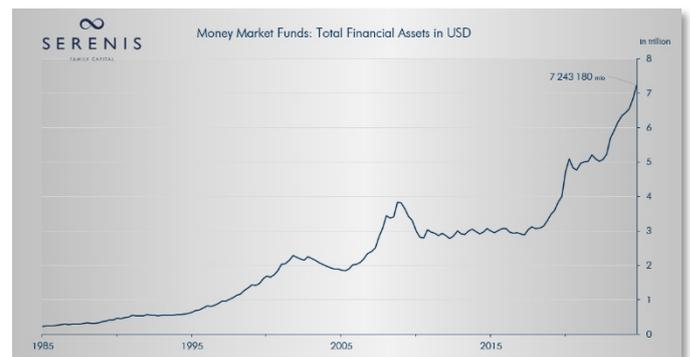


Trois graphiques :

Le début d'année est marqué par des performances divergentes entre les États-Unis et le reste du monde. En effet, le S&P500 enregistre le plus gros différentiel négatif contre le MSCI World ex US depuis 1993 en atteignant -12 points de pourcentage. Depuis 1990, seules 8 années ont connu un tel scénario. En d'autres termes, le S&P500 a surperformé le reste du monde dans plus de 75% ces 35 dernières années.



Cette année marque un record pour les investissements dans le marché monétaire. Le montant total des investissements en money market fund atteint actuellement la somme mirobolante de 7.24 trillions de dollar. Le niveau des taux US favorise une telle exposition. Imaginons maintenant qu'une fraction de ses investissements soient investis dans les marchés actions...



Les montagnes russes pour un titre américain ! L'action Tesla a connu une hausse de plus de 33% depuis le retour aux affaires d'Elon Musk jusqu'au 29 mai. Depuis, le titre a perdu plus de 22%, avec un point d'orgue à -14% le 05.06 lors d'une bataille de tweets entre les leaders charismatiques que son Trump et Musk. Ce jour-là, Tesla a perdu 150mia \$ de market-cap et Musk a vu sa fortune baisser de plus de 34mia en 24 heures.





“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