



S E R E N I S

FAMILY CAPITAL

Monthly Markets Chronicle

Décembre 2025



1995 - 2025

Three decades of trust, expertise, and serenity.

Le crépuscule de la fluidité, l'aube de la rareté

2025 impose avec clarté une réalité que les marchés avaient trop longtemps différée : le réel a repris le pas sur l'abstrait. Cette bascule s'est traduite par une hiérarchie des performances sans ambiguïté. Les métaux précieux ont dominé, portés notamment par l'argent (+147 %), tandis que la défense européenne s'est affirmée comme l'un des rares vecteurs structurels de performance (+75 %). À l'inverse, les valeurs de la consommation se sont inscrites en net retrait, signal d'un régime où la contrainte de coûts, l'énergie et la souveraineté pèsent davantage que la simple continuité de la demande.

Dans cet environnement de transition, notre comité d'investissement privilégie une prudence assumée sur les actifs risqués, en conservant un niveau de liquidités destiné à capter des opportunités tactiques lors des phases de dislocation. L'allocation aux stratégies satellites demeure proche de son plafond de 25 %, reflétant une volonté affirmée de diversification et de recherche de moteurs de performance moins dépendants des grands indices.

Notre Thinking Forward se concentre sur le risque central de la période : la tentation, pour les économies contemporaines, de restaurer un ordre monétaire et financier dont les conditions de cohérence ont disparu. La monnaie se repolitise et redevient un instrument de puissance. Les contraintes énergétiques ralentissent le déploiement à grande échelle des technologies les plus prometteuses. Les blocs géopolitiques, enfin, s'organisent autour de chaînes critiques et de capacités industrielles, dans un contexte de goulets d'étranglement stratégiques désormais récurrents.

Depuis près de trois ans, nous anticipons cette inflexion, qui se lit comme l'entrée dans une ère de Rareté Stratégique. La rupture du ratio S&P 500 / or vis à vis de ses repères de long terme en offre une lecture particulièrement éclairante : l'érosion progressive de la prime de confiance historiquement accordée aux actifs immatériels et aux promesses de croissance désincarnée.

L'ère de la fluidité et de l'abondance relative touche à sa limite. S'ouvre celle de la matérialité souveraine, une phase où la création d'alpha reposera davantage sur les métaux critiques, les infrastructures vitales et les leviers du hard power que sur l'exposition passive aux grands indices. Reconnaître ce changement de régime, et s'y adapter, devient à la fois une vertu de gestion et une condition de robustesse. Cela permet d'avancer avec sérénité, d'arbitrer sans précipitation et de rester aligné avec le réel.

Bonne lecture, et recevez tous nos vœux pour cette nouvelle année.



L'année 2025 en chiffres

2025 a été une année particulièrement favorable pour les patrimoines, soutenue par des performances positives sur la majorité des classes d'actifs. La dissipation rapide des incertitudes liées aux tarifs douaniers du printemps, combinée à l'accélération de la thématique de l'intelligence artificielle, a contribué à un environnement de marché porteur. Dans ce contexte, le S&P 500 a enchaîné sept mois consécutifs de hausse à partir de mai, affichant une performance annuelle de +16 %, tout en étant surclassé par l'Europe (Euro Stoxx 50 : +18 %) et surtout par les marchés émergents (+30 %).

Les métaux précieux se sont imposés comme les grands gagnants de l'année, bénéficiant d'un environnement géopolitique tendu, de la dépréciation du dollar américain (-10 %) et des inquiétudes croissantes autour de la soutenabilité des dettes publiques. L'argent (+147 %) et le platine (+127 %) enregistrent des performances exceptionnelles, suivis de l'or (+60 %). Les semi-conducteurs (+85 %), les banques européennes (+80 %) et le secteur de la défense en Europe (+75 %) figurent également parmi les meilleures performances de l'année.

À l'inverse, la dispersion des performances est restée marquée. Le pétrole (WTI) recule de -25 %, illustrant l'hétérogénéité du segment des matières premières. Les secteurs défensifs américains, notamment les Consumer Staples US, stagnent (-1 %), tandis que certaines grandes capitalisations européennes ont fortement corrigé, en particulier Pernod Ricard (-33 %) et Novo Nordisk (-49 %). Enfin, le Bitcoin, malgré un pic autour de 120 000 USD en cours d'année, affiche une performance finale plus contrastée.

Top 5 – Performances 2025	
Actifs / Secteur	Perf
Argent	+ 147%
Platine	+127%
Semi - Conducteurs	+85%
Banques Européennes	+80%
Défense Européenne	+75%

Bottom 5 – Performances 2025	
Actifs / Secteur	Perf
Novo Nordisk	- 49%
Pernod Ricard	-33%
Pétrole (WTI)	-25%
USD	-10%
Bitcoin	-6%



Notre positionnement actuel

Le mois de décembre a été marqué par le retour des statistiques économiques américaines, après le plus long « shutdown » gouvernemental de l'histoire récente. Les investisseurs se sont alors focalisés sur le marché du travail pour recalibrer leurs anticipations de politique monétaire. Les données publiées ont été contrastées : octobre fait apparaître une destruction nette de plus de 100 000 emplois, tandis que novembre enregistre un rebond de 64 000 créations. En y regardant de plus près, l'essentiel de l'ajustement provient du secteur public, avec environ 172 000 postes fédéraux supprimés. Le diagnostic reste néanmoins le même : le marché de l'emploi se détend, mais ne se désagrège pas. Cette dynamique est cohérente avec la remontée progressive du taux de chômage à 4,6%, bien au-dessus du point bas de 3,4% atteint en avril 2023.

Dans ce contexte, la Fed a procédé en décembre à une dernière baisse de taux pour 2025, tout en signalant qu'elle ne souhaitait pas accélérer davantage l'assouplissement monétaire. Les anticipations implicites de marché font désormais ressortir deux baisses supplémentaires en 2026, mais sur un rythme mesuré. L'année s'est achevée sur la seconde estimation du PIB américain du troisième trimestre, qui confirme un net regain d'activité : la croissance ressort à 4,3%, portée par une consommation des ménages robuste, en hausse de 3,5%. Loin de s'essouffler, le consommateur américain absorbe pour l'instant le choc tarifaire, ce qui constitue un signal encourageant pour 2026. Parallèlement, l'inflation poursuit sa normalisation autour de 2,6%, ce qui place l'économie dans un scénario de type « Goldilocks » : croissance positive sans surchauffe et inflation en décélération, réduisant le risque de récession à court terme.

Cet environnement macro-économique reste favorable aux actifs risqués. Les grandes places boursières mondiales ont ainsi affiché des performances à deux chiffres sur l'ensemble de 2025, même si elles n'ont pas bénéficié d'un véritable « Santa Claus rally » en décembre. Le S&P 500 termine ainsi le mois quasi stable, en léger repli de 0,05%, tandis que les indices européens progressent d'environ 2%. Sur le compartiment obligataire, la fin d'année a été plus délicate : la remontée des taux longs a pesé sur les cours et entraîné un modeste repli des principaux indices.

Face à ce contexte, le comité d'investissement a choisi de conserver une exposition globalement neutre aux actifs risqués, conscient que des valorisations élevées augmentent mécaniquement le risque de prises de profits. Le positionnement obligataire reste inchangé : le segment high yield demeure sous-pondéré, les spreads se situant à des niveaux historiquement comprimés alors même que les premiers signes de tension apparaissent sur la dette privée non cotée. Une poche de liquidités est maintenue, afin de pouvoir intervenir rapidement en cas de corrections et de profiter de points d'entrée plus attractifs.

Les stratégies satellites ont, pour leur part, clôturé l'année sur une note très favorable. Les métaux précieux se distinguent une nouvelle fois : l'argent progresse de 25%, le platine de 22% et l'or de 2%, tandis que l'uranium physique s'apprécie de 7% dans le sillage du regain d'intérêt pour le nucléaire. Le thème de la défense affiche également une bonne tenue, avec une performance moyenne d'environ 5%.



À l'inverse, le Bitcoin a de nouveau joué les trouble-fête, en recul de 4% sur le mois, mais le comité a, après débat, décidé de maintenir cette exposition marginale

De nouveaux thèmes ont été proposés pour enrichir le périmètre satellite, en particulier la robotique et la value japonaise, qui pourraient bénéficier de la normalisation progressive des taux d'intérêt au Japon. Le comité se prononcera le mois prochain sur leur éventuelle inclusion. Nous bouclons ainsi 2025 avec une poche satellite proche de son plafond de 25%, reflet d'une volonté affirmée de diversification face à un monde en recomposition rapide. En 2026, la gestion du risque devra rester à la hauteur de la volatilité potentielle des développements géopolitiques.

Portefeuille « Core »

	% SAA		%TAA
Cash	5%	↗	7.5%
Obligations	45%	✓	42.5%
Investment Grade	20%	=	20.0%
Sovereign Debt	15%	=	15.0%
High Yield	10%	✓	7.5%
Actions	50%	=	50%
US markets	30%	=	30%
European markets	15%	=	15.0%
Emerging markets	5%	=	5%

Balanced USD Portfolio

Portefeuille « Satellite »

Issue Name	Weight
Inflation Shield	
Gold	5,00%
Silver	0,50%
Platinum	0,50%
Bitcoin	0,20%
Re-Care-Nation	
Biotech Sector	1,00%
Health Care Sector	1,50%
Strategic Ressources	
Uranium	1,50%
Oil/Gas Exploitation & Production	0,60%
Energy Infrastructure	0,60%
Critical material	0,80%
Strategic Security	
Defense (DFNS)	1,00%
Defense (NATO)	1,00%
Quantum Computing	0,50%
US & Friends	
Latin American Market	1,25%
Swiss Market	1,25%
USD Debasement	
Emerging Debt	2,50%



Thinking Forward : Néomercantilisme 2.0

« L'avenir n'est plus ce qu'il était. »

Paul Valéry, Regards sur le monde actuel, 1931

Le 28 avril 1925, Winston Churchill, alors chancelier de l'Échiquier, annonçait à la Chambre des communes le retour de la Grande-Bretagne à l'étalon-or, au taux d'avant-guerre. Pour l'élite financière de la City, l'acte n'avait rien d'audacieux : il relevait d'un rétablissement. On revenait à un ordre jugé naturel, celui d'un XIXe siècle où la livre sterling et le libre-échange britannique servaient d'ossature au monde. On recollait la monnaie au monde d'hier, comme si un ajustement technique suffisait à restaurer le régime qui l'avait rendu cohérent.

Pourtant, le sol avait déjà bougé. La puissance ne se jouait plus d'abord dans la discipline monétaire, mais dans une densité industrielle et énergétique qui montait outre-Atlantique, plus robuste, plus adaptable aux flux matériels du siècle qui s'ouvrait. Ce changement n'a pas eu la forme d'un choc net. Il a ressemblé à une succession d'événements « indépendants » : déplacement des stocks d'or, ascension du pétrole face au charbon, écart croissant de capacité de production. Il a fallu attendre la crise de 1929 puis le nouveau conflit mondial, pour que l'évidence s'impose. Le régime et le centre de pouvoir mondial avait changé depuis longtemps.

L'identification d'un changement de régime échappe généralement à ceux qui le vivent, car ils le réduisent à une suite de réglages techniques. On ajuste des paramètres et on modifie des règles en pensant le système encore réparable, simplement parce que les institutions et le vocabulaire habituel persistent. Cela encourage à se concentrer sur le maintien d'une mécanique dont la nature a déjà changé, plutôt que de comprendre la nouvelle. C'est exactement le risque qui nous guette : poursuivre par inertie dans un monde régi par de nouveaux principes, tout en raisonnant avec les anciens. Continuer à croire que la fluidité est la norme, que le commerce est neutre, que la monnaie est séparée du politique, que les chaînes sont seulement une question de coût. Autrement dit, s'adapter à la surface, tout en restant immobile au fond.

L'économie mondiale entre dans une phase d'inflexion du même ordre. Les piliers de l'orthodoxie des quarante dernières années : banque centrale érigée en doctrine, discipline budgétaire présentée comme preuve de sérieux, primat du libre-échange, chaînes globales optimisées. Tous se fragilisent sous une réalité simple : la politique et la géopolitique sont de retour. Elles avaient été tenues à distance par une parenthèse de stabilité relative, d'énergie abondante, et par l'idée qu'un monde plus interconnecté produirait mécaniquement de la coopération.

Cette parenthèse se referme. Le système ne cherche plus seulement à préserver un équilibre de marché présenté comme neutre. Il cherche à piloter une puissance sous contrainte : sécurité, continuité industrielle, stabilité sociale, rivalité entre blocs. L'État redevient stratège et aligne budget, commerce, industrie et régulation dans une même grammaire.



L'exemple américain est explicite. Les droits de douane ne sont plus une irrégularité : ils structurent un cadre et signalent une préférence. Les programmes de relocalisation et de soutien public ne visent pas seulement à corriger des "imperfections". Ils visent à réorganiser la base productive et à réduire des dépendances jugées critiques. Bien avant eux mais dans cette même logique, l'Inflation Reduction Act agit comme un aimant incitant toute entreprise à augmenter sa présence aux USA. Les contrôles technologiques à l'exportation en offrent une autre illustration : il ne s'agit pas seulement d'un "oui/non" sur un produit. Il s'agit d'un pilotage fin par licences, exceptions, règles extraterritoriales et segmentation des chaînes de valeur. L'objectif implicite n'est pas nécessairement d'arrêter un rival d'un coup. Il est de ralentir, de canaliser, et de préserver l'avantage de la coalition qui contrôle les segments rares. La puissance ne consiste plus seulement à produire. Elle consiste à contrôler les goulots, à décider lesquels restent ouverts, lesquels doivent rester étroits, et lesquels deviennent négociables.

Le secteur technologique nous ramène au point le plus matériel : l'énergie. Deux siècles de croissance ont reposé d'abord sur une énergie abondante et bon marché. La productivité a souvent été le dérivé de cette abondance, bien plus que sa cause. Quand l'énergie redevient contrainte, beaucoup de récits se vident, car ils confondent promesse et puissance. La nouveauté de notre époque est que plusieurs tendances convergent : rivalité stratégique, réindustrialisation, resserrement des contraintes énergétiques, durcissement réglementaire, fragilité des chaînes.

Dans ce paysage, l'intelligence artificielle peut être vue comme un révélateur. Elle concentre, dans un même objet, les contraintes de notre temps : besoin d'électricité pilotable, financement massif, réseaux saturés, transformateurs rares, dépendance à des métaux et équipements spécialisés, arbitrages de localisation, et enjeux de contrôle technologique. Elle montre que le numérique n'échappe pas au réel : une économie peut rêver d'algorithmes, elle finit par négocier des mégawatts, des lignes, des sites, de l'eau, des processeurs.

Cette matérialité reconfigure le rôle des autorités monétaires. L'idée d'une banque centrale totalement séparée des impératifs de sécurité et de réindustrialisation devient difficile à soutenir, celle d'un monde qui maintient une liberté de mouvement libre du capital difficile à croire.

Un monde de réarmement, de transition énergétique, et de rivalité entre blocs est un monde d'arbitrages distributifs, donc de tentations de contrôle et d'orientation sur le capital. La monnaie redevient politique parce qu'elle doit financer des actifs dont le rendement stratégique peut primer sur le rendement financier immédiat.

L'Europe, dans ce contexte, doit évoluer vite. Son levier historique demeure l'accès à son marché par la règle. Quand elle impose une norme de sécurité, d'environnement ou de conformité, elle peut dicter des conditions de fabrication à l'échelle mondiale. C'est une puissance réelle : celle de la spécification technique. Mais l'époque impose une nuance sévère : la puissance normative ne remplace pas la coercition matérielle.



Une défense et une force crédible, reposent sur une base industrielle : stocks, cadence, capacité à soutenir un effort long. Sans celles-ci l'Europe peut fixer des règles, mais elle ne sera jamais en mesure de les faire respecter.

En miroir, la Chine affine une stratégie qui cherche moins l'autarcie que le levier discret. Elle renforce et affirme de façon plus explicite le contrôle de certains segments difficiles à remplacer à court terme : matériaux, procédés, raffinage, composants. L'exemple récent de l'utilisation de son quasi-monopole des terres rares permet de démontrer la capacité d'injecter du risque opérationnel dans les chaînes adverses, au bon endroit. Elle prouve aussi que la mondialisation "coopérative" à la Chinoise n'était pas du tout si innocente pour ceux qui y ont cru aveuglément.

Il semble évident que dans, ce nouveau régime, l'optimisation importera moins que la robustesse, et le bénéfice à court terme moins que la puissance de long terme. Les actifs les plus importants seront ceux qui déterminent l'infrastructure de puissance : réseaux énergétiques, équipements de réseau, métaux et procédés critiques, capacités de raffinage, défense, composants industriels.

Pour l'investisseur global, la conclusion est moins une conviction qu'une discipline. Dans un monde où « l'avenir n'est plus ce qu'il était », le principal risque est de continuer à appliquer, par réflexe, les principes d'un régime qui s'éloigne : la fluidité comme norme, la neutralité des règles, la stabilité comme donnée. Il ne s'agit pas de renier les outils du passé, mais de refuser de les suivre aveuglément lorsque le centre de gravité change. La géopolitique n'est plus un décor : elle s'inscrit dans le coût du capital, dans l'accès aux intrants, dans la visibilité des cash-flows. L'enjeu devient d'allouer avec lucidité, en privilégiant la continuité plutôt que l'optimisation pure, la matérialité plutôt que la promesse, et la résilience plutôt que la perfection théorique. Investir aujourd'hui, c'est intégrer que le régime a changé et que le réel est de retour.



Le graphique qui dit tout

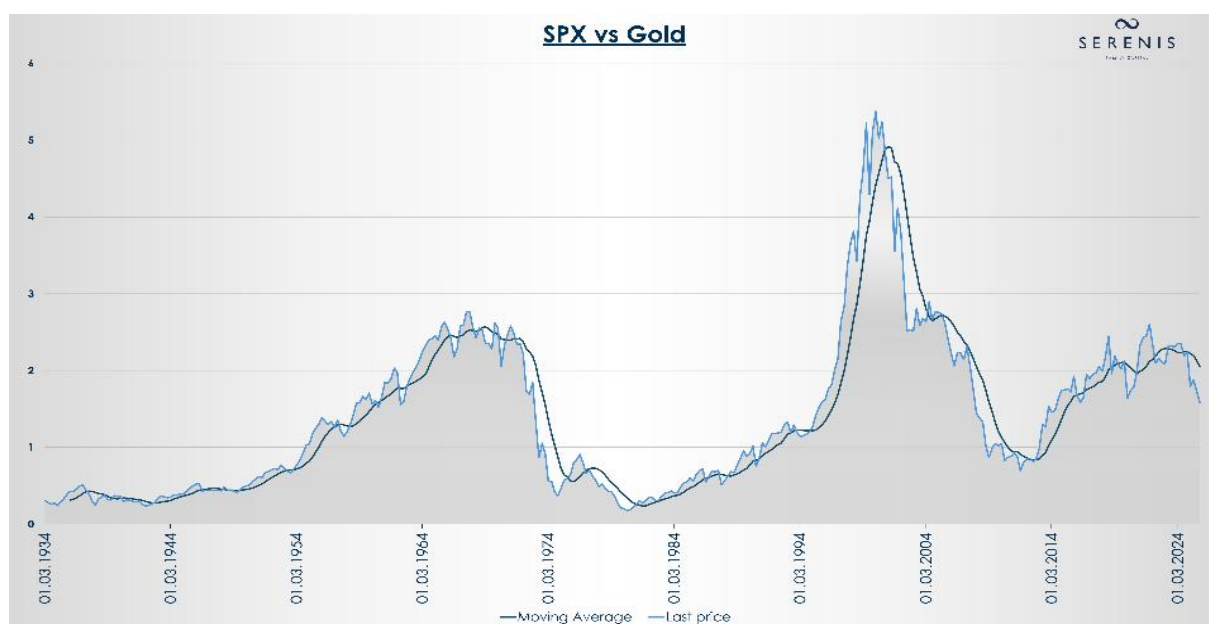
Le ratio S&P 500 / Or mesure la performance relative des actifs financiers américains contre la monnaie de réserve ultime. L'examen de la série historique, qui s'étend de 1928 à 2025, révèle une rupture structurelle majeure en cours. À la suite de l'effondrement de la bulle technologique en 2000, lorsque le ratio culmina au-delà de 5,0, s'est ensuivie une longue ère de consolidation séculaire. Puis, de 2011 à 2024, le ratio reprit vigueur, dopé par un régime de répression financière sans précédent : taux d'intérêt artificiellement comprimés, monétisation massive de la dette souveraine par les banquiers centraux.

L'élan s'est aujourd'hui inversé avec une violence rare. Malgré la robustesse du S&P 500 en 2025 (+16 %), le ratio franchit à la baisse sa moyenne mobile à 20 périodes, marquant le retour probable à la prééminence des actifs tangibles.

Chez Serenis Family Capital, nous interprétons ce graphique comme la validation de notre thème de "Rareté Stratégique". La tentative des marchés actions de surpasser l'or a échoué techniquement en 2024. Nous basculons dans l'antichambre d'un marché baissier séculaire pour le ratio SPX/Gold. Nul n'appelle ici à une liquidation généralisée des actions. Il s'agit plutôt d'une réorientation fondamentale de la source de l'alpha : la surperformance émergera désormais des actifs réels et souverains : or, métaux critiques, énergies stratégiques, et non de l'indexation passive sur les indices boursiers.

Le graphique demeure d'une éloquence implacable : la « prime de confiance » octroyée au système financier américain, le numérateur, se dissout inexorablement face à la réserve de valeur ultime, le dénominateur. Ce croisement baissier récent sonne comme un avertissement solennel.

L'ère de l'argent facile, où les actifs papier prospéraient pourrait s'achever. S'ouvre celle de la rareté stratégique, où la maîtrise des ressources tangibles.

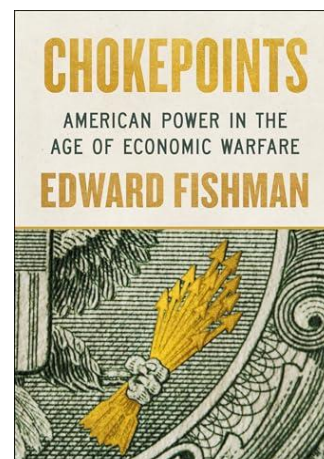


One more thing...

"Someday the age of economic warfare will end. But we might miss it when it is gone."

Edward Fishman, *Chokepoints*

Chokepoints explique clairement et de façon talentueuse comment la guerre économique américaine n'est pas née d'une doctrine unique, mais d'un apprentissage empirique. Ce qui paraît aujourd'hui cohérent s'est construit par itérations, et le livre le montre à travers trois épisodes structurants : l'Iran, Huawei et la Russie.



L'Iran sert de laboratoire. Constatant les limites des sanctions « classiques », Washington comprend que le levier décisif n'est pas le commerce, mais l'accès au système financier mondial. La cible n'est plus seulement l'État iranien : ce sont aussi les banques, assureurs, intermédiaires et contreparties. La puissance devient juridico-financière : la menace d'être coupé du dollar et des infrastructures de paiement installe un réflexe d'auto-censure à l'échelle globale. C'est l'acte fondateur du modèle : produire un effet stratégique massif en s'appuyant sur les incitations et les craintes du secteur privé.

Avec Huawei, le dispositif change d'échelle. Il ne s'agit plus de contraindre un acteur périphérique, mais de contenir un rival systémique intégré à la mondialisation. Les outils sont réemployés, mais déplacés vers la technologie : contrôle des semi-conducteurs, des équipements, des logiciels et de la propriété intellectuelle.

La Russie révèle la maturité et les limites de la méthode. Après 2014, puis 2022, l'Occident déploie un arsenal complet : sanctions financières, restrictions via SWIFT, gel des réserves de banque centrale, dispositifs sur l'énergie. Le saut est historique : les réserves cessent d'être « neutres », les infrastructures cessent d'être « apolitiques ». Mais le succès a un coût : il accélère la prise de conscience mondiale que l'ordre financier est aussi un instrument de puissance, donc un objet de contournement.

La force du livre est de montrer la continuité : chaque crise affine la précédente, chaque victoire élargit le champ d'emploi, chaque excès renforce les stratégies d'évitement. On comprend alors que la fragmentation actuelle n'est pas un accident, mais le produit logique de trente ans de construction des chokepoints.





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

Serenis Family Capital

Esplanade de Pont-Rouge 1

1212 Grand-Lancy

+41 22 704 08 40

info@serenis.ch

www.serenis.ch