



S E R E N I S

FAMILY CAPITAL

Monthly Markets Chronicle

August 2026



1995 - 2025

Three decades of trust, expertise, and serenity.

L'incertitude comme discipline

Le mois d'août aura offert une nouvelle démonstration de la difficulté à lire les marchés financiers à travers un seul récit. Les actions ont poursuivi leur progression, soutenues par la croissance des bénéfices et l'enthousiasme autour de l'intelligence artificielle. Dans le même temps, l'or et le Bitcoin ont fortement avancé, tandis que les taux longs américains sont revenus à leurs plus hauts de l'année. L'appétit pour le risque cohabite ainsi avec une demande persistante de protection contre l'inflation, l'endettement public et l'érosion monétaire. Plusieurs scénarios peuvent donc sembler crédibles simultanément. Cette ambiguïté invite moins à choisir un récit qu'à préserver la capacité de faire face à plusieurs scénarios.

C'est précisément ce que nous explorons dans notre Thinking Forward du mois. À travers les scénarios de stress élaborés par Norges Bank Investment Management, l'exercice consiste moins à prévoir l'avenir qu'à tester la solidité d'un raisonnement lorsque les hypothèses habituelles cessent de fonctionner. Déception autour de l'intelligence artificielle, fragmentation géopolitique, perte de confiance dans la dette souveraine ou choc alimentaire : chacun de ces scénarios produit des effets différents et rappelle surtout qu'aucune protection n'est universelle. Ce qui fonctionne dans un régime peut devenir une faiblesse dans un autre.

Cette réflexion trouve aussi un écho dans nos trois graphiques du mois. L'essor de l'intelligence artificielle ne se résume plus à une histoire de croissance technologique : il mobilise du capital, de la dette, des infrastructures et une consommation croissante d'énergie. À cela s'ajoutent des tensions plus larges sur la sécurité énergétique et les capacités physiques nécessaires au développement numérique. Derrière les récits les plus puissants se construisent donc des dépendances qu'il faut comprendre avant qu'elles ne deviennent des vulnérabilités.

Le fil conducteur de cette édition est donc moins la recherche du bon scénario que la préparation à plusieurs futurs possibles. Car les risques ne se présentent pas isolément : ils peuvent se succéder, se renforcer et transformer en vulnérabilité ce que l'on considérait jusque-là comme protecteur.

Dans la gestion de portefeuille, rechercher l'invulnérabilité est illusoire. La véritable robustesse consiste à traverser le choc en conservant ses marges de manœuvre : absorber la perte, préserver la liquidité et garder la liberté d'investir dans le cycle suivant. La sérénité n'est pas l'absence de risque, mais la capacité de l'avoir envisagé avant qu'il ne se matérialise.



Marchés et positionnement du comité d'investissement

Le mois d'août s'achève sur une nouvelle progression des marchés mondiaux, mais avec une hiérarchie des performances particulièrement révélatrice. Les actions américaines poursuivent leur ascension, avec un S&P 500 en hausse de +2,6 % et un Nasdaq 100 de +4,2 %, tandis que l'Europe (+1,0 %), le Japon (+3,0%) et la Chine (+0,8 %) participent également au mouvement. Seule la Suisse marque légèrement le pas (-0,4 %).

Mais les véritables vedettes du mois sont ailleurs. L'or bondit de +9,7 % et le Bitcoin de +25,4 %, soit très largement davantage que les principaux indices actions. Ce mouvement simultané est particulièrement intéressant : deux actifs très différents ont bénéficié d'une même recherche d'alternatives face aux monnaies traditionnelles, dans un contexte de dette publique américaine toujours plus élevée et d'interventions du

Trésor destinées à contenir les tensions sur les taux longs. Le dollar s'est parallèlement affaibli au cours du mois, alimentant ce que certains investisseurs qualifient désormais de « debasement trade ». Le Bitcoin a également bénéficié d'un regain d'optimisme autour de la clarification du cadre réglementaire américain (Clarity Act).

Cette dynamique a toutefois été mise à l'épreuve en toute fin de mois par Kevin Warsh à Jackson Hole. Pour son premier discours à ce rendez-vous en tant que président de la Réserve fédérale, Warsh a insisté sur la remarquable résistance de l'économie américaine, la vigueur des investissements, dont plus de la moitié de la croissance récente serait liée au développement de l'IA, mais surtout sur une inflation encore trop éloignée de l'objectif de 2 %. Le message était clair : tant que la désinflation ne sera pas suffisamment convaincante, la Fed doit conserver la possibilité de resserrer davantage sa politique monétaire. Le discours a immédiatement ravivé les anticipations de hausse de taux et poussé les rendements obligataires à la hausse.

Le contraste est donc saisissant. Les marchés actions progressent, l'or et le Bitcoin s'envolent, tandis que les taux longs restent sous pression. Le Treasury américain à 10 ans termine ainsi le mois autour de 4,75 %, tandis que son équivalent allemand remonte de 12 points de

Indices Actions	Valeur	Mois	2026
S&P 500 (USA)	7 686	2,6%	12,3%
Nasdaq 100 (USA)	29 457	4,2%	16,7%
Euro Stoxx 50 (Europe)	6 420	1,0%	10,9%
SMI (Suisse)	14 286	-0,4%	7,7%
Nikkei 225 (Japon)	66 312	3,0%	31,7%
CSI 300 (Chine)	4 625	0,8%	-0,1%
Monnaies	Valeur	Mois	2026
EUR/USD	1,162	0,8%	-1,1%
USD/CHF	0,808	0,1%	2,0%
EUR/CHF	0,939	0,9%	0,9%
GBP/USD	1,355	0,5%	0,5%
USD/JPY	159,740	1,5%	1,9%
Indices Obligataires		Mois	2026
Gouvernement USA		0,3%	-0,5%
US Corporate IG		0,4%	-0,4%
US Corporate HY		1,0%	2,7%
Gouvernement UE		-0,5%	-0,7%
UE Corporate IG		-0,2%	0,3%
UE Corporate HY		0,5%	2,1%
Autres Classes d'Actifs	Valeur	Mois	2026
Or	4 437	9,7%	2,7%
Pétrole	90	0,4%	48,7%
Bitcoin	78 854	25,4%	-10,0%
Taux / Indicateurs	Valeur	Δ Mois	Δ 2026
Taux US 10 ans	4,75%	0,02%	0,58%
Taux Allemand 10 ans	3,32%	0,12%	0,47%
Chômage US	4,1%	-0,1%	-0,3%
Indice Volatilité (VIX)	14,9	-1,1	0,0



base à 3,32 %. L'environnement continue de récompenser la prise de risque, mais les signaux envoyés par les actifs de protection et les marchés obligataires suggèrent que les investisseurs restent préoccupés par l'inflation, les déficits publics et la valeur future des monnaies.

Dans ce contexte, le Comité d'investissement a décidé de réduire davantage la voilure sur les obligations souveraines ainsi que sur le High Yield. Les rendements nominaux restent attractifs, mais la persistance des pressions inflationnistes, la hausse des besoins de financement des États et le risque d'une nouvelle remontée des primes de terme nous incitent à davantage de prudence. Cette décision vise également à préserver de la flexibilité dans un environnement où les corrélations traditionnelles entre actions et obligations deviennent moins fiables.

Le Comité a également consacré son débat mensuel à un risque moins conventionnel : que se passerait-il si OpenAI perdait brutalement son momentum de génération de revenus ? La question dépasse largement le destin d'une seule entreprise. Une remise en cause du rythme d'adoption ou de monétisation de l'IA pourrait se transmettre aux hyperscalers, aux semi-conducteurs, mais également aux infrastructures énergétiques, au crédit privé et progressivement au marché obligataire, tant les besoins de financement associés au supercycle de calcul ont changé d'échelle. Ce débat ne constitue pas un scénario central, mais un exercice utile pour identifier les concentrations qui se construisent parfois au-delà des indices actions.

Août aura ainsi offert une image assez fidèle du régime actuel : des marchés encore portés par la croissance des bénéfices et l'IA, mais simultanément traversés par une recherche croissante de protection contre l'inflation, la dette et la dilution monétaire. La forte progression de notre thème Inflation Shield, portée notamment par l'or et le Bitcoin, illustre précisément l'intérêt de conserver des moteurs de performance différents au sein du portefeuille.

Dans un environnement où plusieurs narratifs peuvent coexister, et parfois se contredire, nous continuons de privilégier diversification, flexibilité et discipline, afin d'avancer sans extrapoler les tendances du moment et de conserver la sérénité nécessaire lorsque le marché change de régime.

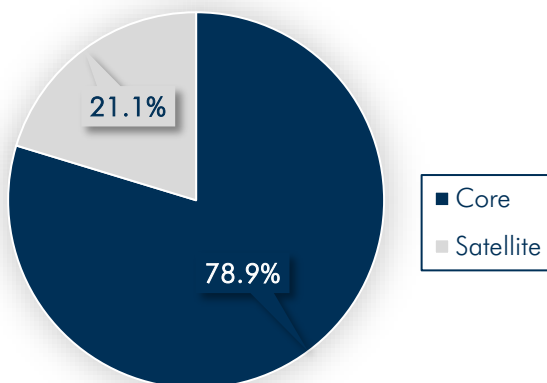


Notre positionnement actuel

Core	78.9%
Cash	8.8%
US Market Equities	26%
European Market Equities	13.5%
Emerging Markets Equities	3.3%
Investment Grade Bonds	13.6%
Sovereign Debt Bonds	8.2%
High Yield Bonds	5.5%

Satellite	21.1%
Inflation Shield	5.2%
<i>Inflation Shield vise à préserver la valeur à long terme en positionnant le portefeuille face aux pressions inflationnistes et à la dépréciation monétaire, à travers des actifs résilients adaptés aux différents régimes économiques.</i>	
Re-Care-Nation	2.8%
<i>Re-Care-Nation combine une exposition aux soins de santé et à la biotechnologie afin de capter la demande structurelle de long terme portée par la démographie, l'innovation et la hausse des besoins mondiaux en matière de santé.</i>	
Strategic Resources	3.6%
<i>Strategic Resources se concentre sur les ressources énergétiques et les matériaux critiques, en ciblant des actifs essentiels à la sécurité énergétique, à la résilience des approvisionnements et à l'autonomie stratégique de long terme.</i>	
Strategic Security	4.3%
<i>Strategic Security se concentre sur la défense, les infrastructures de sécurité et les technologies avancées, bénéficiant de la hausse des investissements dans la protection et la résilience stratégique.</i>	
Strategic Partners	2.8%
<i>Strategic Partners offre une exposition actions diversifiée aux principaux marchés alignés sur les États-Unis.</i>	
USD Debasement	2.4%
<i>USD Debasement combine diversification monétaire et rendements obligataires généreux hors du pôle dollar, tout en limitant l'exposition à la dépréciation de long terme du dollar américain.</i>	

Allocation Core - Satellite



Thinking Forward : L'ordre des Chocs

Ce que les scénarios de NBIM révèlent d'un portefeuille construit pour plusieurs futurs

« Ce n'est pas un jeu. C'est un entraînement à la guerre. »

- Propos attribués à Karl von Müffling, 1824

En 1824, dans une Europe encore marquée par les guerres napoléoniennes, le lieutenant prussien Georg von Reisswitz présente à Berlin un exercice singulier. Une carte topographique reproduit le terrain. De petits blocs figurent les unités. Leurs déplacements obéissent à des règles, mais les officiers qui les commandent ne disposent que d'une information incomplète. Ils ignorent une partie des positions adverses, ne savent pas quelle résistance ils rencontreront et doivent décider avant de connaître les conséquences de leurs ordres. Le Kriegsspiel n'a pas pour objet de prédire la prochaine guerre. Il cherche à placer les officiers devant des situations qu'ils n'ont jamais vécues afin d'éprouver leur jugement avant que la réalité ne le fasse. Selon le récit publié plus tard par l'un des participants, le général Karl von Müffling comprend que l'exercice n'est plus un divertissement, mais une nouvelle manière de former le commandement. Le jeu sera progressivement intégré à la doctrine militaire prussienne.

Reisswitz avait identifié une faiblesse qui dépasse le champ militaire. Une institution échoue rarement parce qu'une prévision supplémentaire lui a manqué. Elle échoue lorsque ses décisions reposaient sur des relations qu'elle croyait permanentes et que personne n'avait sérieusement mises à l'épreuve.

Mettre les hypothèses à l'épreuve

Deux siècles plus tard, Norges Bank Investment Management applique le même principe à son portefeuille. Les cartes d'état-major ont laissé place aux marchés, les unités aux classes d'actifs et le brouillard de la guerre à l'incertitude des prix, des taux et des corrélations. La question reste pourtant la même : que devient une doctrine lorsque le monde cesse de respecter les hypothèses sur lesquelles elle a été construite ?

NBIM mérite ici une attention particulière. Il gère le Government Pension Fund Global, le plus grand fonds souverain au monde. À la fin de 2025, sa valeur atteignait environ 2 110 milliards de dollars. Ses participations dans 7 200 sociétés cotées, ses milliers d'obligations et ses actifs non cotés en font l'une des représentations les plus larges de l'économie mondiale.

Sa taille ne lui donne aucun pouvoir particulier de prédiction. Elle l'oblige à envisager le risque différemment. Un fonds de cette dimension ne peut pas se retirer durablement des marchés ni trouver refuge dans quelques actifs trop étroits pour son capital. Son horizon est intergénérationnel : il doit traverser les crises avec le système dont il détient une part significative. C'est pour cette raison que ses stress tests importent. Ils ne décrivent pas son scénario central et ne publient aucune probabilité de réalisation. Ils estiment les effets de mondes volontairement défavorables sur les positions détenues au 31 décembre 2025. Ces variations de valeur à court ou moyen terme, exprimées en devises locales, ne sont ni des prévisions ni des pertes attendues. Leur utilité est ailleurs. NBIM cherche à savoir ce qui se

passerait si chacune des quatre hypothèses largement intégrées dans les prix cessait de fonctionner.

Quatre mondes défavorables

La première veut qu'une révolution technologique produise assez vite les profits nécessaires pour rémunérer le capital engagé. Dans le scénario lié à l'intelligence artificielle, les investissements dans le calcul, les centres de données et les infrastructures ne génèrent pas les gains de productivité anticipés. La technologie peut transformer l'économie ; le marché découvre néanmoins qu'il a surestimé sa monétisation ou le prix raisonnable à payer. La poche actions de NBIM perdrait 53 %. La hausse de 10 % de sa poche obligataire limiterait le recul du fonds à 35 %.

La deuxième hypothèse suppose que l'interdépendance mondiale restera une source d'efficacité plutôt qu'une vulnérabilité. Dans le scénario de fragmentation, l'économie se divise en blocs rivaux. Barrières commerciales, restrictions aux investissements et chaînes d'approvisionnement plus redondantes ralentissent la croissance tandis que l'inflation persiste. Actions, obligations et actifs réels baissent ensemble. Le fonds perdrait 37 %, soit le choc le plus sévère.

La troisième traite encore la dette souveraine comme l'ancre sans risque du système financier. Dans une région, détérioration budgétaire, incertitude politique et menace de répression financière provoquent une perte de confiance. Les obligations souveraines cessent d'être un refuge. La hausse des taux fragilise les bilans et augmente la prime de risque des actions. Malgré les capitaux attirés par d'autres juridictions, le fonds reculerait de 32 %.

Le dernier scénario examine un choc physique que les instruments monétaires et budgétaires ne parviennent pas à contenir. Des événements météorologiques extrêmes frappent simultanément deux grandes régions agricoles. La baisse des récoltes alimente l'inflation, érode les revenus réels et place les banques centrales face à un arbitrage difficile : soutenir l'activité sans accentuer la hausse des prix. Le fonds perdrait 20 %. Née hors de la finance, la crise finit par imposer ses contraintes aux conditions financières.

Pris séparément, ces scénarios racontent quatre crises différentes. Pris ensemble, ils révèlent surtout l'instabilité de ce que les marchés appellent une protection. Dans trois cas sur quatre, la poche obligataire de NBIM recule en même temps que les actions. La duration souveraine de qualité joue pleinement son rôle protecteur contre la correction désinflationniste liée à l'intelligence artificielle. Lorsque le choc provient de l'inflation, de la fragmentation ou de la confiance souveraine, son comportement peut changer.

Des risques suivis depuis plusieurs années

Ces quatre scénarios ont été construits par NBIM, indépendamment de notre propre lecture des marchés. C'est précisément ce qui les rend utiles : ils permettent de tester nos convictions et la construction du portefeuille face à des chocs que nous n'avons pas nous-mêmes définis. Plusieurs des risques qu'ils décrivent comme l'excès d'investissement dans l'intelligence artificielle, la fragmentation mondiale, la fragilité souveraine et le choc alimentaire inflationniste, recoupent néanmoins des questions que nous suivons depuis plusieurs années.



Nous avons abordé pour la première fois les risques liés à l'euphorie technologique en août 2024, dans le TF03, « Euphorie technologique et leçons du passé ». Nous y distinguons la réalité d'une innovation de la rentabilité du capital engagé pour la financer. Une technologie peut modifier durablement l'économie tout en détruisant une partie considérable du capital investi dans son développement. Le chemin de fer au XIXe siècle en offre un précédent : l'infrastructure pouvait avoir raison avant ses investisseurs.

Plus récemment, nous avons examiné le financement de l'intelligence artificielle, la concentration des dépenses, les besoins énergétiques, le recours croissant au crédit et l'écart possible entre l'utilité économique de la technologie et le rendement du capital mobilisé.

La fragmentation constitue une conviction encore plus fondatrice. Nos analyses du réarmement, de la souveraineté énergétique, du néomercantilisme et des points d'étranglement l'ont décrite moins comme un accident conjoncturel que comme un changement de régime. Pendant plusieurs décennies, l'économie mondiale a recherché l'efficacité en réduisant les stocks, en concentrant la production et en dépendant des fournisseurs les moins coûteux. Cette organisation reposait sur une hypothèse géopolitique : les flux de biens, de capitaux, de technologie et d'énergie resteraient suffisamment ouverts pour que la dépendance ne devienne pas une arme. Cette hypothèse s'est affaiblie. Les États et les entreprises acceptent désormais de payer une prime pour la sécurité énergétique, la résilience logistique, l'accès aux ressources et la maîtrise de capacités industrielles essentielles. Cette prime soutient certaines activités, mais elle impose aussi un coût au système. La duplication des chaînes d'approvisionnement et la reconstruction de capacités souveraines mobilisent davantage de capital pour produire parfois moins efficacement. Investir dans les bénéficiaires de la fragmentation ne permet donc pas d'échapper à son choc initial.

Du diagnostic au portefeuille

Ces réflexions ont contribué à la construction de plusieurs de nos thèses Satellite les plus anciennes : *Strategic Security*, *Strategic Resources*, *Inflation Shield*, *Strategic Partners* et *USD Debasement*. Elles expriment différentes conséquences possibles du retour de la rareté, de la souveraineté et de la rivalité monétaire. Elles n'ont pas été créées après la publication des scénarios de NBIM et ne constituent pas pour autant la preuve que nous aurions prévu chacun d'eux.

La crise alimentaire est celle que nous avons le moins directement étudiée. Certains de ses mécanismes apparaissent dans nos expositions à l'agriculture, aux matières premières et à l'inflation, mais elle n'a pas fait l'objet d'un Thinking Forward autonome. Reconnaître les mécanismes déjà analysés ne doit pas conduire à prétendre que tous les scénarios avaient été anticipés. Nos publications sont une fenêtre sur notre manière de penser, pas l'inventaire exhaustif de nos positions ni de tous les risques envisageables.

Cette distinction permet de comprendre notre modèle Core/Satellite. Le Core porte l'essentiel des primes de risque nécessaires à la création de valeur à long terme. Il maintient une exposition à la croissance mondiale, aux revenus obligataires et aux capacités productives de l'économie. Sa fonction n'est pas d'éviter toutes les baisses. Une protection permanente contre chaque crise possible absorberait une part importante du rendement que le capital cherche précisément à obtenir.



Le Satellite remplit une fonction différente. Il permet d'investir dans les conséquences économiques de plusieurs ruptures possibles sans faire dépendre l'ensemble du portefeuille d'une seule vision du futur. Ses différentes thèses peuvent être renforcées, réduites ou remplacées à mesure que les mécanismes évoluent. Le Core donne de la continuité à l'allocation ; le Satellite lui donne de l'adaptabilité. Les liquidités préservent une capacité d'action.

Cette flexibilité n'équivaut pas à une assurance. Une entreprise de défense peut bénéficier pendant une décennie de l'augmentation des budgets militaires et perdre fortement pendant une panique boursière. Une mine de cuivre peut devenir indispensable à la réindustrialisation tout en souffrant d'abord d'une récession mondiale. L'or peut protéger contre l'érosion monétaire et être momentanément vendu pour répondre à un besoin de liquidité. Une bonne thèse sur le monde qui vient ne garantit pas une protection au moment où le monde ancien se défait.

Un thème ne constitue donc pas nécessairement une couverture. Il vise à introduire un moteur de rendement dont la cause économique diffère de celles déjà présentes dans le portefeuille. Si les différentes poches dépendent en réalité du même cycle de crédit, des mêmes entreprises ou des mêmes hypothèses de croissance, la diversification peut sembler réelle sur le papier tout en restant économiquement concentrée.

Lorsque les scénarios se combinent

La véritable épreuve apparaît lorsque les scénarios cessent d'être indépendants. Ils peuvent se succéder, mais surtout se renforcer mutuellement. Une crise de confiance dans la dette souveraine ferait monter les taux et le coût du capital, fragilisant à son tour le financement des infrastructures nécessaires à l'intelligence artificielle, alors même que les montants de dette engagés pour soutenir cette expansion sont considérables. Une fragmentation géopolitique pourrait, de son côté, perturber les chaînes d'approvisionnement, restreindre l'accès à certaines ressources agricoles ou énergétiques et accroître la vulnérabilité à un choc inflationniste. À l'inverse, une crise alimentaire prolongée maintiendrait l'inflation à un niveau élevé, réduisant la capacité des banques centrales à baisser les taux et aggravant potentiellement les tensions sur les finances publiques comme sur les investissements les plus intensifs en capital.

Ces interactions peuvent également s'inscrire dans le temps. Un premier choc affaiblit l'économie, modifie les prix et réduit les marges de manœuvre disponibles pour répondre au suivant. Une crise peut ainsi préparer le terrain d'une autre, l'amplifier ou en accélérer la transmission. À mesure que les chocs s'enchaînent, les protections disponibles peuvent elles-mêmes changer de nature.

L'actif qui amortit le premier choc peut alors devenir une vulnérabilité face au second. La duration qui protège contre une correction désinflationniste peut souffrir lorsque le risque se déplace vers l'inflation ou la dette souveraine. Une position liée aux ressources peut baisser pendant la liquidation initiale avant de bénéficier des investissements déclenchés par la crise. La liquidité ne supprime aucune de ces pertes, mais elle réduit le risque de devoir vendre l'actif le plus déprécié et permet de réallouer le capital lorsque les prix et les corrélations ont changé.



Aucun gérant ne peut prétendre couvrir parfaitement quatre scénarios dont les effets sur les actifs sont parfois opposés. Aucun ne peut garantir qu'il vendra avant chaque baisse, achètera au point bas et identifiera correctement l'ordre des crises. Nous ne le prétendons pas. Cette limite, nous l'acceptons sereinement, car elle constitue le point de départ d'une gestion lucide du risque plutôt qu'un aveu d'impuissance.

Se préparer consiste à savoir pourquoi chaque exposition est détenue, à distinguer une baisse de prix d'une invalidation de thèse, à préserver une réserve de liquidité et à conserver la faculté de modifier l'allocation. Notre modèle perdrait sa raison d'être si les thèses Satellite reproduisaient simplement les mêmes dépendances que le Core, si elles devenaient impossibles à remettre en cause ou si le portefeuille ne disposait plus des moyens d'agir après une première perte.

De l'optimisation à la résilience

Les scénarios de NBIM conduisent finalement à une conclusion plus large que la seule mesure des pertes potentielles. Ils montrent combien un portefeuille construit autour des relations qui dominaient hier peut devenir vulnérable lorsque celles-ci cessent de fonctionner.

Notre conviction de départ est que nous ne traversons ni une simple succession d'accidents conjoncturels ni une transition purement économique, mais un changement de régime à la fois géopolitique, monétaire et productif. Le monde évolue progressivement d'un ordre organisé autour de l'efficacité, de l'abondance du capital, de la désinflation et de l'interdépendance vers un environnement dans lequel la rareté, la sécurité, la souveraineté et le coût du capital retrouvent une importance déterminante.

Dans un tel environnement, l'optimisation change d'objet. Construire un portefeuille autour des seules corrélations observées pendant le régime précédent peut produire une allocation remarquablement efficace tant que celui-ci perdure, mais particulièrement fragile lorsqu'il se transforme. La résilience suppose de préserver des marges de sécurité, de diversifier les causes économiques du rendement plutôt que les seules catégories d'actifs et de préserver suffisamment de liquidité pour conserver une liberté de décision. Cette résilience a un coût d'opportunité lorsque les marchés restent calmes. Elle acquiert sa valeur lorsque les relations entre croissance, inflation, taux et actifs protecteurs se modifient.

Or un changement de régime ne se produit ni instantanément ni selon un calendrier prévisible. L'ancien monde ne disparaît pas du jour au lendemain et le nouveau progresse rarement en ligne droite. Il se manifeste par des ruptures, des accélérations, des retours en arrière et de longues périodes pendant lesquelles les deux régimes coexistent. Modifier trop brutalement un portefeuille reviendrait à transformer une conviction de long terme en pari de timing. Refuser de le faire évoluer l'exposerait, à l'inverse, à rester optimisé pour un monde qui s'efface.

Cette capacité d'adaptation progressive est précisément ce que notre architecture Core/Satellite cherche à préserver. La grille d'analyse compte donc autant que les positions elles-mêmes. Elle doit permettre de comprendre les causes d'une baisse, de distinguer une liquidation temporaire d'une invalidation de thèse et de réallouer le capital lorsque les faits changent. Les scénarios de NBIM rappellent qu'un actif capable d'amortir un premier choc



peut devenir une vulnérabilité face au suivant. Aucun portefeuille statique ne peut être optimal dans tous ces mondes.

La résilience ne consiste pas à empêcher chaque position de perdre. Elle consiste à éviter qu'une même erreur de scénario compromette simultanément le capital, ses sources futures de rendement et la liberté de décision.

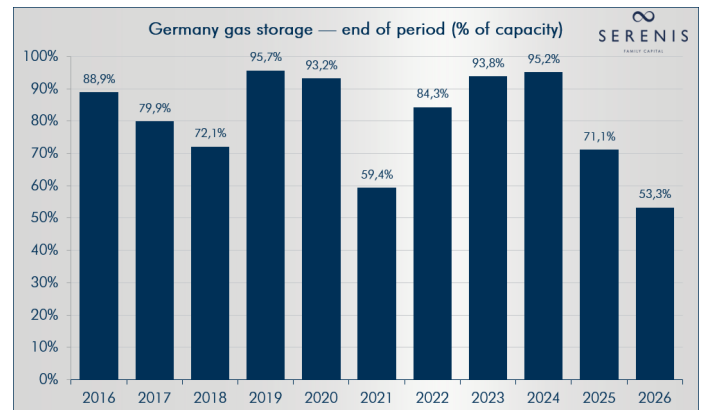
Ce qui doit survivre au choc n'est donc pas le prix quotidien de chaque position, mais la capacité du portefeuille à absorber la perte, à traverser le choc suivant et à continuer d'investir dans le monde qui émergera. C'est là que se situe la sérénité : non pas dans la certitude de prévoir correctement l'avenir, mais dans la confiance accordée à une architecture capable d'évoluer progressivement lorsque les faits se précisent.

Cette sérénité repose sur une discipline de Thinking Forward : regarder au-delà des performances passées, identifier les forces qui transforment déjà l'environnement économique et préparer le portefeuille à plusieurs futurs plausibles plutôt qu'à un seul scénario central. Elle permet d'avancer sans précipitation, de corriger sans renier et de rester disponible lorsque les opportunités apparaissent au cœur même des transitions.

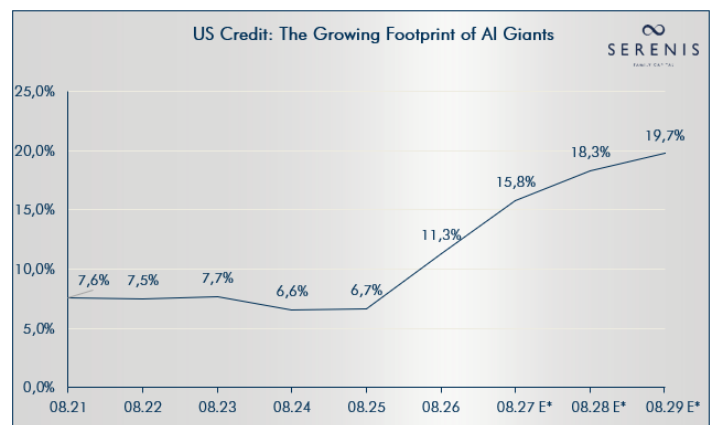


Trois graphiques

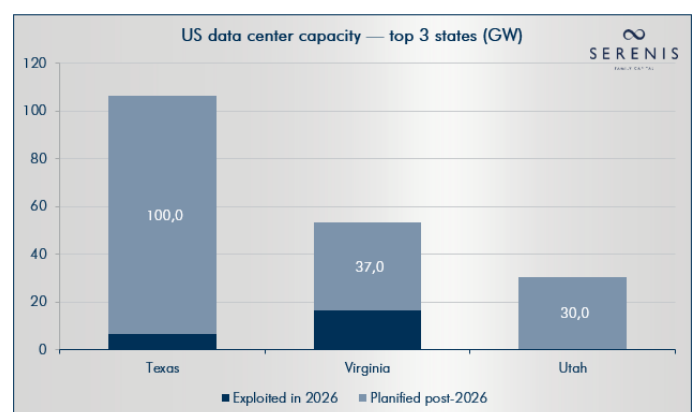
Au 31 août, les réserves allemandes de gaz n'étaient remplies qu'à 53,3 %, leur plus bas niveau à cette date depuis dix ans. Un niveau qui s'explique par des objectifs de stockage abaissés et, surtout, par les perturbations du marché mondial du GNL depuis le début du conflit avec l'Iran. L'Allemagne aborde ainsi l'hiver avec un coussin inhabituellement faible. Mieux vaut espérer qu'il soit clément : un froid prolongé pourrait rapidement tendre les approvisionnements et faire de nouveau flamber les prix du gaz.



L'IA redessine aussi le marché du crédit. Les cinq grands hyperscalers comptaient environ 240 milliards de dollars de dette obligataire à l'été 2025, contre plus de 530 milliards aujourd'hui. Goldman Sachs estime que leurs émissions pourraient atteindre 400 milliards en 2027 et rester élevées au-delà. Conséquence : le poids de l'écosystème IA dans un grand indice passif du crédit Investment Grade américain est passé de 6,7 % à 11,3 % en un an et pourrait frôler 20 % d'ici 2029 selon nos estimations. Une concentration qui rend la gestion active du crédit plus essentielle que jamais.



Le défi du Texas n'est plus seulement énergétique, il devient aussi économique, social et politique. L'État américain peut-il alimenter le boom spectaculaire de l'IA sans faire payer les ménages, fragiliser son réseau électrique et déclencher une fronde de la population ?





*“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