

Les marchés boursiers ont connu une forte volatilité en juillet et, bien que le S&P 500 n'ait enregistré qu'une légère baisse, le Nasdaq a reculé de -6,57 %. Ces chiffres ne reflètent pas tout à fait la réalité et, en arrière-plan, deux facteurs clés ont joué un rôle déterminant : d'une part, un net recul du thème de l'IA et, d'autre part, un important retracement du facteur « momentum » (voir le graphique 2 à la page 3). Des prises de bénéfices ont été observées sur les titres à forte dynamique qui étaient en hausse depuis des semaines comme Sk Hynix ou Samsung. Notre fonds alternatif américain, *Invenomic*, qui avait souffert de l'exubérance irrationnelle sur certaines de ses positions courtes, a progressé de 26 % en juillet !

S'agit-il du début d'une vague de ventes plus importante sur ces titres, ou simplement d'un accident de parcours qui leur permettra de se redresser dans un avenir proche ? Ce que nous savons avec certitude est que les investisseurs recourent massivement à l'effet de levier dans le secteur de l'IA, et que cet effet de levier, combiné à des valorisations élevées, constitue une mauvaise combinaison, car même de légers replis peuvent conduire les investisseurs à recevoir des appels de marge et à devenir des vendeurs forcés comme Leopold Aschenbrenner, âgé de 25 ans, dont le fonds *Situational Awareness* a perdu 67 % en juillet, alors qu'il affichait un pic d'actifs sous gestion d'environ 45 milliards de dollars. Un effet de levier important (qui aurait atteint jusqu'à 4x) a entraîné de lourds appels de marge de la part de courtiers de premier plan tels que Goldman Sachs et JPMorgan Chase, qui ont surexposé leurs portefeuilles.

Du côté de l'actualité économique, la décision de la Fed était conforme aux attentes et, bien que M. Warsh ait confirmé l'objectif d'inflation de 2 %, mesuré par l'indice PCE, il a laissé planer le doute quant à savoir si ce seuil resterait inchangé à l'issue de la révision de la stratégie de politique monétaire prévue début 2027. M. Warsh a également laissé entendre que les marchés obligataires avaient déjà réalisé une partie du resserrement monétaire à la place de la Fed (voir graphique 1 en page 2). Nous avons émis l'hypothèse que la forte hausse des rendements réels pourrait donner à M. Warsh et au Comité fédéral de l'open market (FOMC) une raison de suspendre pour l'instant toute hausse des taux. Interrogé sur la question de savoir si la hausse des rendements obligataires ne signalait pas en réalité la nécessité d'une hausse des taux, M. Warsh a invoqué la résilience de l'économie pour expliquer la hausse des rendements nominaux et réels.

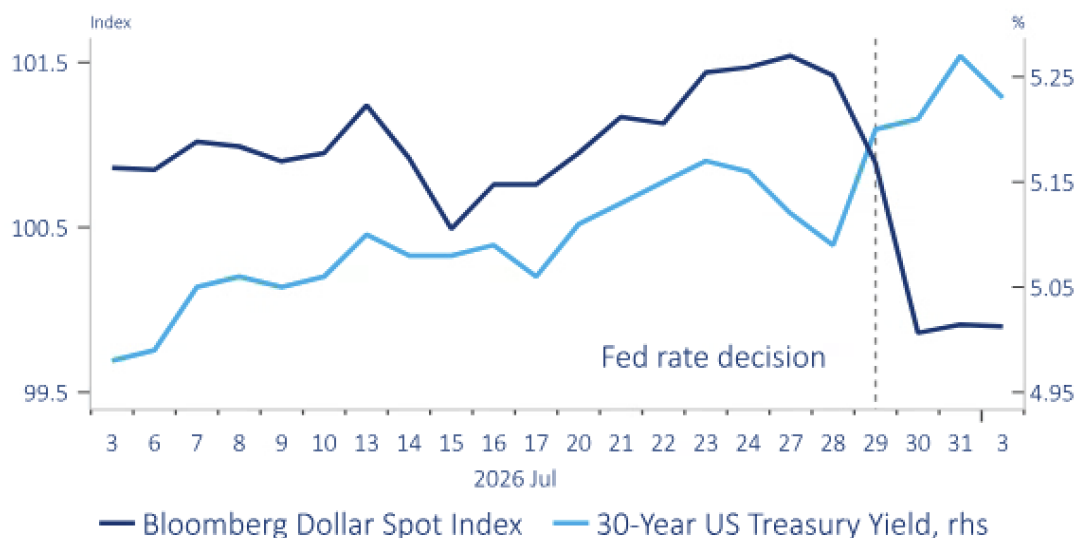
Le dernier graphique met en évidence l'écart croissant de productivité entre les États-Unis et la zone euro au cours des trois dernières décennies. Depuis 1995, la productivité du travail aux États-Unis a enregistré une hausse cumulée de 69 %, contre seulement 29 % pour la zone euro. Cela reflète les investissements plus importants des États-Unis dans la technologie, l'intelligence artificielle, les infrastructures numériques, les marchés des capitaux et la création d'entreprises, tandis que l'Europe continue de faire face à des freins structurels, notamment un niveau d'investissement en capital plus faible, des pressions démographiques, des réglementations plus strictes sur les marchés du travail et des produits, ainsi qu'une adoption plus lente des technologies. Cet avantage durable en matière de productivité a favorisé une croissance plus rapide du PIB américain, des bénéfices et des valorisations boursières plus élevés et des afflux de capitaux internationaux plus importants, renforçant ainsi le leadership économique des USA par rapport à l'Europe.

Au moment où nous rédigeons cette lettre, l'or reprend de la vigueur ; nous restons neutres à court terme, mais optimistes à moyen terme. La banque centrale chinoise a considérablement accéléré ses achats d'or en juin et a de nouveau injecté des liquidités nettes en juillet. Si cette dynamique se poursuit, l'or devrait en bénéficier, avec un certain décalage. Sur le plan structurel, l'or bénéficie également de la réallocation des réserves de la Chine et d'autres banques centrales vers ce métal, celles-ci cherchant à réduire leur dépendance vis-à-vis du dollar américain.

ALLOCATION EQUILIBREE

		Currency	Yield	Beta	Alpha	Weight	Perf 2026*
Short term investments	8%						
Cash deposits & Docus (EUR)		EUR	1,7%	0	0%	4%	0,76%
Cash deposits (USD)		USD	3,2%	0	0%	4%	1,35%
Fixed Income	35%						
MFM CONVERT BONDS OPPORTUNITIES		EUR	6,0%	0,5	1%	5%	9,14%
CORUM BUTLER LONG SHORT CREDIT		EUR	4,5%	0,3	3%	5%	0,22%
QUAERO BOND OPPORTUNITY X EUR		EUR	4,5%	0,5	1%	5%	-0,09%
CANEPÀ CONCISE HY FUND		EUR	6,0%	0,7	0%	5%	1,09%
QUASAR EM HIGH YIELD FUND B		USD	8,0%	0,7	0%	5%	-1,56%
ARCANO EUROPEAN INCOME FUND		USD	7,0%	0,5	0%	5%	2,19%
R-CO VALOR BOND OPPORTUNITY		EUR	5,0%	0,5	1%	5%	-0,08%
Equities	33%						
MEMNON EUROPEAN FUND		EUR	4,0%	0,7	8%	4%	14,71%
QUAERO SWISS SMALL MID CAPS		CHF	3,0%	0,7	1%	4%	6,06%
MEMNON OPPORTUNITY FUND (MIDCAPS)		EUR	4,0%	0,7	1%	4%	10,14%
RAYMOND JAMES BEST PICKS		USD	2,0%	1	1%	4%	9,63%
MAINFIRST GLOBAL DIVIDEND STARS		EUR	3,0%	0,8	0%	3%	9,66%
R-CO VALOR EQUITY FUND		EUR	2,0%	0,8	1%	5%	-3,24%
FOURTON SILKKITIE ASIA		EUR	3,0%	0,8	6%	4%	-12,96%
SIFTER GLOBAL FUND		EUR	2,0%	0,8	1%	5%	20,13%
Asset Allocation	12%						
ACCI DMP- DIVERSIFIED B2		EUR	3,0%	0,6	1%	6%	4,37%
SEXTANT GRAND LARGE-A		EUR	3,0%	0,6	2%	6%	0,44%
Alternative Investments	12%						
DCM SYSTEMATIC FUND		USD	0,0%	0,3	3%	4%	9,95%
RAM LUX SYS-LNG/SH EUR EQ-B		EUR	2,0%	0,2	3%	4%	-0,17%
INVENOMIC US EQUITY LONG/SHORT		USD	3,0%	1	3%	4%	9,04%
Correlation to the Equity markets (Beta)	0,63		EUR exposure	74%	(90% after hedging)		
Expected Annual Return (EUR)	7,08%		USD exposure	26%	(10% after hedging)		
Performance EUR balanced account 2026	3,91%						
Performance CHF balanced account 2026	3,81%		* Performance 2026 as of 31.07.2026				

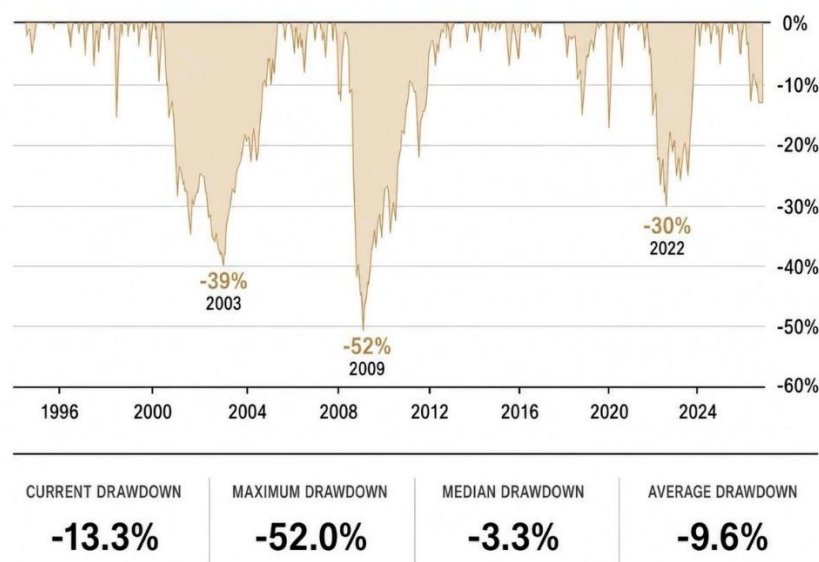
GRAPHIQUE 1 : corrélation taux long et dollar en juillet



GRAPHIQUE 2 : historique des « drawdowns » sur la partie « momentum » USA

DRAWDOWN – MSCI USA MOMENTUM

From peak to trough, monthly data • June 1994 – July 2026



GRAPHIQUE 3 : Productivité du travail aux USA et Europe 1995 - 2026

The transatlantic productivity divergence

