

LE RETOUR DES CONTRAINTES

Depuis plusieurs décennies, les économies occidentales ont bénéficié d'un environnement exceptionnel : une énergie abondante, des chaînes de production mondialisées, des routes commerciales sûres, une inflation faible et un coût du capital en baisse continue.

Ce monde s'éloigne progressivement.

La dette limite désormais la marge de manœuvre des gouvernements. Les tensions géopolitiques fragilisent les routes commerciales. La réindustrialisation nécessite des investissements considérables. Enfin, l'intelligence artificielle fait exploser les besoins en semi-conducteurs, et en énergie.

Toutes ces évolutions ont un point commun : elles réintroduisent des contraintes dans une économie qui avait été organisée pour les supprimer.

LA DETTE AMÉRICAINE : UNE MARGE DE MANŒUVRE DE PLUS EN PLUS RÉDUITE

- Nous évoquons régulièrement la trajectoire de la dette américaine dans ces lignes depuis 2020. Depuis lors, loin de se stabiliser, la situation n'a fait que se détériorer avec une modification importante.
- Depuis 2020, et plus encore depuis 2024, les États-Unis financent une partie colossale de leur déficit avec des obligations à maturité d'1 an et non plus 10 ans ou 30 ans.
- Cette stratégie offre davantage de flexibilité car elle permet de financer la dette à un taux à court terme défini par la FED et non au taux à long terme, habituellement plus élevé et fruit des anticipations d'inflation.
- Mais une conséquence directe difficile : dans les 12 mois qui viennent, les États-Unis devront refinancer 8 trillions (ou 8'000 milliards) de dollars de dettes qui arrivent à échéance !
- Un parallèle intéressant avec la situation d'un consommateur : les US ont émis plus de dettes à très court terme pour une bonne raison, un peu comme si vous étiez obligé d'utiliser votre carte de crédit car personne ne veut vous faire un crédit à la consommation sur 5 ans.
- Ce qui veut dire, que si et quand la FED montera ses taux directeurs, alors le coût de cette dette va s'accroître plus rapidement et plus durement : le coupon moyen actuel des dettes existantes est de 3.3% à comparer au taux 2 ans du marché à 4.3%
- Soit 1% de plus à payer sur 8 TLN, c.-à-d. 80 milliards en plus à financer... auquel s'ajoute encore le déficit annuel de USD 2 TLN !!!!
- Pour payer ce coût grandissant, l'unique solution est d'emprunter davantage
- On se retrouve finalement avec cette boucle « horrible » : hausse des taux directeurs → hausse du déficit → création monétaire → hausse de l'inflation ... et on recommence

Situation & Convictions

Août 2026

Implications portefeuille

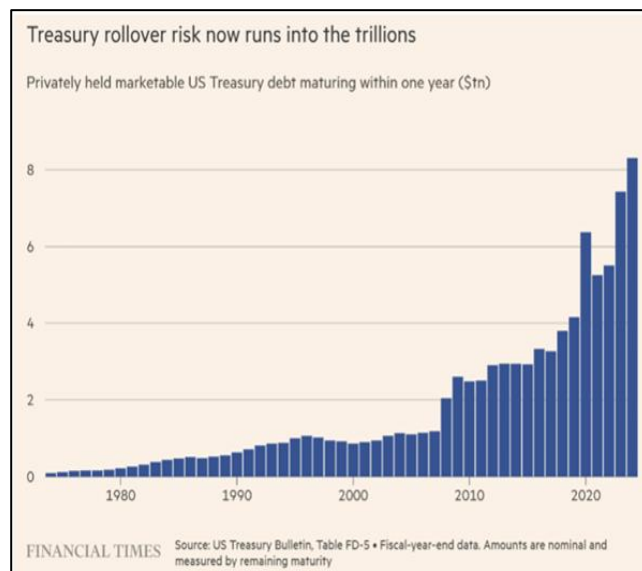
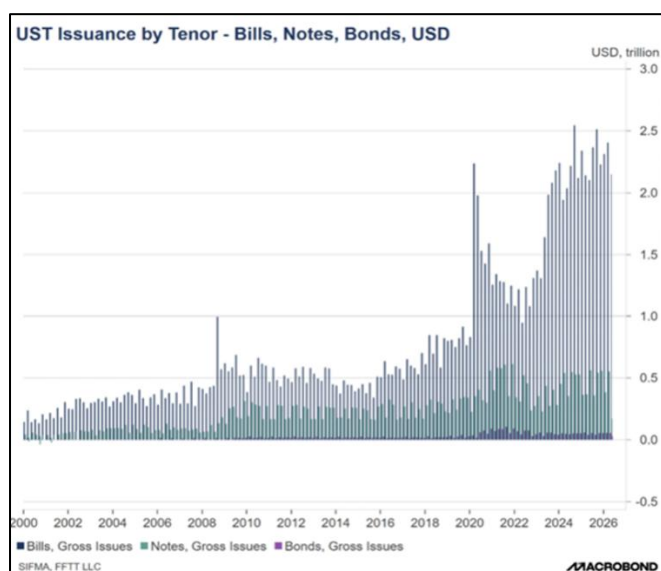
À court terme, une politique monétaire plus restrictive (une hausse des taux) peut soutenir le dollar.

À moyen terme, l'accumulation des déficits, l'augmentation de la charge d'intérêts et les interrogations sur la soutenabilité de la dette restent, selon nous, défavorables à la devise américaine.

C'est l'une des raisons pour lesquelles nous détenons de l'or et des sociétés minières aurifères dans les portefeuilles depuis 2022. Nous privilégions également une duration courte dans les portefeuilles obligataires afin de réduire leur sensibilité à une remontée des taux long terme.

Augmentation significative de l'utilisation des Bills (maturité 1 an)

Sur les 12 mois à venir les US devront refinancer USD 8 TLN de dettes



Cette fragilité budgétaire ne se limite pas à des chiffres : elle a aussi une dimension géopolitique.

LA FIN DU DIVIDENDE GEOPOLITIQUE

- Depuis plus de trente ans, les économies mondiales ont évolué sous la protection d'une puissance militaire américaine sans véritable équivalent : la pax americana [LIEN](#)
- Cette protection a permis le développement d'une économie toujours plus mondialisée. Les entreprises ont organisé leurs chaînes de production en supposant que les principales routes commerciales resteraient ouvertes, sûres et prévisibles. Les pays alliés ont pu réduire leurs dépenses militaires et les marchés financiers ont progressivement considéré les risques géopolitiques comme temporaires et peu susceptibles d'avoir un impact durable sur l'économie.
- Cette hypothèse n'est plus valable.

Situation & Convictions

Août 2026

- La guerre en Ukraine, les tensions au Moyen-Orient, les attaques en mer Rouge et les perturbations autour du détroit d'Ormuz montrent que la sécurité des échanges ne peut plus être considérée comme acquise.
- Avec un drone à USD 20'000, l'Iran arrive à détruire un hélicoptère Apache à USD 40 millions ([LIEN](#)), et surtout, elle se donne la possibilité de perturber des routes commerciales essentielles à l'économie mondiale.

La question n'est donc pas uniquement de savoir si un bateau peut physiquement traverser un détroit.

Ce qui compte pour les entreprises est de savoir quand la marchandise arrivera, combien coûteront son transport et son assurance, et si le flux pourra se poursuivre sans interruption.

Cette incertitude logistique a désormais un nom : les goulots d'étranglement, qui deviennent le nouveau paradigme économique.

LES GOULOTS D'ÉTRANGLEMENT : LE NOUVEAU PARADIGME

- Avant le Covid, le monde avait principalement été organisé pour optimiser les coûts. La production était réalisée là où elle était la moins chère, les entreprises conservaient peu de stocks et les livraisons fonctionnaient en flux tendu.
- Le système reposait sur des transports mondiaux fiables et peu coûteux.
- Depuis le COVID, les consommateurs / électeurs souhaitent avoir des productions locales.
- Ces chocs d'offre créent des chocs inflationnistes : on passe d'une production bon marché souvent asiatique à une production plus locale dans des économies qui n'ont plus l'expertise pour produire des éléments physiques car elles se sont concentrées sur le service.
- On le voit très concrètement : les œufs ou le Doliprane pendant le COVID ([LIEN](#)) / les vélos ou les dérailleurs Shimano ([LIEN](#)) / le fameux D-RAM ou la puce Nvidia et aujourd'hui le pétrole qui passe par Hormuz.
- Les goulots d'étranglement sont le nouveau paradigme de ce monde qui court après sa relocalisation et réindustrialisation

Implications portefeuille

Pour toutes ces raisons, nous pensons que depuis le COVID, l'inflation s'installe durablement au-dessus de 3% et que le USD est sur une tendance baissière à moyen / long terme.

Nous continuons à privilégier nos thématiques liées à ces contraintes :

Energie: Westbeck Energy opportunity / Certificat Discovery

Matières premières et minerais : IXIOS Energy Metals / IXIOS Gold / Certificat Recovery

Duration courte sur la partie fixed income en favorisant la zone émergente : Arkaim / Vontobel EM Corp /

Certificat Short duration

L'IA : RÉVOLUTION TECHNOLOGIQUE, INCERTITUDE FINANCIÈRE

- Cette révolution technologique s'illustre via deux stratégies très distinctes : celle que nous observons chaque jour depuis notre Occident, à savoir via ChatGPT, Gemini, Claude etc..., qui nous offrent des solutions payantes relativement bon marché pour un individu mais très vite onéreuses pour des entreprises (exemple UBER qui demande à ses employés d'arrêter d'utiliser l'IA : [LIEN](#)).
- Cette révolution est financée par les fameux « hyperscalers » (Meta / Broadcom / Amazon / Alphabet) qui avaient pour habitude d'être d'extraordinaires générateurs de cash-flow et qui aujourd'hui s'endettent comme jamais pour financer cette course.
- En face, des entreprises chinoises peu connues en Occident qui offrent des solutions open source et gratuites alors même que les US ont limité la capacité des Chinois à se sourcer en hardware comme Nvidia ([LIEN](#))
- Pourtant les Chinois ont réussi à faire naître des champions locaux, le monde découvre CXMT (concurrent sérieux de Micron et autres)
- Le dernier modèle publié il y a quelques jours fait des ravages : il est gratuit, vous pouvez le charger et le faire tourner sur vos serveurs (c.-à-d. garder vos données) et sa qualité est incroyable : KIMI 3 ([LIEN](#))
- Ce que nous retenons de notre expérience sur le secteur des panneaux solaires au milieu des années 2000 : lorsque la Chine décide de faire d'un secteur un axe stratégique de développement, ALORS il est important de fuir ce secteur en bourse !
- Une grande majorité des entreprises occidentales de production de panneaux solaires ont fait faillite et la Chine produit aujourd'hui plus de 80% des panneaux vendus dans le monde.
- Récemment, nous avons pu remettre cet adage à l'épreuve avec le secteur de l'automobile : en 2000, la Chine produisait à peine 2 millions de voitures par an ; aujourd'hui, ce sont plus de 32 millions de voitures qui sont de qualité incomparable et à des prix imbattables.
- Résultats : nos producteurs européens souffrent d'une concurrence largement sponsorisée par son État dirigiste et appliquant une stratégie centralisée aux perspectives très longues ([LIEN](#)).

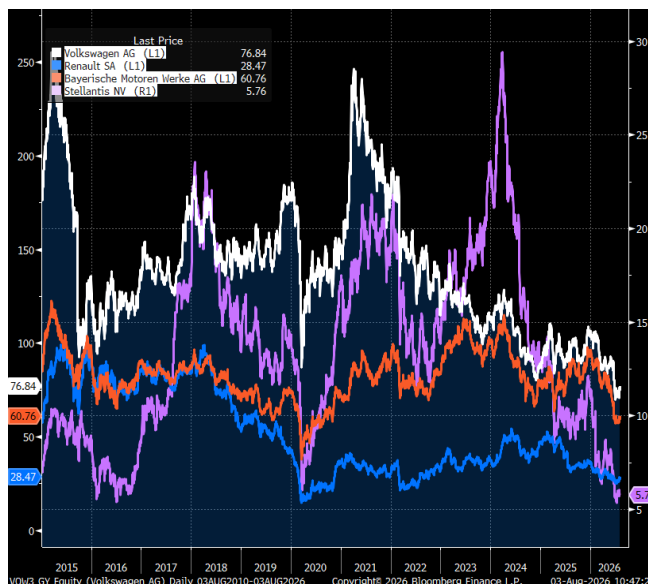
Situation & Convictions

Août 2026

Production de voiture : Chine vs le reste du monde depuis 2000



Parcours boursier depuis 2015 de VW / Renault / BMW / Stellantis



- Nous faisons aujourd'hui la même analyse pour l'IA

Implications portefeuille

Nous restons très peu exposés à cette tech, et préférons jouer cette révolution de l'IA via notre position sur l'énergie.

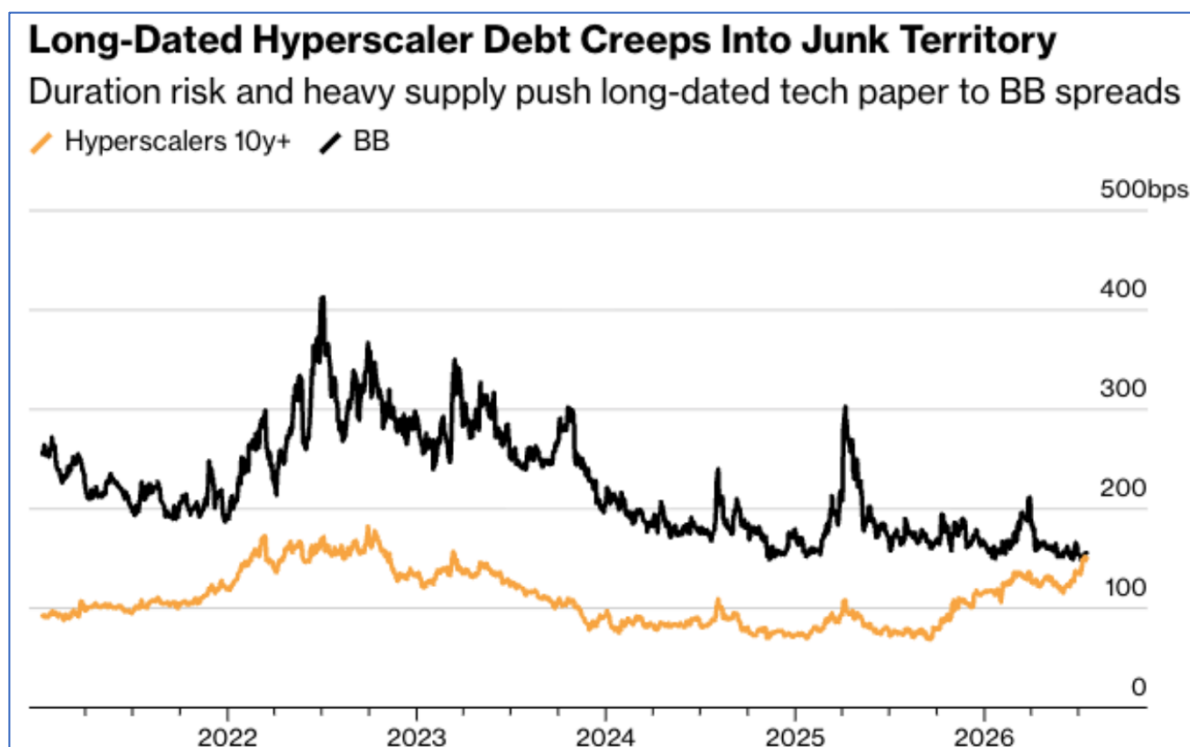
L'ECONOMIE « CIRCULAIRE » DE L'IA

- Cette compétition de l'IA sera féroce et les acteurs politiques vont s'en mêler de plus en plus.
- On entend les voix monter et critiquer ce nouveau modèle chinois, KIMI3, qui s'est d'abord entraîné sur les modèles américains pour atteindre son niveau actuel.
- Pourtant, ceux-là mêmes utilisent toutes nos données accessibles (et sans forcément notre consentement) pour nous vendre leur solution alors que le modèle chinois a dû payer son abonnement Claude pour s'entraîner, le comble ...
- Article intéressant publié par le CEO de Nvidia pour son premier Tweet / X : [LIEN](#)

Situation & Convictions

Août 2026

- On apprend également que Nvidia va jusqu'à financer et construire des data centers de capacité très importante et très coûteux 50 USD BLN (!!!) Pour ensuite les louer à des opérateurs qui sont aussi ses clients qui vont commander pour des milliards de puces. ([LIEN](#))
- Où s'arrêtera cette économie « circulaire », ou comment prendre de sa poche pour donner à son client afin de bénéficier ensuite d'une revalorisation boursière encore plus importante par l'augmentation de son chiffre d'affaires...
- De son côté le marché du crédit perçoit une image différente de l'euphorie boursière : la prime de crédit (spread) que doivent payer ses fameux entreprises « hyperscalers » actives dans les data center est maintenant équivalente à celle des entreprises de qualités « risquées » de type BB



Implications portefeuille

Avec cette analyse, nous restons prudents sur l'exposition à la thématique de l'IA.

Nous avons donc faiblement participé à ce rallye que nous avons du mal à justifier. La très forte correction récente sur l'indice coréen (KOSPI) nous conforte dans notre analyse.

Nous préférons les sociétés européennes (ELEVA / Berenberg) ou suisses (GAM Swiss Mid & Small) ou la partie value américaine (Harris)

Situation & Convictions

Août 2026

CONCLUSION

La géopolitique est revenue au premier plan depuis cinq ans, après plusieurs décennies durant lesquelles elle avait été largement ignorée par les marchés.

Le passage d'un monde optimisé pour l'efficacité à un monde organisé pour la sécurité nécessitera davantage de stocks, davantage de capacités industrielles, davantage d'énergie et davantage de capitaux.

Cette évolution devrait soutenir durablement l'énergie, les matières premières, les minerais stratégiques, l'or et les entreprises industrielles disposant de capacités difficiles à remplacer.

Notre approche de convictions nous permet de diversifier les portefeuilles tout en concentrant les investissements sur quelques thèmes centraux :

- Les producteurs d'énergie.
- Les mines d'or et les minerais stratégiques.
- Les petites et moyennes entreprises industrielles.
- La dette d'entreprises émergentes à duration courte.

Nous conservons parallèlement une approche prudente sur les valorisations. Nous préférons manquer certaines opportunités plutôt que de parier sur une tendance sans comprendre ses fondamentaux et sa capacité réelle à générer des profits.

Enfin, notre allocation aux stratégies alternatives liquides et aux hedge funds trouve pleinement sa place dans un environnement plus volatil, moins prévisible et marqué par des corrélations susceptibles de changer rapidement.

Le nouveau monde sera probablement moins efficace, plus coûteux et plus volatil. Mais il offrira également de nombreuses opportunités à ceux qui sauront identifier les ressources, les capacités et les entreprises devenues réellement rares.

Situation & Convictions

Août 2026

Stratégies / Certificats RJ Management

Certificat Short Duration (USD)

Stratégie fixed income crédit émergent en USD avec une duration inférieure à 2 ans.

2026 YTD	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	Total
+7.94%	+6.65%	+4.86%	+5.93%	+3.36%	+6.95%	0.72%	+5.3%	+1.37%	+2.51%	+0.71%	+56.89%

Certificat Grand Recovery (USD)

Stratégie d'action, avec notre approche « top-down » macro et géostratégie, puis « bottom-up » de sélection sectorielle.

2026 YTD	2025	2024	2023	2022	2021	2020	Total
+3.48%	+61.28%	-0.21%	+7.88%	+1.21%	+7.73%	+11.34%	+118.11%

Certificat Discovery Energy (CAD)

Stratégie action, avec une exposition sectorielle concentrée sur les petits et moyens acteurs de l'exploration et production d'énergie au Canada et US.

2026 YTD	2025	2024	2023	Total
+44.45%	+19.05%	-2.18%	-0.23%	+67.83%

N'hésitez pas à nous contacter pour échanger autour de nos vues macroéconomiques, de la gestion de nos portefeuilles ou de nos certificats dynamiques.

Contact : xroesle@rjmanagement.ch / 0041.22.888.00.52