



SEPTEMBRE 2026 · LA RENTRÉE

Le prix du *temps long*

Les bénéfices n'ont pas autant progressé depuis 2021. L'argent à trente ans n'a pas coûté aussi cher depuis 2007. Les deux marchés disent vrai.

09.2026



ÉDITORIAL

La rentrée se joue à trente ans.

Un été de marché tient d'ordinaire en une phrase. Celui-ci en demande deux, et elles se contredisent. Les actions américaines ont fini août à un souffle de leurs records, portées par la plus forte croissance de bénéfices depuis 2021. Dans le même temps, le taux auquel les États-Unis empruntent à trente ans a passé plus d'une séance sur trois au-dessus de 5 %, ce qui n'était pas arrivé depuis 2007, et le marché monétaire s'est mis à parier non plus sur une baisse des taux directeurs, mais sur une hausse. Un marché dit que l'avenir vaut cher. L'autre dit que le temps coûte cher. Les deux ont raison, et c'est ce qui rend cette rentrée intéressante.

Nous avons choisi de lire la période par le taux long, parce qu'il relie tous les sujets de cette lettre. La construction de l'intelligence artificielle s'emprunte désormais au bout cher de la courbe, pour des installations de quinze à vingt ans, à crédit plutôt que sur les bénéfices. Le Trésor américain, en doublant ses rachats d'obligations longues, a montré qu'il tenait ce taux pour une variable qu'il gère et non plus seulement qu'il constate. L'or, repassé au-dessus de 4'500 dollars l'once en août avant de refluer, cote exactement ce doute. Et la Suisse, dont le taux directeur est à zéro sans qu'aucune remontée soit annoncée, vit dans un autre régime de temps, où le franc sert de monnaie d'emprunt au reste du monde.

Un chiffre résume l'ambiguïté du moment. Les bénéfices du deuxième trimestre des sociétés du S&P 500 ont progressé de 52 % sur un an, la meilleure lecture depuis 2021. Retirez du calcul les deux sociétés qui portent l'essentiel de ces plus-values, Alphabet et Amazon, et la croissance de l'indice revient à 34 %. C'est le périmètre que publie FactSet, et il faut le nommer pour ce qu'il est : on retire deux sociétés entières, pas seulement leurs plus-values. Le chiffre reste excellent. Mais une part de ce que le marché a lu comme un bénéfice d'exploitation est la réévaluation d'un pari que ces sociétés ont pris sur elles-mêmes. Nous y reviendrons, parce que c'est le genre de détail qui décide de la suite.

Cette lettre ne cherche pas à prédire le prochain trimestre. Elle décrit ce que nous observons, ce que nous en pensons, et ce qui nous ferait changer d'avis. Chacune des cinq sections d'analyse se termine par notre lecture, signalée comme telle. La section 06 réunit les faits qui nous donneraient tort, chiffrés et datés à l'avance pour qu'on puisse nous les opposer.

Notre conviction de fond n'a pas bougé depuis le printemps. Quand la contrainte d'une économie redevient physique, l'électricité livrée, la mémoire, le refroidissement, le délai de raccordement, ce sont les détenteurs de ces choses rares qui captent la rente, et non ceux qui en achètent le récit par actions interposées. La rentrée 2026 y ajoute une question : si la construction déçoit, quel bilan encaisse la perte ? Nous y consacrons la troisième section.

Meotis Finance · Neuchâtel, le 4 septembre 2026

DANS CETTE LETTRE

01	Taux et banques centrales Le marché obligataire a repris la parole	3
02	Actions Une hausse gagnée, et une ligne comptable	6
03	Intelligence artificielle La construction se finance à crédit	9
04	Énergie, or et monnaies Une guerre sans prix	12
05	Suisse Le franc, monnaie d'emprunt du monde	14
06	Agenda Ce que nous surveillons, ce qui nous ferait changer d'avis	16
07	Méthode Le laboratoire qui se relit chaque nuit	17

SIX CHIFFRES DE RENTRÉE

5.27 %

Taux américain à trente ans, clôture du 2 septembre 2026

+52 %

Croissance des bénéfices du S&P 500 au deuxième trimestre, sur un an

+13.2 %

S&P 500 depuis le 1er janvier, au 3 septembre 2026

4'430

Dollars par once d'or, clôture du 4 septembre 2026

0.8 %

Inflation suisse sur un an en août 2026

0 %

Taux directeur suisse observé au 4 septembre 2026

01 · TAUX ET BANQUES CENTRALES

Le marché obligataire a repris *la parole*.

Cinq pour cent à trente ans est devenu le prix auquel le monde prête aux États-Unis pour une génération. Ce prix vient d'entrer dans la politique.

Le taux à trente ans du Trésor américain a clôturé à 5.27 % le 2 septembre. Depuis janvier, il a passé 58 séances sur 169 au-dessus de 5 %, la plus longue présence au-dessus de ce seuil depuis 2007, avec un sommet à 5.31 % le 17 août. Le dix ans s'établit à 4.79 %, son plus haut depuis janvier 2025, contre 4.18 % à la fin 2025. Le deux ans est à 4.39 %.

La tension vient d'ailleurs que de l'inflation immédiate. L'indice des prix américain de juillet a progressé de 3.4 % sur un an, mais sa composante sous-jacente, hors alimentation et énergie, s'est limitée à 2.5 %, le rythme le plus faible depuis mars 2021. L'écart entre les deux vient presque entièrement de l'énergie, en hausse de 14.7 % sur un an, du carburant, à plus 24.6 %, et du transport aérien, à plus 25.5 %. Ce qui pousse le taux long, c'est la part qui rémunère le temps lui-même, et le doute sur ceux qui le gèrent.

Une banque centrale qui parle fort, un marché qui la croit

Le 29 juillet, la Réserve fédérale a maintenu son taux directeur entre 3.50 et 3.75 %, mais par neuf voix contre trois, les trois dissidences réclamant une hausse d'un quart de point. C'est inhabituel. Le compte rendu, publié le 19 août, va dans le même sens : de nombreux participants ont jugé qu'un resserrement serait probablement nécessaire si l'inflation ne refluit pas. À la fin août, Kevin Warsh a déclaré depuis Jackson Hole que les tendances de fond de l'inflation ne s'étaient pas améliorées et qu'il restait du travail.

Le marché a écouté. Le 31 août, il attribuait environ deux chances sur trois à une hausse des taux le 16 septembre, et une chance sur deux à une seconde en décembre. Barclays a publié le même jour une prévision de deux hausses en 2026. Les propos plus prudents d'un gouverneur ont ensuite ramené cette probabilité autour d'une chance sur deux à l'ouverture de septembre. Une banque centrale que l'on croyait proche d'assouplir est désormais celle dont on redoute le prochain tour de vis.

Le Trésor entre dans la courbe

Le 19 août, le Trésor américain a annoncé qu'il doublerait au moins ses rachats d'obligations à dix et trente ans à partir du 9 septembre. Le trente ans a perdu 9 points de base dans la journée. Le Trésor présente ces rachats comme une opération de liquidité du marché, non comme un plafonnement des rendements. Nous retenons le geste sans lui prêter d'intention : qu'il pèse durablement sur le taux long reste une hypothèse, et elle s'observe.

Le taux américain à trente ans

Rendement de l'emprunt du Trésor à 30 ans, clôtures quotidiennes, en %



Source : Réserve fédérale de Saint-Louis, dernier point 2 septembre 2026.

L'Europe resserre, elle aussi

La Banque centrale européenne a relevé son taux de dépôt à 2.25 % en juin, sa première hausse depuis 2023, en réponse aux prix de l'énergie. Le 1er septembre, l'inflation de la zone euro est ressortie à 3.3 % sur un an, contre 2.9 % en juillet, au plus haut depuis septembre 2024, avec une composante énergétique à plus 14.3 %. Sa mesure sous-jacente, elle, a reculé à 2.4 %. Le marché attribuait le jour même une quasi-certitude à une nouvelle hausse d'un quart de point, à 2.5 %, lors de la réunion du 10 septembre.

Le Japon comme point d'appui

Le 31 juillet, le Japon a dépensé 8'450 milliards de yens, environ 53 milliards de dollars, pour soutenir une monnaie tombée à son plus bas depuis quarante ans, et les États-Unis se sont joints à l'opération en vendant des euros, un procédé sans précédent. L'enjeu portait sur les obligations américaines autant que sur la monnaie japonaise. Il s'agissait d'éviter que le premier détenteur étranger de dette américaine ne vende ses obligations ou ne relève ses taux au point de détourner le capital mondial. Les quatre grands assureurs vie japonais portaient fin juin 15'130 milliards de yens de pertes latentes sur leurs obligations domestiques : c'est la face cachée du taux long américain.

Le taux réel touche le seuil qui compte

BCA Research relève qu'une hausse d'environ 75 points de base du taux réel à dix ans depuis un creux a précédé les replis boursiers de 2018, de 2022 et du début 2025. Trois observations ne font pas une loi, et nous citons la régularité pour ce qu'elle vaut. Le calcul, lui, est reproductible : ce taux, qui mesure ce que rapporte une obligation une fois retirée l'inflation attendue, est passé de 1.67 % le 11 septembre 2025 à 2.45 % le 2 septembre 2026, soit 78 points de base. L'ordre de grandeur est atteint, à trois points près. Il ne dit pas quand quelque chose cède, seulement que le coussin est mince.

Le taux réel à dix ans a parcouru les trois quarts de point qui comptent

Rendement de l'emprunt indexé sur l'inflation à 10 ans, clôtures quotidiennes, en %



Source : Réserve fédérale de Saint-Louis, dernier point 2 septembre 2026. Seuil des 75 points de base d'après BCA Research, cité par le World Gold Council le 24 août 2026.

CE QUE COÛTE LE TEMPS

5.27 %

Trente ans américain, le
2 septembre 2026

4.79 %

Dix ans américain, au plus
haut depuis janvier 2025

6.87 %

Crédit hypothécaire
américain à trente ans, au
plus haut depuis juin 2025

58 / 169

Séances de 2026 avec un
trente ans au-dessus de
5 %

Le taux long est devenu une politique.

Ce que changerait un taux soutenu

Si les rachats devaient peser sur le rendement, celui-ci en deviendrait moins informatif : il cesserait d'être le thermomètre qu'il était, et il amortirait peut-être un peu la douleur. Les deux effets iraient ensemble, et le second se paierait du premier. Nous écrivons ce paragraphe au conditionnel parce que rien, à ce stade, n'établit cet effet.

Les services de la Réserve fédérale eux-mêmes ont noté, dans le compte rendu de juillet, que la prime de risque des actions américaines n'avait été inférieure à son niveau actuel, dans l'histoire récente, que pendant la bulle des valeurs technologiques. Quand une banque centrale l'écrit dans son propre compte rendu, la phrase se cite telle quelle.

Pour un portefeuille, la conséquence est concrète. Une obligation d'État longue protégeait historiquement d'un choc de croissance : les taux baissaient quand l'économie ralentissait. Dans un régime où l'inflation reste au-dessus de la cible, où la dépense publique porte l'activité et où l'émetteur intervient sur sa propre courbe, cette protection est moins fiable, et elle est plus chère qu'avant à porter.

NOTRE LECTURE

Nous ne construisons pas un portefeuille qui a besoin que le taux à trente ans redescende pour bien se porter. La duration nue protège moins qu'avant, et nous préférons chercher la protection ailleurs : dans les actifs réels dont le revenu est contractuel, dans l'or, et dans les monnaies dont la banque centrale n'a rien à cacher.

Sur la réunion du 16 septembre, nous ne prenons pas position pour le pile ou face. Ce qui nous importe davantage est la projection de taux que la Réserve fédérale publiera le même jour, parce qu'elle engage 2027, et la première réaction du trente ans aux rachats du Trésor, qui commencent une semaine plus tôt. Cette réaction nous dira si les rachats pèsent réellement sur le rendement.

Nous notons enfin que deux des trois grandes banques centrales occidentales resserrent dans un choc dont l'origine est énergétique. Une hausse de taux ne produit pas de pétrole. Elle protège des anticipations, ce qui est un objectif légitime, et elle coûte de la croissance, ce qui en est le prix.

Trois questions ouvertes

Le mur de refinancement. Les emprunts bon marché de la période pandémique ont été majoritairement portés à cinq ans et reviennent par paquets entre 2026 et 2028, aux taux d'aujourd'hui plutôt qu'à ceux d'alors. Le contexte dans lequel ils reviennent est mesurable : notre suivi de la dette et de la liquidité situe la dette non financière américaine à 361 % de la monnaie au sens large, en croissance d'environ un point plus vite que cette monnaie. La réserve d'argent disponible pour refinancer grandit moins vite que ce qu'il y a à refinancer.

L'indépendance de la banque centrale. Elle est devenue un sujet politique explicite avant les élections de mi-mandat du 3 novembre. Une institution qui doit démontrer son indépendance a une raison de plus de resserrer, et le marché le sait.

Le crédit hypothécaire. À 6.87 %, il est au plus haut depuis quinze mois. Le logement américain est le canal par lequel un taux long élevé finit par se voir dans l'économie réelle.

02 · ACTIONS

Une hausse gagnée, *et une ligne comptable.*

Le marché de 2026 monte parce que les entreprises gagnent plus, et son multiple a baissé pendant qu'il montait. C'est sa force. La composition de ces gains demande quand même un second regard.

Le S&P 500 a clôturé le 3 septembre à 7'748 points, en hausse de 13.2 % depuis le début de l'année, tout près de son record du 13 août. Le Nasdaq gagne 14.4 %. Depuis le creux du 30 mars, l'indice américain a repris environ 22 %, soit quelque 12'000 milliards de dollars de capitalisation. Et cette hausse s'est accompagnée d'une baisse du multiple : le rapport entre le cours et les bénéfices attendus des douze prochains mois est passé de 20.4 à 19.6 depuis fin juin, parce que les prévisions de bénéfices ont monté plus vite que les cours.

Le meilleur trimestre depuis 2021

Avec 97 % des sociétés ayant publié, la croissance des bénéfices du deuxième trimestre ressort à 52 % sur un an, pour un chiffre d'affaires en hausse de 15.5 %. C'est la meilleure lecture depuis le deuxième trimestre 2021, et le septième trimestre consécutif de croissance à deux chiffres. Fin juin, les analystes attendaient 23 %. La marge nette de l'indice, à 17.0 %, est la plus élevée depuis que cette série existe.

Deux secteurs font l'essentiel du travail. L'énergie affiche 146 % de croissance des bénéfices, parce que le baril s'est vendu 92.55 dollars en moyenne au deuxième trimestre contre 63.68 un an plus tôt. Les technologies de l'information suivent à 75 %, avec 142 % pour les seuls semi-conducteurs et une marge nette de 32.3 %. La santé est le seul secteur en recul, à moins 6.5 %.

La ligne qu'il faut lire deux fois

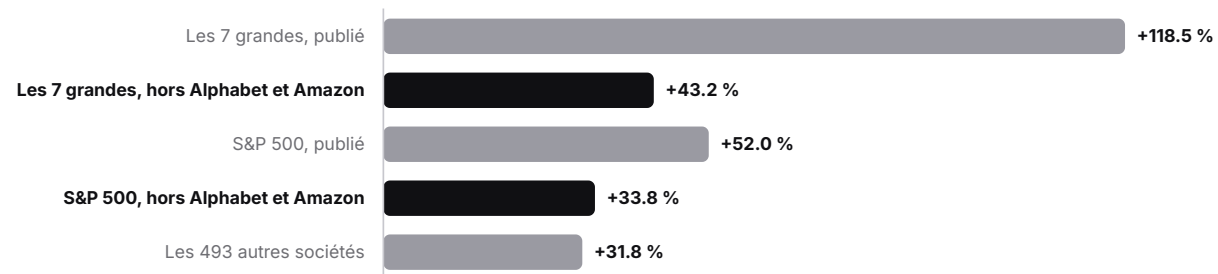
Les sept plus grandes capitalisations affichent 118 % de croissance, contre 32 % pour les 493 autres sociétés. Mais le bénéfice publié par Alphabet contient 98 milliards de dollars de plus-values latentes sur des titres qu'elle détient, et celui d'Amazon 53.4 milliards provenant principalement de sa participation dans le laboratoire Anthropic. Retirez ces deux sociétés du calcul et la croissance des sept revient à 43 %, celle de l'indice à 34 %, et leur écart aux attentes des analystes s'effondre de 66 % à 4 %. L'opération retire deux sociétés entières, avec leur chiffre d'affaires et leurs charges, et non la seule ligne de plus-values : les deux retraitements ne donnent pas le même périmètre, et c'est celui de FactSet qui est repris ici.

Les directions financières, elles, sont confiantes

Un indicateur discret porte sur l'avenir plutôt que sur le trimestre écoulé. Parmi les sociétés qui ont publié une prévision de bénéfice pour le troisième trimestre, 63 l'ont annoncée au-dessus des attentes et 35 en dessous. Une prévision sur trois est donc négative, contre une moyenne de près de six sur dix ces cinq dernières années. Les directions financières américaines n'avaient pas été aussi confiantes depuis longtemps, et elles parlent de leurs propres carnets de commandes.

Retirez deux sociétés et la croissance passe de 52 % à 34 %

Croissance des bénéfices du deuxième trimestre 2026 sur un an, en %, 97 % de l'indice publié



Source : FactSet Earnings Insight du 28 août 2026. Alphabet inscrit 98 milliards de dollars de plus-values latentes sur titres, Amazon 53.4 milliards provenant surtout de sa participation dans Anthropic.

Ces plus-values sont réelles, publiées, et les règles comptables imposent de les inscrire. Reste ceci : une partie de ce que le marché a lu comme la preuve que l'intelligence artificielle rapporte est la réévaluation de participations que ces mêmes sociétés détiennent dans l'intelligence artificielle. C'est une mesure du prix des actifs, pas une mesure du chiffre d'affaires des clients. Elle monte quand le thème monte, et elle redescendra de la même façon.

Les analystes, eux, ont déjà tourné la page : ils attendent pour le quatrième trimestre une croissance de 26.8 % pour les 493 sociétés ordinaires contre 23.2 % pour les sept grandes. Si cette prévision se vérifie, la base de la hausse s'élargit.

L'Europe suit sans bruit

Le STOXX 600 progresse de 9.6 % et le SMI de 8.5 % en monnaie locale, sans l'équivalent d'un géant du calcul. Les bénéfices européens du premier semestre ont crû de 14 %, le meilleur début d'année depuis 2022. Les banques européennes ont nettement dépassé les sept grandes valeurs américaines depuis 2022, et le rendement du dividende de l'indice américain, autour de 1 %, est proche de son plus bas historique. La diversification que beaucoup avaient abandonnée est redevenue une source de rendement.

Le calcul a déjà connu son accident

Le marché coréen, baromètre mondial de la mémoire, gagne encore 58.7 % sur l'année, mais il a perdu 27 % depuis son sommet du 22 juin. Le 28 juillet, l'indice a cédé 10.84 % en une séance ; le 30, il a déclenché deux coupe-circuits d'affilée, une première ; le 24 août, Samsung a reculé de 8.7 % le jour même où il annonçait rendre jusqu'à 80 milliards de dollars à ses actionnaires. La rareté de la mémoire n'a pas diminué. Ce sont les contrats à prix fixe et les attentes de rentabilité qui ont été réévalués, brutalement.

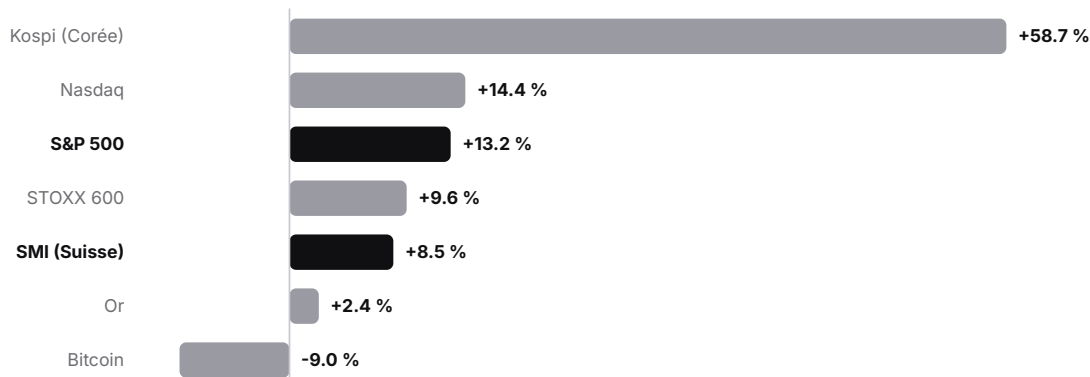
Les voix d'en face

Deux investisseurs dont la carrière s'est bâtie sur l'identification des excès, Ray Dalio et Jeremy Grantham, décrivent aujourd'hui le marché américain comme la plus grande bulle de l'histoire du pays, comparable à 1929 et à 1999. Notre désaccord porte sur un point mesurable : la hausse de 2026 s'est accompagnée d'une baisse du multiple, de 20.4 à 19.6, quand 1929 et 1999 furent des expansions de multiple. Nous devons cependant appliquer à notre propre argument la correction que nous venons d'appliquer aux bénéfices. Une partie de cette baisse tient à des bénéfices que les plus-values de placement ont gonflés, et le multiple corrigé de ces gains a donc moins reculé que le multiple publié. Notre désaccord est plus étroit que la formule ne le laisse croire : nous contestons le mot bulle, pas l'idée que la marge d'erreur s'est réduite.

Nous prenons néanmoins l'avertissement au sérieux sur un point : la marge d'erreur. La plus grande entrée en Bourse jamais réalisée, en juin, se traite aujourd'hui sous son prix d'introduction, avec une trésorerie disponible que les analystes projettent négative jusqu'en 2029. Le marché primaire, lui, a déjà commencé à faire le tri entre les récits et les comptes.

Depuis le 1er janvier 2026

Indices de prix en monnaie locale, clôtures du 3 septembre pour les indices américains, du 4 septembre pour les autres



Source : données de marché publiques. Le Kospi a perdu 27 % depuis son sommet du 22 juin 2026.

Une assurance rarement aussi bon marché

L'indice de volatilité clôture à 14.5 le 4 septembre, tout près de son plus bas de l'année, touché le 14 août à 14.25, et la protection à la baisse se paie au premier centile de sa fourchette des douze derniers mois. Cela survient deux semaines avant une réunion de banque centrale dont l'issue est ouverte, un mois avant la plus grande entrée en Bourse jamais tentée dans l'intelligence artificielle, et deux mois avant des élections américaines de mi-mandat. Une assurance se paie rarement aussi peu cher à la veille d'événements aussi connus.

Ce que l'action doit battre

Une comparaison situe l'enjeu, à condition de prendre la bonne. L'indice américain se paie 19.6 fois les bénéfices attendus, ce qui revient à un rendement des bénéfices de 5.1 %, quand l'emprunt d'État à trente ans rapporte 5.27 % sans risque de crédit. L'actionnaire accepte donc aujourd'hui un rendement légèrement inférieur à celui de l'État, en portant par-dessus le risque d'entreprise. Le dividende, autour de 1 %, ne se compare pas au coupon : il ne mesure que la part des bénéfices distribuée en espèces. C'est l'écart entre rendement des bénéfices et rendement obligataire que les services de la Réserve fédérale décrivent, dans le compte rendu cité en première section, comme le plus faible depuis la bulle des valeurs technologiques. Une croissance des bénéfices peut le reconstituer, une détente du taux long aussi. Aucune des deux n'est acquise, et c'est la raison pour laquelle cette lettre lit les actions par le taux long.

Ce qui soutient encore les cours

Les rachats d'actions restent la première source de demande nette : environ 1'400 milliards de dollars attendus en 2026, contre quelque 700 milliards d'émissions nouvelles. Plus de 1'100 milliards d'autorisations redevennent utilisables à la sortie de la période de silence, en septembre, dont les deux tiers hors technologie.

Le levier des particuliers a déjà reflué : les encours des produits indiciaires à effet de levier ont fondu de près d'un tiers depuis leur sommet de juin, et de moitié sur les semi-conducteurs. Ce marché a purgé une partie de son excès sans que l'indice baisse.

NOTRE LECTURE

Nous restons investis dans un marché porté par les bénéfices, sans confondre l'indice avec l'économie. Le pétrole et le calcul font la hausse ; nous préférons les détenir par ce qui les contraint, l'électricité, le réseau, la mémoire, plutôt que par la seule couche des modèles.

Nous accordons plus de poids à la croissance des 493 sociétés ordinaires qu'à celle des sept grandes, parce qu'elle se mesure sur des ventes et non sur des réévaluations.

Notre signal de sortie du thème n'a pas changé et n'a pas clignoté : un ralentissement véritable de l'intention d'investir des grands opérateurs de nuage, des chantiers reportés, des commandes suspendues.

03 · INTELLIGENCE ARTIFICIELLE

La construction se finance *à crédit.*

Savoir si l'intelligence artificielle est une bulle ne dit pas qui paiera. La question utile est une question de plomberie. Si la construction déçoit, quel bilan encaisse la perte ?

L'ordre de grandeur d'abord. Les quatre plus grands opérateurs de nuage américains ont annoncé, pour 2026, entre 720 et 745 milliards de dollars d'investissements, et environ 835 milliards en ajoutant Oracle. Amazon prévoit près de 220 milliards, Alphabet entre 195 et 205, Microsoft environ 175, Meta entre 130 et 145. Le directeur financier de Nvidia a cité pour 2027 une projection de 1'300 milliards pour les cinq premiers acteurs. L'intelligence artificielle représente désormais 15.8 % de tout l'investissement physique des entreprises américaines, constructions et équipements confondus, et elle a fourni environ 78 % de la croissance de cet investissement sur un an.

Le moment où la trésorerie ne suffit plus

Ce qui a changé cette année tient en une ligne de compte. Alphabet a publié au deuxième trimestre sa première trésorerie disponible négative depuis son entrée en Bourse de 2004, à moins 5.9 milliards de dollars. Amazon affiche moins 7.6 milliards sur douze mois glissants. La trésorerie disponible de Meta est tombée à 784 millions, en recul d'environ 90 %, pour 31.9 milliards de flux d'exploitation. Seul Microsoft dégage encore un excédent confortable, à 19.6 milliards, avec des investissements en hausse de 70 %.

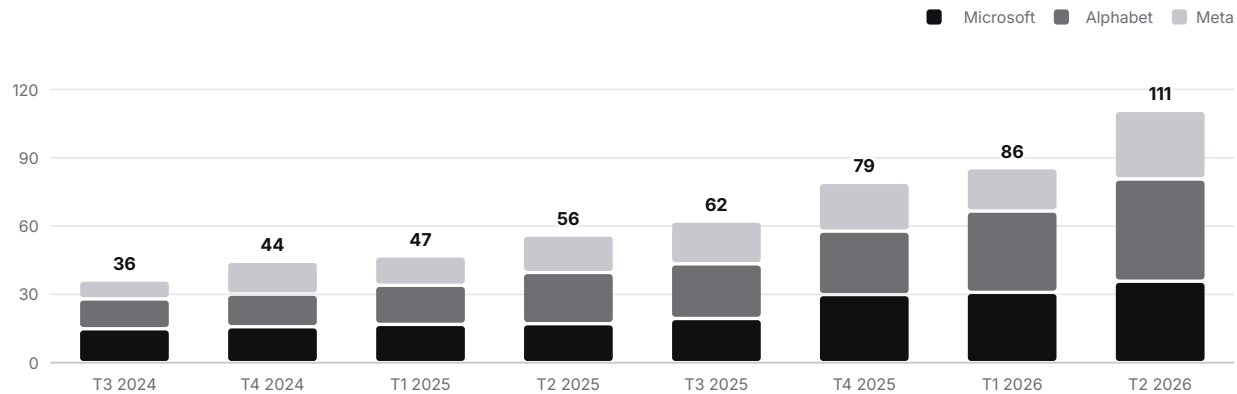
Un trimestre de trésorerie négative n'impose pas à lui seul le recours à la dette, et ces quatre lectures ne portent pas toutes sur la même période : celle d'Amazon est glissante sur douze mois, les autres sont trimestrielles. Ce qui documente le basculement est ailleurs, dans le financement lui-même. La part des investissements financée par de la dette nouvelle est passée de 9 % pour l'exercice 2024 à 32 % sur les douze derniers mois, et la dette cumulée des cinq grands opérateurs approche 700 milliards de dollars. Alphabet est passée de 16 à 100 milliards de dette et a levé 84.75 milliards en fonds propres en juin, la plus grande opération de ce type jamais réalisée par une société cotée, dont 10 milliards souscrits de gré à gré par Berkshire Hathaway.

Assez grand pour se voir dans la balance commerciale

La taille du chantier a fini par déborder des comptes de résultat. Le déficit commercial américain sur les marchandises a atteint 118.8 milliards de dollars en juillet, le plus large depuis mars 2025, et il s'explique par la plus forte hausse des importations de biens d'équipement depuis 1993 : des ordinateurs, des semi-conducteurs, des équipements de réseau. Une thématique d'investissement qui déforme la balance commerciale d'une économie de cette taille a cessé d'être une thématique sectorielle. Elle est devenue une donnée macroéconomique, et c'est à ce titre que nous la suivons.

Ce que trois sociétés investissent par trimestre

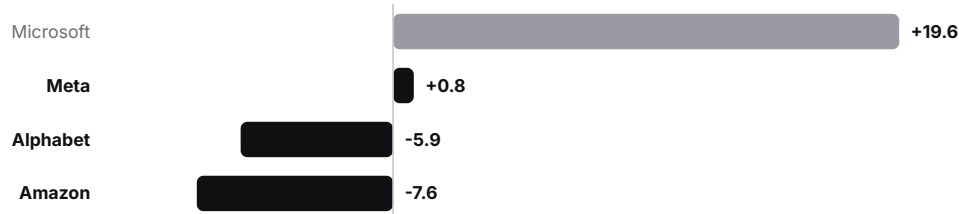
Milliards de dollars, Microsoft, Alphabet et Meta cumulées · Amazon exclue, faute d'une ligne trimestrielle complète



Source : états de flux de trésorerie déposés auprès de la SEC, suivi maison des investissements, relevé du 28 août 2026. Dépense décaissée hors locations financières, d'où des totaux inférieurs aux enveloppes annoncées, qui les incluent.

La trésorerie disponible après investissement

Milliards de dollars · trimestre publié au deuxième trimestre 2026, sauf Amazon (douze mois glissants)



Source : publications trimestrielles des sociétés. Alphabet enregistre sa première trésorerie disponible négative depuis son entrée en Bourse de 2004.

Trois canaux, trois risques différents

Les obligations d'entreprise. C'est le canal le plus propre : les emprunteurs sont bénéficiaires, la dette est notée et cotée, et si cela tourne mal, on le voit en temps réel. Il a néanmoins ses signaux. Oracle a été abaissée en juillet à un cran au-dessus de la catégorie spéculative, pour cause d'investissements en forte hausse, de trésorerie disponible négative et de concentration de sa clientèle.

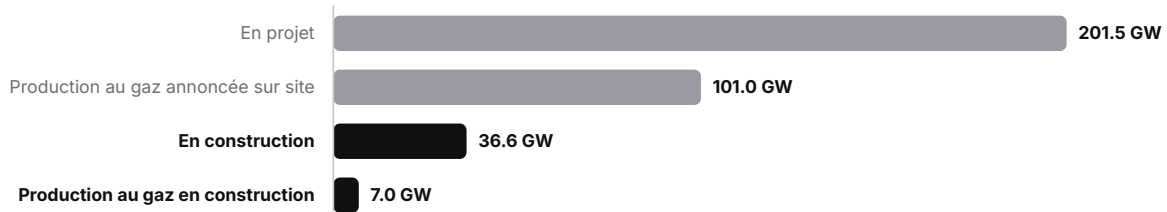
Le prêt gagé sur les puces. Un opérateur achète des processeurs, emprunte contre eux et contre les contrats de location qu'ils génèrent, puis ces prêts sont regroupés et revendus. La question honnête porte sur le gage : une génération de puces se renouvelle en trois à cinq ans, et son loyer horaire avait doublé en un mois au printemps, ce qui signifie qu'il peut être divisé par deux tout aussi vite.

Ce qui ne figure pas au bilan. Les engagements de location des cinq grands opérateurs, qui ne sont pas comptabilisés comme dettes, totalisent environ 820 milliards de dollars. Pour Oracle seule, ils représentent près de trois fois les investissements annoncés pour l'exercice 2027. Un engagement de location est une obligation de payer, quelle que soit la page du rapport où il figure.

Il faut y ajouter la dette privée adossée à l'assurance vie, le canal le moins visible des trois : environ 750 milliards de dollars d'actifs d'assureurs vie sont désormais à portée du capital-investissement, dont 10 à 15 % placés en dette privée, souvent notée hors du regard public.

Le chantier électrique des centres de données américains

Gigawatts · capacité recensée en mai 2026



Source : recensements sectoriels de mai 2026 relevés par la recherche Meotis. Un gigawatt alimente environ un million de foyers américains.

La contrainte est physique, et elle se chiffre

Amener le courant jusqu'au site est devenu le mur. Les commandes mondiales de turbines à gaz ont atteint environ 100 gigawatts fin 2025 pour une capacité de fabrication de 60 à 70 gigawatts par an, et les nouvelles commandes se paient 10 à 20 % au-dessus du carnet existant. Le seul réseau texan traite environ 356 gigawatts de demandes de raccordement. Au moins 25 projets ont été annulés en 2025 après opposition des communes.

Plus haut dans la chaîne, la mémoire est le second goulet. Nvidia a publié fin août un chiffre d'affaires trimestriel de 96.2 milliards de dollars, en hausse de 106 %, et annoncé une prévision de 108 milliards pour le trimestre suivant. Ses engagements d'achat auprès de ses fournisseurs ont plus que doublé, de 119 à 279 milliards, principalement pour sécuriser de la mémoire. La société prévoit néanmoins que sa marge brute recule de 75 % à 71 ou 72 % d'ici la fin de son exercice, à cause du prix de cette mémoire. Le fabricant le mieux placé du cycle voit sa marge baisser à cause de son propre fournisseur.

Ce que dit notre modèle

Le 27 août, la catégorie du système bancaire se tenait à 1.40 écart-type au-dessus de sa propre moyenne, alors que la liquidité était proche de la normale, à 0.34, et le crédit aux ménages exactement sur sa moyenne, à 0.03. Une seule des trois lampes d'un boum du crédit généralisé est allumée. Ce qui circule dans les bilans bancaires est concentré, et ne vient ni du consommateur ni d'une abondance d'argent.

NOTRE LECTURE

Si la construction avait été financée par les fonds propres, une déception se serait lue dans les cours. Financée comme elle l'est aujourd'hui, par la dette, elle se lira d'abord dans la qualité du crédit bancaire, dans la valorisation des portefeuilles de dette privée et dans les réserves des assureurs, y compris européens, qui achètent cette dette depuis des années en quête d'un rendement introuvable chez eux.

Nous en tirons trois règles. Préférer les entreprises qui peuvent se dispenser d'aller demander de l'argent. Détenir la couche rare au prix de construction plutôt que le miroir coté, qui se paie cinq à onze fois sa valeur comptable. Et surveiller les indicateurs les plus ennuyeux : enquêtes de crédit, écarts de rendement, publications d'assureurs, et la catégorie bancaire de notre modèle.

La construction se poursuivra tant que le financement restera disponible, parce que ceux qui la mènent croient que le calcul est la contrainte de la décennie, et ils ont probablement raison sur ce point. C'est bien pourquoi nous surveillons le financement plutôt que la conviction. La question ouverte est de savoir qui tiendra le papier quand la première génération de puces arrivera en fin de vie utile.

04 · ÉNERGIE, OR ET MONNAIES

Une guerre *sans prix*.

Le détroit d'Ormuz est contesté chaque jour et le baril n'y réagit plus qu'à peine. Quand un marché cesse de coter un risque, le risque ne disparaît pas : il change d'adresse.

Le 1er septembre, le commandement américain a annoncé avoir frappé des cibles iraniennes en réponse à des tentatives d'attaque contre la navigation commerciale dans le détroit, dont une pose de mines ; Téhéran a déclaré le jour même avoir riposté contre des bases américaines dans la région, et des explosions ont été signalées au-dessus d'Aqaba. Le baril de Brent a clôturé le 31 août à 90.49 dollars et clôture à 96 dollars le 4 septembre, en hausse de 58 % sur l'année, mais loin du sommet de 118 dollars du 31 mars. Début août, il était même repassé sous 80 dollars sur un espoir diplomatique.

Entre-temps, le marché a appris à vivre sans savoir. Les transpondeurs des pétroliers sont éteints dans le Golfe ; Washington affirme que 9 millions de barils par jour transitent, les négociants en comptent 4 à 6, contre environ 20 avant la guerre, soit près d'un cinquième de l'offre mondiale. Deux amortisseurs ont absorbé le choc : les réserves chinoises et la réserve stratégique américaine, tombée sous 300 millions de barils, son plus bas depuis 1982. Les exportations américaines de diesel sont à un record. La tension a quitté le brut pour les produits raffinés et pour les stocks publics.

Le signal tungstène

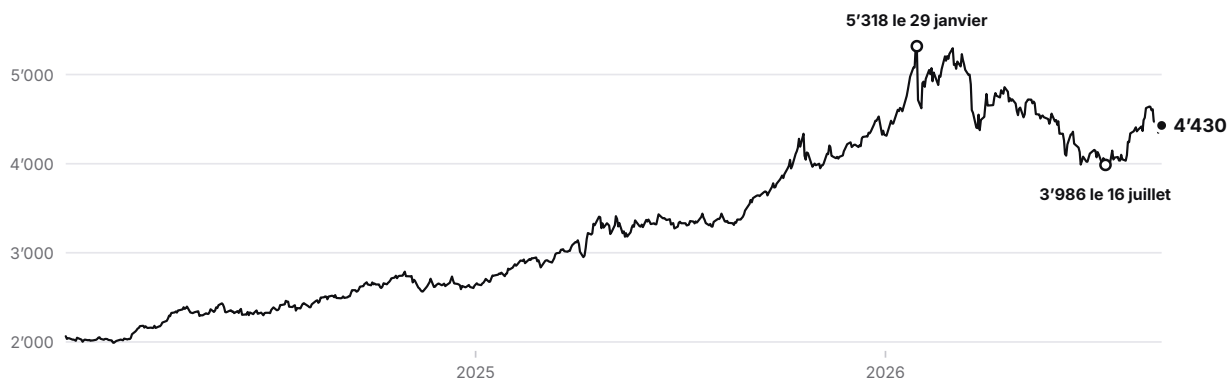
Pendant que la prime de guerre du pétrole faisait l'aller-retour, un métal que presque personne ne suit a été multiplié par dix depuis 2022 : le tungstène, indispensable aux outils de coupe et aux munitions, dont la Chine contrôle environ 80 % de l'offre et n'autorise plus que quinze entreprises à exporter. Depuis un siècle, les mines occidentales de tungstène n'ouvrent qu'à l'approche des guerres ; une mine centenaire rouvre en Tasmanie. Une prime pétrolière s'évapore sur un communiqué. Une prime sur un métal stratégique tient, parce qu'elle cote une doctrine militaire plutôt qu'une diplomatie, sauf si Pékin rouvre ses licences d'exportation, ce que rien n'annonce.

Ce que cela dit d'un portefeuille

L'épisode a une portée qui dépasse le pétrole. Un marché profond, liquide et intensément suivi a cessé de mesurer un risque qu'il ne peut plus observer, et il s'est mis à coter la dernière déclaration officielle disponible. Le risque n'a pas diminué pour autant : il s'est déplacé vers des marchés plus étroits, moins liquides et beaucoup moins regardés, où il continue de se payer. C'est un argument concret en faveur d'une diversification qui ne se limite pas aux grandes classes d'actifs cotées, et une raison de se méfier d'un prix rassurant établi sur une information que personne ne possède.

L'once d'or en dollars

Contrat à terme le plus proche, clôtures quotidiennes



Source : données de marché publiques, dernier point 4 septembre 2026. Prévision de fin d'année de Goldman Sachs Research, publiée le 25 août 2026 : 4'900 dollars.

L'or cote le doute, et les banques centrales l'achètent

L'once a repassé les 4'500 dollars en août, pour la première fois depuis le 29 mai, avec un plus haut à 4'641 dollars le 24 août. Elle a reflué depuis et clôture à 4'430 dollars le 4 septembre. Elle avait perdu 25 % entre son sommet du 29 janvier, à 5'318 dollars, et son creux du 16 juillet, puis a repris 11 %, dont 9 % sur le seul mois d'août. Elle reste sous sa moyenne à deux cents jours, que le rebond n'a pas franchie. L'argent a gagné 15 % en août.

Le moteur est identifiable et il est double. D'abord les taux réels : une inflation qui reste au-dessus de la cible réduit ce que rapporte une obligation une fois l'inflation retirée, et l'or n'a pas de rendement à défendre. Ensuite les acheteurs officiels : les banques centrales achètent en moyenne, cette année, environ 50 tonnes par mois, contre 17 tonnes avant 2022, et le rythme aurait atteint 100 tonnes en juin, la Banque populaire de Chine étant le principal acheteur identifiable. Goldman Sachs Research voit l'once à 4'900 dollars à la fin de l'année.

Le dollar, deux thermomètres qui divergent

L'indice que tout le monde regarde progresse de 0.9 % depuis janvier. L'indice large de la Réserve fédérale, pondéré par les échanges réels des États-Unis, recule de 0.8 %. Le premier pèse l'euro à 58 % et ignore la Chine et le Mexique ; le second les compte pour un quart. Quand les deux divergent, le signal tient à la composition du panier et non à une tendance, et le signal tient à la composition du panier. Le yuan a touché un plus haut de trois ans et demi.

Le bitcoin, baromètre nerveux des taux réels

À 79'672 dollars, le bitcoin recule encore de 9.0 % sur l'année, mais il a repris 36 % depuis son creux du 30 juin et 23 % sur le seul dernier mois, dans un mouvement qui s'est accéléré le jour de l'annonce des rachats du Trésor. Il réagit aux taux réels comme l'or, en plus nerveux. Le Sénat américain vote le 15 septembre sur l'encadrement du secteur.

NOTRE LECTURE

Nous lisons le prix du brut comme un indicateur retardé, et les produits raffinés, les stocks stratégiques et les métaux stratégiques comme les vrais thermomètres du conflit.

Sur l'or, nous tenons la reprise de l'été pour celle d'une tendance longue : tant que les taux réels restent contenus et que l'inflation dépasse la cible, le métal joue un rôle de convexité dans un portefeuille. Son premier acheteur est un ensemble de banques centrales qui diversifient leurs réserves hors du dollar, et une réallocation de réserves se décide sur des années.

Sur le dollar, nous restons sans position tant que les deux indices divergent. Le bitcoin, nous le dimensionnons comme une exposition aux taux réels à fort levier : il suit l'or, avec trois à quatre fois son amplitude.

05 · SUISSE

Le franc, monnaie d'emprunt *du monde.*

Le taux directeur suisse est à zéro, et la Banque nationale ne publie pas de trajectoire. Cela fait du franc la monnaie la moins chère à emprunter parmi les grandes devises, et c'est précisément ce qui le rend intéressant.

Trois choses se distinguent ici, et les confondre coûte cher. Le fait observé : le taux directeur est à zéro. L'hypothèse rapportée : la presse financière prête à la Banque nationale l'intention de l'y laisser jusqu'à la fin 2027 avant de le relever, sauf choc nouveau, mais l'institution ne s'engage sur aucune trajectoire et ne publie pas de projection de taux. Notre scénario : nous ne voyons pas de motif de resserrement à 0.8 % d'inflation, et nous le tenons pour une lecture, pas pour un acquis. Les taux négatifs restent une option ouverte plutôt qu'un scénario central. L'inflation suisse s'est établie à 0.8 % sur un an en août, chiffre publié le 3 septembre par l'Office fédéral de la statistique, à Neuchâtel, avec une hausse mensuelle de 0.4 % portée par les loyers, les carburants et les soins hospitaliers. Le pays se tient au milieu de la fourchette visée, pendant que la zone euro est à 3.3 % et les États-Unis à 3.4 %. La prochaine décision tombe le 24 septembre.

Une économie plus solide que prévu

Le produit intérieur brut, corrigé des grands événements sportifs, a progressé de 1.5 % au deuxième trimestre, le rythme le plus rapide depuis 2021, porté par la pharmacie et la chimie, alors qu'aucun économiste interrogé n'attendait mieux que 0.3 %. L'effet est sans doute en partie ponctuel, mais il confirme une chose : un pays peu dépendant des énergies fossiles traverse mieux une guerre du pétrole que ses voisins.

Un désavantage douanier de deux points et demi

Le sujet suisse de la rentrée est ailleurs. Après l'invalidation par la Cour suprême, en février, des droits de douane que Washington avait fondés sur ses pouvoirs d'urgence, une nouvelle série est entrée en vigueur le 24 juillet, sur une autre base légale, couvrant une soixantaine de partenaires commerciaux. La Suisse y est traitée à un plafond combiné de 12.5 %, contre 10 % pour l'Union européenne. Deux points et demi d'écart, sur le premier marché d'exportation du pays. Les faïtières industrielles ont parlé d'un désavantage concurrentiel injustifié, et deux recours ont été déposés devant le tribunal du commerce international américain. À court terme, les exportations suisses vers les États-Unis ont pourtant progressé de plus de 21 % au deuxième trimestre, contre 0.4 % pour celles de l'Union européenne : les acheteurs ont anticipé. Ce chiffre flatteur est donc à lire comme une avance prise sur les trimestres suivants, et non comme une immunité.

La monnaie plutôt que le taux

Une question revient à chaque cycle : la Banque nationale repassera-t-elle en territoire négatif ? Les économistes interrogés au printemps répondaient presque unanimement non, et recommandaient l'outil de change plutôt que l'outil de taux. C'est la doctrine qui s'applique depuis : intervenir pour amortir un choc externe, jamais pour défendre un niveau. Elle a l'avantage d'épargner les marges des banques et les rendements de la prévoyance, que huit années de taux négatifs avaient durement éprouvés, et l'inconvénient de laisser le franc se tendre quand le monde a peur.

L'euro en francs suisses

Cours EUR/CHF, clôtures quotidiennes



Source : données de marché publiques, dernier point 4 septembre 2026.

Ce que le monde emprunte, il le rend un jour

Avec une volatilité de change très basse et aucune perspective de hausse des taux, les investisseurs empruntent en francs pour acheter des actifs mieux rémunérés ailleurs. L'euro s'échange à 0.94 franc, contre 0.90 en mars ; le dollar à 0.81. La Banque nationale n'est intervenue que deux fois récemment, après l'annonce des droits de douane américains et au début de la guerre en Iran, et seulement pour lisser les à-coups, jamais pour tenir un niveau.

Le précédent vaut d'être gardé en tête. Le dernier grand débouclage de positions financées en yen, en août 2024, avait effacé 12 % de la Bourse de Tokyo en une séance. Si un événement de crédit, quelle qu'en soit l'origine, force les investisseurs à réduire leur levier, le franc sera racheté vite, et une banque centrale qui n'intervient plus pour tenir un niveau laissera passer une bonne partie du mouvement.

La pierre dans un régime de taux zéro

Les prix des logements en propriété ont progressé de 3.6 % sur un an au deuxième trimestre, et la prévision pour l'ensemble de 2026 se situe entre 3.5 et 4.0 %. L'indice qui mesure le risque de surchauffe est passé de 0.62 à 0.72 point, un niveau qualifié de modéré, avec une correction jugée peu probable à court terme. Les loyers demandés montent de 2.4 % sur un an, les loyers en cours de 1.1 %, et le taux de vacance reste à 1.00 %. Avec des taux hypothécaires arrimés à un taux directeur aujourd'hui nul, l'immobilier suisse se finance à un coût que peu de marchés européens obtiennent, ce qui est à la fois son attrait et sa vulnérabilité.

Le watt utile

La Suisse ne gagnera pas la course au gigawatt du calcul. Elle peut gagner celle du watt utile. Le pays compte environ 120 centres de données et plus de dix chantiers ouverts, l'une des densités les plus fortes au monde. Une analyse de l'École polytechnique fédérale de Zurich estime qu'il faudrait produire ou importer 4.6 térawattheures de plus pour couvrir la demande attendue en 2030, et le gestionnaire du réseau zurichois indique que plusieurs zones de son réseau amont ne peuvent plus absorber de charge supplémentaire. Les trois quarts de l'électricité suisse sont renouvelables, l'eau de rivière refroidit sans groupe froid, et la chaleur rejetée trouve preneur dans les réseaux urbains. Ces trois avantages se mesurent au lieu de se déclarer, et nous publierons cette mesure dans une prochaine lettre.

NOTRE LECTURE

Le régime suisse est lisible : des taux courts nuls, sans resserrement annoncé, une monnaie que le monde emprunte, une économie réelle solide, et un désavantage douanier qui pèse sur les exportateurs sans les casser. Nous couvrons donc ce qui doit l'être en devises, parce que le retour du franc arrive toujours plus vite qu'on ne l'attend. Nous regardons l'immobilier et les infrastructures suisses, dont le revenu se finance à un coût que peu d'autres marchés obtiennent. Et nous traitons la couche physique du calcul, en Suisse, comme un actif réel de plus, à détenir au prix de construction.



06 · AGENDA

Ce que nous surveillons, et ce qui nous ferait *changer d'avis*.

LES DATES QUI COMPTENT

9 sept.	Début des rachats doublés du Trésor américain	La réaction du trente ans dira si la courbe se laisse gérer.
10 sept.	Banque centrale européenne	Une hausse à 2.5 % est quasiment acquise.
11 sept.	Inflation américaine d'août	Cinq jours avant la Réserve fédérale. La composante sous-jacente décide.
15 sept.	Vote du Sénat américain sur les actifs numériques	Le bitcoin en cote déjà une partie.
16 sept.	Réserve fédérale, avec projections	Issue ouverte. La projection engage 2027.
24 sept.	Banque nationale suisse	Zéro maintenu. Toute allusion aux taux négatifs pèserait sur le franc.
24 sept.	Rencontre des présidents américain et chinois	Douanes, terres rares, métaux stratégiques.
Octobre	Entrée en Bourse attendue d'un grand laboratoire	Le test du prix de la couche des modèles.
Mi-oct.	Résultats du troisième trimestre	L'intention d'investir : notre signal de sortie.
3 nov.	Élections américaines de mi-mandat	Budget, douanes, indépendance de la banque centrale.
9 déc.	Réserve fédérale	Une seconde hausse y est déjà à demi cotée.
10 déc.	Banque nationale suisse	Le marché des changes y voit une chance sur deux de hausse. À 0.8 % d'inflation, nous n'en voyons pas le motif.

CE QUI NOUS DONNERAIT TORT

Chaque condition porte un seuil et une échéance. Nous les relèverons dans la lettre de décembre et dirons lesquelles se sont réalisées.

01 Sur les taux

Un rendement à trente ans clôturant sous 4.75 % pendant vingt séances consécutives avant la fin décembre. Le régime que nous décrivons, celui d'un taux long durablement cher, n'existerait pas.

02 Sur les bénéfices

Une croissance des bénéfices inférieure à 15 % au troisième trimestre pour les 493 sociétés hors des sept grandes. Notre préférence pour la croissance mesurée sur des ventes serait mal placée.

03 Sur l'intelligence artificielle

Une part des investissements financée par de la dette nouvelle retombant sous 20 %, contre 32 % aujourd'hui, sur les résultats du troisième trimestre. Ou la catégorie bancaire de notre modèle sous 0.50 écart-type sur trois relevés mensuels consécutifs, la construction se poursuivant.

04 Sur l'or

Des achats officiels sous 20 tonnes par mois en moyenne sur trois mois, contre environ 50 aujourd'hui. Le métal perdrait celui de ses deux moteurs que nous jugeons le plus durable.

05 Sur le franc

Une Banque nationale qui désigne les taux négatifs comme son scénario central le 24 septembre ou le 10 décembre. Ou une volatilité implicite à trois mois sur l'euro contre franc au-dessus de 6 %, qui rendrait le portage trop cher pour durer.

06 Sur l'ensemble

Un bilan de la Réserve fédérale en expansion de plus de 500 milliards de dollars sur six mois. L'argent abondant pardonne beaucoup d'endettement, pendant un temps, et rendrait notre prudence prématurée.

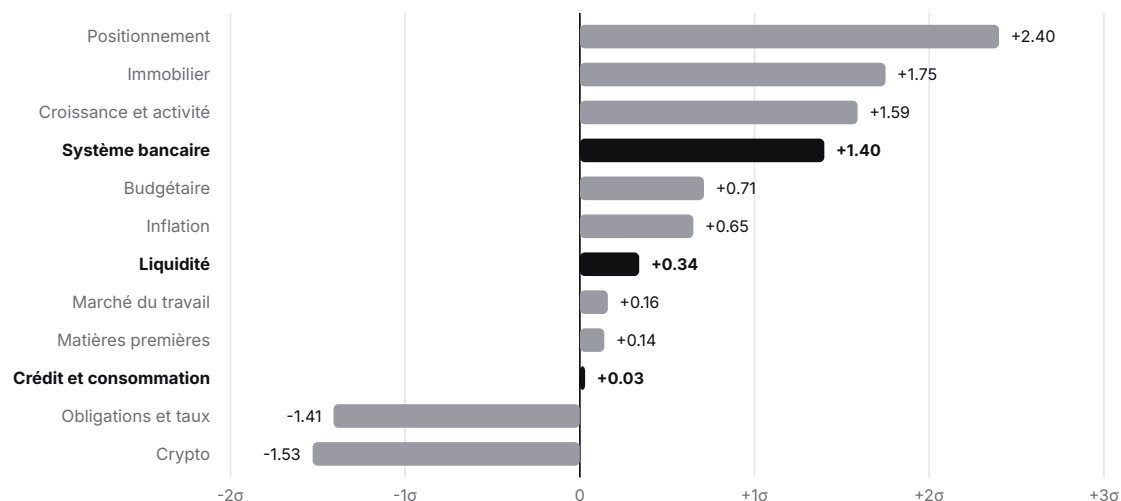
Une conviction non écrite ne se conteste pas après coup. Une conviction écrite, datée et attribuée, oui.



Le laboratoire qui se relit *chaque nuit*.

Là où le modèle voit de la tension

Écart de chaque catégorie à sa propre moyenne historique, en écarts-types, calcul du 27 août 2026



Source : modèle d'allocation Noésis, 184 indicateurs frais sur 270 selon la fenêtre maison de 75 jours. La catégorie Global et géopolitique est écartée, 2 de ses 56 indicateurs seulement étant frais.

Zéro signifie une catégorie exactement sur sa moyenne historique ; plus un signifie plus chaud qu'environ cinq lectures sur six. Les trois catégories en noir sont celles que la troisième section de cette lettre lit ensemble.

Les lectures de cette lettre sortent d'un dispositif construit pour nous contredire. Noésis, notre laboratoire d'investissement, suit 270 indicateurs économiques et de marché répartis en treize catégories. Chaque indicateur est comparé à sa propre histoire et exprimé en écarts-types, ce qui évacue le récit : le modèle ignore qu'il existe une histoire de l'intelligence artificielle, il sait seulement si les données bancaires ressemblent à elles-mêmes. Une donnée vieille de plus de 75 jours reste visible mais cesse de peser, et une catégorie trop peu renseignée ne fait pencher aucune allocation.

Chaque position candidate passe ensuite devant un comité. Trente sièges se répartissent quinze disciplines et plaident, pour et contre ; trois juges tranchent en parallèle sans se lire, et un juge principal écrit le verdict. Le dispositif fait délibérément travailler plusieurs familles de modèles, parce que des modèles de même lignée se trompent aux mêmes endroits et se donnent raison entre eux. Sur 269 débats archivés, 262 n'ont conduit à aucune transaction. Ce taux décrit la hauteur de la barre sans prouver la qualité du jugement : seules les sept décisions prises pourront le faire. Nous le publions parce qu'un comité qui approuve tout ne sert à rien.

Le dernier mot reste humain. Aucun ordre ne quitte la plateforme sans qu'une personne l'ait signé, et chaque décision est consignée avec l'argument le plus fort qui s'y opposait. C'est pourquoi chaque section de cette lettre dit ce qui nous ferait changer d'avis : une conviction qu'on ne peut pas contredire mérite un autre nom.

Le capital à l'ère de l'intelligence.

Meotis Finance · Neuchâtel, Suisse

finance@meotis.ch · meotis.ch

Recherche, lettres de marché et gestion gouvernée, installées sur une infrastructure choisie et contrôlée par l'organisation qui les exploite.

D'OÙ VIENNENT LES CHIFFRES

Taux et inflation

Réserve fédérale de Saint-Louis, comptes rendus du Comité de politique monétaire, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Office fédéral de la statistique.

Investissement et énergie

Dépôts auprès de la SEC, recensements sectoriels, Agence internationale de l'énergie, École polytechnique fédérale de Zurich.

Suisse

Secrétariat d'État à l'économie, Office fédéral de la statistique, études du secteur immobilier, faïtières industrielles.

Actions et bénéfices

FactSet, publications trimestrielles des sociétés, données de marché publiques.

Or, changes, matières premières

World Gold Council, Goldman Sachs Research, données de marché publiques.

Mesures maison

Modèle d'allocation et suivis de la recherche Meotis, décrits en section 07 et datés à chaque emploi.

La prochaine lettre paraîtra au début d'octobre. D'ici là, deux chiffres nous diront l'essentiel: la réaction du taux à trente ans aux rachats du Trésor, et la part de la croissance des bénéfices du troisième trimestre qui viendra de ventes plutôt que de réévaluations.

Cette lettre est une publication d'information de Meotis, Neuchâtel. Elle est fournie à titre informatif et éducatif uniquement. Elle ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation personnalisée, ni une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un instrument financier, et elle ne tient compte d'aucune situation, d'aucun objectif et d'aucune tolérance au risque en particulier. Toute décision d'investissement doit être prise après un examen indépendant et, le cas échéant, avec l'aide d'un conseiller qualifié.

Les opinions exprimées sont celles de Meotis à la date de publication et peuvent changer sans préavis. Les performances passées ne préjugent

pas des performances futures. Tout investissement comporte un risque de perte, jusqu'à la totalité du capital investi. Les projets d'infrastructure évoqués sont à l'étude; rien n'y est engagé et rien n'y est offert.

Les données de marché sont arrêtées au 4 septembre 2026, à la dernière clôture disponible pour chaque série: le 3 septembre pour les indices actions américains, le 2 septembre pour les rendements du Trésor, le 4 septembre pour l'or, le pétrole, les changes et la volatilité. Les illustrations sont des gravures originales de Meotis. Reproduction interdite sans autorisation.