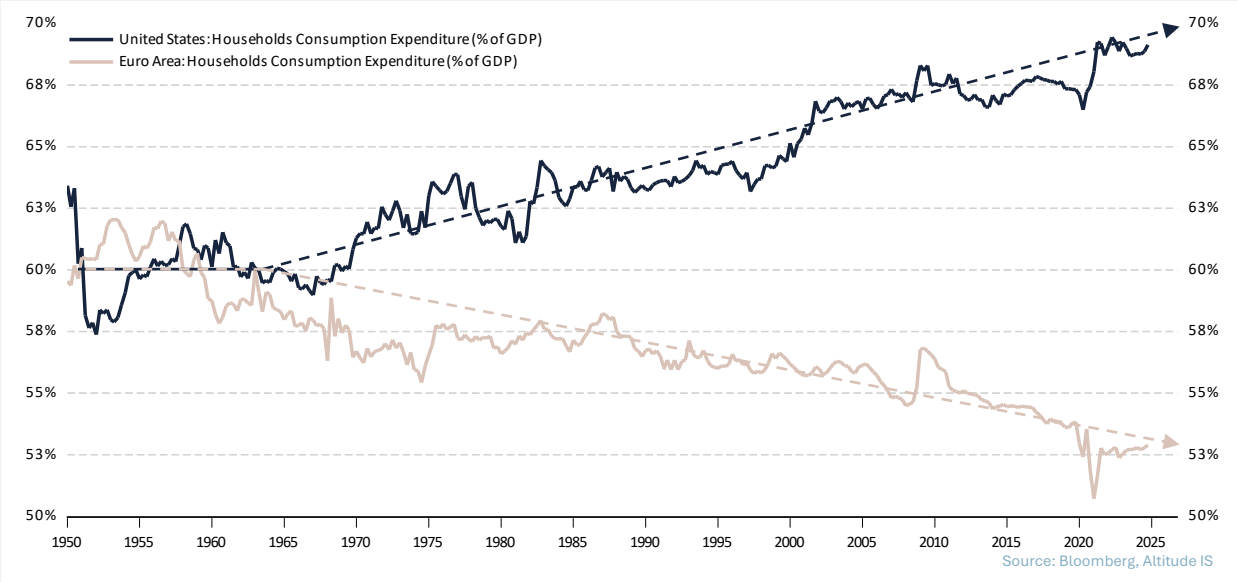
Le fleximadaire qui atteint des sommets - publication du 5 mai 2025

"DIS-MOI COMMENT TU CONSOMMES, JE TE DIRAI QUI TU ES"

- Les ménages sont les principaux contributeurs à la croissance
- C'est encore plus marqué aux États-Unis que dans le reste du monde
- Leur perte de confiance et de pouvoir d'achat fait peser un risque de récession
- Toutes les classes d'actifs en subissent les conséquences

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Aux États-Unis, plus qu'ailleurs, le client est roi"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Dans les pays développés, la consommation des ménages constitue le principal moteur de la croissance. Leur modèle économique s'inscrit dans une logique bien connue, celle du "tournant de Lewis". Après avoir développé leurs infrastructures, franchi les grandes étapes de l'industrialisation et s'être appuyés sur une main-d'œuvre bon marché pour exporter, ils doivent stimuler leur propre consommation intérieure s'ils veulent poursuivre une croissance dynamique. C'est ce qu'ont fait le Royaume-Uni et les États-Unis à la fin du XIX^{e} siècle et les leaders de l'Europe continentale à la sortie de la Seconde Guerre mondiale. Le sud de l'Europe a suivi en s'appuyant sur les aides financières apportées par l'Union européenne. De son côté, le Japon n'est que partiellement parvenu à compenser le ralentissement de

ses exportations dans les années 1990. Enfin, la Chine s'évertue à ne plus seulement être "l'usine du monde". Depuis le tournant des années 2010, Pékin cherche à faire émerger une classe moyenne consommatrice. L'objectif n'est pas encore atteint. La faiblesse du modèle social (chômage et retraite) et la récente crise immobilière incitent les Chinois à épargner par précaution.

Aux États-Unis, non seulement les ménages sont devenus les principaux contributeurs de croissance, mais **cette domination fait figure d'exception.** La consommation privée représente 68% à 69% du Produit Intérieur Brut (PIB) selon les sources de données. Ailleurs dans le monde, ce ratio est important mais nettement moins élevé : 61% au Royaume-Uni, 55% au Japon et au Canada, 52% dans la Zone Euro, ou 39% en Chine (cf. Fig. 2). Cette singularité structurelle n'est pas nouvelle. Elle s'est accrue au cours du temps. Dans les années 1950, la part de la consommation dans le PIB américain était déjà élevée, oscillant autour de 60%, mais elle était comparable à celle observée en Europe. **C'est dans les années 1960 que les trajectoires ont commencé à diverger** (cf. Graphique de la semaine). Aux États-Unis, la part de la consommation a progressé de manière linéaire, franchissant la barre des 65% au début des années 2000 et atteignant près de 68% après la crise de 2008. À l'inverse, en Zone Euro, la tendance est orientée à la baisse, passant sous le seuil de 55% en 2008 et pointant au voisinage de 53% depuis la pandémie. Au cours des quarante dernières années, le différentiel n'a cessé de se creuser structurellement.

Fig. 2 – Poids de la consommation dans le PIB

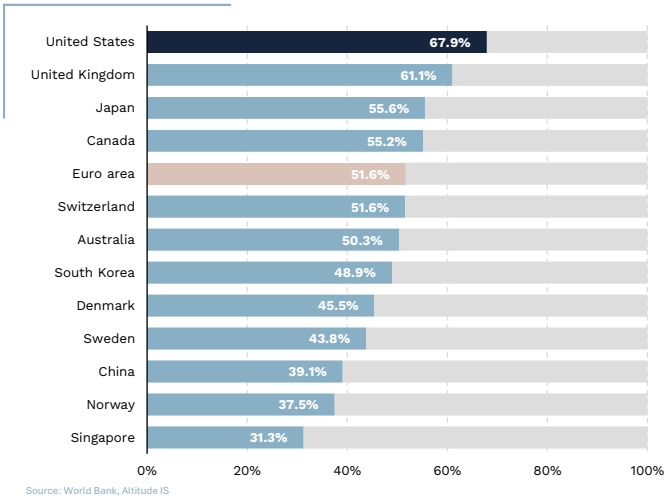
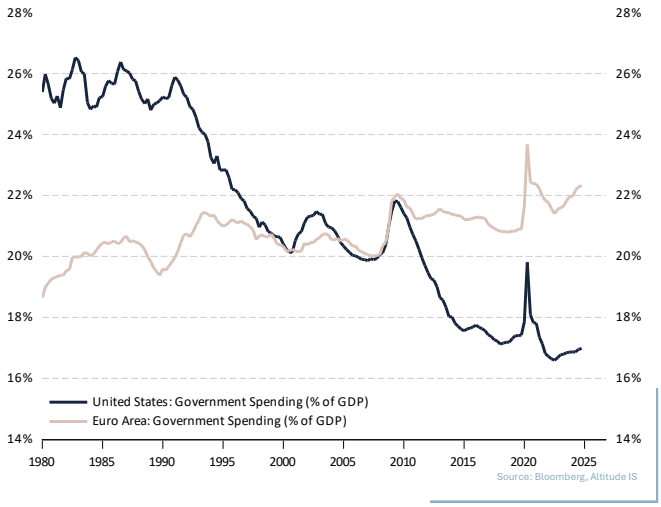


Fig. 3 – Poids des dépenses publiques US vs EMU



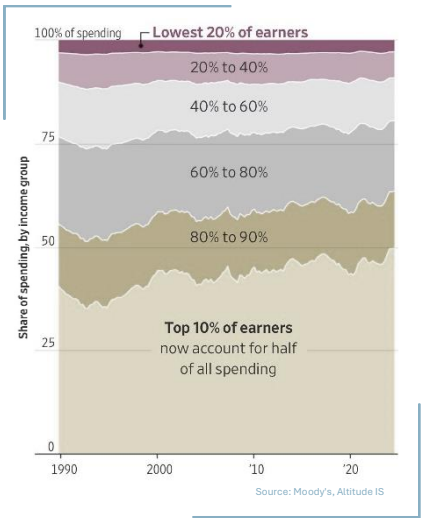
Plusieurs facteurs économiques, institutionnels et culturels expliquent cette divergence :

- **Les États-Unis ont progressivement adopté un modèle libéral,** avec une pression fiscale plus faible, ce qui a laissé davantage de revenu disponible aux ménages. En parallèle, l'Etat fédéral s'est désengagé de plusieurs domaines, tels que la santé, l'éducation ou la retraite, transférant aux ménages des dépenses qui restent publiques en Europe (cf. Fig. 3). Ces charges étant comptabilisées comme consommation privée aux États-Unis, son poids dans le PIB a mécaniquement augmenté.
- **L'accès élargi au crédit a profondément transformé la dynamique de consommation.** Dès les années 1980, les ménages américains ont pu recourir massivement aux emprunts immobiliers, aux crédits à la consommation et aux cartes de crédit. Ce levier leur a permis de soutenir leurs dépenses, indépendamment de l'évolution de leurs revenus. En Europe, les ménages ont conservé un comportement plus prudent, avec des taux d'épargne structurellement plus élevés, et les banques leur permettent moins facilement d'actionner le levier financier.

- **L'économie américaine s'est reconfigurée autour des services aux ménages,** bien plus rapidement que ses homologues européennes. Cette tertiarisation, souvent locale, a pénalisé le développement de l'industrie mais elle a permis plus de loisirs, de santé, d'éducation privée, de digital, de mobilité. Cette transformation sectorielle est venue renforcer le rôle des ménages comme débouché final.

- **Paradoxalement, la montée des inégalités de revenus a permis de soutenir la consommation agrégée.** Les ménages les plus aisés, qui représentent une part croissante du revenu global, consomment aussi davantage en valeur absolue. Aujourd'hui, les 10% des ménages les plus riches — ceux dont les revenus annuels dépassent 250 000 dollars — sont à l'origine de près de 50% des dépenses de consommation, contre 35% il y a trente ans (cf. Fig. 4). Cette concentration des dépenses, financée en partie par l'envolée des patrimoines financiers, a contribué à maintenir le niveau global de la demande, malgré la faible progression des revenus réels de la majorité. En Europe, la consommation reste plus distribuée entre les classes sociales, en partie grâce à des mécanismes de redistribution plus puissants.

Fig. 4 – Conso. selon les revenus



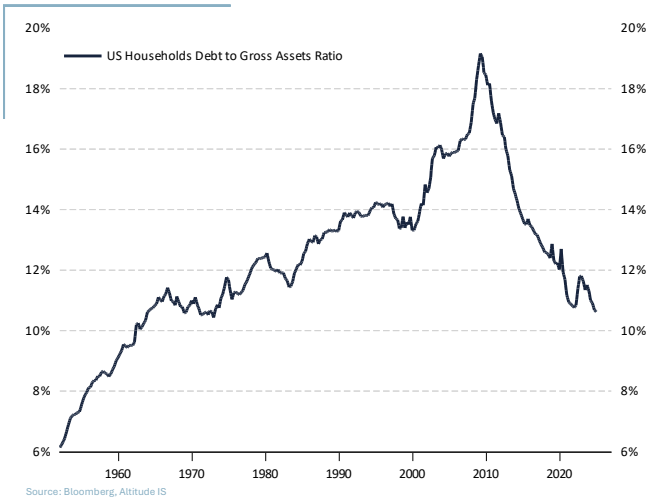
- **Aux États-Unis, la consommation est bien plus qu'un acte économique :** elle constitue une forme d'expression individuelle, associée à l'idée de liberté, de réussite et d'appartenance sociale. Le pouvoir d'achat y façonne l'identité, et l'acte d'achat devient un moyen visible d'affirmation de soi. Cette dimension culturelle agit comme un puissant amplificateur de la consommation. Cette dimension symbolique est moins prégnante en Europe, où la sobriété, la prévoyance ou l'égalitarisme restent des valeurs sociales fortes.

Ainsi, l'écart entre les États-Unis et l'Europe en matière de consommation des ménages ne résulte pas d'un contexte ponctuel, mais d'un **découplage historique, nourri par des choix économiques, financiers, sociaux et culturels**.

Le modèle américain n'est pas sans fragilités. Le premier facteur de vulnérabilité de la consommation des ménages ne réside pas tant dans le niveau de leur endettement, dont le ratio par rapport à leur richesse demeure rassurant (cf. Fig. 5), que dans la structure de cette dette et sa sensibilité au cycle monétaire. Ces dernières années, la hausse continue des prix de l'immobilier et des actifs financiers a contribué à améliorer le bilan agrégé des ménages. En revanche, **le coût du service de la dette a significativement augmenté**. La remontée des taux d'intérêt depuis 2022 est venue alourdir les charges liées aux cartes de crédit, aux emprunts étudiants, aux crédits automobiles et, surtout, aux hypothèques (cf. Fig. 6). Chez les ménages les plus endettés, le levier du crédit, largement utilisé ces dernières années, ne peut plus servir de soutien automatique à la consommation. La contraction de la consommation n'est donc pas généralisée, mais concentrée sur les franges les plus sensibles de la population, celles dont la propension marginale à consommer est pourtant la plus élevée.

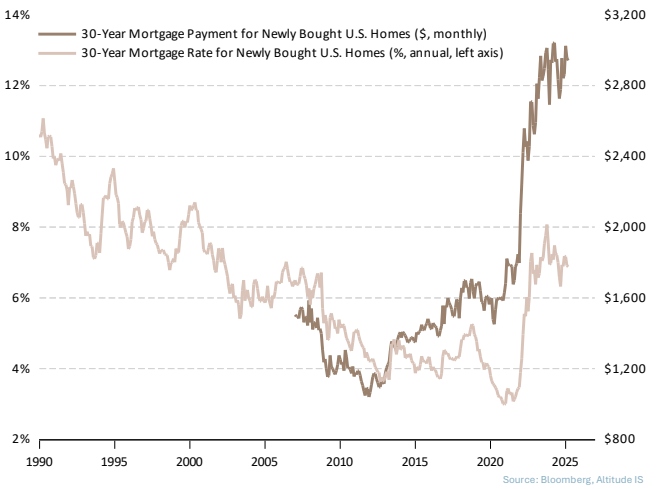
Le deuxième risque concerne l'évolution du marché de l'emploi. Si le taux de chômage poursuit sa dangereuse progression, ou si les créations d'emplois se concentrent sur des postes faiblement rémunérés, la dynamique de consommation sera rapidement affectée. La consommation étant étroitement liée aux anticipations de revenus futurs, toute détérioration de la confiance des ménages amplifie le phénomène. Les classes moyennes, déjà confrontées à un fort renchérissement du coût du logement, des soins et de l'éducation, sont déjà en train d'ajuster leurs comportements d'achat.

Fig. 5 – Ratio d'endettement des ménages



Source: Bloomberg, Altitude IS

Fig. 6 – Charges d'intérêts hypothécaires

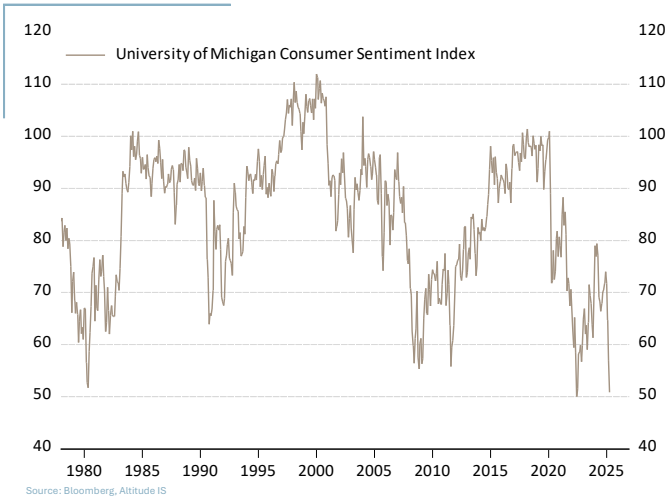


Source: Bloomberg, Altitude IS

L'inflation persistante constitue le troisième danger. Même si les revenus nominaux continuent de progresser, une inflation durablement supérieure à la progression des salaires réduira le pouvoir d'achat. L'arbitrage se fera en défaveur des biens durables, des loisirs ou de l'équipement, au profit des dépenses contraintes telles que l'alimentation et les médicaments.

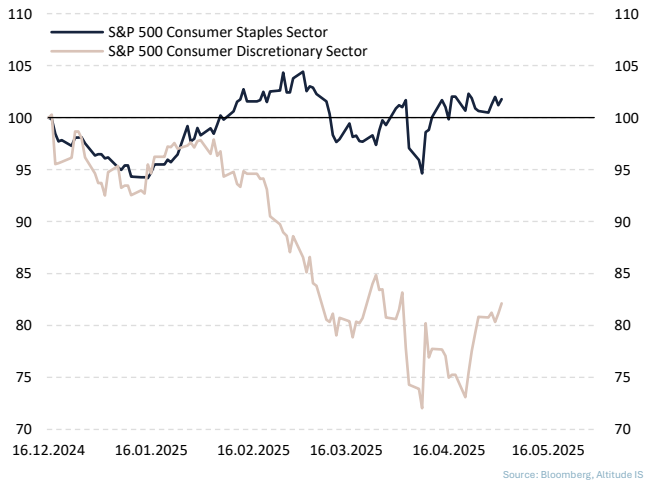
Enfin, la politique commerciale de l'administration Trump, notamment l'imposition de tarifs douaniers sur les produits en provenance de Chine, aura des répercussions significatives sur la consommation des ménages américains. Les entreprises répercuteront une large portion de l'accroissement des coûts d'importation sur les consommateurs. Les produits de consommation courante, tels que les fruits, les légumes, les appareils électroniques et les vêtements, seront particulièrement touchés.

Fig. 7 – Confiance des ménages



Source: Bloomberg, Altitude IS

Fig. 8 – Conso. courante vs discrétionnaire



Source: Bloomberg, Altitude IS

Chacun de ces paramètres, pris indépendamment, a un impact négatif. Combinés, ils ont un effet dévastateur sur la confiance des consommateurs. L'indice compilé par l'université du Michigan n'a jamais été aussi bas depuis sa création en 1978 (cf. Fig. 7). Dans une économie où 69% du PIB reposent sur la demande des ménages, un tel retournement agit comme un choc macroéconomique majeur,

susceptible d'entraîner une réduction des dépenses discrétionnaires, une récession et une contraction des bénéfices d'entreprises. Toutes les classes d'actifs sont impactées :

- **Sur le marché boursier,** ce sont les secteurs directement dépendants de la demande domestique qui voient leurs valorisations se replier, tels que la distribution, l'automobile, les biens de consommation discrétionnaire, les services aux particuliers. Le *pricing power*, qui avait soutenu les marges en période d'inflation, s'érode face à un consommateur plus contraint. Mais au-delà du client final, c'est l'ensemble de la chaîne de valeur qui est fragilisée : les semi-conducteurs, la logistique, la publicité, la tech grand public. Le phénomène est amplifié par le niveau élevé des stocks, les chiffres d'affaires en recul et la baisse des rachats d'actions. Les secteurs relativement indépendants du cycle économique que sont la santé, les biens courants et les services aux collectivités, résistent nettement mieux, même s'ils n'échappent pas à la compression des multiples.
- **Sur le marché obligataire,** la contraction de la consommation entraîne une révision brutale des anticipations de croissance. Les rendements des bons du Trésor refluent, les investisseurs se repositionnant sur les titres souverains dans une logique de préservation du capital. La courbe des taux se pentifie à mesure que la Réserve fédérale baisse ses taux directeurs. Dans le même temps et face à la perspective de défauts plus nombreux, les primes de risque allouées aux obligations d'entreprises s'élargissent, en particulier pour celles dont les notations sont mauvaises.
- **Les cours des matières premières** reculent à mesure que l'activité industrielle s'affaiblit, que les carnets de commandes se réduisent et que le besoin de transport diminue. Le pétrole, le cuivre, l'argent sont particulièrement impactés par ce phénomène. Seul l'or a tendance à s'apprécier, soutenu par le regain d'aversion au risque et par la baisse des taux réels.
- **Sur le marché des devises,** le dollar connaît habituellement une trajectoire favorable. Tant que les risques sont présents, les investisseurs saluent sa position de monnaie refuge. Récemment, les décisions incongrues prises par l'administration Trump ont mis à mal ce statut. Par ailleurs, la révision à la baisse des perspectives de croissance américaines, couplée à l'assouplissement de la politique monétaire de la Fed, ont pesé sur le *greenback*.

Conclusion :

Dans un monde où les Etats-Unis représentent 26% de l'économie et où la consommation des ménages représente 69% de cette part, les investisseurs n'ont d'autre choix que d'adapter leur allocation d'actifs lorsque l'appétit du consommateur américain n'est plus une certitude.

RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	849.3	64.36	3.0%	1.8%	1.6%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	5 687	59.63	2.9%	0.4%	-2.9%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	41 317	56.19	3.0%	-2.1%	-2.4%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	17 978	60.16	3.4%	2.2%	-6.7%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	552.9	62.18	3.1%	1.6%	10.6%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	8 596	61.09	2.2%	0.2%	6.7%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 254	56.17	2.6%	-1.3%	8.5%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	36 831	59.93	3.2%	3.1%	-6.8%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 133	65.87	3.4%	2.3%	6.3%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	135 134	65.88	0.3%	3.0%	12.3%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	55 812	59.94	-1.0%	4.5%	14.0%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	80 502	66.71	1.6%	5.1%	3.3%	9.6%	20.3%
China (CSI)	3 771	42.58	-0.4%	-2.9%	-3.8%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	127.6	65.12	3.9%	4.1%	2.6%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	398.2	60.39	2.2%	0.1%	-5.2%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	297.4	60.63	1.7%	3.7%	10.0%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	237.3	49.79	0.2%	-9.3%	-0.2%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	193.5	65.22	3.0%	1.5%	8.9%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	356.8	55.13	1.8%	-1.3%	2.9%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	402.8	68.13	3.9%	3.8%	7.7%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	715.6	62.83	4.3%	3.7%	-6.7%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	324.9	61.99	1.8%	1.1%	7.1%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	993	65.49	3.3%	1.5%	4.4%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	177.1	65.79	1.9%	3.2%	11.3%	13.0%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.54%	62.13	0.0%	2.1%	5.1%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.12%	50.19	-0.2%	-0.4%	2.7%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.70%	55.70	-0.3%	1.3%	0.2%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.23%	52.41	-0.4%	1.4%	-0.5%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.36%	62.65	0.2%	1.7%	2.9%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.47%	62.69	0.4%	1.4%	0.0%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.01%	60.66	0.5%	1.9%	-0.3%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.98%	55.39	-0.4%	0.6%	2.0%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.28%	50.62	-0.7%	-1.0%	1.6%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.20%	55.57	-0.2%	0.9%	0.8%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.76%	53.11	-0.3%	-0.5%	1.7%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.76%	62.84	0.2%	2.1%	1.4%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.97%	59.42	-0.1%	1.5%	1.0%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	8.73%	55.02	-0.4%	1.3%	1.2%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	460.5	70.04	2.0%	2.7%	4.6%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	607.6	64.75	2.0%	1.8%	1.5%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	269.0	75.08	2.8%	5.5%	15.6%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	274.8	76.10	3.6%	7.2%	14.1%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	225.9	56.75	0.7%	0.1%	-0.3%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 601	74.61	n.a.	-1.3%	-0.6%	11.1%	7.8%
Macro	1 346	68.70	n.a.	-0.2%	0.2%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 127	61.04	n.a.	-2.1%	-3.8%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 655	70.46	n.a.	-2.1%	-1.3%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 714	73.76	n.a.	-1.8%	-0.7%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 656	91.58	n.a.	-0.8%	0.3%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 699	93.12	n.a.	-0.1%	2.1%	9.8%	7.8%
Credit	1 618	95.62	n.a.	-0.3%	1.4%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 641	99.84	n.a.	0.0%	0.8%	10.0%	11.2%
Commodity	1 825	91.68	n.a.	1.2%	2.0%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 325	55.89	n.a.	0.0%	-1.3%	7.9%	-3.6%
Volatility							
VIX	22.68	42.90	-8.7%	5.4%	30.7%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	20.54	42.86	-6.5%	-3.7%	20.8%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	548.9	n.a.	-0.4%	-0.4%	2.3%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	3 240	n.a.	-2.4%	3.4%	28.5%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	32.01	n.a.	-3.3%	-5.5%	10.8%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	58.29	n.a.	-8.9%	-18.7%	-18.7%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	61.41	n.a.	-9.0%	-20.6%	-17.1%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	100.03	43.43	0.6%	-3.6%	-7.8%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1297	56.05	-0.6%	3.1%	9.1%	-6.2%	3.1%
JPY	144.72	49.15	-0.7%	1.5%	8.6%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.3272	56.43	-0.3%	3.0%	6.0%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6447	60.26	0.8%	6.7%	4.2%	-9.2%	0.0%
CAD	1.3809	63.71	0.4%	3.0%	4.2%	-7.9%	2.3%
CHF	0.8264	57.19	0.2%	4.2%	9.8%	-7.3%	9.9%
CNY	7.2714	55.74	0.2%	-0.2%	0.4%	-2.7%	-2.8%
MXN	19.587	61.05	-0.4%	3.1%	6.3%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 801.5	82.04	1.6%	2.5%	4.3%	-0.7%	4.8%
XBT	95 664	n.a.	0.8%	13.7%	2.1%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)

AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.