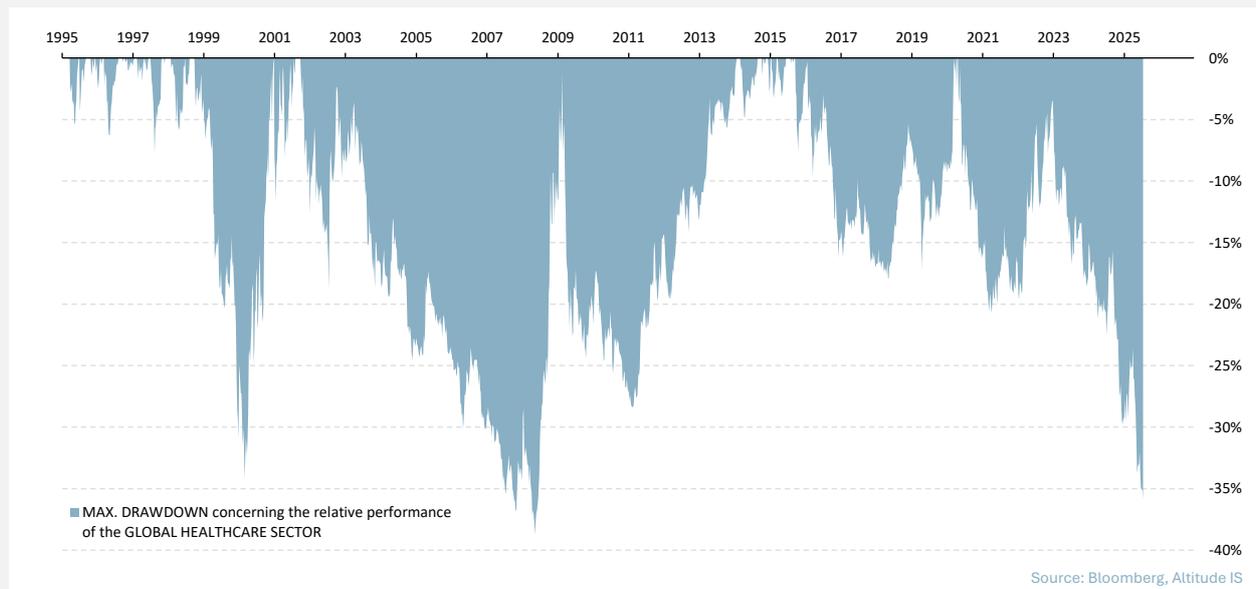


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 21 juillet 2025

"AVOIR LA SANTÉ COMMENCE À COÛTER CHER !"

- Le secteur de la santé n'en finit plus de décevoir, pour de bonnes et de mauvaises raisons
- Si la politique joue un rôle important, la pénurie de personnel aussi
- L'avenir s'annonce porteur, car la digitalisation du secteur n'en est qu'à ses prémices
- Les gains de productivité viendront renforcer les facteurs de soutien existants

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Le secteur de la santé a rarement autant sous-performé"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Cela fait désormais trente mois que le secteur de la santé fait du sur-place (cf. Fig. 2) et le mois de juillet 2025 ne lui aura pas permis de sursaut ! Sa léthargie persistante est d'autant plus saisissante qu'elle contraste avec l'irrésistible élan de l'indice MSCI World. L'écart de performance est désormais comparable aux creux observés en 2000 et en 2008 (cf. Graphique de la semaine). Cette situation est d'autant plus captivante, ou inquiétante c'est selon, qu'elle fait suite à plus de 30 ans de surperformance tendancielle (cf. Fig. 3). Elle survient dans un monde où le vieillissement de la population s'accélère, où la sédentarité et l'obésité s'intensifient, et où l'accès aux soins se démocratise dans les pays émergents. Paradoxalement, tous ces facteurs sont de puissants soutiens au secteur puisqu'ils font croître la



demande mondiale en produits pharmaceutiques, en équipements de soins, en services médicaux et en innovations biotechnologiques.

Fig. 2 – Secteur de la santé vs indice mondial

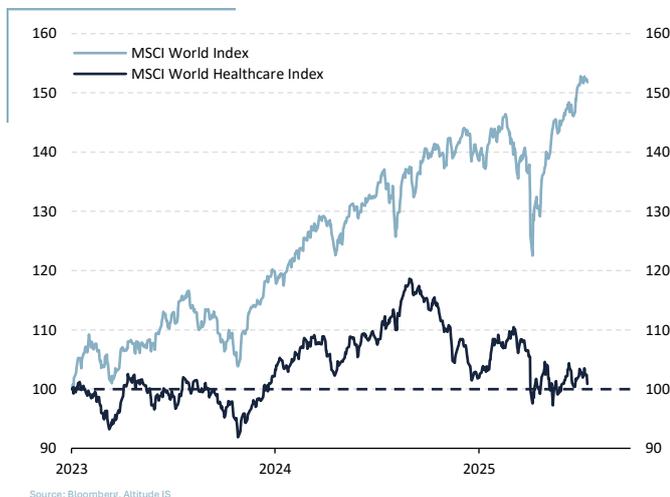
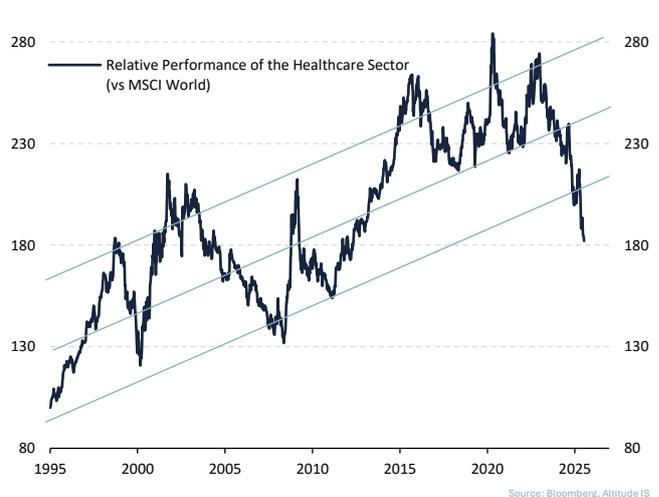


Fig. 3 – Performance relative depuis 35 ans



Que se passe-t-il donc ? Pourquoi les investisseurs délaissent-ils les sociétés du secteur de la santé ? Faut-il se mettre la rate au court-bouillon ?

- **Très récemment, Donald Trump a menacé d'imposer des droits de douane de 200% sur les importations de médicaments.** L'idée est de commencer par un droit de douane faible, de donner aux entreprises pharmaceutiques un an pour s'adapter, puis d'accroître les taxes jusqu'à un niveau très élevé, afin de pénaliser celles qui seront toujours concernées. De manière utopiste, il espère ainsi faire basculer toute la chaîne logistique pharmaceutique mondiale. Malheureusement, cet objectif commercial risque de mettre les marges des géants américains sous pression, notamment pour ceux qui produisent d'importants volumes de médicaments en dehors des États-Unis, dans leurs usines irlandaises, indiennes ou chinoises, tels que [Pfizer](#), [Eli Lilly](#) ou [Amgen](#). Cette menace a rendu nerveux les investisseurs et a pesé sur l'ensemble du sous-secteur de la pharma.
- **Avant cela, son administration avait réussi à faire adopter par le congrès son *Big Beautiful Bill*.** Parmi les nouvelles règles budgétaires qui seront appliquées, l'agence fédérale du département américain de la santé et des services sociaux (Centers for Medicare & Medicaid Services) réduira son tarif de base sur les actes hospitaliers couverts de 1.25% par an durant trois ans, et stoppera son indexation à l'inflation. En parallèle, les crédits d'impôt qui subventionnent Obamacare seront progressivement supprimés. Ce sont donc quelque 17 millions d'Américains qui devraient perdre leur couverture santé. De leur côté, des sociétés comme [United Health](#), [Elevance](#) ou [CVS Health](#) anticipent une flambée des remboursements qu'elles devront assumer. Leurs cours boursiers ont lourdement corrigé.
- **Encore avant, la campagne présidentielle américaine avait mis en exergue la "gourmandise" des laboratoires pharmaceutiques.** Démocrates et Républicains avaient cherché à rivaliser de promesses pour encadrer les prix des médicaments : extension du pouvoir de négociation de Medicare, plafonnement des hausses annuelles à l'inflation, autorisation d'importations parallèles depuis le Canada et l'Europe. Cette surenchère entre les deux grands partis politiques, bien que démagogique, avait fini par altérer la visibilité bénéficiaire du secteur, malgré un pipeline d'innovations bien rempli. À l'international, les tensions s'expriment autrement mais les préoccupations sont les mêmes. Les baisses de prix imposées par Pékin ont fait reculer le chiffre d'affaires local des sociétés pharmaceutiques implantées en Chine.



- Si les décisions politiques pèsent sur le secteur de la santé, **la ruée vers l'intelligence artificielle et les Sept Magnifiques ne doit pas être sous-estimée**. Elle a détourné une partie des flux financiers qui se dirigeaient autrefois vers le secteur de la santé. Au cours des 18 derniers mois, ce sont des milliards de dollars qui sont sortis des ETF et des fonds spécialisés du secteur de la santé, pour être réalloués sur les méga-caps technologiques.
- **Enfin, la pénurie de main-d'œuvre a un impact négatif conséquent**. Aux États-Unis, le salaire médian d'un infirmier diplômé d'État a bondi de près de 10% depuis 2023, s'établissant à 93'600 dollars. Cette inflation salariale est d'autant plus importante que la main-d'œuvre absorbe près de la moitié des revenus hospitaliers. Il en résulte que les marges hospitalières sont tombées sous la barre des 3%, leur plus bas niveau depuis 2010. Investir dans de nouveaux équipements ou services devient donc compliqué. D'aucuns noteront tout de même que la pénurie de personnel commence à se résorber. Le nombre d'offres d'emploi est tombé d'un pic de 2.115 millions en 2022 à 1.666 million en mai 2025 (cf. Fig. 4).

Fig. 4 – Offres d'emploi dans la santé aux US

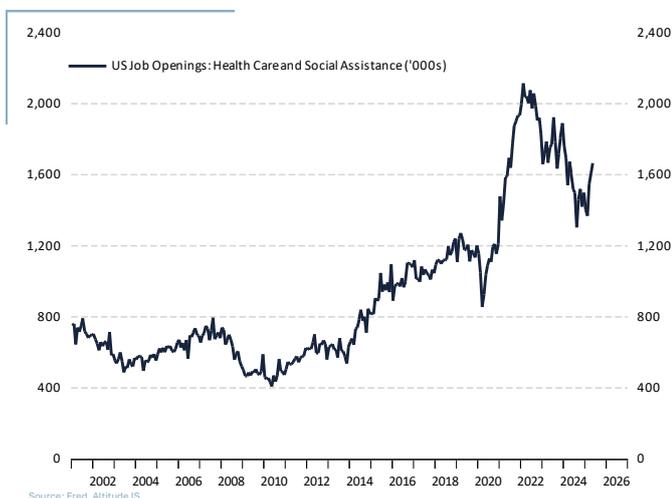
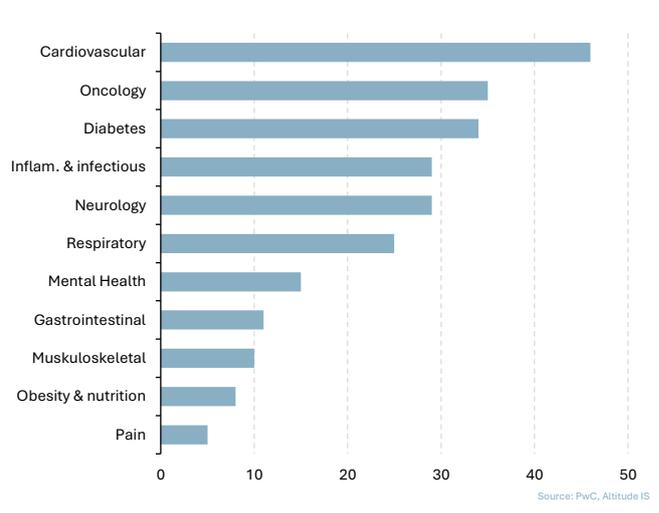


Fig. 5 – Digitalisation dans les essais cliniques US



A quelque chose, malheur est bon. Les récentes tensions sur le marché du travail et sur les salaires du personnel médical ont fini par inciter les entreprises du secteur à déployer une ressource trop longtemps négligée : la digitalisation (cf. Fig. 5). Les scribes ambiants, par exemple, sont en train d'être adoptés par de nombreux acteurs du secteur. Ces petites boîtes noires de reconnaissance vocale, transcrivent automatiquement l'entretien entre le médecin et le patient. Elles permettent ainsi de faire gagner entre 20 et 40 minutes de temps clinique par personne et par jour. Des systèmes comme DAX Copilot de [Microsoft](#) ou la start-up [Abridge](#) réduisent le temps de documentation de 30 à 90 minutes. Ce faisant, elles font aussi reculer les cas de burn-out. Cette digitalisation devient palpable à l'échelle des établissements. [Kaiser Permanente](#), premier réseau intégré américain, revendique 2.5 millions de consultations traitées par scribe ambiant en un an. Ainsi, sans embauche supplémentaire, les médecins ont récupéré l'équivalent de 8% de temps de consultation.

Plus spectaculaire encore, dans les couloirs des hôpitaux, la main-d'œuvre numérique a commencé à faire son apparition. Des robots logistiques permettent aux soignants d'économiser des trajets et de réduire le temps passé à effectuer des tâches répétitives. Le progrès ne s'arrêtera pas là. Certaines start-ups testent actuellement des agents infirmiers vocaux, facturés 9 dollars de l'heure, c'est-à-dire



dix fois moins qu'un infirmier diplômé. **Tous ces gains de productivité permettront d'améliorer sensiblement les marges opérationnelles des établissements hospitaliers.**

Si la digitalisation du secteur de la santé s'accélère, c'est aussi parce qu'elle est désormais soutenue par le régulateur. Depuis le 1^{er} juillet, par exemple, l'analyse d'un scanner coronaire effectuée par une intelligence artificielle est explicitement rémunérée. Pour la première fois, la machine est payée comme le clinicien. Ce phénomène n'est pas anodin car il permettra progressivement de transformer certains coûts fixes en actes productifs. En janvier 2026, l'interopérabilité totale des dossiers deviendra obligatoire aux États-Unis. Elle ouvrira la voie vers une exploitation algorithmique massive des données.

Pendant que les hôpitaux se réinventent, les laboratoires qui ont fait de la lutte contre l'obésité une de leurs priorités s'attachent à satisfaire la forte demande qui les touche. Eli Lilly est en train d'accroître sa capacité productive. En Caroline du Nord, le nouveau site de Concord expédiera ses premières doses de Zepbound dès cet été, tandis que les milliards de dollars investis dans l'Indiana contribueront activement à tripler la production de son médicament phare d'ici fin 2026. Novo Nordisk s'inscrit dans la même démarche. Après avoir fait exploser ses revenus liés au Wegovy, la société est en train de convertir des lignes de production au Danemark. Elle vise un doublement de ses volumes d'ici la fin de l'an prochain. L'effet combiné des deux groupes pourrait porter la couverture mondiale à 14 millions de patients en 2026, contre 4 millions aujourd'hui.

Fig. 6 – Valorisation du secteur de la santé

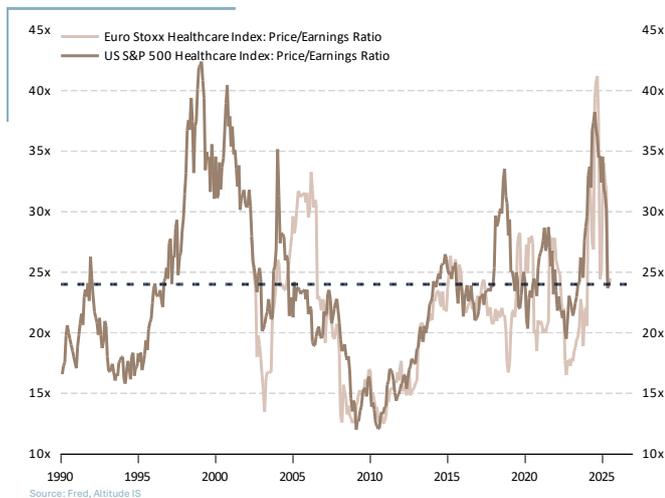
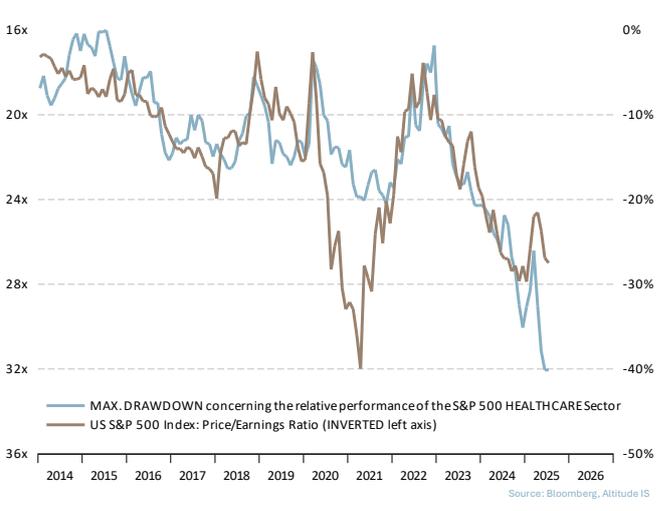


Fig. 7 – Valo. S&P 500 vs perf. relative de la santé



L'argument le plus souvent cité par les stratégestes pour mettre en avant le secteur de la santé n'est ni le vieillissement de la population, ni la sédentarité et l'obésité, ni même la facilité de l'accès aux soins dans les pays émergents, mais c'est l'argument de la valorisation. Malheureusement, ce facteur n'est ni avéré, ni suffisant, pour permettre au secteur de générer des performances positives (cf. Fig. 6). Le ratio cours/bénéfices du secteur, à 24 fois, ne présente pas de décote par rapport à sa moyenne historique. Il ne permettra donc ni d'initier un rattrapage, ni de générer de la performance. En réalité, plutôt que de se concentrer sur la valorisation du secteur de la santé, mieux vaut observer celle des autres secteurs. **Il apparaît clairement que plus l'indice S&P 500 devient "cher" et plus le secteur de la santé sous-performe** (cf. Fig. 7). A contrario, lors des dix dernières récessions américaines, le secteur de la santé a surperformé le S&P 500 sept fois. La dimension défensive demeure donc cruciale. Si le ralentissement



conjoncturel entrevu pour les prochains trimestres se matérialise, alors l'allocation au secteur de la santé sera de nouveau performante.

Conclusion :

Demande structurelle, gains de productivité et décote, voici les trois leviers du secteur de la santé. Lorsque les deux premiers sont activés, l'histoire boursière montre que le secteur finit par surperformer de manière très nette. Le troisième levier n'est pas loin d'être favorable aussi. Tout est donc en place. Il ne manque plus qu'un déclencheur : le ralentissement conjoncturel ?



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)	928.0	68.36	0.6%	4.4%	11.6%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	6 297	69.02	0.6%	5.4%	7.8%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	44 342	59.37	-0.1%	5.2%	5.2%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	20 896	73.40	1.5%	7.0%	8.6%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	567.2	53.65	-0.2%	2.2%	15.4%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	8 992	65.01	0.6%	1.8%	12.4%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	11 983	48.46	0.4%	0.2%	6.5%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	39 819	60.38	0.6%	2.5%	0.9%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 249	69.79	1.7%	5.1%	18.3%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	133 382	34.01	-2.1%	-3.8%	10.9%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	56 273	40.19	-0.5%	-0.5%	16.4%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	82 068	41.81	-0.8%	0.7%	5.6%	9.6%	20.3%
China (CSI)	4 086	72.67	1.4%	5.8%	5.1%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	141.1	60.45	0.8%	3.2%	13.8%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	427.3	61.26	0.6%	4.1%	2.1%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	293.0	45.37	0.1%	0.2%	9.2%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	251.2	50.07	-2.4%	-0.9%	6.8%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	208.9	61.57	0.6%	4.8%	18.4%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	344.4	42.19	-1.7%	-0.4%	-0.2%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	445.8	67.94	0.7%	5.0%	19.7%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	863.0	76.36	2.0%	8.6%	12.7%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	341.1	54.88	-1.1%	2.9%	13.0%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	1 002	55.25	0.5%	1.0%	5.3%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	184.3	61.33	1.0%	3.4%	17.1%	13.0%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.57%	47.15	-0.2%	0.0%	6.0%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.19%	49.38	0.0%	0.1%	2.9%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.80%	43.27	0.2%	-0.8%	0.0%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.36%	42.50	0.2%	-1.0%	-1.2%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.62%	42.18	-0.3%	-0.8%	2.5%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.61%	40.77	-0.1%	-1.3%	-0.6%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.27%	44.45	-0.2%	-0.2%	-1.8%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.66%	57.71	0.0%	1.2%	5.2%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.11%	53.72	0.2%	0.5%	3.5%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.06%	58.44	0.1%	0.4%	2.1%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.38%	71.49	0.2%	1.0%	4.3%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.11%	72.19	0.1%	1.2%	4.7%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.44%	74.21	0.0%	0.6%	3.3%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	8.10%	62.28	0.0%	1.5%	5.5%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	501.1	82.57	1.3%	5.1%	13.8%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	661.1	79.69	1.8%	5.9%	10.5%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	287.7	64.09	0.6%	1.7%	23.6%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	282.9	58.31	0.5%	2.0%	17.5%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	234.6	65.56	-0.1%	1.9%	3.5%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 675	79.43	n.a.	2.2%	4.0%	11.1%	7.8%
Macro	1 347	64.85	n.a.	1.6%	0.4%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 329	68.33	n.a.	3.9%	5.3%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 774	77.42	n.a.	3.0%	5.8%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 762	76.37	n.a.	0.8%	2.1%	7.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 726	93.77	n.a.	1.8%	4.5%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 739	86.86	n.a.	0.5%	4.5%	9.8%	7.8%
Credit	1 655	96.69	n.a.	1.2%	3.7%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 677	100.00	n.a.	1.7%	3.0%	10.0%	11.2%
Commodity	1 903	92.32	n.a.	2.1%	6.4%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 281	48.84	n.a.	0.9%	-4.5%	7.9%	-3.6%
Volatility							
VIX	16.41	43.69	0.1%	-18.5%	-5.4%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	17.70	47.06	3.4%	-21.0%	4.1%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	567.8	n.a.	0.1%	1.1%	5.8%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	3 368	n.a.	0.7%	0.0%	28.3%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	38.33	n.a.	0.5%	6.2%	32.6%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	67.34	n.a.	-1.6%	-10.4%	-6.1%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	71.11	n.a.	-1.8%	-7.7%	-4.0%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	98.28	51.75	0.2%	-0.4%	-9.4%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1644	52.33	-0.2%	0.6%	12.5%	-6.2%	3.1%
JPY	148.07	40.02	-0.2%	-1.3%	6.2%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.3444	42.35	0.1%	-0.6%	7.4%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6514	49.18	-0.5%	0.8%	5.3%	-9.2%	0.0%
CAD	1.3724	46.98	-0.1%	0.1%	4.8%	-7.9%	2.3%
CHF	0.8004	54.69	-0.3%	1.5%	13.4%	-7.3%	9.9%
CNY	7.1761	52.37	-0.1%	0.0%	1.7%	-2.7%	-2.8%
MXN	18.706	57.78	0.2%	2.2%	11.3%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 843.9	51.77	-0.2%	0.5%	6.7%	-0.7%	4.8%
XBT	119 400	n.a.	-0.5%	16.1%	27.4%	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.

