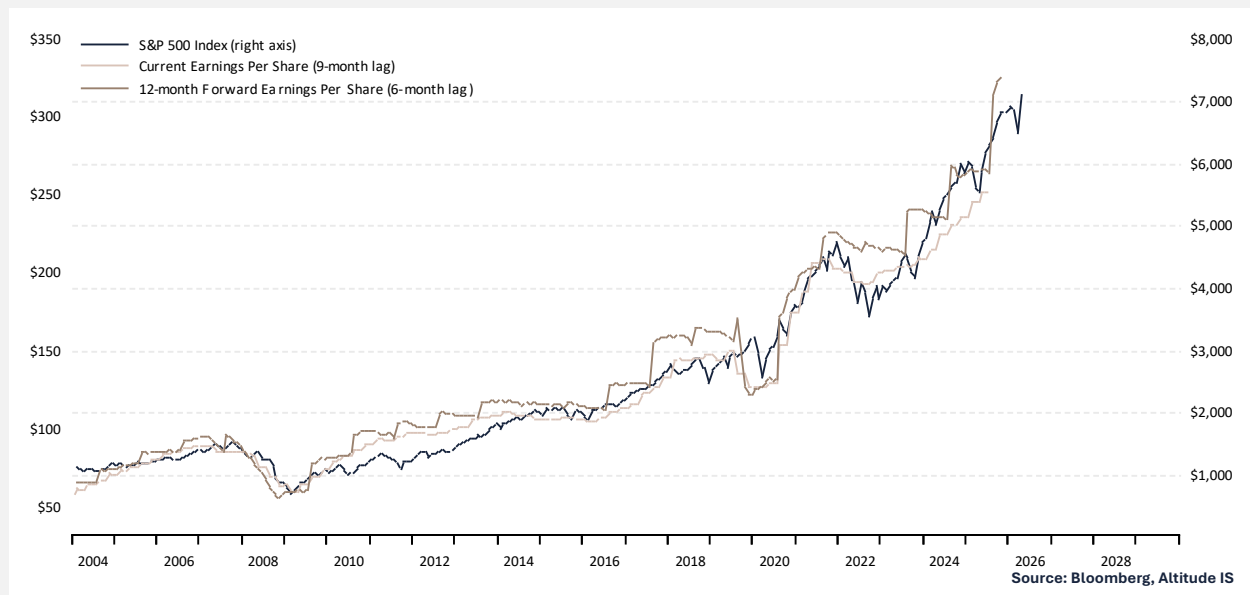


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 11 mai 2026

## "LES VALORISATIONS PEUVENT-ELLES ENCORE S'ÉLEVER ?"

- Les bénéfices des sociétés progressent très rapidement
- Et les prévisions des analystes, plus vite encore
- Les ratios de valorisation vont-ils chuter ou atteindre de nouveaux records ?
- Les calculs de probabilité donnent des résultats surprenants

### GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Les bénéfices sont attendus en très forte progression"



### ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Les marchés boursiers américains battent record sur record et c'est bien normal, puisque les bénéfices des sociétés ne cessent d'augmenter. La question qui taraude les investisseurs est plutôt de savoir si le rythme de cette progression est soutenable ou si, au contraire, il est trop rapide. Pour présenter les choses simplement, **il ne s'agit pas de savoir si la musique est bonne et, moins encore si elle va s'arrêter, mais si les investisseurs dansent à un rythme plus rapide que le tempo des bénéfices.** Comme souvent dans ce genre de situation, plusieurs indicateurs se contredisent. Les pessimistes ont autant d'arguments tangibles à faire valoir que les optimistes. Les premiers, en observant les bénéfices courants, c'est-à-dire ceux déjà générés par les entreprises, concluent que les indices boursiers semblent bien trop élevés. Il faudrait, en



effet, que les profits croissent de 28% au cours des neuf prochains mois pour justifier le niveau actuel du S&P 500, à 7'165 dollars (cf. Graphique de la semaine). A contrario, les optimistes se réfèrent aux bénéfices prospectifs, ceux basés sur les prévisions des douze prochains mois. Sous cet angle d'analyse, tout aussi valable, l'indice phare des actions américaines pourrait croître a minima jusqu'à 7'400 dollars.

Le pendant de ces analyses se retrouve, avec une mécanique mathématique implacable, dans la comparaison des ratios de valorisation. **Les 500 principales actions américaines se paient 28.3 et 21.8 fois les bénéfices, selon que les bénéfices sont courants ou prospectifs.** Dans le premier cas, c'est hors de prix. Dans le second cas, c'est en ligne avec la médiane pondérée des 30 dernières années. Phénomène encore plus intrigant, **l'écart entre les deux approches n'a jamais été aussi conséquent**, à l'exception bien compréhensible de la pandémie (cf. Fig. 2). Pourquoi un tel décalage ? Les gains de productivité liés au déploiement de l'intelligence artificielle sont-ils capables de générer une croissance des bénéfices de 30% par an ? Ceci sans qu'une contraction de l'emploi ne vienne saper la capacité des ménages à consommer ni, par conséquent, la capacité des entreprises à vendre et à générer des profits ?

Fig. 2 – Valorisation courante et prospective

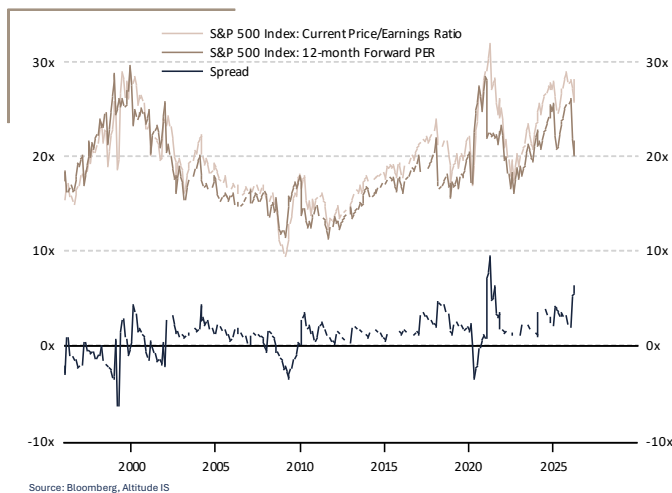
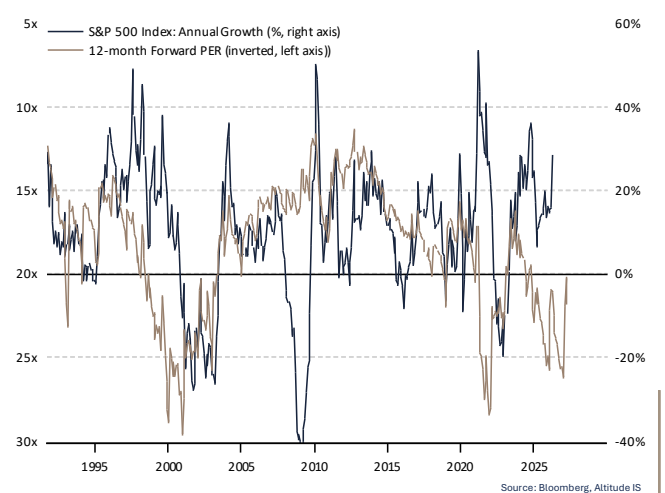


Fig. 3 – Valorisation & performance annuelle



Lors du déploiement d'internet, à la fin des années 90, la configuration économique et financière n'était pas exactement identique à celle d'aujourd'hui mais elle était, tout de même, très comparable. L'indice des principales actions américaines avait réussi à progresser un certain temps (1999 et 2000) alors que les multiples de valorisation s'élevaient dangereusement (cf. Fig. 3). Ensuite, et malgré des gains de productivité significatifs, les indices avaient fini par revenir à la réalité en se contractant de -20% par an entre 2001 et 2003.

**Il existe un autre indicateur de valorisation qui est en train d'atteindre des sommets : le PER ajusté du cycle (CAPE), développé par le prix Nobel d'économie Robert Shiller.** Il permet d'évaluer indépendamment des cycles économiques si un marché est surévalué ou sous-évalué. Il est calculé en divisant le cours du S&P 500 par la moyenne des bénéfices des 10 dernières années, ajustée de l'inflation. Fin avril, il a dépassé le seuil psychologique de 40 fois les bénéfices (cf. Fig. 4). **Depuis 1871, ce ratio n'a été plus élevé qu'aujourd'hui que dans 1% des cas**, soit 18 mois sur les 1'864 sous revue. Evidemment, il y a peu de cas historiques où les investisseurs ont été aussi euphoriques et cela devrait les encourager à la prudence pour les prochaines années. Mais qu'en est-il des tout prochains mois ?



Il est important de se souvenir que ces 18 mois ne sont pas distribués aléatoirement sur l'ensemble de la série. Ils se sont tous succédé entre février 1999 et août 2000, la première moitié en progressant et l'autre moitié en descendant. Durant toute cette période d'euphorie, l'indice américain se portait bien puisqu'il avait continué de progresser de +23%. Il avait ensuite fallu 7 mois de pertes pour effacer les gains initiaux. **Aujourd'hui, les investisseurs ont le même choix cornélien à effectuer. Le premier consiste à danser jusqu'à ce que la musique s'arrête**, de manière à profiter de toute la hausse, quitte à essayer les premières pertes. **Le second consiste à renoncer à la dernière danse** et aux profits qui vont avec, tout en s'armant de patience. C'est l'aversion au risque des uns et des autres qui doit permettre de faire le choix le plus judicieux.

Fig. 4 – Valorisation des actions américaines, ajustées du cycle



Pour aller plus loin dans l'analyse, la simple statistique descriptive ne suffit pas. Il est nécessaire d'utiliser des approches complémentaires, avec toute l'humilité que la rareté des données impose. **Les probabilités conditionnelles et les approches par analogie permettent d'estimer l'espoir de voir le ratio progresser et, pourquoi pas, atteindre un nouveau sommet.** Étant donné que le PER de Shiller n'a dépassé son niveau actuel que lors d'un seul épisode dans toute l'histoire, les probabilités que l'on peut en extraire sont davantage des repères comparatifs que des lois statistiques. Sinon, de manière absurde, il serait possible de conclure que dans 100% des cas où le ratio a franchi ce seuil, il a continué à progresser et donc que la dynamique haussière n'est pas épuisée.

**L'approche par l'Excess CAPE Yield permet d'affiner ce jugement.** Cet indicateur, que Shiller lui-même a développé en complément de son ratio, mesure la prime de risque réelle offerte par les actions par rapport aux obligations. Il se calcule en soustrayant le taux réel à dix ans du rendement implicite des actions (l'inverse du CAPE). Avec un CAPE à 40.65x, ce rendement implicite ressort à 2.46%. Les obligations américaines indexées sur l'inflation (TIPS) à dix ans offrant actuellement 1.90%, la prime de risque des actions n'est plus que de +0.56%. Elle est quasi-nulle. En décembre 1998, au moment où le CAPE franchissait pour la première fois le seuil de 40x, ce même calcul donnait un résultat de -1.39%. Les obligations battaient les actions en termes de rendement réel, et pourtant la hausse s'est poursuivie. **L'environnement de taux n'est donc pas fondamentalement différent de celui qui prévalait au démarrage de l'épisode précédent, en 1999. Il est même légèrement plus favorable aux actions.** Ce constat mérite d'être souligné, car il contredit l'idée reçue selon laquelle la hausse des taux réels depuis 2022 aurait rendu les marchés boursiers structurellement moins attractifs. Sur ce critère précis, la comparaison



avec la bulle internet plaide pour une continuité de la dynamique actuelle et non pas pour son essoufflement immédiat.

Pour aller plus loin encore et grâce à la puissance de calcul de l'IA, sept autres méthodes d'analyse ont été mobilisées. Elles vont des approches purement historiques aux modèles mathématiques les plus sophistiqués. **En moyenne, la probabilité que le PER de Shiller progresse au-delà de son niveau actuel est de 41%. Celle qu'il batte son record absolu, établi en décembre 1999 à 44.19, est de 3%** (cf. Fig. 5). La dispersion des résultats, de 0% à 8%, est relativement faible, même si l'analyse d'un phénomène historiquement unique doit être effectuée avec la plus grande réserve.

Fig. 5 – Probabilité de progression additionnelle du PER de Shiller

#	Method of analysis	Higher ratio probability	New record probability	Time horizon	Method reliability
1	Ornstein-Uhlenbeck (mean-reversion)	43%	5.8%	12 months	High
2	Bootstrap high valuation regime (CAPE 38–46)	27%	7.9%	12 months	High
3	Bayesian inference (neutral prior)	41%	3.0%	1 month	High
4	Empirical conditional probabilities (CAPE > 40)	41%	0.0%	1 month	High
5	Glick record theory (1978, conditional CAPE > 40)	n/a	5.0%	n/a	Medium
6	Markov chains (9 discrete states)	46%	0.0%	12 months	Medium
7	Generalised Pareto Distribution (upper tail, 25)	n/a	0.15%	any	Medium
<b>Median</b>		<b>41%</b>	<b>3%</b>	<b>12 months</b>	

Source: Multipl, Claude, Attitude IS

Deux familles de modèles s'opposent. Les approches par analogie et les modèles bayésiens sont les plus optimistes. Ils estiment que cet événement extrême, puisqu'il s'est déjà produit une fois à partir de ce niveau, peut se reproduire. À l'inverse, les modèles fondamentaux de type régression, rééchantillonnage ou probabilités conditionnelles, sont les plus sévères. Ils soulignent que sur l'ensemble des périodes où le PER de Shiller dépassait 35x, la progression supplémentaire n'a été au rendez-vous que dans une minorité de cas.

Sur la question du calendrier, les modèles convergent davantage. **Pour la plupart des analyses, si le record devait être battu, il le serait dans un délai médian de douze mois.** Ce chiffre s'explique par la lenteur structurelle du PER de Shiller, qui est une moyenne décennale des bénéficiés et non un indicateur de marché au sens strict. Il ne peut donc pas doubler en quelques semaines, comme le ferait un ratio en temps réel.

### Conclusion :

Malgré le manque de données disponibles, ces réflexions rappellent deux conclusions essentielles. D'une part, les analystes sont très optimistes sur les résultats futurs des sociétés cotées. D'autre part, établir un nouveau record de valorisation serait difficile mais moins improbable qu'il n'y paraît... une chance sur trente-trois.



## RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2026 Year-to-Date (%)	2025 (%)	2024 (%)
<b>Equities</b>							
World (MSCI)	1 105.6	76.11	2.4%	7.4%	9.7%	22.9%	18.0%
USA (S&P 500)	7 399	74.58	2.4%	9.2%	8.5%	17.9%	25.0%
USA (Dow Jones)	49 609	59.73	0.2%	3.6%	3.7%	14.9%	15.0%
USA (Nasdaq)	26 247	80.02	4.5%	16.0%	13.1%	21.2%	29.6%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	634.9	53.97	1.2%	1.4%	5.2%	21.2%	10.2%
UK (FTSE 100)	10 233	44.04	-1.2%	3.2%	4.4%	25.7%	9.6%
Switzerland (SMI)	13 101	49.73	-0.2%	1.2%	n.a.	18.0%	7.5%
Japan (Nikkei)	62 487	69.93	5.4%	11.4%	n.a.	28.7%	21.3%
Emerging (MSCI)	1 711	72.03	6.9%	11.3%	22.6%	34.3%	8.0%
Brasil (IBOVESPA)	184 108	40.98	-1.7%	-4.2%	14.3%	34.0%	-10.4%
Mexico (IPC)	69 856	56.66	3.0%	-0.2%	9.3%	35.1%	-11.0%
India (SENSEX)	76 463	50.18	0.5%	-0.3%	-9.1%	10.5%	9.6%
China (CSI)	4 939	66.65	1.3%	6.1%	n.a.	21.0%	18.2%
Com. Services (MSCI World)	176.5	74.38	1.9%	10.2%	7.9%	33.0%	31.9%
Cons. Discretionary (MSCI World)	454.9	66.63	2.0%	7.6%	-0.2%	9.8%	20.7%
Cons. Staples (MSCI World)	305.6	53.47	-0.3%	0.6%	6.6%	9.3%	4.7%
Energy (MSCI World)	326.7	40.76	-4.9%	-3.1%	24.7%	14.8%	2.9%
Financials (MSCI World)	224.0	53.08	-0.2%	1.2%	0.2%	29.5%	25.1%
Health Care (MSCI World)	368.4	39.47	-1.1%	-4.0%	-5.9%	15.3%	1.5%
Industrials (MSCI World)	527.5	58.12	1.1%	3.1%	13.7%	26.2%	12.8%
Info. Tech. (MSCI World)	1 173.4	83.07	7.8%	11.3%	21.7%	26.6%	31.9%
Materials (MSCI World)	449.9	58.38	3.0%	0.9%	14.9%	32.5%	-7.6%
Real Estate (MSCI World)	1 066	60.69	0.6%	3.7%	8.2%	3.6%	-0.4%
Utilities (MSCI World)	209.1	40.17	-2.8%	-2.7%	9.1%	24.7%	13.0%
<b>Bonds (Bloomberg)</b>							
World (Aggregate)	3.76%	58.40	0.4%	0.4%	0.7%	8.2%	-1.7%
USA (Sovereign)	4.20%	51.01	0.2%	-0.1%	0.2%	6.3%	0.6%
Euro Area (Sovereign)	3.19%	56.00	0.5%	-0.1%	0.2%	0.6%	1.9%
Germany (Sovereign)	2.86%	53.35	0.2%	-0.3%	-0.1%	-1.6%	0.6%
UK (Sovereign)	4.87%	51.85	0.5%	-1.0%	-1.1%	6.1%	-3.0%
Switzerland (Sovereign)	0.57%	56.23	0.3%	0.1%	0.1%	0.3%	5.4%
Japan (Sovereign)	2.18%	44.43	0.2%	-0.5%	-1.6%	-4.6%	-2.1%
Emerging (Sovereign)	6.03%	63.02	0.8%	1.0%	1.4%	13.1%	7.0%
USA (IG Corp.)	5.10%	54.00	0.7%	0.3%	0.4%	7.8%	2.1%
Euro Area (IG Corp.)	3.57%	56.57	0.4%	0.5%	0.2%	3.0%	4.7%
Emerging (IG Corp.)	6.16%	69.71	0.3%	1.2%	1.4%	8.1%	7.0%
USA (HY Corp.)	6.94%	59.79	0.2%	0.6%	1.4%	8.6%	8.2%
Euro Area (HY Corp.)	5.86%	69.60	0.4%	0.9%	0.8%	5.2%	8.2%
Emerging (HY Corp.)	7.34%	68.42	0.8%	1.6%	2.8%	13.9%	14.9%
World (Convertibles)	625.2	73.80	2.6%	7.9%	16.0%	22.4%	9.4%
USA (Convertibles)	826.7	70.47	2.8%	8.8%	18.1%	16.9%	10.1%
Euro Area (Convertibles)	305.7	52.79	-0.2%	0.1%	5.2%	24.8%	14.7%
Switzerland (Convertibles)	293.6	52.57	-0.2%	1.6%	3.8%	17.5%	-10.5%
Japan (Convertibles)	303.4	75.42	3.8%	5.5%	17.6%	13.8%	6.4%
<b>Hedge Funds (Bloomberg)</b>							
Hedge Funds Industry	1 878	77.72	n.a.	3.6%	n.a.	3.8%	11.1%
Macro	1 557	74.57	n.a.	2.9%	n.a.	6.1%	7.4%
Equity Long Only	2 530	66.21	n.a.	6.6%	n.a.	2.3%	12.0%
Equity Long/Short	2 043	75.78	n.a.	4.2%	n.a.	3.7%	14.0%
Event Driven	1 988	76.54	n.a.	3.0%	n.a.	3.5%	8.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 950	86.06	n.a.	1.0%	n.a.	4.1%	12.4%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 861	78.75	n.a.	3.4%	n.a.	2.9%	9.8%
Credit	1 755	90.76	n.a.	1.6%	n.a.	2.1%	8.5%
Credit Long/Short	1 763	94.77	n.a.	-0.4%	n.a.	1.7%	10.0%
Commodity	2 086	81.29	n.a.	1.4%	n.a.	4.3%	14.7%
Commodity Trading Advisors	1 588	71.53	n.a.	3.8%	n.a.	11.8%	7.9%
<b>Volatility</b>							
VIX	17.19	40.87	1.2%	-18.3%	15.0%	-13.8%	39.4%
VSTOXX	22.40	45.61	-1.0%	-9.4%	52.2%	-13.5%	25.3%
<b>Commodities</b>							
Commodities (CRB)	565.3	n.a.	1.0%	2.4%	4.7%	0.6%	5.1%
Gold (Troy Ounce)	4 660	n.a.	3.1%	-1.7%	7.9%	64.6%	27.2%
Silver (Troy Ounce)	80.15	n.a.	10.2%	6.0%	11.8%	148.0%	21.5%
Oil (WTI, Barrel)	95.42	n.a.	-6.4%	1.1%	66.2%	-19.9%	0.1%
Oil (Brent, Barrel)	104.94	n.a.	-10.6%	-5.7%	68.1%	-15.7%	-4.6%
<b>Currencies (vs USD)</b>							
USD (Dollar Index)	98.15	44.39	-0.2%	-0.5%	-0.2%	-9.4%	7.1%
EUR	1.1754	55.48	0.5%	0.0%	0.1%	13.4%	-6.2%
JPY	157.13	56.48	0.1%	1.5%	-0.3%	0.3%	-10.3%
GBP	1.3587	56.65	0.4%	0.6%	0.8%	7.7%	-1.7%
AUD	0.7236	61.07	1.0%	2.0%	8.4%	7.8%	-9.2%
CAD	1.3684	50.92	-0.8%	0.8%	0.3%	4.8%	-7.9%
CHF	0.7791	56.83	0.6%	0.6%	1.7%	14.5%	-7.3%
CNY	6.7958	70.55	0.5%	0.5%	2.8%	4.5%	-2.7%
MXN	17.222	60.20	1.7%	0.5%	4.6%	15.7%	-18.5%
EM (Emerging Index)	1 880.5	61.58	0.8%	0.6%	1.5%	7.2%	-0.7%
XBT	80 826	n.a.	-0.7%	10.2%	-7.8%	-6.5%	120.5%

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.

