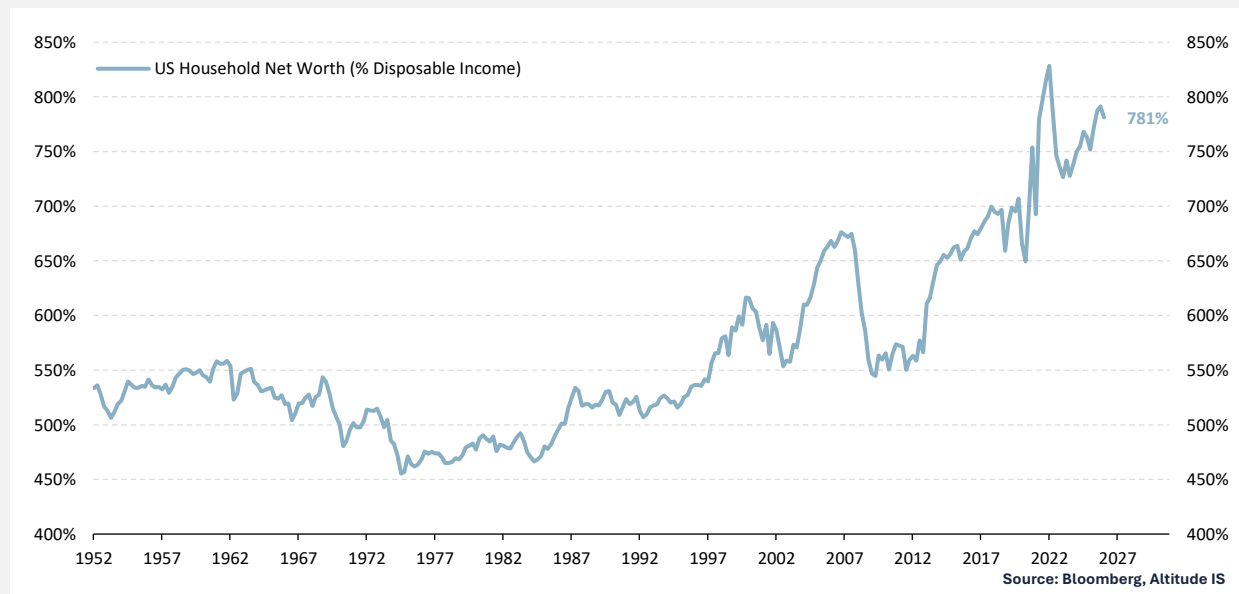


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 13 juillet 2026

"QU'ILS MANGENT DE LA BRIOCHE"

- La consommation américaine porte la croissance économique mondiale
- Ce soutien est atypique car les ménages aisés représentent une part élevée des dépenses
- Or l'effet de richesse et la révolution de l'IA sont à double tranchant
- En cas de crise, les secteurs essentiels résisteront mieux que "la tech et les semi"

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "L'effet de richesse a rarement été aussi positif"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Les dépenses de consommation des ménages américains représentent 68% du produit intérieur brut (PIB) des États-Unis (cf. Fig. 2) et 20% de la croissance mondiale. En valeur absolue, elles avoisinent désormais 20'000 milliards de dollars par an, soit davantage que l'ensemble du PIB de la Chine. Aucune autre économie n'irrigue autant les carnets de commandes de la planète. La bonne dynamique du consommateur américain est donc déterminante pour la progression des bénéfices des sociétés cotées et, in fine, celle des indices boursiers aux quatre coins de la planète. La saison des résultats du deuxième trimestre, qui s'ouvre cette semaine à Wall Street, en fournira une nouvelle illustration. À l'inverse, lorsqu'il éternue, ce sont les usines chinoises, les exportateurs japonais et allemands, mais aussi les maisons de luxe françaises qui s'enrhument.



Depuis quelques années, le consommateur américain présente une particularité inhabituelle. Derrière sa fringale de façade se dissimule une anorexie dont peu d'investisseurs mesurent réellement l'ampleur. La dépense n'est plus répartie de manière homogène sur l'ensemble des ménages, mais elle est devenue extrêmement concentrée. Le décile supérieur des revenus, c'est-à-dire les Américains gagnant plus de 250'000 dollars par an, représente près de la moitié de l'ensemble des dépenses de consommation du pays, contre 36% au milieu des années 90 (cf. Fig. 3) : avocats, consultants, professionnels de la finance, travailleurs du secteur technologique. **Jamais, pas même au plus fort de la bulle internet, la première économie de la planète n'avait autant dépendu du pouvoir d'achat de ses citoyens les plus fortunés.** À l'autre bout de l'échelle, les 80% les moins favorisés ne pèsent plus qu'environ 37% des dépenses, une part qui s'effrite d'année en année.

Fig. 2 – Poids de la consommation dans le PIB

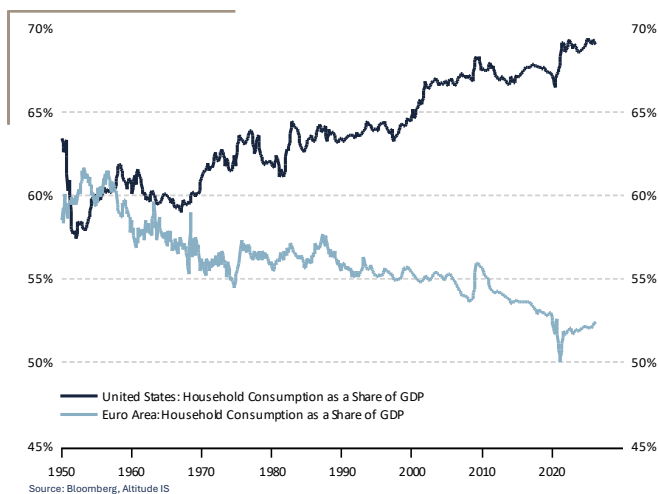
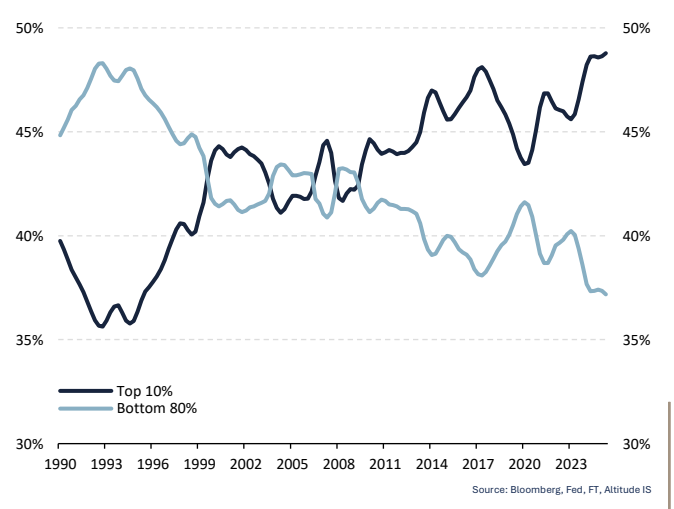


Fig. 3 – Dépenses des ménages, par revenu



On prête à Marie-Antoinette, à la veille de la Révolution française et alors qu'on lui rapportait que le peuple n'avait plus de pain, cette réplique sans doute apocryphe : "Qu'ils mangent de la brioche !". La formule est restée comme l'image d'un pays suspendu au train de vie d'une poignée de ménages fortunés. **Deux siècles plus tard, l'Amérique vit sur le même principe, elle se nourrit de brioche bien plus que de pain, un régime aussi flatteur que fragile.**

Cette concentration des dépenses a été amplifiée par plusieurs forces qui se sont conjuguées. En premier lieu, la flambée des prix, consécutive à la pandémie puis à la guerre en Iran, est venue éroder le pouvoir d'achat des ménages les plus modestes (cf. Fig. 4), dont les revenus dépendent principalement du travail et très peu du capital. Pour ces derniers, dont l'essentiel du budget part dans l'alimentation, le logement et l'énergie, l'inflation cumulée de ces dernières années a agi comme un impôt silencieux qui a englouti la maigre épargne disponible. En second lieu, la hausse des taux directeurs est venue leur fermer l'accès au crédit. Privés de ce dernier recours, les ménages à bas revenus ont d'abord puisé dans leurs réserves, avant de tailler dans leurs dépenses. Les impayés sur les cartes de crédit et les prêts automobiles sont d'ailleurs remontés à des sommets qui n'avaient plus été observés depuis la sortie de la crise financière. **A contrario, en haut de l'échelle des consommateurs, l'effet de richesse a rarement été aussi positif** (cf. Graphique de la semaine). La forte progression des prix de l'immobilier dans un premier temps, puis l'envolée des actifs boursiers dans un second, ont fait bondir la fortune de cette frange de la population. Aux États-Unis, la quasi-totalité du patrimoine en actions se loge dans le tiers supérieur des ménages.

Ce paradoxe a nourri la dépense discrétionnaire (cf. Fig. 5), des voyages haut de gamme aux résidences secondaires, et a entretenu l'illusion d'une consommation américaine indéboulonnable. À l'inverse, le



secteur de la consommation de base, ces produits du quotidien dont personne ne peut se passer, peine à performer en bourse. Dans une économie où la dépense marginale provient des plus aisés, ce sont les enseignes premium et les marques désirables qui captent la croissance, pas les distributeurs à prix cassés. Cette bascule se lit à même la cote, où les grandes marques de standing surnagent quand les distributeurs de produits courants restent à la traîne. Le revers de cette mécanique, c'est qu'elle fonctionne aussi à l'envers. **Les investisseurs semblent ignorer que deux types de consommateurs très différents cohabitent sous un même toit statistique, et que la croissance mondiale ne repose pas sur l'Américain moyen mais uniquement sur quelques fortunés.** Ils sous-estiment aussi certainement que cette dynamique est extrêmement sensible au marché de l'emploi des cols blancs et à l'évolution des cours boursiers.

Fig. 4 – Salaires réels aux États-Unis

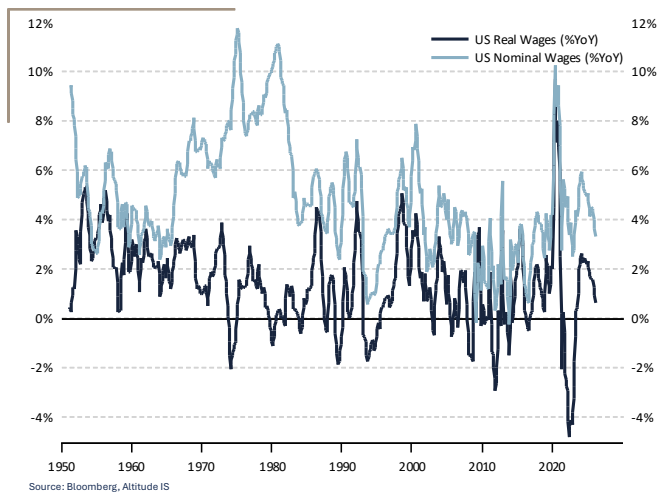
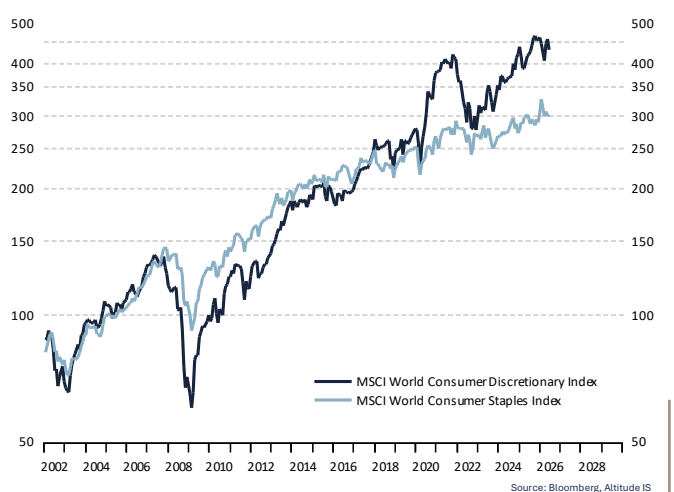


Fig. 5 – Perf. des secteurs de consommation



L'intelligence artificielle pourrait finir par engendrer un déséquilibre. Certaines tâches, longtemps épargnées par l'automatisation, sont désormais dévolues à des agents d'intelligence artificielle. C'est le cas dans le conseil, le droit, la finance et la programmation informatique. Dans le secteur de la technologie, les annonces de suppressions de postes se multiplient depuis le début de l'année. **En faisant disparaître certains emplois qualifiés de bureau, l'IA pourrait stopper la consommation des cols blancs.** Le paradoxe est cruel car l'innovation qui a permis aux indices boursiers de battre des records et aux ménages aisés de s'enrichir risque désormais de saper leur consommation. Il existerait alors peu d'espoir de compensation, car les ménages modestes n'ont pas grand-chose à dépenser.

Un autre foyer d'inquiétude concerne l'immobilier résidentiel. Pénalisé par l'inflation des matériaux de construction en 2020, puis par la hausse des taux hypothécaires en 2022, le marché immobilier ne parvient pas à se relever. Avec un crédit à 30 ans autour de 6.5%, contre 3% cinq ans plus tôt, les ventes de maisons sont en berne (cf. Fig. 6). Preuve s'il en fallait, **les stocks de logements neufs représentent désormais plus de 10 mois de ventes, un niveau qui n'avait plus été atteint depuis la crise des subprimes en 2009.** Il y a peu de chances que les choses s'améliorent tant que les charges d'emprunt resteront aussi lourdes et tant qu'il sera nettement plus avantageux de louer que d'acheter (cf. Fig. 7).

Pour ceux qui douteraient de la complexité de la situation, prenons un exemple concret. Une famille américaine percevant le revenu médian, soit environ 106'800 dollars par an, peut tout juste acheter un logement de 170 m², dont le prix est de 404'300 dollars. Aux conditions actuelles, le coût mensuel complet (emprunt, impôts et entretien compris) engloutirait une part de son revenu très proche du tiers habituellement toléré par les prêteurs (cf. Fig. 8). Plus important encore, **détenir cette maison coûte**

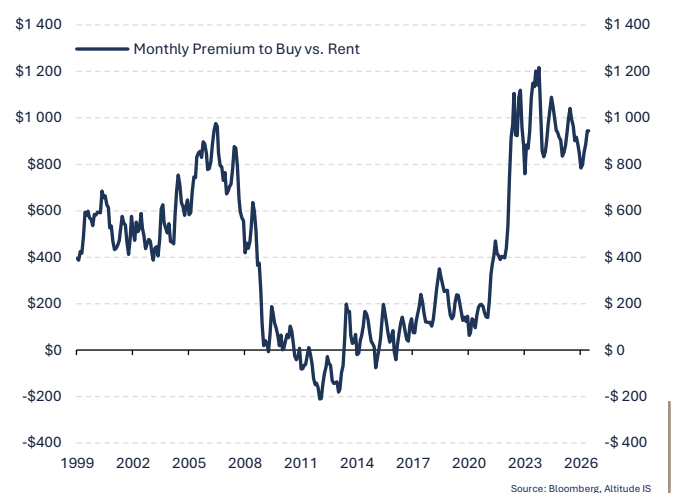


aujourd'hui près de 50% de plus, chaque mois, que de la louer, un écart de l'ordre de 900 dollars mensuels. Cette famille médiane risque donc de se rabattre sur un bien plus petit, moins bien équipé, plus éloigné ou plus ancien, voire de renoncer à l'accession à la propriété. Depuis 2022, le rêve américain de la maison individuelle se heurte à l'arithmétique.

Fig. 6 – Ventes des maisons



Fig. 7 – Prime d'achat par rapport à un loyer



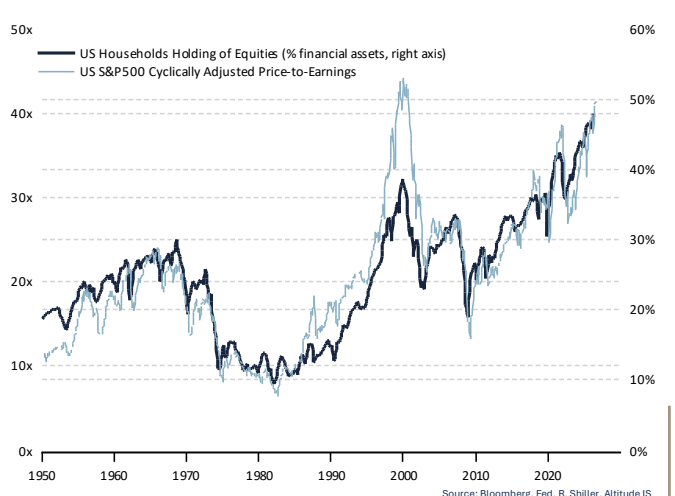
Le dernier facteur de risque tient enfin à la complaisance des ménages eux-mêmes. **Leur allocation en actions vient d'atteindre près de 50% de leurs actifs financiers, un plus haut de toute l'histoire contemporaine.** Ce niveau épouse fidèlement la courbe des valorisations, signe que l'instinct grégaire des ménages les incite à acheter d'autant plus d'actions qu'elles sont chères (cf. Fig. 9). Lors du prochain *bear market*, ces investisseurs particuliers chercheront à vendre leurs positions. D'abord lentement, puis dans la précipitation, ce qui accentuera la correction boursière et enclenchera un effet-richeesse négatif. Le levier qui a favorisé les dépenses de consommation ces dernières années, les freinera alors fortement.

Fig. 8 – Simulation de crédit hypothécaire

City	House Median price (\$)	Median Size (m²)	Qualifying income (\$/year)	Median Family Income	Cost to Buy (\$/month)	Cost to Rent (\$/month)
San Jose	2 030 000	148	495 276	205 500	14 547	3 534
San Francisco	1 350 000	149	329 371	200 800	9 675	3 236
San Diego	1 050 000	145	256 177	130 900	7 525	2 914
Los Angeles	858 500	162	209 455	108 100	6 153	2 892
Seattle	772 600	178	188 498	164 400	5 537	2 208
New York	750 000	135	182 984	104 300	5 375	3 436
Boston	747 900	164	182 471	164 600	5 359	3 184
Miami	650 000	123	158 586	89 800	4 658	2 683
Washington, D.C.	637 100	178	155 439	166 100	4 565	2 377
United States	404 300	170	98 640	106 800	2 897	1 930
Chicago	384 100	164	93 712	121 500	2 752	2 219
Atlanta	370 200	205	90 336	117 800	2 653	2 000
Houston	331 500	199	80 879	104 000	2 376	1 619
Cincinnati	310 200	166	75 696	109 900	2 223	1 400
St. Louis	281 600	152	68 688	113 500	2 018	1 225
Detroit	260 900	138	63 648	104 800	1 870	1 150
Pittsburgh	234 600	148	57 237	110 400	1 681	1 507
Cleveland	226 900	169	55 344	105 000	1 626	1 250

Source: NAR, Zillow, Realtor.com, HUD, U.S. Census Bureau, Claude, Altitude IS

Fig. 9 – Allocation en actions des ménages



Au vu de tous ces éléments, il devient aisé de comprendre pourquoi les secteurs de l'immobilier coté, mais aussi de la consommation tels que l'automobile, sous-performent nettement le reste de la cote



(cf. Fig. 10). Ces deux industries sont les plus sensibles au coût du crédit et à la confiance des ménages. Historiquement, elles ont presque toujours signalé les inflexions du cycle avant les autres. **Leur faiblesse relative n'est pas un accident de parcours, elle est le symptôme d'un consommateur dont les poches sont vides.** À leur manière, les marchés commencent à pressentir ce que tout Ancien Régime finit par découvrir, à savoir qu'un festin réservé à quelques convives ne nourrit jamais durablement une nation.

Fig. 10 – Perf. relative de l'auto et de l'immobilier

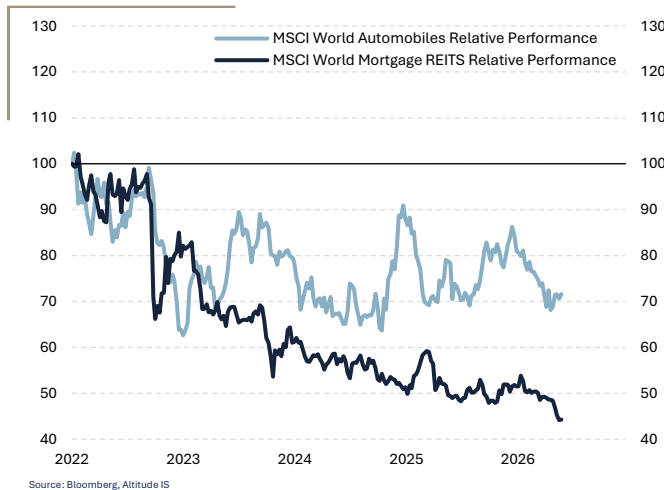
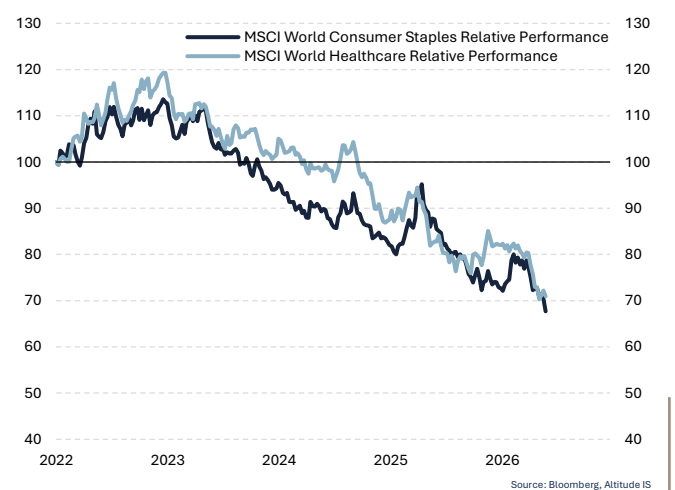


Fig. 11 – Perf. relative de la santé et des staples



Conclusion :

Lors de la prochaine crise, ce seront d'autres secteurs ayant souffert qui résisteront le mieux, à commencer par les biens de consommation courante et les produits et services de santé (cf. Fig. 11). À la différence de la brioche, ils sont essentiels aux ménages, y compris en période de crise. Ils prendront le relais des géants de la technologie et des fabricants de semiconducteurs. Difficile de dater précisément cette rotation sectorielle, mais les investisseurs s'y préparent déjà.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2026 Year-to-Date (%)	2025 (%)	2024 (%)
Equities							
World (MSCI)	1 126.5	56.30	0.3%	3.8%	12.2%	22.9%	18.0%
USA (S&P 500)	7 575	60.02	1.3%	4.3%	11.3%	17.9%	25.0%
USA (Dow Jones)	52 637	62.10	-0.5%	5.5%	10.5%	14.9%	15.0%
USA (Nasdaq)	26 282	54.56	1.7%	4.5%	13.4%	21.2%	29.6%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	665.7	51.82	-2.1%	3.6%	11.4%	21.2%	10.2%
UK (FTSE 100)	10 497	50.68	-1.7%	2.5%	7.7%	25.7%	9.6%
Switzerland (SMI)	14 235	61.71	-1.3%	5.7%	10.4%	18.0%	7.5%
Japan (Nikkei)	67 243	51.64	-1.7%	6.9%	37.3%	28.7%	21.3%
Emerging (MSCI)	1 691	45.92	-1.7%	1.8%	21.9%	34.3%	8.0%
Brasil (IBOVESPA)	177 866	62.61	2.2%	5.5%	10.4%	34.0%	-10.4%
Mexico (IPC)	66 496	44.04	-0.8%	2.6%	5.0%	35.1%	-11.0%
India (SENSEX)	77 520	56.41	-0.2%	5.3%	-8.1%	10.5%	9.6%
China (CSI)	4 693	45.09	-1.1%	1.2%	4.5%	21.0%	18.2%
Com. Services (MSCI World)	165.7	54.49	2.2%	1.6%	1.6%	33.0%	31.9%
Cons. Discretionary (MSCI World)	438.4	52.98	0.7%	2.7%	-3.6%	9.8%	20.7%
Cons. Staples (MSCI World)	302.9	49.58	-1.1%	-0.6%	6.2%	9.3%	4.7%
Energy (MSCI World)	314.1	49.55	3.2%	-4.9%	20.8%	14.8%	2.9%
Financials (MSCI World)	239.9	67.28	0.7%	7.2%	8.0%	29.5%	25.1%
Health Care (MSCI World)	401.8	58.36	-1.2%	5.2%	2.9%	15.3%	1.5%
Industrials (MSCI World)	525.9	49.14	-1.1%	4.8%	13.7%	26.2%	12.8%
Info. Tech. (MSCI World)	1 231.2	52.25	1.3%	4.6%	27.8%	26.6%	31.9%
Materials (MSCI World)	416.5	43.31	-3.0%	0.5%	6.8%	32.5%	-7.6%
Real Estate (MSCI World)	1 040	50.83	-0.3%	-0.4%	5.5%	3.6%	-0.4%
Utilities (MSCI World)	207.3	51.72	-0.9%	2.8%	9.1%	24.7%	13.0%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.89%	42.82	-0.4%	-0.2%	-0.7%	8.2%	-1.7%
USA (Sovereign)	4.46%	44.20	-0.4%	0.2%	-0.2%	6.3%	0.6%
Euro Area (Sovereign)	3.27%	42.79	-0.7%	0.4%	0.2%	0.6%	1.9%
Germany (Sovereign)	2.93%	41.82	-0.7%	0.3%	0.0%	-1.6%	0.6%
UK (Sovereign)	4.88%	48.17	-0.6%	0.7%	-0.1%	6.1%	-3.0%
Switzerland (Sovereign)	0.61%	40.84	-0.6%	0.4%	-0.1%	0.3%	5.4%
Japan (Sovereign)	2.39%	47.49	0.0%	-0.1%	-2.5%	-4.6%	-2.1%
Emerging (Sovereign)	6.20%	50.25	-0.4%	0.0%	1.8%	13.1%	7.0%
USA (IG Corp.)	5.32%	41.17	-0.8%	-0.5%	0.1%	7.8%	2.1%
Euro Area (IG Corp.)	3.58%	47.66	-0.4%	0.1%	0.9%	3.0%	4.7%
Emerging (IG Corp.)	6.46%	48.32	-0.2%	0.0%	1.5%	8.1%	7.0%
USA (HY Corp.)	7.16%	60.47	-0.1%	0.4%	2.1%	8.6%	8.2%
Euro Area (HY Corp.)	5.87%	69.54	0.0%	0.5%	1.9%	5.2%	8.2%
Emerging (HY Corp.)	7.44%	57.71	-0.3%	0.3%	4.2%	13.9%	14.9%
World (Convertibles)	625.1	45.71	0.0%	1.3%	16.0%	22.4%	9.4%
USA (Convertibles)	833.4	47.02	0.5%	1.9%	19.1%	16.9%	10.1%
Euro Area (Convertibles)	307.8	42.94	-1.3%	0.3%	5.9%	24.8%	14.7%
Switzerland (Convertibles)	296.6	61.70	0.1%	2.0%	4.8%	17.5%	-10.5%
Japan (Convertibles)	326.1	47.23	-4.1%	4.2%	26.4%	13.8%	6.4%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 896	77.61	n.a.	-0.5%	n.a.	4.8%	11.1%
Macro	1 535	69.20	n.a.	-1.8%	n.a.	4.6%	7.4%
Equity Long Only	2 590	67.90	n.a.	1.0%	n.a.	4.7%	12.0%
Equity Long/Short	2 110	78.14	n.a.	0.0%	n.a.	7.1%	14.0%
Event Driven	2 080	84.98	n.a.	1.4%	n.a.	8.3%	8.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	2 010	89.06	n.a.	0.9%	n.a.	7.3%	12.4%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 887	79.52	n.a.	0.4%	n.a.	4.3%	9.8%
Credit	1 773	92.05	n.a.	0.5%	n.a.	3.2%	8.5%
Credit Long/Short	1 809	94.45	n.a.	1.3%	n.a.	4.4%	10.0%
Commodity	2 019	67.40	n.a.	-6.1%	n.a.	0.9%	14.7%
Commodity Trading Advisors	1 516	62.29	n.a.	-2.6%	n.a.	6.7%	7.9%
Volatility							
VIX	15.03	41.39	-6.9%	-32.4%	0.5%	-13.8%	39.4%
VSTOXX	16.85	45.93	8.4%	-21.7%	14.5%	-13.5%	25.3%
Commodities							
Commodities (CRB)	565.3	n.a.	1.0%	2.4%	4.7%	0.6%	5.1%
Gold (Troy Ounce)	4 055	n.a.	-2.6%	-6.0%	-6.1%	64.6%	27.2%
Silver (Troy Ounce)	58.21	n.a.	-6.2%	-16.8%	-18.8%	148.0%	21.5%
Oil (WTI, Barrel)	71.41	n.a.	4.0%	-20.7%	24.4%	-19.9%	0.1%
Oil (Brent, Barrel)	74.21	n.a.	7.1%	-21.5%	18.8%	-15.7%	-4.6%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	101.10	61.00	0.2%	1.4%	2.8%	-9.4%	7.1%
EUR	1.1408	40.16	-0.3%	-1.6%	-2.9%	13.4%	-6.2%
JPY	162.09	41.92	0.0%	-1.1%	-3.3%	0.3%	-10.3%
GBP	1.3385	54.68	-0.1%	-0.2%	-0.7%	7.7%	-1.7%
AUD	0.6932	41.65	-0.3%	-2.0%	3.9%	7.8%	-9.2%
CAD	1.4161	38.38	0.3%	-1.2%	-3.1%	4.8%	-7.9%
CHF	0.8092	38.99	-0.5%	-1.8%	-2.1%	14.5%	-7.3%
CNY	6.7837	51.56	0.2%	-0.4%	3.0%	4.5%	-2.7%
MXN	17.509	46.06	-0.7%	-1.7%	2.8%	15.7%	-18.5%
EM (Emerging Index)	1 864.7	54.64	0.3%	0.3%	0.7%	7.2%	-0.7%
XBT	62 820	n.a.	1.2%	-2.2%	-28.3%	-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.

