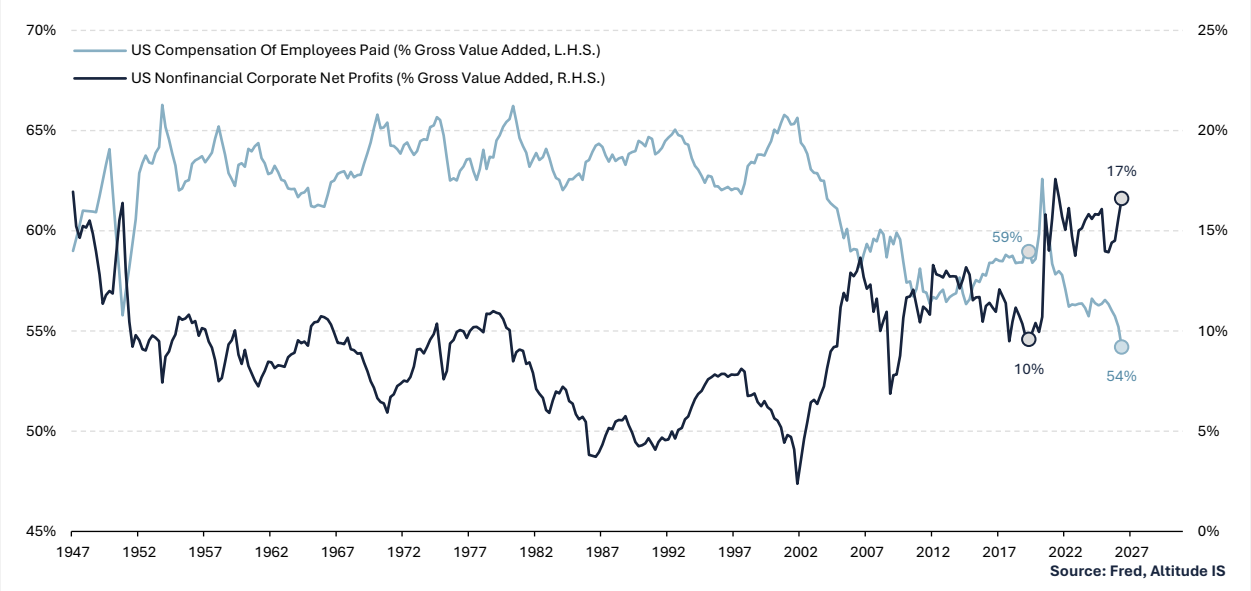


Le fleximadaire qui atteint des sommets - publication du 23 novembre 2026

"MARGES DE MANŒUVRE LIMITÉES"

- Les sociétés cotées ont vu leurs bénéfices croître fortement
- Malgré l'intelligence artificielle, cette croissance est vouée à ralentir
- Le phénomène sera amplifié si les gouvernements taxent davantage les profits
- Les multiples de valorisation sont donc plus élevés qu'il n'y paraît

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Les profits atteignent des sommets : bonne nouvelle ou pas ?"



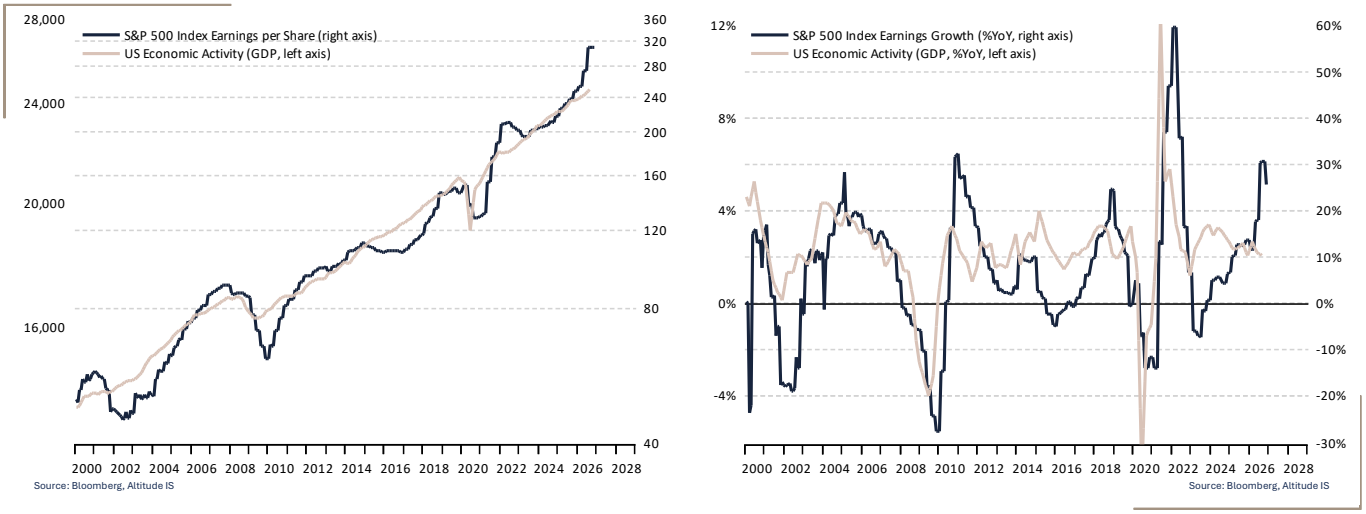
ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Les marchés reculent malgré la croissance des bénéfices des entreprises et les IPO historiques. Le S&P 500 a cédé -6% depuis son récent record du 6 octobre 2026, revenant ainsi à son niveau du mois de mai. Pourtant, les bénéfices des sociétés américaines ont progressé de +32% sur un an au troisième trimestre. Dans le même temps, SpaceX en juin, puis Anthropic mercredi dernier ont réalisé les deux plus grandes introductions en bourse (IPO) de l'histoire, prouvant ainsi que l'appétit des investisseurs ne s'est pas réduit. Cette dichotomie peut sembler paradoxale mais, en réalité, deux secteurs ont tenu un rôle déterminant dans la croissance des bénéfices. Portés par la flambée du pétrole depuis le début de la guerre en Iran, les bénéfices des sociétés de l'énergie ont bondi de +151%. Quant à ceux des fabricants de semi-conducteurs, portés par les investissements dans l'intelligence artificielle, ils ont

progressé de +133%. Si on les écarte du calcul, la croissance des bénéfices du S&P 500 n'a été que de +14%.

De manière très optimiste, le consensus des analystes escompte une croissance de +16% des bénéfices des entreprises du S&P 500 en 2027, après +33% en 2026. **Cette perspective sera difficile à atteindre, même avec l'apport exceptionnel de l'intelligence artificielle.** Les bénéfices des sociétés américaines progressent aujourd'hui dix fois plus vite que l'activité économique. Ce rythme n'est pas soutenable (cf. Fig. 2 & 3). Signe que le doute s'installe, les investisseurs s'inquiètent des dépenses colossales des géants du numérique dans les centres de données, dont les rendements tardent à se matérialiser. Depuis son record de juin, l'indice des semi-conducteurs en a fait les frais, puisqu'il a perdu -34%.

Fig. 2 & 3 – Profits et activité économique aux États-Unis, en données brutes et en croissance annuelle



Si les profits ne peuvent plus progresser à un rythme aussi rapide en absolu, ils ne le pourront probablement pas non plus en relatif. En effet, leur envolée doit beaucoup à **celle des marges bénéficiaires. Ces dernières sont proches de leur plus haut niveau historique** (cf. Graphique de la semaine). Depuis le début de la guerre en Iran, les entreprises sont parvenues à répercuter la flambée des coûts de l'énergie sur leurs prix de vente, tandis que la hausse de leurs coûts salariaux restait contenue. Elles avaient déjà réussi cet exploit durant la pandémie de Covid-19. Ainsi, entre 2019 et 2026, la part des profits nets des entreprises non financières est passée de 10% à 17% de la valeur ajoutée. Dans le même temps, celle des salaires est tombée de 59% à 54%, son plus bas niveau depuis 1947.

Fig. 4 – Ricardo, Cobb, Douglas, Bowley et d'autres économistes éminents

La valeur ajoutée est répartie en trois grands pôles : la rémunération du capital (les profits, l'excédent brut d'exploitation), la rémunération du travail (les salaires et les cotisations sociales) et les taxes (impôts sur la production). Les profits sont ensuite schématiquement partagés en trois. Les investissements qui servent à financer l'avenir restent dans l'entreprise, la participation et l'intéressement reviennent aux salariés, et les dividendes, aux actionnaires.

Dès le XIX^e^ siècle, les économistes ont cherché à déterminer s'il existait un partage optimal de la valeur ajoutée. Pour David Ricardo, dans son ouvrage datant de 1817 et intitulé *Des principes de l'économie politique et de l'impôt*, déterminer les lois qui règlent cette distribution est le principal problème en économie politique.

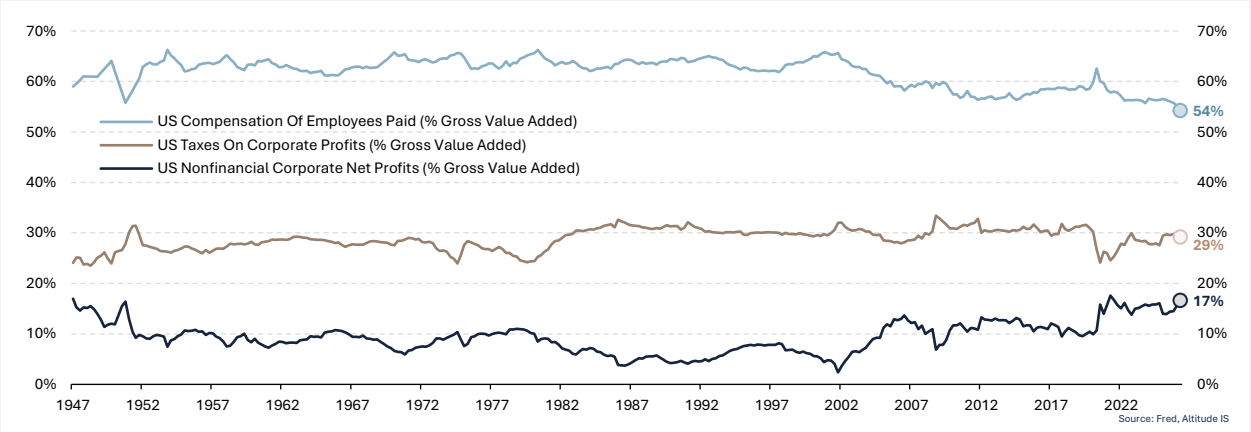


En économétrie, les analystes utilisent la fonction de Cobb-Douglas, proposée et testée en 1928 par le mathématicien Charles Cobb et l'économiste Paul Douglas (ci-contre), afin de quantifier le lien qui existe entre intrant et extrant. Cette fonction est une approche néoclassique pour estimer la production (Y) d'un pays. Elle utilise comme variables le capital (K) et le travail (L), auxquels peut être ajoutée la productivité technologique (A) :

$$\Delta Y = \Delta A + \alpha \times \Delta K + (1-\alpha) \times \Delta L = 0.7\% + 0.46 \times 2.7\% + 0.54 \times 0.2\% = 2.1\%$$

Dans cette approche, il est à noter que le capital est considéré de manière brute, en intégrant les taxes. **Les études empiriques de Bowley ont montré qu'au Royaume-Uni la distribution est relativement constante dans le temps.** Aux États-Unis aussi, le travail a longtemps absorbé près des deux tiers de la valeur ajoutée des entreprises non financières (cf. ci-dessous).

Répartition de la valeur ajoutée



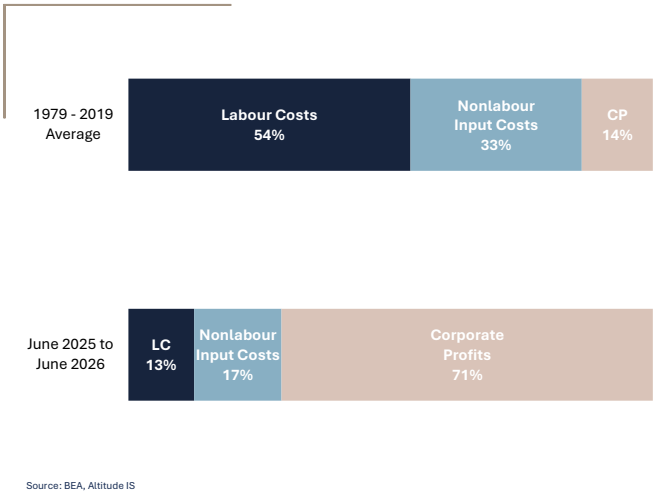
Depuis 2000, la répartition de la valeur ajoutée n'est plus aussi stable que par le passé. Les entreprises ont un pouvoir accru dans la négociation. En 2007, Alan Greenspan, l'ancien président de la Réserve fédérale, exprimait sa perplexité sur le fait que *"la part des salaires dans le revenu national aux États-Unis et dans d'autres pays développés atteint un niveau exceptionnellement bas selon les normes historiques"*. Qui plus est, la baisse de la part des salaires n'a pas engendré un surcroît d'investissement mais une distribution accrue de dividendes.

Plusieurs raisons permettent d'expliquer cette déformation du partage de la valeur ajoutée :

- Le progrès technologique fait baisser le prix relatif des machines et permet aux entreprises de remplacer du travail par du capital. C'est le cas pour les travailleurs peu qualifiés qui accomplissent des tâches répétitives, mais c'est également vrai, depuis le déploiement de l'intelligence artificielle, pour ceux qui exercent des activités intellectuelles.
- La mondialisation entraîne la délocalisation de tâches à haute intensité de main-d'œuvre vers les pays émergents où les salaires sont faibles. La concentration des entreprises finit par affaiblir la concurrence et permet l'émergence d'oligopoles, c'est-à-dire d'entreprises incontournables, comme Apple, Amazon ou Nvidia par exemple.
- A l'échelle locale, les employés peu qualifiés et peu mobiles géographiquement sont très dépendants d'un petit nombre d'entreprises, comme les chaînes d'hypermarchés ou de fast food, car elles représentent une part très élevée des emplois.

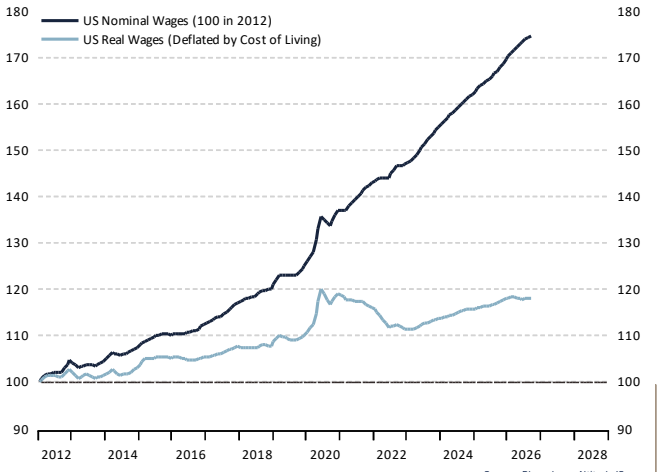
Au cours des douze derniers mois, les entreprises non financières américaines ont relevé leurs prix de vente bien plus que leurs coûts de production n'ont crû. Une fois déduits leurs achats de matières premières et d'énergie, plus des deux tiers de la hausse de leurs prix de vente (71%) sont allés à leurs marges bénéficiaires (cf. Fig. 5). A contrario, les coûts de main-d'œuvre n'y ont contribué que pour 13%. Cette situation est inhabituelle. De 1979 à 2019, les bénéfices n'avaient contribué qu'à hauteur de 14% à la croissance des prix, tandis que les coûts de main-d'œuvre en représentaient 54%. Pour les consommateurs, le fardeau est double. Ils paient plus cher leurs achats, tandis que leurs revenus peinent à suivre le rythme. Lors de la dernière vague d'inflation, provoquée par la guerre en Iran, les salaires réels ont reculé de -0.5% (cf. Fig. 6) et cette tendance devrait s'accélérer.

Fig. 5 – Contributions à la hausse des prix



Source: BEA, Altitude IS

Fig. 6 – Salaires nominaux et réels aux États-Unis



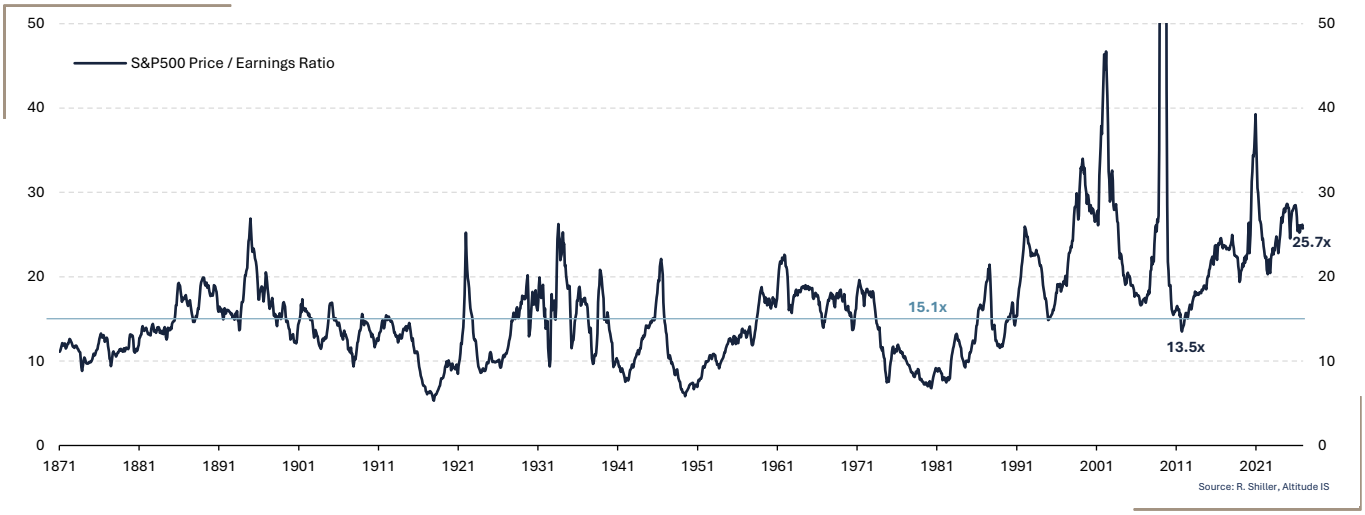
Source: Bloomberg, Altitude IS

Au cours des prochaines années, si les entreprises ne cherchent pas à accroître davantage les salaires, la demande des consommateurs finira par devenir atone. Si les ménages subissent trop fortement et trop longtemps l'impact récessif de la hausse des prix, ils ne consommeront plus suffisamment pour entretenir le cercle vertueux de l'économie, celui où la croissance de la demande permet de soutenir le développement de l'appareil productif. **Malheureusement, lorsque les entreprises accroîtront les salaires, cela se fera au détriment des marges bénéficiaires et donc des profits.**

Ce déséquilibre de répartition de la valeur ajoutée est en train d'inciter les gouvernements, des deux côtés de l'Atlantique, à taxer davantage certains profits. Aux États-Unis par exemple, le sénateur Sheldon Whitehouse et le représentant Ro Khanna, tous deux démocrates, ont réintroduit en mars un projet de taxe sur les bénéfices "excessifs" des grands producteurs et importateurs de pétrole, dont le produit serait reversé aux ménages sous forme de remises dégressives avec le revenu. En Europe, l'Allemagne, l'Espagne, l'Italie, l'Autriche et le Portugal ont demandé en avril à la Commission européenne une nouvelle taxe exceptionnelle sur les énergéticiens.

Si les bénéfices des entreprises étaient amenés à croître moins rapidement, deux scénarios seraient envisageables. Dans le premier, les indices boursiers résisteraient et les multiples de valorisation (ratio cours / bénéfices, PER) progresseraient, de manière mécanique. Or les PER sont déjà élevés (cf. Fig. 7). Aux États-Unis, ils pointent actuellement à 25.7x les bénéfices, bien loin de leur médiane historique, à 15.1x. Depuis 1871, ils n'ont dépassé ce niveau que 7% du temps. Dans le second scénario, ce sont les indices boursiers qui s'ajusteraient à la baisse, afin de ramener les valorisations à des niveaux compatibles avec la croissance des bénéfices.

Fig. 7 – Valorisation des principales sociétés cotées aux États-Unis



Conclusion :

Les sociétés cotées continuent de publier des bénéfices en forte croissance. C'est une excellente nouvelle qui n'est toutefois pas suffisante pour entrevoir l'avenir avec sérénité. Les salaires ayant pris beaucoup de retard sur les profits, la croissance de ces derniers pourrait ralentir, malgré les gains de productivité permis par l'intelligence artificielle. Si les analystes révisent leurs estimations à la baisse, la correction récente des marchés pourrait se prolonger.

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)	1 056.8	28.87	-5.3%	-6.4%	5.8%	22.9%	18.0%
USA (S&P 500)	7 062	31.41	-5.4%	-6.6%	5.9%	17.9%	25.0%
USA (Dow Jones)	48 887	30.46	-6.1%	-5.4%	3.5%	14.9%	15.0%
USA (Nasdaq)	23 124	32.82	-5.8%	-9.6%	3.3%	21.2%	29.6%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	631.8	41.48	-4.1%	0.0%	8.9%	21.2%	10.2%
UK (FTSE 100)	10 361	36.55	-3.7%	-2.6%	8.4%	25.7%	9.6%
Switzerland (SMI)	14 572	49.73	-2.8%	2.5%	14.4%	18.0%	7.5%
Japan (Nikkei)	56 437	31.32	-2.3%	-8.4%	19.9%	28.7%	21.3%
Emerging (MSCI)	1 465	30.31	-5.7%	-9.3%	6.5%	34.3%	8.0%
Brasil (IBOVESPA)	166 376	32.28	-2.9%	-18.9%	3.3%	34.0%	-10.4%
Mexico (IPC)	68 668	43.57	-4.2%	0.1%	9.7%	35.1%	-11.0%
India (SENSEX)	83 920	80.76	1.4%	12.6%	-1.1%	10.5%	9.6%
China (CSI)	3 955	30.96	-1.5%	-4.4%	-12.1%	21.0%	18.2%
Com. Services (MSCI World)	141.3	27.54	-5.7%	-13.0%	-13.1%	33.0%	31.9%
Cons. Discretionary (MSCI World)	429.0	44.84	-3.6%	-0.8%	-5.3%	9.8%	20.7%
Cons. Staples (MSCI World)	321.0	50.86	-1.7%	2.1%	13.4%	9.3%	4.7%
Energy (MSCI World)	337.1	32.44	-4.7%	-10.0%	31.4%	14.8%	2.9%
Financials (MSCI World)	233.8	37.74	-4.5%	-1.0%	6.1%	29.5%	25.1%
Health Care (MSCI World)	433.6	41.98	-4.8%	2.0%	11.6%	15.3%	1.5%
Industrials (MSCI World)	475.1	35.19	-4.5%	-4.3%	3.1%	26.1%	12.8%
Info. Tech. (MSCI World)	1 069.2	29.57	-7.4%	-13.5%	11.3%	26.6%	31.9%
Materials (MSCI World)	386.9	27.38	-8.1%	-9.4%	0.1%	32.5%	-7.6%
Real Estate (MSCI World)	1 011	45.69	-3.0%	3.0%	2.6%	3.6%	-0.4%
Utilities (MSCI World)	198.2	44.66	-2.4%	2.2%	5.3%	24.7%	13.0%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	4.33%	41.12	-0.2%	-0.1%	-2.3%	8.2%	-1.7%
USA (Sovereign)	4.96%	52.68	0.5%	0.8%	-1.0%	6.3%	0.6%
Euro Area (Sovereign)	3.90%	46.94	-0.5%	0.7%	-2.2%	0.6%	1.9%
Germany (Sovereign)	3.33%	46.12	-0.4%	0.5%	-0.9%	-1.6%	0.6%
UK (Sovereign)	5.29%	50.68	-0.2%	1.1%	-1.1%	6.1%	-3.0%
Switzerland (Sovereign)	0.81%	39.20	-0.2%	-0.3%	-1.5%	0.3%	5.4%
Japan (Sovereign)	2.49%	55.31	-0.1%	0.8%	-1.9%	-4.6%	-2.1%
Emerging (Sovereign)	7.18%	36.51	-0.6%	-0.3%	-1.7%	13.1%	7.0%
USA (IG Corp.)	5.95%	48.66	0.4%	0.4%	-1.6%	7.8%	2.1%
Euro Area (IG Corp.)	4.30%	47.10	-0.2%	0.0%	-0.5%	3.0%	4.7%
Emerging (IG Corp.)	7.29%	36.46	-0.2%	-0.2%	-0.4%	8.1%	7.0%
USA (HY Corp.)	8.51%	38.60	-0.5%	0.2%	0.1%	8.6%	8.2%
Euro Area (HY Corp.)	7.21%	49.16	-0.4%	0.5%	-0.3%	5.2%	8.2%
Emerging (HY Corp.)	8.75%	31.27	-1.0%	-0.8%	0.4%	13.9%	14.9%
World (Convertibles)	545.2	27.46	-3.6%	-5.7%	1.2%	22.4%	9.4%
USA (Convertibles)	712.5	30.91	-3.9%	-6.1%	1.8%	16.9%	10.1%
Euro Area (Convertibles)	301.0	38.14	-1.6%	-0.4%	3.6%	24.8%	14.7%
Switzerland (Convertibles)	318.6	79.34	0.1%	6.1%	12.6%	17.5%	-10.5%
Japan (Convertibles)	288.7	33.66	-3.1%	-6.3%	11.9%	13.8%	6.4%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 880	67.94	n.a.	-1.9%	5.4%	4.0%	11.1%
Macro	1 567	69.04	n.a.	-1.4%	8.1%	6.3%	7.4%
Equity Long Only	2 479	56.13	n.a.	-4.1%	1.5%	0.6%	12.0%
Equity Long/Short	2 031	63.75	n.a.	-2.9%	5.5%	3.2%	14.0%
Event Driven	2 029	69.20	n.a.	-0.8%	8.1%	5.6%	8.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 997	83.24	n.a.	-0.6%	9.4%	7.1%	12.4%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 920	73.81	n.a.	-2.0%	7.6%	5.3%	9.8%
Credit	1 776	85.69	n.a.	0.2%	4.5%	3.4%	8.5%
Credit Long/Short	1 805	88.66	n.a.	-0.5%	5.6%	4.3%	10.0%
Commodity	2 170	73.09	n.a.	-2.3%	7.6%	7.7%	14.7%
Commodity Trading Advisors	1 611	70.64	n.a.	-0.6%	16.8%	13.2%	7.9%
Volatility							
VIX	30.66	64.12	52.1%	54.2%	90.2%	-13.8%	39.4%
VSTOXX	28.36	59.68	34.5%	19.2%	53.1%	-13.5%	25.3%
Commodities							
Commodities (CRB)	565.3	n.a.	1.0%	2.4%	4.7%	0.6%	5.1%
Gold (Troy Ounce)	3 545	n.a.	-8.7%	-14.1%	-17.9%	64.6%	27.2%
Silver (Troy Ounce)	41.38	n.a.	-15.1%	-28.6%	-42.3%	148.0%	21.5%
Oil (WTI, Barrel)	83.21	n.a.	-6.0%	-19.7%	44.9%	-19.9%	0.1%
Oil (Brent, Barrel)	92.75	n.a.	-3.3%	-21.2%	48.5%	-15.7%	-4.6%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	103.72	66.93	0.3%	2.0%	5.5%	-9.4%	7.1%
EUR	1.0984	31.65	-0.4%	-2.3%	-6.5%	13.4%	-6.2%
JPY	158.71	49.20	0.6%	-0.3%	-1.3%	0.3%	-10.3%
GBP	1.3107	34.55	-0.8%	-2.0%	-2.7%	7.7%	-1.7%
AUD	0.6640	21.79	-1.9%	-5.2%	-0.5%	7.8%	-9.2%
CAD	1.4318	31.26	-0.3%	-1.8%	-4.1%	4.8%	-7.9%
CHF	0.8390	38.82	0.0%	-1.7%	-5.5%	14.5%	-7.3%
CNY	6.6718	52.60	0.0%	0.1%	4.7%	4.5%	-2.7%
MXN	19.057	35.07	-2.7%	-3.3%	-5.5%	15.7%	-18.5%
EM (Emerging Index)	1 913.7	37.69	-0.2%	-0.8%	3.3%	7.2%	-0.7%
XBT	59 472	n.a.	-8.5%	-28.1%	-32.1%	-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.

