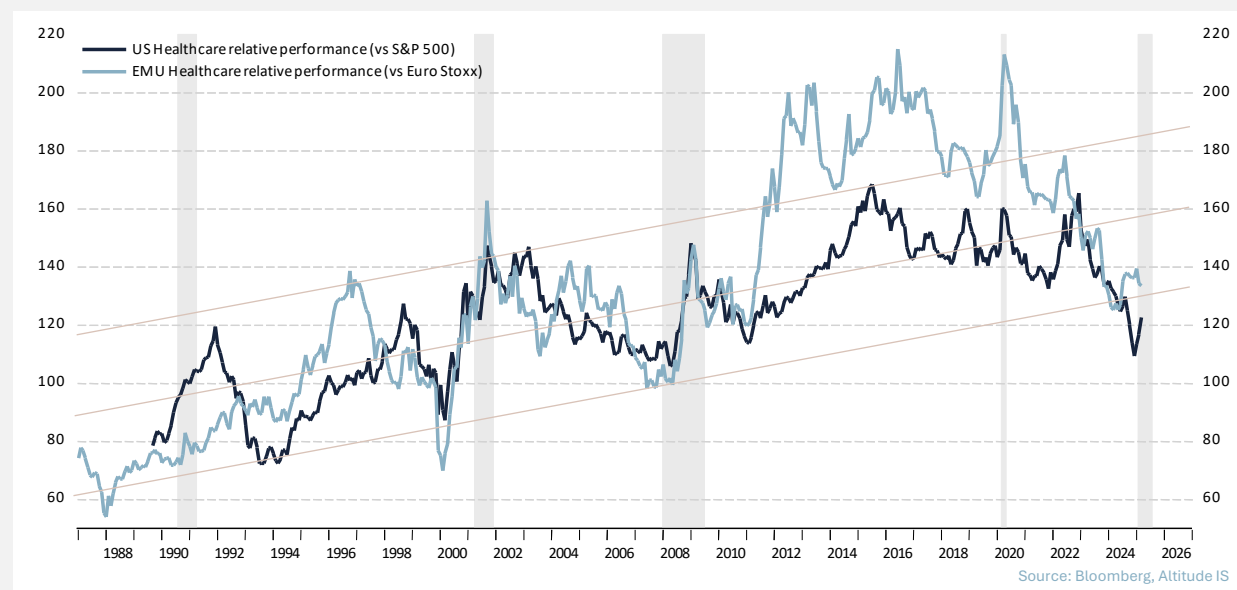


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 17 mars 2025

"LES INVESTISSEURS ONT LA SANTÉ"

- Depuis les vœux de prospérité du nouvel an, le secteur de la santé est devenu incontournable
- De surcroît, il bénéficie de tendances structurelles puissantes
- Après avoir été délaissés, les laboratoires pharmaceutiques sont sur le podium
- États-Unis ou Europe ? Peu importe, tant que ce sont des *large caps*

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "La contre-performance du secteur de la santé a assez duré"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

En période de correction boursière, le secteur de la santé sert de refuge aux investisseurs. Il profite du fait que les consommateurs continueront à se faire soigner, même si leurs revenus se détériorent et si leur avenir devient plus incertain. Porté par une demande structurelle stable (inélastique) et une réglementation relativement prévisible, le secteur fait preuve de résilience. Il attire les capitaux lorsque le cycle économique se dégrade ou que les valorisations des sociétés de croissance sont excessives. En ce début d'année 2025, les deux éléments sont réunis. C'est donc tout naturellement que la rotation sectorielle s'effectue au profit des laboratoires pharmaceutiques, des services médicaux, des équipements de soins et de la biotechnologie (cf. Fig. 2).



Le secteur de la santé bénéficie également de deux tendances majeures qui soutiennent sa croissance à long terme :

- **Le vieillissement de la population mondiale** (cf. Fig. 3) induit une augmentation des maladies chroniques et des besoins en soins spécialisés, notamment dans les domaines de l'oncologie, de la cardiologie et des maladies neurodégénératives. Les dépenses de santé par habitant progressant mécaniquement avec l'âge, la demande pour les sociétés du secteur restera soutenue.
- **L'essor de la classe moyenne dans les pays émergents**, soutenu par l'urbanisation et l'augmentation des revenus, favorise le déploiement de services de santé modernes. L'accès élargi aux soins stimule les ventes de médicaments, de dispositifs médicaux et de services hospitaliers, offrant ainsi de nouvelles opportunités de croissance aux sociétés du secteur.

Fig. 2 – Rotation sectorielle entre 2024 et 2025

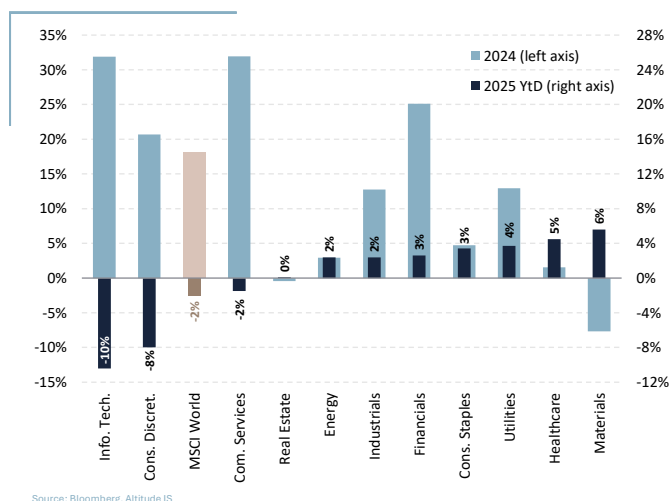
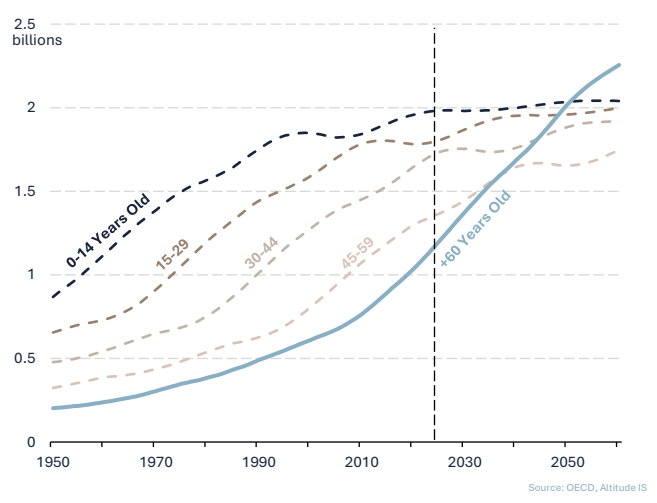


Fig. 3 – Population mondiale par groupes d'âge



Ces dernières années, le secteur de la santé a nettement sous-performé (cf. Graphique de la semaine) pour plusieurs raisons :

- En premier lieu, la fin de la pandémie a entraîné une normalisation des dépenses de santé, impactant négativement certains acteurs qui avaient bénéficié d'une demande exceptionnelle pour les tests, vaccins et traitements liés au Covid-19.
- En parallèle, la pression réglementaire s'est accentuée. Aux États-Unis, la mise en place de réformes visant à réduire le prix des médicaments est venue limiter la rentabilité des grands groupes pharmaceutiques.
- Dans le même temps, l'environnement de taux élevés a rendu le financement plus coûteux pour les entreprises biotechnologiques et les start-ups du secteur, freinant l'innovation et la prise de risque.
- Dernièrement, la montée en puissance des technologies basées sur l'intelligence artificielle a suscité des interrogations sur l'avenir des modèles traditionnels de recherche et de développement.

Tous ces facteurs ont incité les investisseurs à la défiance.

Aux États-Unis, les leaders du secteur sont à nouveau très convoités. Grâce à son exposition diversifiée dans la pharmacie, les dispositifs médicaux, les produits de consommation, et malgré un environnement concurrentiel accru, Johnson & Johnson parvient à générer des flux de trésorerie abondants. Spécialisé en oncologie et en immunothérapie, Bristol-Myers Squibb profite du développement de nouvelles molécules pour compenser la pression réglementaire sur les prix des médicaments. Spécialiste des antiviraux et du

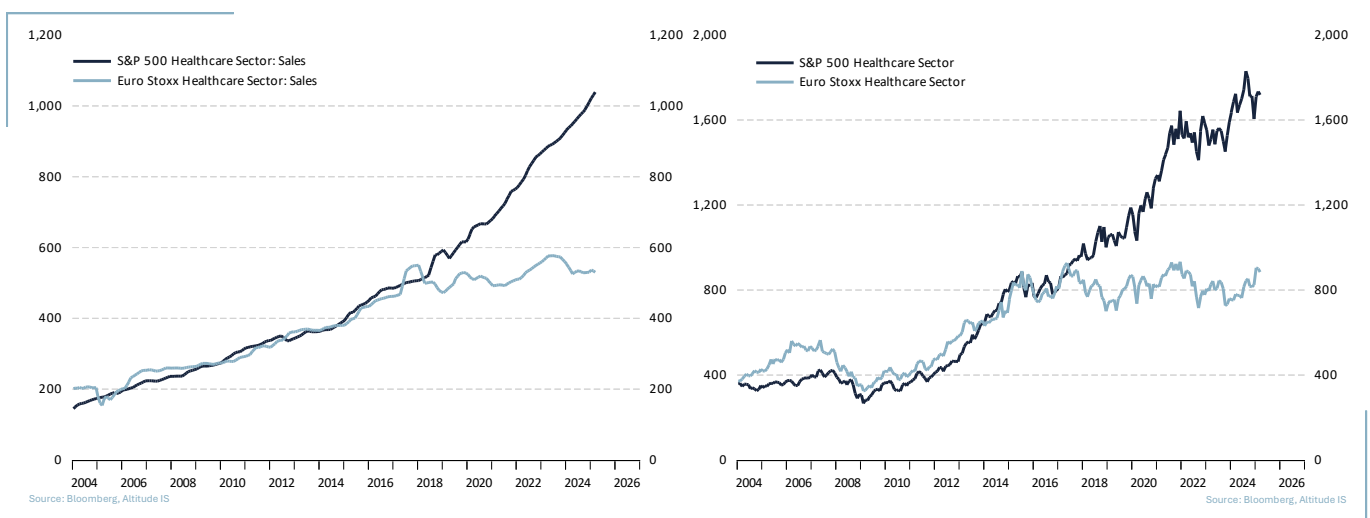


traitement du VIH, Gilead Sciences maintient une position solide grâce à des revenus récurrents et une stratégie de diversification vers l'oncologie. Acteur clé de la biotechnologie, Amgen profite de sa capacité à développer des médicaments innovants tout en s'appuyant sur des franchises établies, notamment dans les maladies auto-immunes et l'oncologie. Vertex Pharmaceuticals domine le marché du traitement de la mucoviscidose, un segment à forte marge, tout en investissant massivement dans l'édition génétique et de nouvelles thérapies ciblées. Après le succès de l'Humira, AbbVie parie sur Rinvoq et Skyrizi pour maintenir sa domination sur le marché des anti-inflammatoires, tout en renforçant sa position en médecine esthétique et en neurologie. Parallèlement, les distributeurs de médicaments comme McKesson et Cencora dominent un marché de plus en plus consolidé, renforçant leur capacité à négocier les prix et à absorber les hausses de coûts. Les laboratoires d'analyses médicales, à l'image de Quest Diagnostics et LabCorp, bénéficient d'un cadre réglementaire stable et d'une diversification de leur chaîne d'approvisionnement. Cela devrait leur permettre d'assurer des revenus récurrents.

Le secteur de la santé mentale connaît également une expansion notable, capitalisant sur la forte demande pour les services psychiatriques dans un marché encore très fragmenté. Les politiques publiques favorisent cette croissance par des mesures facilitant l'accès aux soins psychologiques, notamment à travers des plateformes numériques qui élargissent l'offre. Dans le domaine des technologies médicales, les sociétés en lien avec l'ophtalmologie tirent parti d'un marché à fortes marges. Elles échappent aux pressions du remboursement public tandis que la demande pour les dispositifs de correction de la vision ne cesse de croître, portée par l'augmentation de la population senior et l'amélioration des techniques chirurgicales. A contrario, le segment des dispositifs médicaux fait face aux tensions sur les matières premières et à la hausse des coûts logistiques, ce qui pèse sur la rentabilité des sociétés.

Le paysage européen est marqué par une dynamique très différente. Pour mémoire, aux États-Unis, le système de santé repose sur un modèle privé où les prix des médicaments sont déterminés par le marché. Ils sont négociés entre les laboratoires pharmaceutiques d'un côté, les assureurs et les gestionnaires de prestations pharmaceutiques de l'autre. A contrario, en Europe, la fixation des prix des médicaments est encadrée par les États et les systèmes de santé publics. Ainsi, contrairement aux États-Unis où un médicament mis sur le marché peut être vendu sans limitation de prix (sauf pour Medicare dans une certaine mesure avec l'Inflation Reduction Act), **en Europe les laboratoires doivent obtenir une autorisation de remboursement pour qu'un médicament soit pris en charge par le système de santé, ce qui les contraint à accepter des prix plus bas.**

Fig. 4 & 5 – Ventes et performances du secteur de la santé : États-Unis vs Europe





Les volumes et les marges étant plus élevés aux États-Unis, les ventes progressent en conséquence (cf. Fig. 4). Cette croissance dynamique du chiffre d'affaires permet de réinvestir davantage en Recherche & Développement mais aussi de générer des profits plus élevés, de manière à offrir un retour sur investissement plus attractif aux actionnaires. La dichotomie entre les deux zones permet d'expliquer en grande partie la surperformance du secteur de la santé américain par rapport à son homologue européen (cf. Fig. 5). **Toutefois, depuis 2022, les sociétés de santé cotées en Europe sont relativement bon marché** (cf. Fig. 6). Pour combler leur retard par rapport aux sociétés américaines, il faudrait qu'elles progressent de 15%.

Fig. 6 – Valorisation du secteur de la santé

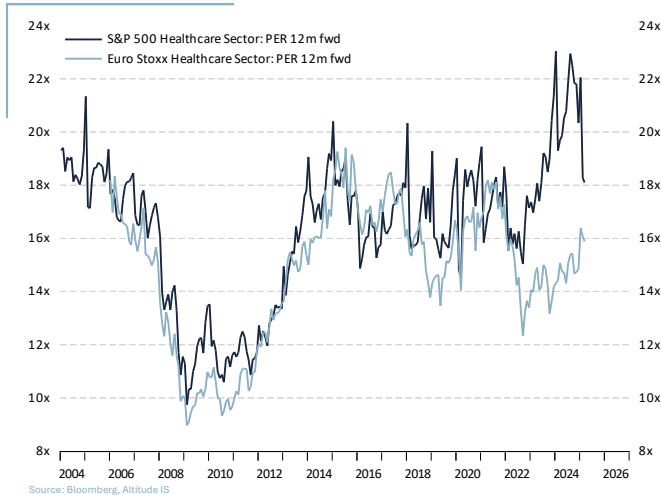
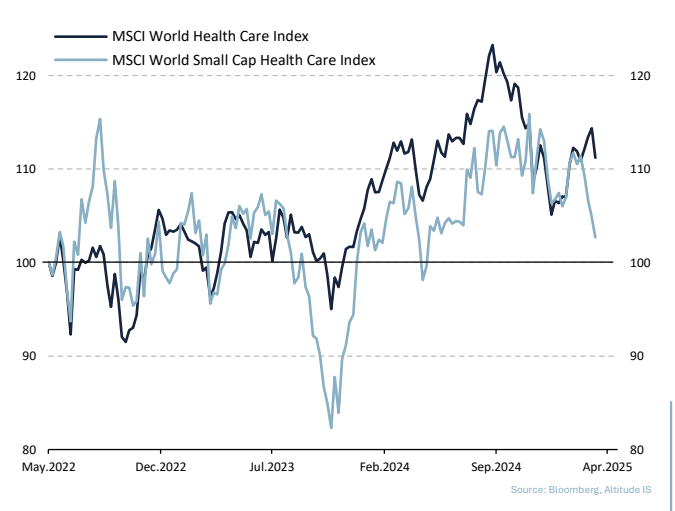


Fig. 7 – Perf. des petites et grandes sociétés



Parmi les incontournables, des groupes pharmaceutiques comme Roche, Sanofi et AstraZeneca poursuivent leurs investissements en R&D, notamment dans les biothérapies et l'intelligence artificielle, de manière à accélérer la découverte de nouvelles molécules. De leur côté, des entreprises comme Novo Nordisk et BioNTech profitent de la volonté de l'Union européenne de relocaliser sur son sol une partie de la production d'ingrédients actifs. L'enjeu est de réduire la dépendance aux importations, la pandémie et les guerres tarifaires ayant mis en lumière la vulnérabilité de l'Europe face aux pénuries de médicaments.

D'autres laboratoires jouent un rôle clé dans la santé européenne. Acteur diversifié dans la pharmacie et l'agrochimie, Bayer doit certes composer avec des défis juridiques liés au glyphosate, mais la société bénéficie de solides franchises en cardiologie et en oncologie. Spécialisé dans les traitements hormonaux et neurologiques, le groupe finlandais Orion développe une stratégie axée sur son expansion à l'international. Pilier de la dialyse et des soins hospitaliers, Fresenius souffre de la pression sur les coûts des soins de santé mais reste un acteur clé du secteur hospitalier européen. Leader mondial de l'optique, Essilor Luxottica capitalise sur la croissance du marché des équipements de vision, soutenu par le vieillissement de la population et l'augmentation des troubles visuels. De même, spécialisé en optique et en technologies médicales, Carl Zeiss profite de la demande croissante en imagerie médicale et en équipements chirurgicaux de précision.

Si les grandes entreprises délivrent d'excellentes performances, les plus petites ne parviennent pas à profiter de la rotation sectorielle qui prévaut depuis le début de l'année (cf. Fig. 7). Elles doivent composer avec des coûts de financement beaucoup trop élevés.



Conclusion :

Alors que les incertitudes économiques vont grandissant et que les valorisations des secteurs de croissance demeurent excessives, le secteur de la santé suscitera de nouveau l'intérêt des investisseurs qui avaient eu raison de le délaisser ces dernières années.



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)	836.1	40.59	-1.8%	-5.3%	-0.3%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	5 639	37.67	-2.2%	-7.7%	-3.9%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	41 488	35.85	-3.0%	-6.7%	-2.1%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	17 754	37.48	-2.4%	-11.3%	-7.9%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	558.8	53.95	-0.8%	-0.2%	10.9%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	8 632	48.99	-0.5%	-0.4%	6.6%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 917	53.78	-0.7%	1.1%	11.9%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	37 496	38.74	0.4%	-5.3%	-7.1%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 120	53.00	-0.7%	-0.3%	4.5%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	128 957	62.95	3.1%	0.6%	7.2%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	52 484	50.31	-0.6%	-2.8%	6.2%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	74 177	35.89	-0.7%	-3.0%	-5.3%	9.6%	20.3%
China (CSI)	3 999	61.73	1.6%	1.7%	2.0%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	125.1	38.24	-2.9%	-8.4%	0.3%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	394.7	33.74	-2.9%	-10.3%	-6.3%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	282.1	43.46	-3.0%	-0.6%	3.7%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	249.0	54.30	2.3%	-0.4%	4.5%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	187.2	45.81	-1.0%	-3.0%	4.5%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	366.1	43.88	-2.8%	0.2%	5.2%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	391.2	50.19	-1.5%	-1.0%	4.1%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	706.6	39.21	-2.1%	-10.7%	-8.0%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	325.4	53.45	-0.6%	-1.0%	7.0%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	966	43.36	-2.1%	-1.6%	1.6%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	167.8	59.28	1.8%	2.0%	5.0%	13.0%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.70%	60.79	-0.2%	0.8%	2.3%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.22%	55.78	0.1%	1.2%	2.2%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	3.03%	32.13	-0.2%	-2.5%	-2.3%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.59%	31.70	-0.3%	-2.8%	-3.0%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.58%	50.04	0.1%	-0.4%	0.8%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.89%	29.54	-0.7%	-2.3%	-3.3%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.30%	37.15	0.0%	-0.9%	-2.5%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.85%	53.20	-0.4%	0.4%	2.3%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.24%	50.09	-0.6%	0.4%	1.7%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.40%	34.97	-0.4%	-1.2%	-0.6%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.47%	57.95	-0.3%	0.6%	2.2%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.59%	39.51	-0.5%	-0.5%	1.1%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.88%	32.04	-0.5%	-0.7%	0.6%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	8.43%	51.66	-0.1%	-0.1%	2.0%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	449.5	49.06	0.0%	-2.3%	2.1%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	595.9	42.73	-0.3%	-4.7%	-0.4%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	258.3	70.53	2.3%	5.3%	11.0%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	247.9	46.61	-1.0%	-0.4%	3.0%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	227.4	51.77	0.1%	0.1%	0.3%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 624	79.70	n.a.	-0.6%	0.8%	11.1%	7.8%
Macro	1 343	66.52	n.a.	-1.5%	0.1%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 160	63.32	n.a.	-2.2%	-2.3%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 697	78.47	n.a.	-0.6%	1.2%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 740	77.87	n.a.	-0.2%	0.9%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 679	97.01	n.a.	0.9%	1.7%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 690	85.95	n.a.	-0.3%	1.6%	9.8%	7.8%
Credit	1 624	97.87	n.a.	0.7%	1.8%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 636	100.00	n.a.	0.5%	0.5%	10.0%	11.2%
Commodity	1 803	85.33	n.a.	-0.3%	0.8%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 310	54.08	n.a.	-3.6%	-2.4%	7.9%	-3.6%
Volatility							
VIX	21.77	52.13	-6.8%	47.4%	25.5%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	20.21	52.92	-10.8%	27.3%	18.9%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	541.0	n.a.	0.4%	-2.1%	0.8%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	2 988	n.a.	3.5%	3.2%	13.9%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	33.84	n.a.	5.4%	4.6%	17.1%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	66.55	n.a.	-0.7%	-6.6%	-7.2%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	71.61	n.a.	-0.6%	-4.5%	-3.4%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	103.77	31.67	-0.1%	-2.8%	-4.3%	7.1%	-2.1%
EUR	1.0883	70.28	0.5%	3.8%	5.1%	-6.2%	3.1%
JPY	148.86	56.78	-1.1%	1.8%	5.6%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.2935	68.13	0.4%	2.5%	3.3%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6328	54.12	0.8%	-0.4%	2.3%	-9.2%	0.0%
CAD	1.4377	48.22	0.4%	-1.3%	0.0%	-7.9%	2.3%
CHF	0.8841	61.59	-0.4%	1.9%	2.6%	-7.3%	9.9%
CNY	7.2379	57.00	0.3%	0.4%	0.8%	-2.7%	-2.8%
MXN	19.933	66.46	2.1%	1.8%	4.5%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 757.2	61.66	0.0%	0.4%	1.7%	-0.7%	4.8%
XBT	83 145	n.a.	0.0%	-13.8%	-11.3%	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.

