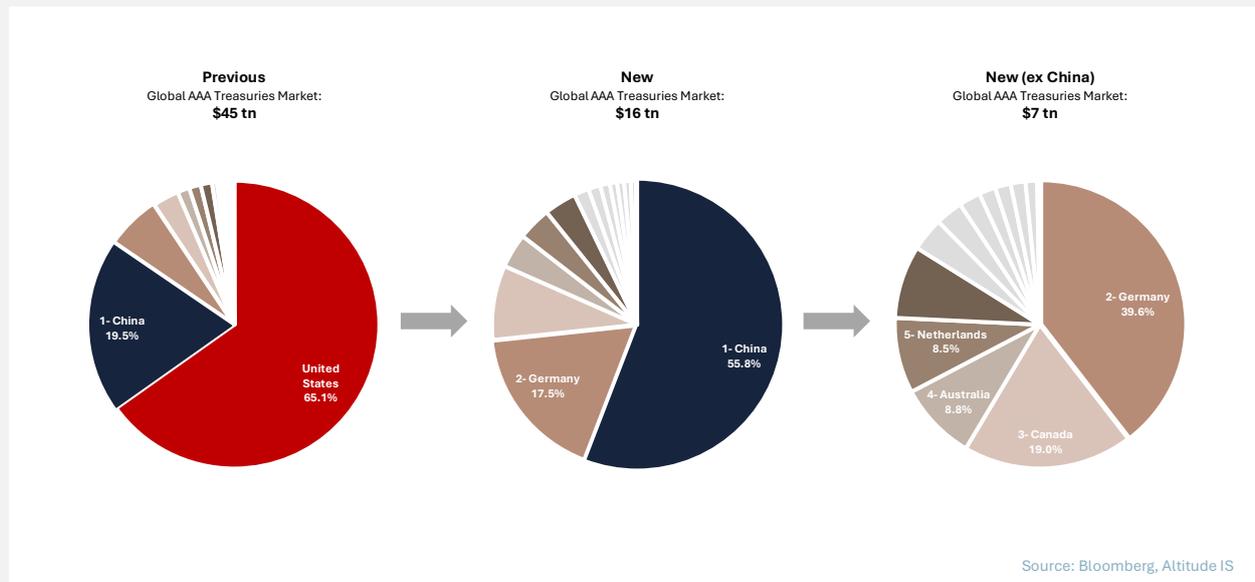


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 26 mai 2025

"APRÈS LE 'AAA', C'EST LE 'BBB' QUI ALIMENTE LES INQUIÉTUDES"

- La dégradation de la notation "AAA" américaine était anticipée
- ... même si les conséquences à long terme sont probablement sous-estimées
- Désormais, les investisseurs vont se concentrer sur le *Big Beautiful Bill*, le "BBB"
- ... car si le projet de budget passe dans sa version complète, il provoquera un séisme

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Les actifs 'sans risque' se font de plus en plus rares"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Moody's a fini par retirer aux États-Unis leur dernière notation "triple A". En abaissant la note souveraine d'un cran, l'agence a emboîté le pas à Fitch, qui avait déjà effectué cet ajustement en 2023, et à Standard & Poor's en 2011. Pour les investisseurs, l'étiquette "AAA" signifie une quasi-absence de risque de défaut. La perte revient à admettre qu'en cas de choc, la résilience du pays n'est plus jugée absolue. Moody's souligne que les 36'100 milliards de dollars de dette publique américaine (122% du PIB, cf. Fig. 2), et les charges d'intérêt qui y sont associées (cf. Fig. 3), grimpent plus vite que dans les pays comparables. À cet élément clef s'ajoute l'incapacité chronique du Congrès américain à s'accorder sur un cap budgétaire équilibré. Le secrétaire au Trésor, Scott Bessent, a cherché à relativiser la portée du coup de semonce,



en qualifiant la décision de l'agence de notation "d'indicateur retardé". Cet argument rappelle les controverses du mois d'août 2011, lorsque Standard & Poor's avait osé la toute première décote.

Fig. 2 – Dette publique mondiale

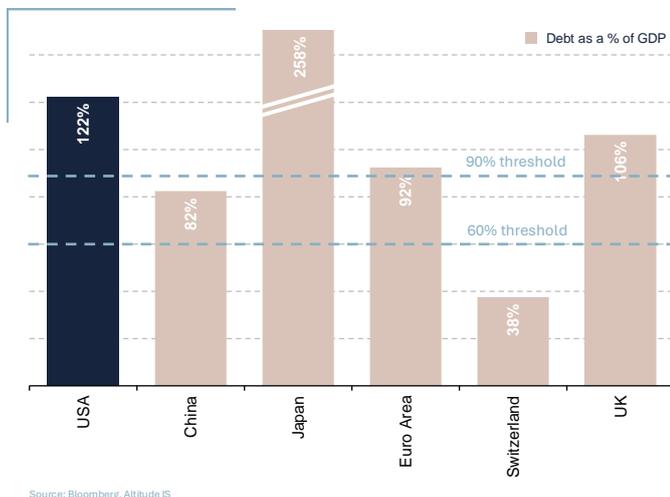
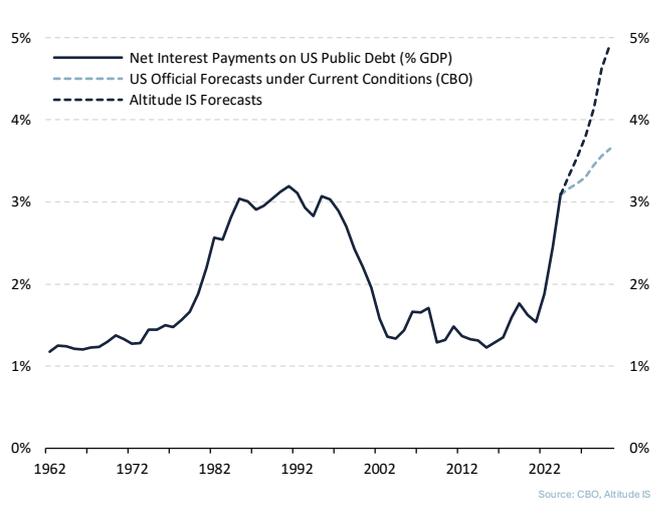


Fig. 3 – Charges d'intérêt de la dette publique US



Les investisseurs n'ont pas du tout été surpris par cette troisième dégradation de la note américaine. Ils ne devraient pourtant pas la sous-estimer, car elle se traduira mécaniquement par des milliards de dollars d'intérêts annuels supplémentaires à déboursier pour le Trésor. Cela viendra nourrir le cercle vicieux des finances publiques... **le fameux "rhino gris" auquel nous avons régulièrement fait écho** (cf. Hebdos des 30/01/2023, 27/03/23, 16/10/23). À la différence du cygne noir, popularisé par Nassim Taleb et qui désigne un événement extrême, dont le coût est très élevé mais la probabilité très faible, le rhino gris, évoqué par Michele Wucker, fait également référence à une menace à fort impact, mais cette fois-ci très prévisible et néanmoins négligée. Le rhino gris ne constitue pas une surprise. Il fonce sur les investisseurs après une série d'avertissements dont les conséquences ont été trop peu dommageables pour parvenir à les inquiéter. Au contraire, ils ont fini par se rassurer sur leur capacité à affronter le danger auquel ils sont exposés.

Depuis plusieurs années, nous avons développé une méthode d'évaluation propriétaire de la dette publique. L'approche se veut simple, mathématique, basée sur un scoring de ratios économiques et financiers : balance primaire, charges d'intérêt, coupon moyen, dispersion des maturités, taux d'épargne national, détention par les étrangers, intervention de la banque centrale, coût de l'assurance contre un défaut, etc. Au total, ce sont 13 critères qui sont compilés. Ce scoring ne représente pas une probabilité de défaut mais il cherche à remplir deux fonctions :

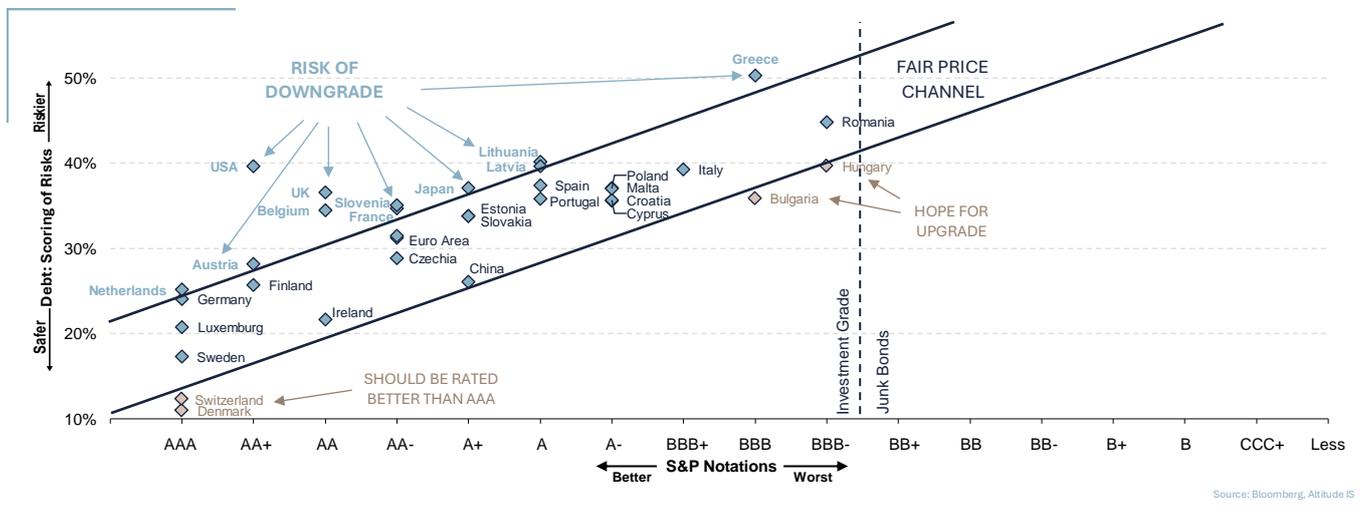
- Le premier objectif est de hiérarchiser le risque des principales dettes publiques. Ainsi, plus le score est haut, plus le risque est élevé.
- Le second objectif est de comparer les résultats de ce scoring aux notes attribuées par les principales agences de notation (cf. Fig. 4) et aux rendements exigés par les investisseurs obligataires.

Certaines dettes souveraines apparaissent comme "à risque élevé" ou au contraire "bon marché". Parmi les pays dont la notation pourrait être dégradée et dont les taux d'intérêt pourraient se tendre, figurent plusieurs pays européens, mais ce ne sont pas nécessairement ceux que l'on imagine. La Grèce en fait partie, mais à ses côtés se trouvent le Royaume-Uni, la France, la Belgique et les insoupçonnables Pays-



Bas. Dans ce panier de dettes à surveiller, se trouvent également les deux plus grands marchés obligataires mondiaux, à savoir les Etats-Unis et le Japon.

Fig. 4 – Comparaison entre la notation de crédit et le scoring du risque obligataire



Bien sûr, l'Oncle Sam possède des atouts incomparables : la première économie mondiale, une avance technologique significative, une productivité élevée, une monnaie hégémonique dans les transactions commerciales, une force militaire puissante et, conséquence de tout cela, un afflux massif de capitaux internationaux vers sa dette souveraine. Pour preuve, les bons du Trésor américain sont considérés par les investisseurs du monde entier comme "l'actif sans risque". Ils y souscrivent massivement, notamment via les Money Market Funds dont les volumes viennent d'atteindre 7'000 milliards de dollars, favorisant le faible niveau des taux d'intérêt.

Fig. 5 – Liste des pays ayant au moins un "AAA" selon les agences de notation

Countries with "at least one AAA"	Treasuries (bns USD)	Percentage	New	Percentage ex China	New	S&P	Fitch	Moody's	Dagong
	TOTAL (bn USD)	45 162		15 740		6 955			
United States	29 422	65.1%		80.9%		AA+	AA+	Aa1	A
1- China	8 784	19.5%	55.8%			A+	A	A1	AAA
2- Germany	2 752	6.1%	17.5%	7.6%	39.6%	AAA	AAA	Aaa	AA+
3- Canada	1 318	2.9%	8.4%	3.6%	19.0%	AAA	AA+	Aaa	AA+
4- Australia	609	1.3%	3.9%	1.7%	8.8%	AAA	AAA	Aaa	AA+
5- Netherlands	590	1.3%	3.7%	1.6%	8.5%	AAA	AAA	Aaa	AA+
6- Singapore	570	1.3%	3.6%	1.6%	8.2%	AAA	AAA	Aaa	AAA
7- Hong-Kong	261	0.6%	1.7%	0.7%	3.7%	AA+	AA-	Aa3	AAA
8- Finland	212	0.5%	1.3%	0.6%	3.1%	AA+	AA+	Aa1	AAA
9- Sweden	168	0.4%	1.1%	0.5%	2.4%	AAA	AAA	Aaa	AA+
10- New-Zealand	128	0.3%	0.8%	0.4%	1.8%	AAA	AA+	Aaa	AA+
11- Norway	122	0.3%	0.8%	0.3%	1.8%	AAA	AAA	Aaa	AAA
12- Switzerland	114	0.3%	0.7%	0.3%	1.6%	AAA	AAA	Aaa	AAA
13- Denmark	90	0.2%	0.6%	0.2%	1.3%	AAA	AAA	Aaa	AAA
14- Luxembourg	20	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%	AAA	AAA	Aaa	AAA
15- Liechtenstein	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	AAA		Aaa	

Source: Bloomberg, Altitude IS



Malgré cela, depuis quelques années, les États-Unis commencent à rencontrer des difficultés pour répartir leurs emprunts publics comme il le faudrait. La ventilation de la dette américaine est pire que celle du Japon : 40% des obligations ont des échéances inférieures à 18 mois (cf. Hebdo du 23/03/2025). La situation n'est pas encore critique mais elle devient préoccupante.

Peu importe l'angle d'analyse, **la notation "AA+"** proposée par les trois grandes agences américaines **ne semble pas justifiée et promise à une nouvelle dégradation**. À ce titre, il est intéressant de constater que l'agence chinoise Dagong, sans doute plus impartiale que les *Big Three* américaines, n'octroie qu'un maigre "single A" aux États-Unis (cf. Fig. 5). Cela correspond également à la notation attribuée par notre méthode d'évaluation propriétaire.

Prochainement, deux sujets vont tenir en haleine les détenteurs de Treasuries : le relèvement du plafond de la dette et les réductions d'impôts promises par Donald Trump.

- **La limite d'endettement public, statuée à 36'100 milliards de dollars**, a refait surface au mois de janvier dernier (cf. Fig. 6). Depuis, le ministère des Finances n'autorise plus de nouvelles dépenses et recourt à des mesures extraordinaires pour payer ses factures. Dans une missive au Congrès datée du 9 mai, le secrétaire au Trésor Scott Bessent a averti que cette capacité extraordinaire serait épuisée dès le mois d'août. Il convient donc de relever ou de suspendre le plafond de la dette avant la pause parlementaire de juillet. Pour cela, il suffit d'une loi votée par les deux chambres, puis signée par le Président. Actuellement, chaque partie utilise le plafond comme levier pour arracher des concessions budgétaires ou politiques. Il reste donc quelques mois pour mener à bien les négociations et éviter que le risque d'un défaut technique ne devienne réalité.
- Malgré les dissensions internes et l'opposition démocrate, **la majorité républicaine tente de faire adopter le Big Beautiful Bill (BBB)**. Mercredi dernier, après plus de vingt-deux heures de débats, la commission des Règles de la Chambre a approuvé le projet de loi budgétaire par 8 voix contre 4. Il reste deux votes de procédure à franchir avant son passage au Sénat, où un examen prolongé est déjà annoncé. Le "BBB" entend pérenniser les baisses d'impôts de 2017, plafonner à 15% l'imposition des nouveaux investissements industriels, financer un durcissement de la politique migratoire et réduire drastiquement les dépenses sociales telles que Medicaid. Cette proposition de budget est tellement déséquilibrée qu'elle creusera le déficit public de 2'500 à 3'800 milliards de dollars supplémentaires au cours des dix prochaines années. En 2026 et 2027, cela devrait augmenter le déficit public de respectivement 1.3% et 1.8% du PIB, le maintenant ainsi au-dessus de 6%.

Fig. 6 – Encours total de la dette publique US

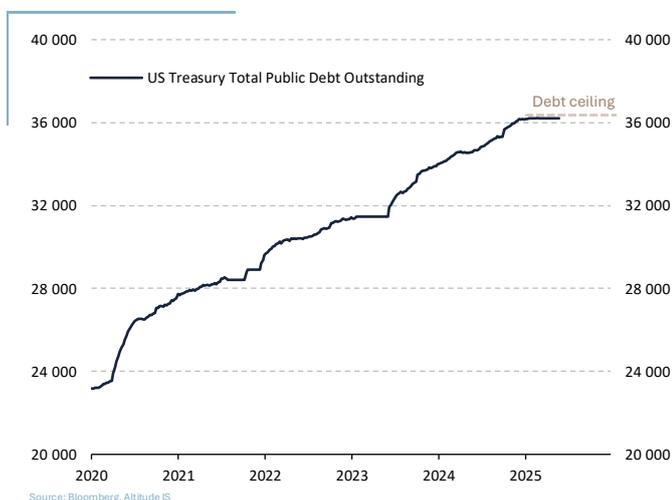
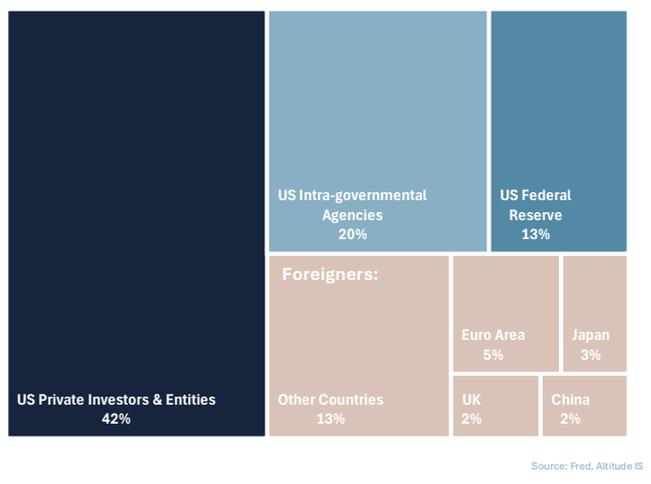


Fig. 7 – Détention d'obligations souveraines US





Les investisseurs y voient très clair. Un accord rapide sur le plafond de la dette est nécessaire pour que les adjudications du Trésor puissent se dérouler sans problème cet été. De même, l'adoption du *Big Beautiful Bill* doit se faire à minima, de manière à ne pas trop accroître le déficit, et donc l'offre de Treasuries. **Si tel n'était pas le cas pour l'une ou l'autre de ces deux questions, les taux longs risqueraient de grimper durablement,** renforçant les doutes quant à la soutenabilité de la dette et **provoquant un séisme sur les marchés.** Ces dernières semaines, à chaque fois que les anticipations vis-à-vis de la dette n'étaient pas favorables, les taux ont progressé et les bourses ont chuté.

La question de savoir qui détient les Treasuries est également intéressante. **Contrairement aux idées reçues, la dette souveraine américaine n'est pas détenue massivement par les étrangers et, moins encore, par les Chinois.** En réalité, 75% des 36'100 milliards de dollars d'encours sont détenus par les Américains eux-mêmes : banques, assurances, fonds de pension, fonds d'investissement, mais également par la banque centrale (cf. Fig. 7). Parmi les détenteurs étrangers, les pays de la Zone Euro arrivent en tête, suivis par le Japon et le Royaume-Uni, puis enfin la Chine. Le reste est éclaté entre les producteurs de pétrole, les pays émergents et quelques centres offshore. S'inquiéter d'une prochaine défiance des investisseurs étrangers semble donc exagéré. Certes, les États-Unis ont tout intérêt à conserver leur capacité d'attraction des capitaux mais ils n'en sont pas dépendants au sens strict du terme. La principale réserve qu'il faut apporter à cette comptabilité est que certains véhicules de placement domiciliés aux États-Unis peuvent être utilisés par des investisseurs étrangers. C'est le cas, par exemple, d'une partie des milliards de dollars gérés par les Money Market Funds, proposés par Fidelity, JPMorgan, Vanguard, Charles Schwab ou autre BlackRock.

Les sociétés financières vont-elles devoir vendre leurs obligations américaines ? Les différentes et multiples règles prudentielles mises en œuvre au cours des dernières décennies contraignent les banques, assureurs, caisses de pension et autres organismes financiers à détenir des obligations souveraines "AAA". Les banques, par exemple, cherchent à améliorer leur ratio de liquidité (LCR) avec des "actifs de niveau 1", pondérés 0% selon le standard Bâle III. Les assureurs européens, de leur côté, optimisent leur ratio de solvabilité (SCR) en préférant ces titres dont la charge en capital est quasi nulle selon Solvabilité II. En ce qui concerne les fonds de pension et les fonds monétaires, encadrés par IORP II ou le règlement MMF, ils réservent une poche d'obligations d'État de qualité maximale pour réduire la volatilité et répondre aux exigences quotidiennes de rachat. Enfin, les banques centrales utilisent ces obligations comme collatéral principal, gage de liquidité et de sécurité. **Heureusement, le déclassement des États-Unis ne devrait provoquer que très peu de ventes forcées.** Dans la plupart des cadres prudentiels, la barre réglementaire n'est pas fixée à "AAA" mais à "AA-", si bien que les Treasuries vont conserver leur statut d'actifs de très haute qualité. Les banques, assureurs et fonds de pension n'auront donc pas à ajuster leurs portefeuilles. Les ventes viendront plutôt des mandats dits "AAA-only". Ces fonds monétaires devront effectivement déplacer une fraction de leurs encours vers le maigre club qui détient encore la notation suprême.

À l'avenir, si l'Oncle Sam rencontrait d'importantes difficultés à écouler ses Treasuries, il disposerait encore de deux leviers, non conventionnels mais très puissants, pour éviter le spectre d'un défaut :

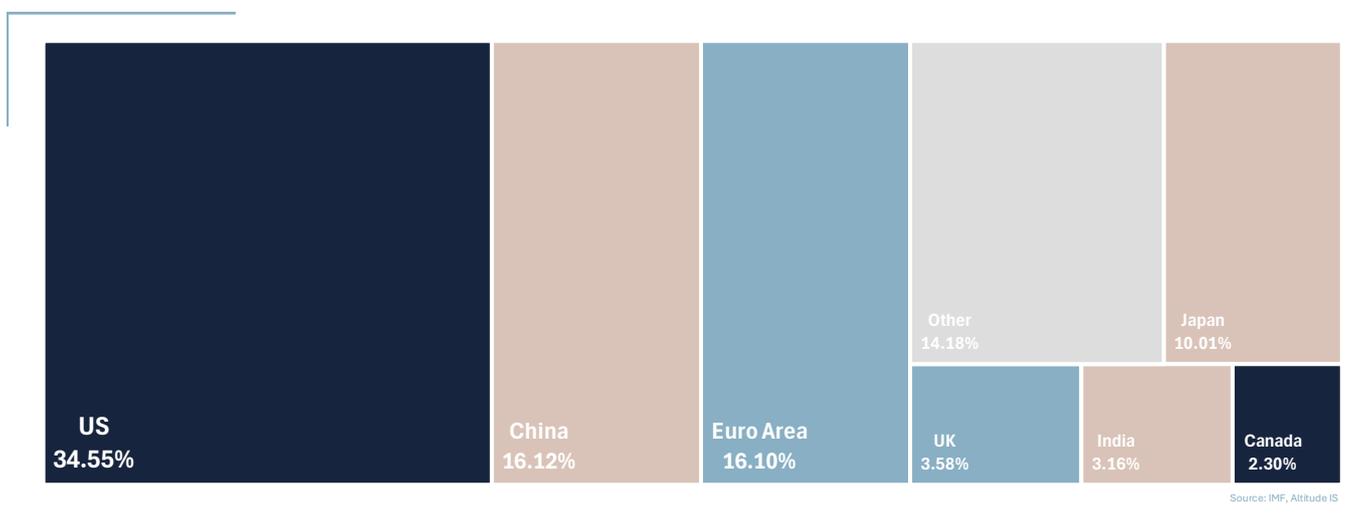
- **La répression financière.** Inspirée de la terminologie utilisée par Shaw et McKinnon en 1973, plus récemment popularisée par Reinhart & Sbrancia, elle consiste à orienter l'épargne nationale vers la dette publique. Cela permet de maintenir les rendements obligataires à des niveaux artificiellement bas. Ainsi, l'État n'a pas à payer des charges d'intérêt trop élevées. Par exemple, l'administration américaine pourrait choisir d'exonérer d'impôts les ménages détenteurs d'obligations américaines. Elle pourrait également proposer, à l'instar de Stephen Miran, le principal conseiller économique du Président, d'inscrire un "treasury floor" de 15% à 20% dans les ratios prudentiels des banques, assureurs vie et fonds de pension.



- **La monétisation de la dette.** Cette pratique consiste à faire financer une partie du budget de l'Etat par la banque centrale. En créant davantage de monnaie (QE), la Fed pourrait ainsi acheter une part conséquente de la dette publique. Elle parviendrait de la sorte à éviter une progression des taux d'intérêt. Dans la plupart des cas, cette politique aboutit à une dépréciation de la devise et, in fine, à une période de forte inflation. Normalement interdite par les textes de loi, la monétisation de la dette peut se révéler incontournable dans un régime de dominance fiscale. On parle de dominance fiscale lorsque, pour éviter un défaut de paiement, voire une crise systémique, la politique monétaire se subordonne à la politique budgétaire.

Ces deux stratégies diffèrent par leurs canaux mais convergent vers un seul et même objectif, celui de rémunérer les détenteurs d'obligations à un taux d'intérêt inférieur à ce qu'il devrait être. Pour qu'elles soient activées, il faudrait que le stress sur le marché obligataire devienne très important. Ce ne sera probablement pas le cas tant que les rendements seront inférieurs à 6%. Au-delà de ce niveau psychologique et au vu de l'importance du marché obligataire américain dans le monde (cf. Fig. 8), toutes les solutions seront envisagées pour éviter un défaut de paiement.

Fig. 8 – Répartition de la dette souveraine mondiale



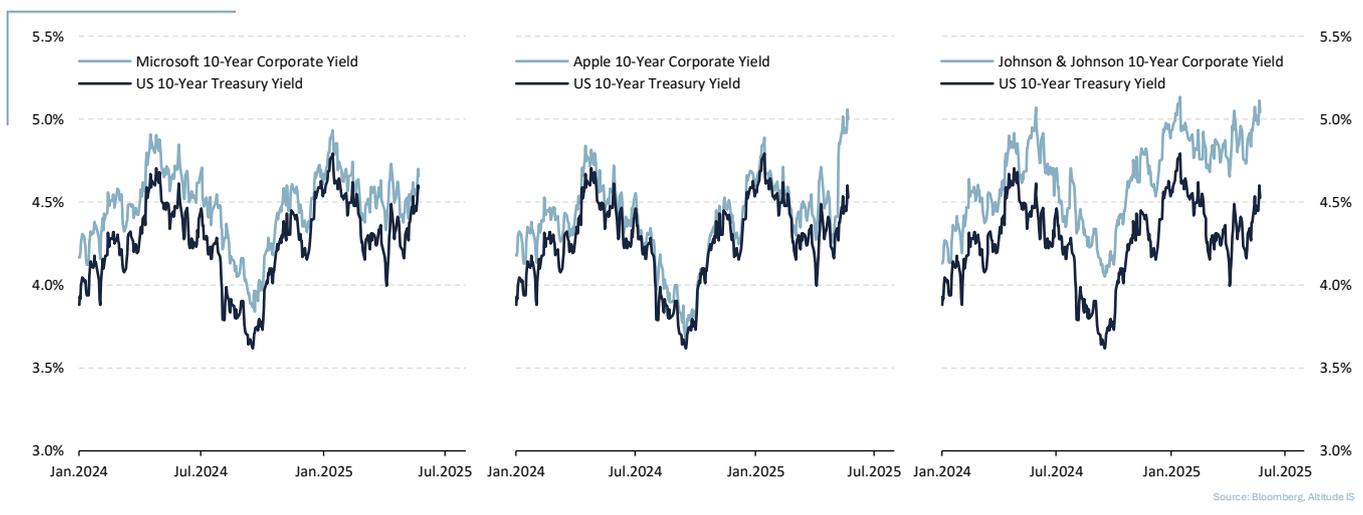
Il est peu probable que les bons du Trésor américains perdent leur statut de valeur refuge, ni même leur dénomination d'actif "sans risque". Toutefois, les investisseurs pourraient finir par remettre en cause l'exceptionnalisme américain et chercher quelques alternatives. La diversification est toujours avantageuse dans les portefeuilles, y compris pour les actifs sans risque. Jusqu'à présent, seuls 16 pays détenaient la notation d'excellence "triple A", décernée par les trois grandes agences Standard & Poor's, Moody's, Fitch mais aussi par l'agence chinoise Dagong. Cela représentait environ 45'000 milliards de dollars d'obligations (cf. Graphique de la semaine). Sans les Etats-Unis, ce montant a été réduit de 65%, à 16'000 milliards de dollars, dont plus de la moitié sont des obligations chinoises. Certains investisseurs ne pouvant considérer ces dernières comme un actif "sans risque", il ne reste plus que 7'000 milliards d'obligations refuges. **Parmi les pays encore "AAA", seuls quatre sont suffisamment grands pour que leurs marchés obligataires puissent devenir des alternatives incontournables aux Treasuries américains : les deux européens Allemagne et Pays-Bas, ainsi que les deux anglophones Canada et Australie.**

On l'oublie parfois, mais il existe aussi quelques notations "AAA" en dehors de la dette souveraine, dans l'univers des obligations d'entreprises. Ces sociétés, toutes américaines, se comptent sur les doigts



d'une seule main : Microsoft, Apple, Johnson & Johnson. À l'avenir, ce trio gagnant servira certainement d'alternative aux Treasuries américains. Si la théorie économique est respectée, alors leurs obligations devraient offrir des rendements inférieurs à ceux proposés par l'Etat américain. Ce n'est pas encore le cas puisqu'elles conservent une prime : les spreads demeurent positifs (cf. Fig. 9, 10 & 11). En Europe, aucune société ne dispose de la notation suprême. Les dernières à l'avoir perdue sont Nestlé en 2007 et Shell en 2004. La seule qui s'en approche est L'Oréal, avec un "Aa1".

Fig. 9, 10 & 11 – Rendement à 10 ans des dettes d'entreprises "AAA"



La fin du "AAA" américain marque un tournant historique. Malgré le fait qu'il ne constitue pas une surprise pour les investisseurs, il finira par avoir un impact décisif sur les principales classes d'actifs :

- Le marché obligataire des Treasuries s'est très rapidement crispé. Le rendement à 10 ans a progressé à 4.56%, tandis que la maturité 30 ans a franchi la barre psychologique des 5%, un sommet inégalé depuis fin 2023. Ce *bear steepening* matérialise la prime de risque supplémentaire exigée par les investisseurs pour financer Washington sur la durée. Ces tensions devraient perdurer, avec en toile de fond la question clé : jusqu'où le marché exigera-t-il de "déprécier" les Treasuries avant de juger la prime de risque suffisante ? Le scénario central est celui d'une **stabilisation puis d'une chute des rendements**, en lien avec le ralentissement économique à venir et l'assouplissement de la politique monétaire qui en découlera. Quant aux **stratégies de pentification de la courbe des rendements**, elles continueront de délivrer performance et décorrélation.
- Le marché des actions a été contaminé. Aux États-Unis, le S&P 500 a légèrement reculé depuis l'annonce de Moody's. Les valeurs de croissance, à commencer par celles de la technologie, très sensibles à la remontée des taux, se sont contractées davantage. Les investisseurs, déjà échaudés par le bras de fer commercial entre les États-Unis et la Chine, se tournent vers les actions non américaines et le style "value". Le scénario central est celui d'une **deuxième jambe baissière qui viendrait renforcer le bear market initié le 19 février. L'Europe et les pays émergents pourraient continuer à nettement mieux résister, tout comme les défensives.**
- Parmi les matières premières, toutes celles qui étaient perçues comme cycliques ont eu tendance à stagner. A l'opposé, l'or a profité de ce nouvel afflux défensif pour franchir les 3'340 dollars l'once. Le scénario central est que **cette dichotomie de tendances pourrait perdurer.**
- Sur le marché des changes, le dollar reculait d'environ 1.6% face à ses principales contreparties, tandis que l'euro dépassait aisément 1.13 dollar. Le scénario central demeure celui d'une **dépréciation du dollar contre toutes les devises, à l'exception du yen.**



- Dernier point mais non des moindres, le marché immobilier pourrait payer un lourd tribut. La flambée du taux à 30 ans, désormais 60 points de base au-dessus de sa moyenne de l'an dernier, change radicalement la donne. Ce taux sert de référence pour définir à la fois les hypothèques résidentielles à taux fixe et le taux d'actualisation des loyers. Les banques et courtiers appliquant une marge moyenne de 200 points de base au-dessus du 30 ans, le taux fixe moyen des hypothèques est remonté au-dessus de 7%. Dans ces conditions, très peu de ménages auront la capacité financière d'investir dans un nouveau prêt immobilier, y compris pour déménager afin de débiter un emploi dans un nouvel État. La plupart y renonceront. Le scénario central est la formation d'une **nouvelle vague de baisse des prix immobiliers**.

Conclusion :

L'actif "sans risque" ne l'est plus vraiment. Les investisseurs vont chercher d'autres moyens d'assurer des rendements pérennes. Quant à la capacité des Américains à honorer leur dette, elle sera prochainement testée. Non seulement le plafond de la dette devra être relevé mais le *Big Beautiful Bill* ne devra pas voir le jour dans sa version complète. Sinon, attention aux secousses.



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)	868.2	61.69	-1.4%	7.7%	4.1%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	5803	56.10	-2.6%	8.1%	-0.8%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	41603	51.15	-2.4%	5.2%	-1.6%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	18737	59.53	-2.5%	12.2%	-2.7%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	561.2	56.45	-0.9%	7.1%	13.6%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	8718	62.31	0.4%	4.2%	8.6%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12199	50.85	-0.9%	3.7%	8.4%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	37471	55.34	-1.6%	6.6%	-6.0%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1171	66.64	-0.1%	7.2%	10.1%	8.0%	10.2%
Brazil (IBOVESPA)	137824	59.85	-1.0%	4.2%	14.6%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	58410	63.70	0.8%	5.9%	19.8%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	82334	58.43	-0.7%	2.1%	4.9%	9.6%	20.3%
China (CSI)	3854	54.37	-0.1%	2.7%	-0.8%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	131.9	66.51	0.0%	10.3%	6.1%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	413.1	59.05	-2.2%	9.1%	-1.5%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	297.7	57.30	0.7%	0.8%	10.4%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	237.5	47.26	-2.4%	2.0%	0.5%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	198.0	63.47	-1.0%	6.6%	11.8%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	339.4	42.95	-0.7%	-1.6%	-1.9%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	419.2	69.65	-0.5%	10.6%	12.3%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	748.9	60.31	-3.0%	14.3%	-2.3%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	330.2	64.45	0.5%	5.0%	9.1%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	970	48.11	-2.0%	0.9%	1.9%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	179.5	59.88	0.4%	3.7%	13.2%	13.0%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.64%	55.20	0.5%	0.0%	4.7%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.29%	42.60	-0.3%	-0.5%	1.7%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.72%	52.98	0.0%	-0.1%	0.1%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.26%	50.81	0.1%	-0.5%	-0.8%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.59%	45.44	-0.3%	-0.6%	1.6%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.43%	57.72	0.0%	1.2%	0.4%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.26%	33.53	-0.6%	-1.3%	-2.0%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.95%	53.68	-0.3%	0.1%	2.4%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.35%	46.14	-0.5%	-0.9%	1.1%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.15%	60.95	0.1%	0.0%	1.1%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.74%	56.85	-0.1%	0.3%	2.1%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.69%	57.65	-0.5%	0.8%	1.9%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.79%	64.01	-0.1%	0.8%	1.8%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	8.49%	63.83	-0.3%	1.1%	2.7%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	468.9	67.90	-0.4%	5.1%	6.5%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	615.8	59.29	-1.4%	5.1%	2.9%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	278.7	78.92	1.6%	7.3%	19.7%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	280.6	67.01	2.3%	5.7%	16.5%	10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	228.1	58.91	-0.2%	1.7%	0.6%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1600	74.42	n.a.	0.0%	-0.6%	11.1%	7.8%
Macro	1326	62.00	n.a.	-1.5%	-1.2%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2140	61.89	n.a.	0.6%	-3.2%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1666	71.42	n.a.	0.7%	-0.6%	14.0%	7.7%
Event Driven	1704	70.94	n.a.	-0.6%	-1.2%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1655	91.07	n.a.	-0.1%	0.2%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1668	79.44	n.a.	-1.8%	0.2%	9.8%	7.8%
Credit	1621	95.69	n.a.	0.2%	1.5%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1659	99.85	n.a.	1.1%	1.9%	10.0%	11.2%
Commodity	1862	92.68	n.a.	2.0%	4.1%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1286	49.47	n.a.	-2.9%	-4.1%	7.9%	-3.6%
Volatility							
VIX	22.29	49.39	29.3%	-21.7%	28.5%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	22.48	54.53	37.4%	-8.4%	32.2%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	559.2	n.a.	0.3%	2.2%	4.2%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	3349	n.a.	3.7%	0.9%	27.6%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	33.52	n.a.	3.6%	1.1%	16.0%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	62.18	n.a.	-0.5%	-1.3%	-13.3%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	65.53	n.a.	0.7%	-2.1%	-11.6%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	98.80	38.06	-1.6%	-0.7%	-8.9%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1408	60.78	1.5%	-0.1%	10.2%	-6.2%	3.1%
JPY	142.64	58.45	1.6%	-0.4%	10.2%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.3580	67.81	1.6%	1.0%	8.5%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6522	61.12	1.0%	1.4%	5.4%	-9.2%	0.0%
CAD	1.3705	68.31	1.8%	0.9%	5.0%	-7.9%	2.3%
CHF	0.8206	59.70	1.7%	-0.1%	10.6%	-7.3%	9.9%
CNY	7.1735	71.57	0.6%	1.6%	1.8%	-2.7%	-2.8%
MXN	19.201	64.82	0.6%	2.0%	8.5%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1825.8	82.63	0.6%	2.9%	5.7%	-0.7%	4.8%
XBT	109565	n.a.	1.2%	16.4%	16.9%	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.

