

Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 12 octobre 2026

## "LA FRANCE TESTE LA RÉSISTANCE DE SON ÉDIFICE OBLIGATAIRE"

- La crise de la dette s'aggrave, à l'approche du vote sur le budget et de l'élection présidentielle
- Les marchés financiers ont intégré une partie des difficultés à venir, une partie seulement
- La BCE dispose d'outils pour stopper une panique, mais son aide serait conditionnée
- La défiance des investisseurs pourrait temporairement atteindre un niveau plus élevé

### GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Jusqu'à quel étage grimpera la prime de risque ?"



## ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

**La France inquiète les investisseurs. Ce n'est pas nouveau, mais leur stress vient d'atteindre un niveau où il pourrait se transformer en panique et rapidement devenir incontrôlable.** Depuis la dissolution du 9 juin 2024, trois Premiers ministres se sont succédé à Matignon, aucun ne disposant d'une majorité. Le budget 2027, présenté le 1<sup>er</sup> octobre par le gouvernement de Sébastien Lecornu devant cette Assemblée nationale fragmentée, ne sera pas débattu avant le 13 octobre, ni voté avant la fin de l'année. Chacun des groupes parlementaires ayant pour objectif de faire grimper ses favoris dans les sondages, à l'approche de l'élection présidentielle du mois d'avril 2027, le consensus sera difficile à atteindre. **À cette paralysie politique s'ajoute désormais la grogne populaire. Le pays est sous tension.** Une manifestation lycéenne a débuté fin septembre. Elle est en train de s'étendre aux enseignants, parents d'élèves et certaines branches de la



fonction publique. Les agriculteurs, pêcheurs, pompiers, routiers, ainsi que les salariés du secteur de l'énergie (centrales et raffineries) menacent de suivre. Une mobilisation nationale est prévue le 16 octobre. Le souvenir des "gilets jaunes" de l'hiver 2018-2019 est dans toutes les têtes. Cette révolte, qui était partie d'une taxe sur le carburant, s'était terminée par 17 milliards d'euros de concessions budgétaires. Les investisseurs craignent que le gouvernement actuel soit trop fragilisé et qu'il n'ait d'autre choix que d'acheter la paix sociale... une nouvelle fois en creusant le déficit.

Fig. 2 – Déficit public français et sa composition

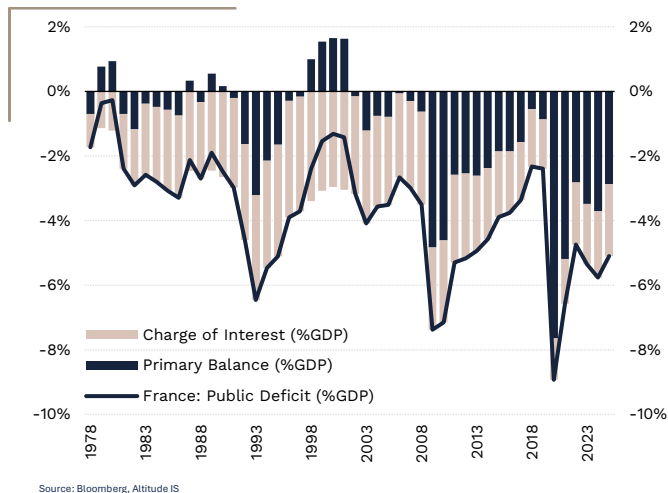
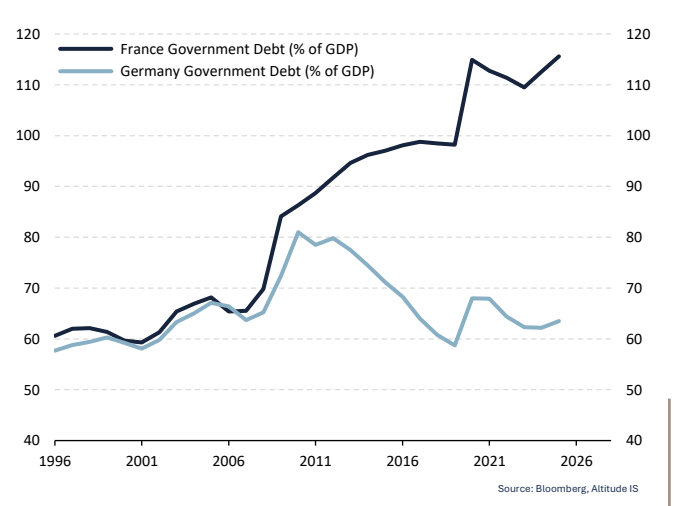


Fig. 3 – Dette publique française et allemande



**Ce chiffre rouge viendra se greffer sur des comptes publics qui ont continuellement été déficitaires depuis 1975.** Les crises énergétiques, industrielles, financières, sociales et sanitaires qui se sont succédées, ont chacune ajouté une couche de dépenses mais aucune n'a été retirée par la suite. À cela s'ajoutent désormais les coûts induits par le vieillissement de la population, la lutte contre le dérèglement climatique et la mise à niveau des capacités de défense. Le déficit public a atteint 5.1% du PIB en 2025 et il devrait avoisiner 5.4% cette année. Étant donné que la France n'a plus dégagé d'excédent primaire depuis 2001, les charges d'intérêt viennent s'empiler dessus (cf. Fig. 2) et la dette s'auto-alimente. Et pourtant, d'autres y parviennent fort bien. Au cours des 15 dernières années, la différence de trajectoire avec l'Allemagne est saisissante (cf. Fig. 3).

Fig. 4 – Dépenses publiques françaises par catégorie

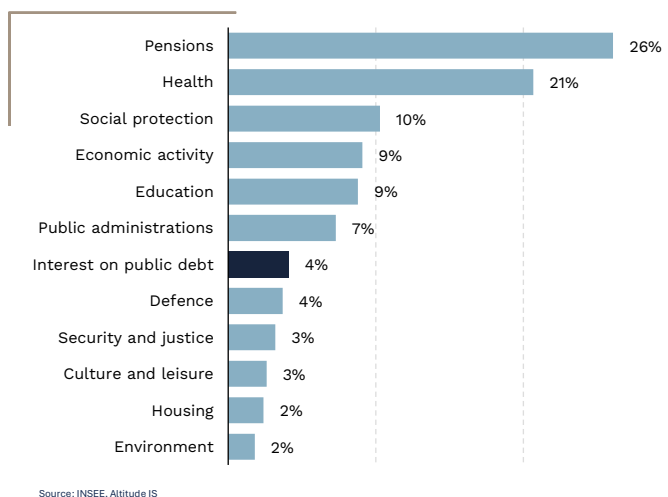
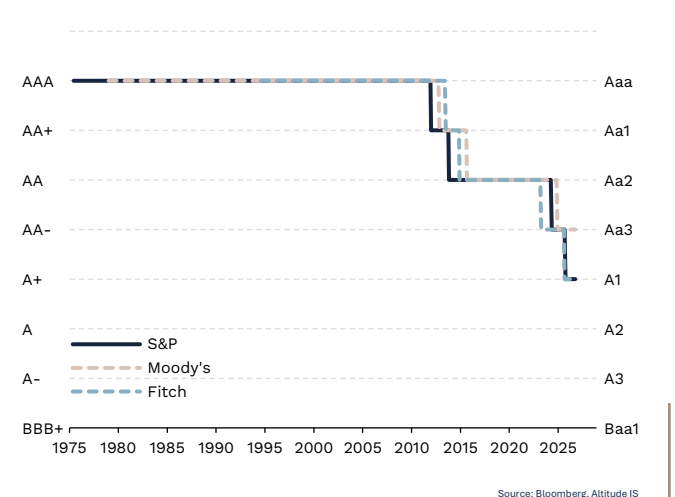


Fig. 5 – Notation de la France par les agences





Sur les quelque 1'750 milliards d'euros que la France dépensera cette année, toutes administrations confondues, les intérêts de la dette ne pèsent que 4%, loin derrière les retraites et la santé (cf. Fig. 4). Mais c'est le poste qui grimpe le plus vite, de 33 à 59 milliards d'euros entre 2020 et 2024, soit +79% en quatre ans, et il devrait avoisiner 70 milliards cette année. Le pays consacre désormais à ses créanciers davantage qu'à sa défense, qu'à sa police et sa justice réunies, et près de la moitié de ce qu'il dépense pour l'éducation.

Après être restées passives pendant de longues années, **les agences de notation ont fini par abaisser leurs évaluations de la qualité de crédit de la France.** Standard & Poor's notait la France AAA dès 1975, Moody's dès 1979 et Fitch dès 1994. Ce label d'excellence n'a pas été remis en cause jusqu'en 2012-2013. Depuis, les agences procèdent par petites touches mais elles n'ont de cesse de le rétrograder (cf. Fig. 5). L'instabilité politique ouverte par la dissolution de juin 2024 a justifié une marche supplémentaire. Fitch et Standard & Poor's ont ramené la France à A+ en septembre et en octobre 2025, c'est-à-dire quatre crans sous le AAA. Moody's, qui est encore à Aa3 avec une perspective négative, rendra son verdict le 23 octobre. Elle risque de s'aligner sur ses consœurs et d'accentuer la pression qui prévaut actuellement sur les marchés.

**Sur le marché obligataire, les rendements des emprunts de l'État français ont atteint des sommets.** L'OAT à 10 ans, par exemple, a touché 4.995% en séance le 2 octobre, un niveau inconnu depuis 2002. Une partie de cette hausse n'a rien de français. Les taux montent partout depuis que les banques centrales ont repris le chemin du resserrement, la BCE à 2.50% et la Fed à 4%, pour lutter contre l'inflation. Mais une autre partie est une prime de risque purement hexagonale. Le CDS à 5 ans, le prix de l'assurance contre un défaut de l'État français, a plus que doublé en cinq semaines, de 33 à 86 points de base. Le taux d'intérêt des OAT est désormais plus élevé que celui des obligations italiennes, espagnoles, portugaises ou grecques (cf. Fig. 6). L'écart de rendement avec le Bund allemand a clôturé à 141 points de base le 1er octobre, un record depuis mai 2012 (cf. Fig. 7 & Graphique de la semaine). Pire encore, depuis quelques jours, le spread s'écarte autant par la chute du Bund que par la hausse de l'OAT. Ce mouvement croisé est le signe que les investisseurs arbitrent la dette française au profit de la dette allemande.

Fig. 6 – Rendements à 10 ans

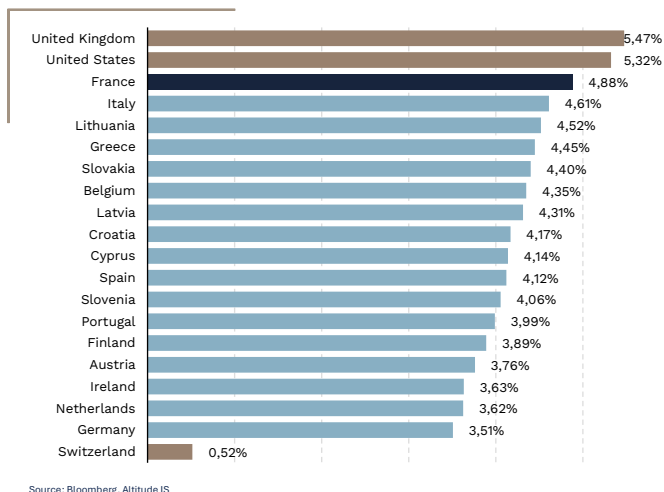


Fig. 7 – Écart de rendement France-Allemagne

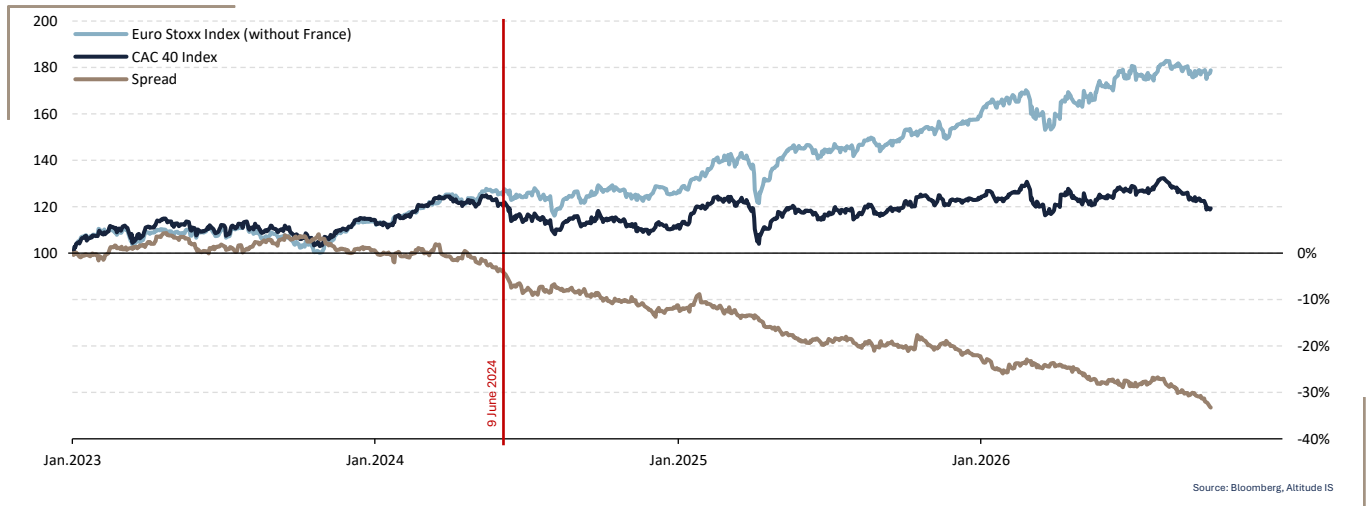


**Jusqu'où les inquiétudes des investisseurs peuvent-elles faire grimper les taux français ?** Comparaison n'est pas raison mais il arrive que l'histoire se répète. Lors de la crise de la dette européenne, en novembre 2011, dans le sillage de la Grèce et des pays périphériques, le spread français avait culminé à



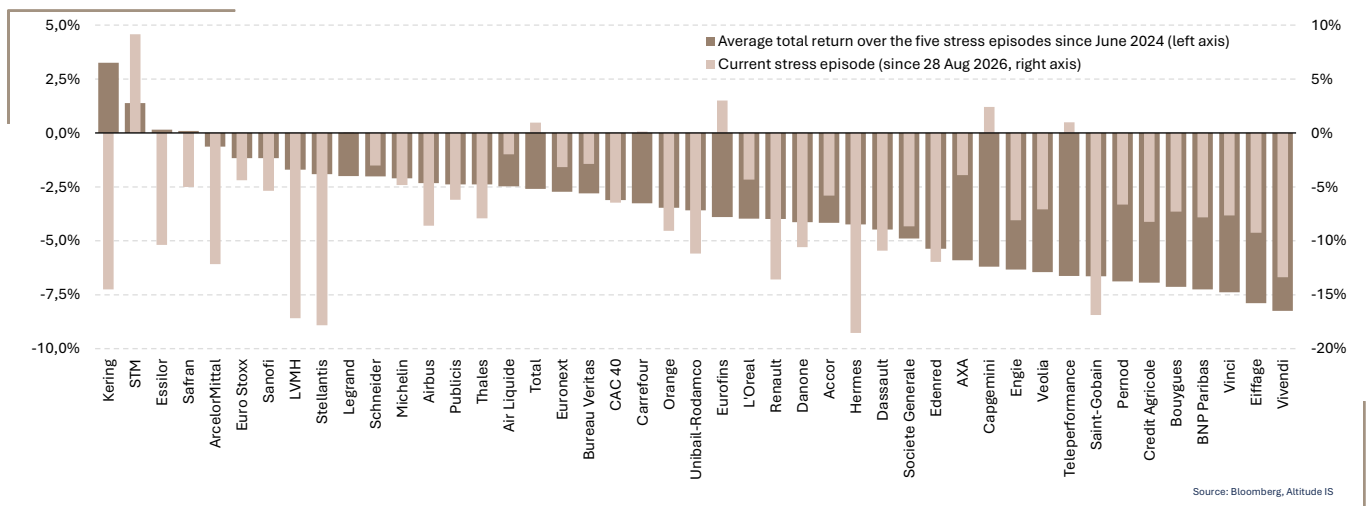
190 points de base durant quelques jours. En 2022, l'arrivée de Liz Truss à Londres et celle de Giorgia Meloni à Rome avaient fait bondir leurs spreads à 230 et 250 points de base respectivement. Notre scénario, élaboré en juin 2024, anticipait un pic des inquiétudes françaises à 140 points de base de spread et 70 points de CDS, des niveaux désormais atteints. Au vu de la dégradation de la situation, le pic de stress risque d'être plus haut qu'escompté. **Un écart temporaire supérieur à 200 points semble parfaitement envisageable.** Plus que le niveau absolu et relatif des taux, c'est la vitesse de leur progression qui interpelle. La France est proche d'un dérapage obligataire, qui obligerait Paris à agir ou à demander l'aide de l'Europe. Nous y reviendrons dans quelques paragraphes.

Fig. 8 – CAC 40, performance depuis la dissolution



**Sur le marché boursier, le CAC 40 n'a cessé d'accentuer sa sous-performance.** Depuis l'été 2024 et la dissolution de l'Assemblée nationale, l'indice français n'a plus progressé, tandis que le reste de l'indice Euro Stoxx progressait de près de +30% (cf. Fig. 8). Le secteur bancaire a été en première ligne. Société Générale, Crédit Agricole et BNP Paribas ont vu leurs cours boursiers reculer en raison de leur exposition aux OAT et de la menace de taxes publiques exceptionnelles. Pour autant, les investisseurs différencient le bon grain de l'ivraie. À travers les cinq épisodes de stress survenus depuis juin 2024, certaines sociétés ont bien mieux résisté (STMicroelectronics, Essilor Luxottica et Safran) que d'autres (Eiffage, Vinci, BNP Paribas, Bouygues et Crédit Agricole, cf. Fig. 9). Récemment, c'est le secteur du luxe qui a payé le prix fort, mais si Hermès, LVMH et Kering ont reculé de -15% à -19%, ce n'est pas que pour des raisons politiques et budgétaires.

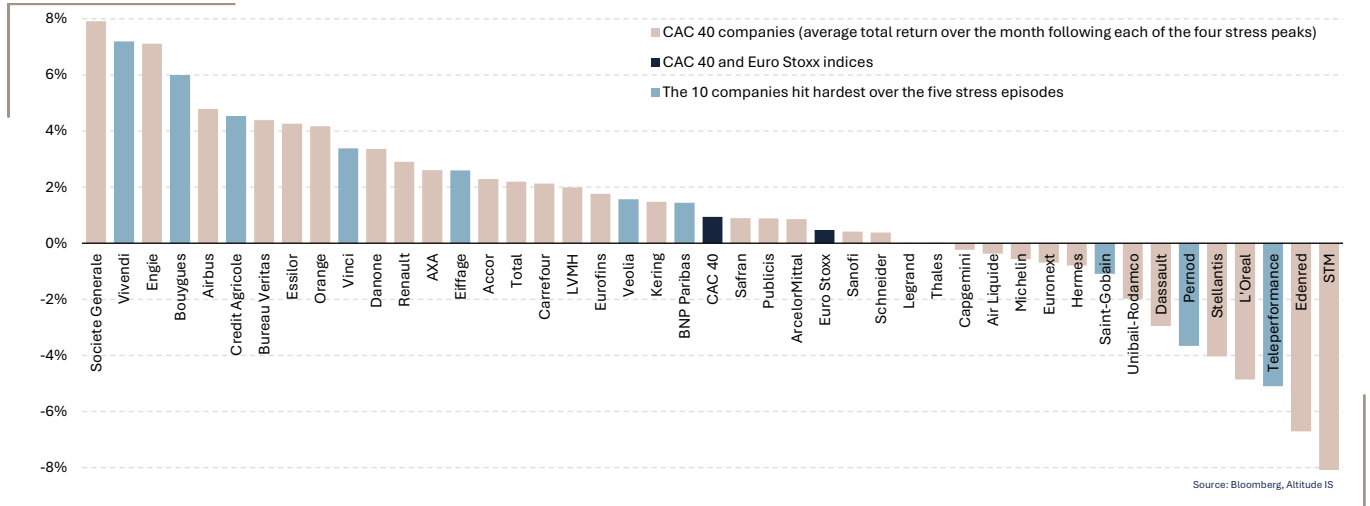
Fig. 9 – Performance des sociétés du CAC 40 lors des phases de stress





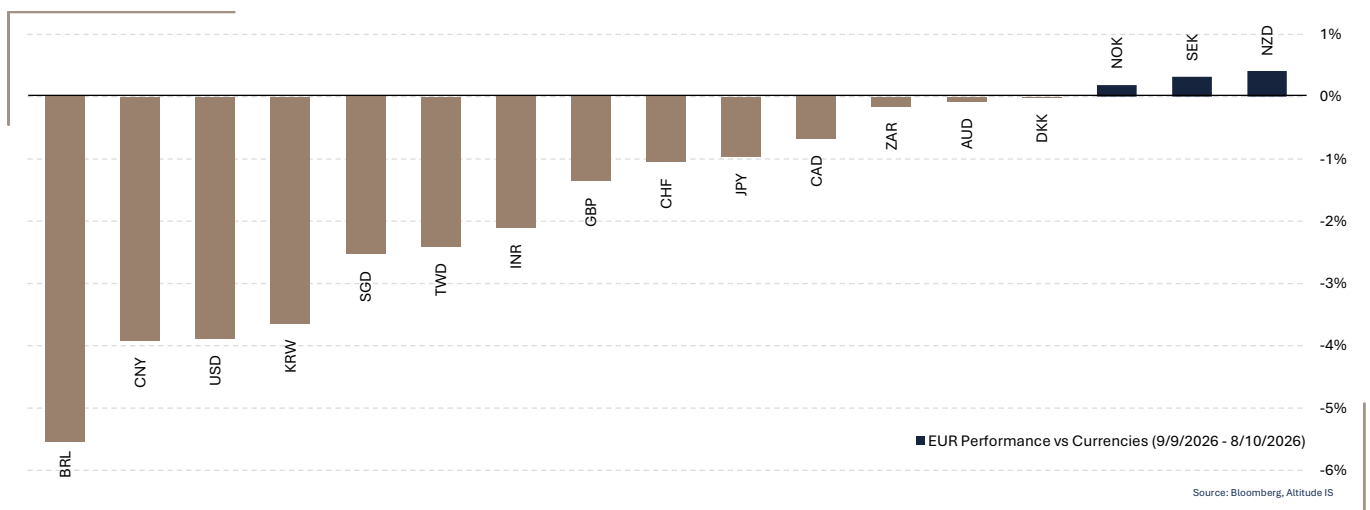
**Les titres les plus pénalisés sont souvent ceux qui rebondissent le plus, une fois l'orage passé.** À titre de comparaison, lors des quatre reprises précédentes, Vivendi a gagné +7.2% en moyenne, Bouygues +6%, Crédit Agricole et Vinci entre +3.4% et +4.5%, contre 1% seulement pour l'ensemble du CAC 40 (cf. Fig. 10).

Fig. 10 – Performance des sociétés du CAC 40, lors des phases de détente



**Sur le marché des changes, l'euro était resté insensible jusque-là mais il commence à tanguer. Cela suggère que la Zone Euro dans son ensemble est sur le point d'être affectée par la situation en France.** La monnaie unique n'avait cédé que -2.1% en juin 2024, et -3% lors de la censure de Michel Barnier. Cette fois, elle a déjà perdu -4.2% contre le dollar, passant de plus de 1.16 à moins de 1.12. C'est le taux de change le moins avantageux des 17 derniers mois. Contre les autres devises, le constat est similaire puisque l'euro se déprécie contre la plupart d'entre elles (cf. Fig. 11). Ce mouvement contraste avec l'appréciation du franc suisse qui, après un accès de faiblesse cet été, profite de son rôle de refuge.

Fig. 11 – Performance de l'euro face aux principales devises internationales



**Pour bien appréhender les perspectives françaises, il convient de détailler les issues possibles. Il en existe trois.** La première serait que l'État français équilibre enfin son budget, dans une sorte de retour



à la raison, pour ne plus alimenter la dette. Personne n'est dupe, c'est très peu probable. La marge de manœuvre du gouvernement est nulle sachant que la paupérisation d'une partie des citoyens, conjuguée à leur habitude ancestrale de se reposer sur l'État, les incitera à accroître leurs revendications à six mois des élections. La deuxième, plus ambitieuse encore, consisterait à instaurer une règle d'or budgétaire ou un frein à l'endettement, comme en Suisse, en Suède, au Danemark, aux Pays-Bas, en Allemagne. Ironie politique, c'est le Rassemblement national, jusqu'ici très hostile à toute règle d'or, qui a communiqué à ce sujet récemment. Ses dirigeants ont bien compris que les promesses n'engagent que ceux qui les écoutent. La troisième et dernière issue serait de demander de l'aide. Le FMI sera écarté, car jugé comme trop exigeant par Paris. Le Mécanisme européen de stabilité (MES) impose lui aussi un programme d'ajustement draconien, et sa capacité de prêt ne couvrirait même pas deux années d'émissions françaises. **La France étant "too big to fail", mais aussi "too big to bail", il ne restera alors que la Banque Centrale Européenne.**

**Depuis la crise de la dette européenne, la BCE s'est dotée de tous les outils nécessaires pour faire redescendre la pression sur le marché obligataire.** Le plus connu, le PEPP, n'existe plus. Ce programme d'achats d'urgence lancé pendant la pandémie, relativement flexible, avait servi de première ligne de défense à l'été 2022, au profit de l'Italie. Il s'était naturellement éteint avec la fin des réinvestissements, en décembre 2024. Le deuxième outil d'intervention de la BCE, l'OMT, existe toujours mais il ne sera probablement pas utilisé non plus. Cet instrument d'opérations monétaires sur titres, connu grâce au célèbre "whatever it takes" de Mario Draghi en 2012, autorise des achats illimités d'obligations d'un pays, à condition que celui-ci soit placé sous programme du MES. À six mois d'une présidentielle, une mise sous tutelle négociée à Bruxelles et à Luxembourg semble politiquement inacceptable pour la France. Reste donc le troisième outil, le seul réaliste, le TPI. Cet instrument de protection de la transmission a été créé en juillet 2022 pour permettre à la BCE d'acheter sans limite des obligations de 1 à 10 ans d'un pays dont les taux s'emballent. **Le TPI serait parfaitement suffisant à gérer une crise de la dette française, mais il n'est activable que sous conditions strictes** (cf. Fig. 12).

Fig. 12 – Critères à satisfaire pour qu'un pays soit éligible au TPI

- Premièrement, respecter le cadre budgétaire européen, c'est-à-dire ne pas faire l'objet d'une procédure pour déficit excessif ou, s'il en fait l'objet, ne pas avoir été jugé par le Conseil européen comme n'ayant pas pris de mesures suivies d'effets.
- Deuxièmement, ne pas présenter de déséquilibres macroéconomiques excessifs, au sens du tableau de bord que la Commission passe en revue chaque année, qui couvre notamment la position extérieure, la compétitivité, l'endettement privé, les prix immobiliers et le chômage.
- Troisièmement, avoir une dette jugée soutenable, sur la base des analyses de soutenabilité conduites par la Commission, le MES et le FMI, que la BCE complète par sa propre évaluation interne, la plus discrétionnaire des quatre.
- Quatrièmement, respecter les recommandations par pays adressées chaque année par la Commission et tenir les engagements pris dans le cadre du plan de relance européen, ce que Bruxelles résume en politiques saines et durables.

**À ces critères d'éligibilité s'ajoute une condition d'activation, la plus importante :** la BCE intervient à la discrétion du Conseil des gouverneurs, uniquement face à des mouvements de marché "injustifiés et désordonnés", qui ne reflètent pas les fondamentaux du pays et qui menacent la transmission de la politique monétaire dans l'ensemble de la zone.

Source: ECB, Altitude IS



Depuis le 26 juillet 2024, la France est sous procédure pour déficit excessif, avec un retour sous 3% promis pour 2029. Elle ne serait donc éligible au TPI que par tolérance et sous condition que Paris s'engage à redresser ses finances publiques. Cela semble pour le moins difficile dans le contexte actuel. Par ailleurs, le spread français progressant à cause du budget français, il n'est donc pas injustifié. Enfin, la contagion du stress à l'Italie, l'Espagne, le Portugal ou la Grèce n'est pas flagrant (cf. Fig. 13). La BCE ne stabilisera les OAT français que si les critères qu'elle a édictés sont respectés. **La situation pourrait donc fortement s'aggraver avant que la crise ne prenne le chemin d'une résolution.**

Fig. 13 – Spreads des pays du sud de l'Europe

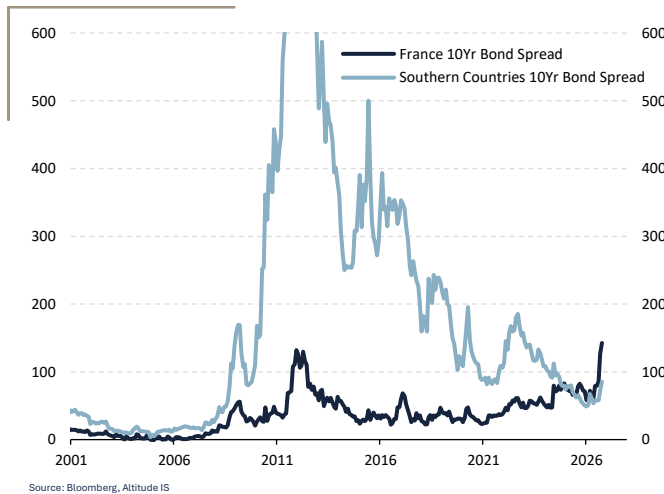
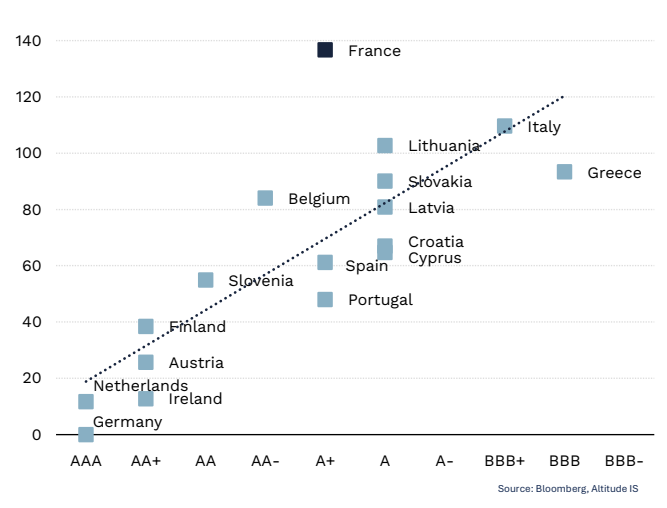


Fig. 14 – Spreads vs notation Standard & Poor's



**De manière rationnelle et prudente, les investisseurs attendront probablement un signal fort d'amélioration.** Ils guetteront le vote d'un budget crédible, une trajectoire de dette stabilisée, le commentaire positif d'une agence de notation ou, mieux encore, un communiqué de la BCE quant à sa volonté d'agir rapidement et puissamment. Ce n'est qu'à ce moment-là qu'ils chercheront à profiter de l'effet d'aubaine généré par la crise de la dette française. Nous en sommes loin. Mercredi dernier, le gouverneur de la Banque de France, Emmanuel Moulin, expliquait clairement que la France n'a pas besoin d'une aide d'urgence de la BCE, que la solution se trouve à Paris et non à Francfort, et qu'un budget voté sera la première étape pour rassurer les marchés. Membre du Conseil des gouverneurs, il parle aussi pour la BCE. Le message est limpide : la France doit d'abord se sauver par elle-même.

Le stress français pourrait toutefois connaître une détente temporaire, à la faveur d'une respiration technique, d'une avancée parlementaire ou de déclarations apaisantes. Les investisseurs ne devront pas y voir la fin de la crise. Tant que le budget, les mouvements sociaux, la présidentielle, les agences et la BCE resteront des sources d'inquiétude, le point culminant ne sera probablement pas atteint. **Chacun devra alors choisir entre patienter, au risque de manquer le point d'entrée idéal, ou se positionner dès maintenant, au risque de subir une valorisation défavorable pendant plusieurs mois.**

**Les spécialistes ont déjà dressé la liste des positionnements qu'ils examineront le moment venu :**

- La compression du spread OAT-Bund, le plus évident. À 140 points de base, l'écart avec l'Allemagne est revenu à ses niveaux de 2012, et les OAT rapportent désormais plus que les BTP italiens ou que les obligations grecques, de 27 et 43 points de base. Une fois la crise passée, le spread reviendra vers les 80 points de base qui prévalaient cet été, en ligne avec la notation A+ de la France (cf. Fig. 14).



- La "base négative", qui consiste à acheter simultanément une OAT et son CDS lorsque le spread dépasse le prix de l'assurance, est de retour. En effet, l'écart de rendement excède de 60 points de base le coût de la protection. L'investisseur encaisse la différence quoi qu'il arrive, et il gagne davantage encore si le spread se normalise plus vite que le CDS.
- Le rebond des bancaires et des titres les plus pénalisés. Société Générale, Engie, Bouygues, Vinci ou Crédit Agricole devraient surperformer lorsque les craintes s'apaiseront. Les banques cumuleront deux avantages, la détention des OAT qu'elles détiennent en portefeuille et la disparition de la menace de taxes exceptionnelles.
- Le CAC 40 contre l'Euro Stoxx, après trente points de retard accumulés depuis la dissolution. L'intérêt de cette stratégie long/short est de neutraliser le risque de marché pour n'isoler que la prime française, celle qui disparaîtra après avoir gonflé de manière excessive.
- Les structures adossées à ces sous-jacents complètent la panoplie. Les produits à capital protégé sur les bancaires françaises ou sur le CAC 40 et les notes indexées sur le resserrement du spread permettent de s'exposer à la France en limitant la perte si la crise devait s'intensifier avant de se résorber.

**Pour clore cette analyse, précisons que la France ne fera pas défaut, quel que soit le scénario retenu.**

Avec plus de 3'300 milliards d'euros de dette publique, le deuxième marché obligataire de la Zone Euro, dont les souches sont utilisées comme collatéral par tout le système financier mondial, pourrait engendrer une crise systémique. Aucune institution ne pourra l'accepter, notamment la BCE.

**Conclusion :**

Il faudra être patient avant de s'intéresser de nouveau à la France, le temps que le pic de stress soit atteint et que Paris ou Francfort n'aient d'autre choix que d'agir efficacement. Comble d'ironie, pour le moment, le plus grand gagnant de la crise française... est le franc !



## RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

| Markets Performances<br>(local currencies) | Last Price | Momentum<br>Indicator (RSI) | 1-Week (%) | 1-Month (%) | 2026<br>Year-to-Date (%) | 2025 (%) | 2024 (%) |
|--------------------------------------------|------------|-----------------------------|------------|-------------|--------------------------|----------|----------|
| <strong>Equities</strong>                  |            |                             |            |             |                          |          |          |
| World (MSCI)                               | 1 139.9    | 48.85                       | -0.7%      | -0.1%       | 13.9%                    | 22.9%    | 18.0%    |
| USA (S&P 500)                              | 7 723      | 54.83                       | -0.2%      | 0.8%        | 13.8%                    | 17.9%    | 25.0%    |
| USA (Dow Jones)                            | 51 177     | 39.37                       | -1.3%      | -3.5%       | 7.8%                     | 14.9%    | 15.0%    |
| USA (Nasdaq)                               | 27 191     | 62.14                       | 0.5%       | 3.8%        | 17.5%                    | 21.2%    | 29.6%    |
| Euro Area (DJ EuroStoxx)                   | 656.7      | 42.00                       | -1.2%      | -1.7%       | 10.2%                    | 21.2%    | 10.2%    |
| UK (FTSE 100)                              | 10 462     | 34.11                       | -2.1%      | -2.6%       | 8.1%                     | 25.7%    | 9.6%     |
| Switzerland (SMI)                          | 13 661     | 33.75                       | -2.0%      | -4.8%       | 6.1%                     | 18.0%    | 7.5%     |
| Japan (Nikkei)                             | 69 929     | 62.01                       | 3.5%       | 6.8%        | 37.7%                    | 28.7%    | 21.3%    |
| Emerging (MSCI)                            | 1 709      | 48.61                       | -1.3%      | 0.7%        | 23.8%                    | 34.3%    | 8.0%     |
| Brazil (IBOVESPA)                          | 192 115    | 71.34                       | 4.7%       | 3.7%        | 19.2%                    | 34.0%    | -10.4%   |
| Mexico (IPC)                               | 64 532     | 49.10                       | -0.7%      | -0.4%       | 2.3%                     | 35.1%    | -11.0%   |
| India (SENSEX)                             | 72 537     | 24.39                       | -2.3%      | -6.5%       | -14.5%                   | 10.5%    | 9.6%     |
| China (CSI)                                | 4 358      | 32.89                       | -3.5%      | -5.6%       | -4.1%                    | 21.0%    | 18.2%    |
| Com. Services (MSCI World)                 | 163.6      | 49.23                       | -1.7%      | 2.2%        | 0.5%                     | 33.0%    | 31.9%    |
| Cons. Discretionary (MSCI World)           | 416.9      | 38.07                       | -0.8%      | -4.2%       | -8.0%                    | 9.8%     | 20.7%    |
| Cons. Staples (MSCI World)                 | 289.6      | 30.10                       | -2.1%      | -4.5%       | 2.1%                     | 9.3%     | 4.7%     |
| Energy (MSCI World)                        | 349.8      | 47.75                       | 0.3%       | -2.8%       | 35.7%                    | 14.8%    | 2.9%     |
| Financials (MSCI World)                    | 233.7      | 27.84                       | -2.9%      | -6.0%       | 5.7%                     | 29.5%    | 25.1%    |
| Health Care (MSCI World)                   | 404.9      | 37.26                       | -2.8%      | -4.5%       | 4.1%                     | 15.3%    | 1.5%     |
| Industrials (MSCI World)                   | 508.1      | 42.74                       | -0.6%      | -1.1%       | 10.2%                    | 26.2%    | 12.8%    |
| Info. Tech. (MSCI World)                   | 1 329.1    | 68.25                       | 1.4%       | 7.5%        | 38.2%                    | 26.6%    | 31.9%    |
| Materials (MSCI World)                     | 424.2      | 36.70                       | -1.6%      | -6.5%       | 9.6%                     | 32.5%    | -7.6%    |
| Real Estate (MSCI World)                   | 963        | 20.55                       | -2.1%      | -5.9%       | -2.3%                    | 3.6%     | -0.4%    |
| Utilities (MSCI World)                     | 188.8      | 32.06                       | 0.1%       | -4.2%       | 0.0%                     | 24.7%    | 13.0%    |
| <strong>Bonds (Bloomberg)</strong>         |            |                             |            |             |                          |          |          |
| World (Aggregate)                          | 4.43%      | 28.88                       | -0.5%      | -2.2%       | -2.8%                    | 8.2%     | -1.7%    |
| USA (Sovereign)                            | 5.12%      | 30.63                       | -0.5%      | -2.1%       | -2.7%                    | 6.3%     | 0.6%     |
| Euro Area (Sovereign)                      | 3.93%      | 38.75                       | 0.1%       | -1.5%       | -3.0%                    | 0.6%     | 1.9%     |
| Germany (Sovereign)                        | 3.32%      | 54.57                       | 1.1%       | -0.1%       | -1.5%                    | -1.6%    | 0.6%     |
| UK (Sovereign)                             | 5.31%      | 46.89                       | 0.3%       | -0.5%       | -1.9%                    | 6.1%     | -3.0%    |
| Switzerland (Sovereign)                    | 0.77%      | 50.04                       | 1.0%       | -0.8%       | -1.2%                    | 0.3%     | 5.4%     |
| Japan (Sovereign)                          | 2.75%      | 36.34                       | 0.0%       | -0.2%       | -4.1%                    | -4.6%    | -2.1%    |
| Emerging (Sovereign)                       | 7.15%      | 19.67                       | -0.7%      | -3.8%       | -2.5%                    | 13.1%    | 7.0%     |
| USA (IG Corp.)                             | 6.05%      | 27.09                       | -0.2%      | -2.5%       | -3.1%                    | 7.8%     | 2.1%     |
| Euro Area (IG Corp.)                       | 4.27%      | 41.82                       | 0.5%       | -1.1%       | -1.1%                    | 3.0%     | 4.7%     |
| Emerging (IG Corp.)                        | 7.12%      | 15.36                       | -0.5%      | -2.4%       | -0.7%                    | 8.1%     | 7.0%     |
| USA (HY Corp.)                             | 8.29%      | 24.12                       | -0.2%      | -2.4%       | 0.1%                     | 8.6%     | 8.2%     |
| Euro Area (HY Corp.)                       | 6.93%      | 14.49                       | -0.5%      | -2.0%       | -0.3%                    | 5.2%     | 8.2%     |
| Emerging (HY Corp.)                        | 8.48%      | 15.36                       | -0.9%      | -3.7%       | 0.5%                     | 13.9%    | 14.9%    |
| World (Convertibles)                       | 612.5      | 46.77                       | -0.3%      | -0.2%       | 13.7%                    | 22.4%    | 9.4%     |
| USA (Convertibles)                         | 812.0      | 49.06                       | 0.7%       | 0.7%        | 16.0%                    | 16.9%    | 10.1%    |
| Euro Area (Convertibles)                   | 303.8      | 47.89                       | 0.1%       | -0.4%       | 4.5%                     | 24.8%    | 14.7%    |
| Switzerland (Convertibles)                 | 290.0      | 46.50                       | 0.1%       | -0.7%       | 2.5%                     | 17.5%    | -10.5%   |
| Japan (Convertibles)                       | 324.5      | 59.03                       | 1.0%       | 1.7%        | 25.8%                    | 13.8%    | 6.4%     |
| <strong>Hedge Funds (Bloomberg)</strong>   |            |                             |            |             |                          |          |          |
| Hedge Funds Industry                       | 1 928      | 78.64                       | n.a.       | 2.3%        | 11.5%                    | 6.6%     | 11.1%    |
| Macro                                      | 1 568      | 74.24                       | n.a.       | 2.7%        | 13.8%                    | 6.8%     | 7.4%     |
| Equity Long Only                           | 2 638      | 70.47                       | n.a.       | 3.2%        | 10.2%                    | 6.7%     | 12.0%    |
| Equity Long/Short                          | 2 126      | 75.73                       | n.a.       | 2.5%        | 14.4%                    | 7.9%     | 14.0%    |
| Event Driven                               | 2 106      | 85.71                       | n.a.       | 2.1%        | 14.8%                    | 9.7%     | 8.7%     |
| Fundamental Equity Mkt Neutral             | 2 008      | 86.49                       | n.a.       | 0.6%        | 12.5%                    | 7.2%     | 12.4%    |
| Quantitative Equity Mkt Neutral            | 1 938      | 85.22                       | n.a.       | 1.9%        | 10.5%                    | 7.1%     | 9.8%     |
| Credit                                     | 1 786      | 92.51                       | n.a.       | 0.7%        | 6.4%                     | 3.9%     | 8.5%     |
| Credit Long/Short                          | 1 819      | 94.81                       | n.a.       | 0.6%        | 7.0%                     | 4.9%     | 10.0%    |
| Commodity                                  | 2 200      | 82.16                       | n.a.       | 4.6%        | 14.5%                    | 9.9%     | 14.7%    |
| Commodity Trading Advisors                 | 1 556      | 68.90                       | n.a.       | 3.6%        | 19.0%                    | 9.5%     | 7.9%     |
| <strong>Volatility</strong>                |            |                             |            |             |                          |          |          |
| VIX                                        | 15.31      | 47.64                       | 3.0%       | 0.7%        | 2.4%                     | -13.8%   | 39.4%    |
| VSTOXX                                     | 19.30      | 55.60                       | 11.9%      | 10.2%       | 31.2%                    | -13.5%   | 25.3%    |
| <strong>Commodities</strong>               |            |                             |            |             |                          |          |          |
| Commodities (CRB)                          | 565.3      | n.a.                        | 1.0%       | 2.4%        | 4.7%                     | 0.6%     | 5.1%     |
| Gold (Troy Ounce)                          | 4 126      | n.a.                        | 0.3%       | -6.3%       | -4.5%                    | 64.6%    | 27.2%    |
| Silver (Troy Ounce)                        | 60.87      | n.a.                        | 0.4%       | -8.0%       | -15.1%                   | 148.0%   | 21.5%    |
| Oil (WTI, Barrel)                          | 91.11      | n.a.                        | -8.1%      | 0.1%        | 58.7%                    | -19.9%   | 0.1%     |
| Oil (Brent, Barrel)                        | 126.63     | n.a.                        | 2.9%       | 28.7%       | 102.8%                   | -15.7%   | -4.6%    |
| <strong>Currencies (vs USD)</strong>       |            |                             |            |             |                          |          |          |
| USD (Dollar Index)                         | 102.51     | 76.73                       | 1.3%       | 3.4%        | 4.3%                     | -9.4%    | 7.1%     |
| EUR                                        | 1.1167     | 16.29                       | -1.8%      | -3.9%       | -4.9%                    | 13.4%    | -6.2%    |
| JPY                                        | 158.11     | 45.26                       | -0.5%      | -2.4%       | -0.9%                    | 0.3%     | -10.3%   |
| GBP                                        | 1.3197     | 32.50                       | -0.4%      | -2.5%       | -2.1%                    | 7.7%     | -1.7%    |
| AUD                                        | 0.6937     | 29.29                       | -1.2%      | -3.9%       | 4.0%                     | 7.8%     | -9.2%    |
| CAD                                        | 1.4291     | 20.65                       | -0.8%      | -3.3%       | -4.0%                    | 4.8%     | -7.9%    |
| CHF                                        | 0.8308     | 36.58                       | 0.2%       | -2.6%       | -4.6%                    | 14.5%    | -7.3%    |
| CNY                                        | 6.7060     | 58.08                       | 0.1%       | 0.2%        | 4.2%                     | 4.5%     | -2.7%    |
| MXN                                        | 18.236     | 21.51                       | -1.3%      | -7.2%       | -1.3%                    | 15.7%    | -18.5%   |
| EM (Emerging Index)                        | 1 924.1    | 51.28                       | 0.0%       | -0.1%       | 3.9%                     | 7.2%     | -0.7%    |
| XBT                                        | 85 751     | n.a.                        | 2.5%       | 7.5%        | -2.2%                    | -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.

