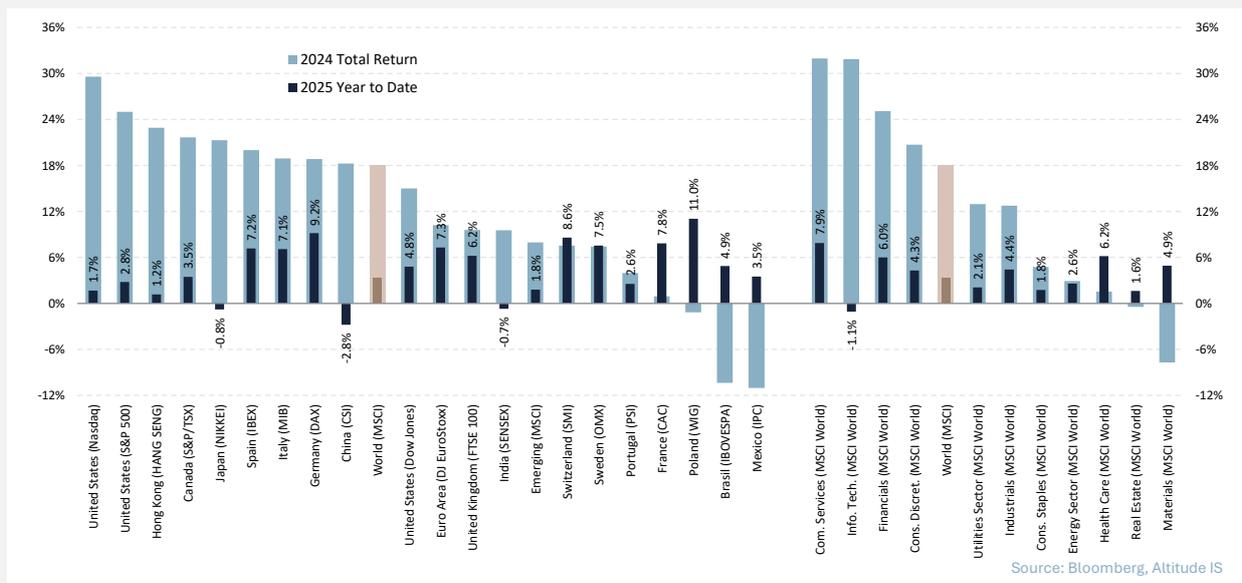


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 3 février 2025

"ÊTRE DISPERSÉ N'EST PAS NÉCESSAIREMENT UN VILAIN DÉFAUT"

- Sur le marché des actions, 2025 ne ressemblera en rien à 2024
- La rotation sectorielle semble avoir débuté et les performances des titres sont disparates
- Les financières et les défensives grimpent sur le podium
- Plus que jamais, les stratégies de dispersion apportent décorrélation et performance

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "La rotation sectorielle n'est pas complète, mais elle est en cours"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Le mois de janvier est déjà terminé. L'histoire se souviendra que **les marchés boursiers auront débuté 2025 en ordre dispersé** (cf. Graphique de la semaine), **tirillés entre la dynamique économique, les ajustements monétaires, les tensions géopolitiques et l'émergence de sociétés capables de créer une disruption dans le leadership technologique mondial**. À Wall Street, le S&P 500 a progressé de 2.8% depuis le premier jour de l'année mais il aurait pu délivrer davantage s'il n'avait pas récemment été pénalisé par la chute des sociétés liées à l'intelligence artificielle, comme Nvidia et Broadcom. Avec la sortie de son dernier modèle de robot conversationnel, la startup chinoise DeepSeek a montré qu'il était possible d'être plus efficace et moins gourmand en ressources que les leaders du secteur, remettant en



question l'hégémonie américaine. C'est donc sans surprise que le Nasdaq, l'indice phare des valeurs technologiques, a contre-performé au mois de janvier. Comparativement, le Dow Jones a bien mieux résisté, porté par la rotation vers les valeurs de la santé et de la consommation, jugées plus sûres dans un environnement incertain.

Auparavant, la nervosité des investisseurs avait été exacerbée par l'investiture de Donald Trump, qui a multiplié les annonces provocatrices et envisagé une série de nouveaux impôts douaniers, ciblant entre autres la Chine, le Mexique et l'Europe. Comble d'ironie, les indices mexicains et européens ont réussi à surperformer leurs homologues américains, malgré le durcissement des relations politiques commerciales avec Washington. Les premiers devraient réussir à tirer parti de la relocalisation d'industries vers le Mexique, dans le cadre du nearshoring. Les seconds profitent déjà de leur inclination pour les secteurs défensifs et des bons résultats du secteur du luxe.

Le contraste est saisissant avec le CSI 300 à Shanghai, qui s'est contracté de -2.8%, les investisseurs restant sceptiques face aux mesures de relance économique. Les indices indiens n'ont pas fait beaucoup mieux, pénalisés par une croissance décevante des bénéfices, des valorisations élevées et d'importants retraits effectués par les investisseurs institutionnels étrangers. Au Japon, les principales secousses sont venues de la décision de la Banque du Japon de relever ses taux directeurs pour contrer, fait rarissime au pays du soleil levant, l'accélération du taux d'inflation à 3.6%. Le Nikkei 225 a été affecté par l'appréciation passagère du yen qui pénalise les exportateurs, mais aussi par un vent de défiance vis-à-vis des valeurs bancaires. Ces dernières seront directement impactées par la tentative de durcissement de politique monétaire, dans un pays où la dette est si élevée que toute augmentation des taux pourrait se révéler fatale.

Alors que 2025 est en train de confirmer le retour de la volatilité, une question s'impose : **quelles sont les sociétés qui sont parvenues à surperformer en janvier et qui ont les fondamentaux les plus solides pour naviguer au cours des onze prochains mois ?**

Fig. 2 – Titres du S&P 500 et du Stoxx 600 ayant la meilleure performance et le meilleur scoring, fin janvier

Name	Ticker	Sector	Currency	Country	Market Cap (\$ bn)	Last Price	2025 YTD Total Return	Dividend Yield	Altitude IS Ranking	Consensus Target	Upside Downside	Sales Growth	Debt / Ebitda	Price / Cash Flow	Price / Earnings	Price / Book	Implied Vol. 12m
Builders Firstsource	BDR UN	Industrials	USD	United States	20	174	21.4%	n.a.	60	201	16%	-3.3%	1.85	11.97	16.03	4.40	42.15
Capital One Financial	COF UN	Financials	USD	United States	77	203	13.6%	1.2%	5	213	5%	9.0%	2.11	3.57	12.89	1.30	32.37
Citigroup	C UN	Financials	USD	United States	153	81.1	15.2%	2.8%	39	89.2	10%	8.9%	7.49	n.a.	10.92	0.78	29.09
Corpay	CPAY UN	Financials	USD	United States	26	379	12.1%	n.a.	73	405	7%	4.7%	3.76	12.10	17.86	8.33	29.47
Coterra Energy	CTRA UN	Energy	USD	United States	20	27.8	9.0%	3.1%	8	34.8	25%	-14.2%	0.68	18.47	10.36	1.60	32.53
CVS Health	CVS UN	Health Care	USD	United States	71	56.2	26.7%	5.0%	110	64.5	15%	6.1%	5.86	39.99	10.04	0.93	35.23
Delta Air Lines	DAL UN	Industrials	USD	United States	44	67.8	12.0%	0.9%	4	81.0	20%	6.2%	2.67	15.04	8.96	2.78	37.45
Discover Financial Services	DFS UN	Financials	USD	United States	50	200	15.6%	1.4%	7	209	4%	15.0%	1.76	5.55	14.71	2.81	32.55
Elevance Health	ELV UN	Health Care	USD	United States	95	411	11.5%	1.7%	129	477	16%	3.3%	2.98	21.02	12.04	2.21	33.63
Hess	HES UN	Energy	USD	United States	45	146	9.8%	1.7%	146	168	15%	21.8%	1.40	44.92	22.04	3.79	31.46
Newmont	NEM UN	Materials	USD	United States	47	41.6	11.7%	2.7%	84	52.9	27%	53.7%	3.91	49.38	11.50	1.54	33.41
Qualcomm	QCOM UN	Info Tech	USD	United States	189	171	11.4%	2.0%	88	198	16%	8.8%	1.31	17.12	15.30	6.96	35.13
Raymond James Financial	RJF UN	Financials	USD	United States	35	169	9.4%	1.1%	41	169	0%	14.9%	1.09	17.98	15.77	2.89	27.85
Schlumberger	SLB UN	Energy	USD	United States	60	42.5	11.0%	2.7%	27	52.8	24%	9.5%	1.54	12.89	12.51	2.79	30.21
Schwab (Charles)	SCHW UN	Financials	USD	United States	151	82.5	11.5%	1.3%	99	89.5	8%	1.9%	2.91	5.80	19.53	3.43	30.57
Teledyne Technologies	TDY UN	Info Tech	USD	United States	24	509	9.6%	n.a.	79	559	10%	0.6%	2.04	22.70	23.62	2.44	24.68
The Cigna Group	CI UN	Health Care	USD	United States	85	306	10.7%	1.9%	53	391	28%	22.5%	2.69	18.34	9.97	2.01	34.67
United Airlines	UAL UN	Industrials	USD	United States	35	107	9.9%	n.a.	1	130	22%	6.2%	4.19	9.18	8.19	2.72	44.89
Banco De Sabadell	SAB SQ	Financials	EUR	Spain	13	2.2	18.1%	12.2%	77	2.3	4%	29.8%	n.a.	n.a.	7.83	0.81	31.15
Bayer	BAYN GY	Health Care	EUR	Germany	22	21.5	11.0%	0.5%	28	26.6	24%	-2.2%	4.37	5.19	4.54	0.67	40.13
Commerzbank	CBK GY	Financials	EUR	Germany	22	18.1	15.1%	n.a.	35	19.3	7%	23.9%	n.a.	n.a.	9.04	0.71	34.71
Deutsche Bank	DBK GY	Financials	EUR	Germany	39	19.0	13.9%	n.a.	33	19.9	5%	22.6%	n.a.	n.a.	6.93	0.58	32.78
Generali	G IM	Financials	EUR	Italy	49	30.2	10.9%	n.a.	9	28.6	-5%	9.5%	n.a.	n.a.	10.28	1.53	25.73
Nordea Bank	NDA FH	Financials	EUR	Finland	42	11.7	10.7%	n.a.	74	13.1	12%	16.0%	n.a.	n.a.	8.88	1.27	20.40
Societe Generale	GLE FP	Financials	EUR	France	26	30.7	11.5%	n.a.	48	33.1	8%	1.4%	n.a.	n.a.	6.43	0.42	32.26
Unicredit	UCG IM	Financials	EUR	Italy	71	43.9	13.8%	5.7%	109	46.8	7%	4.4%	n.a.	n.a.	7.77	1.15	30.62
UBS Group	UBSG SE	Financials	CHF	Switzerland	122	32	14.9%	n.a.	51	30	-4%	42.4%	7.99	13.19	19.43	1.36	27.88
Industrivarden	INDUC SS	Financials	SEK	Sweden	15	387.6	10.9%	2.1%	11	385.3	-1%	3.9%	n.a.	n.a.	9.59	1.05	21.03
Sandvik	SAND SS	Industrials	SEK	Sweden	26	231	15.3%	n.a.	124	240	4%	-2.9%	1.79	16.97	16.25	2.86	26.72
Swedbank	SWEDA SS	Financials	SEK	Sweden	25	244	11.9%	n.a.	121	257	5%	9.1%	n.a.	n.a.	9.63	1.36	22.09
Bank Pekao	PEO PW	Financials	PLN	Poland	10	157	13.2%	n.a.	118	176	13%	2.1%	n.a.	n.a.	6.06	1.27	n.a.
Orlen	PKO PW	Energy	PLN	Poland	15	53	10.8%	n.a.	40	68	30%	-12.7%	0.81	n.a.	4.19	0.41	n.a.
Bank Polski	PKO PW	Financials	PLN	Poland	20	65.1	9.2%	n.a.	63	74.4	14%	5.4%	n.a.	n.a.	5.82	1.55	n.a.
Powszechny Zakład Ubezpieczeniowy	PZU PW	Financials	PLN	Poland	11	51	10.3%	n.a.	30	55	9%	5.0%	n.a.	n.a.	8.60	2.02	n.a.

Source: Bloomberg, Altitude IS, as of 28.01.2025



Pour y répondre, rien ne vaut une approche quantitative, exempte de biais comportementaux et d'idées préconçues : les performances des sociétés du S&P 500 et du Stoxx 600 au mois de janvier ont été croisées avec leurs scores respectifs sur notre grille de notations propriétaire (incluant différents ratios d'analyse financière). Cette approche a permis d'identifier les titres en tête des deux palmarès, et **les conclusions sont très instructives (cf. Fig. 2) :**

- Premier constat empirique, les titres cotés aux États-Unis sont plus que majoritaires, tandis qu'ils représentent moins de la moitié de l'univers analysé. Malgré la déconvenue des indices boursiers américains en janvier, il existe des sociétés qui scintillent à Wall Street. Elles sont amplement capables de compenser le passage à vide des leaders de la tech.
- En Europe, les titres cotés en-dehors de la zone monétaire unique font jeu égal avec ceux libellés en euros. Toutefois, les titres en livres sterling et en francs suisses ne sont pas représentés, ou le sont peu. Les sociétés britanniques et helvétiques ont été supplantées par des sociétés suédoises et polonaises (cf. Fig. 3). Seul le groupe bancaire UBS parvient à briller, signe qu'il est en train de tirer de juteux profits du rachat de Crédit Suisse.
- Le secteur des financières est ultra-représenté. C'est le cas aux États-Unis mais plus encore en Europe continentale, où 80% des sociétés identifiées sont des banques, des assurances ou des services financiers. Non seulement ces sociétés ont accentué leur tendance haussière des dernières années (cf. Fig. 4) mais leurs ratios financiers sont bons. La pentification progressive de la courbe des taux leur permet de faire croître leurs marges d'intérêt nettes, tandis que la banque d'investissement et la gestion d'actifs continuent de générer des revenus.
- Parmi les autres segments, se trouvent des entreprises actives dans l'industrie, notamment des compagnies aériennes et des fournisseurs d'équipements et de services pétroliers. Enfin, il convient de noter que le secteur de la technologie est très peu représenté tandis que ceux liés à la consommation sont littéralement absents de la liste.

Fig. 3 – Marchés suédois et polonais

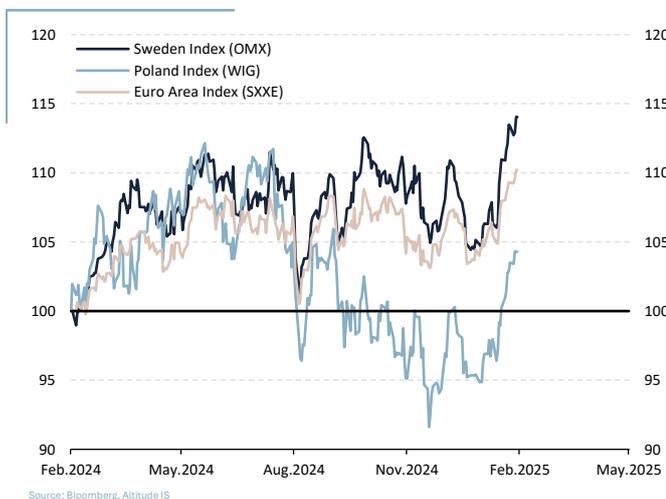
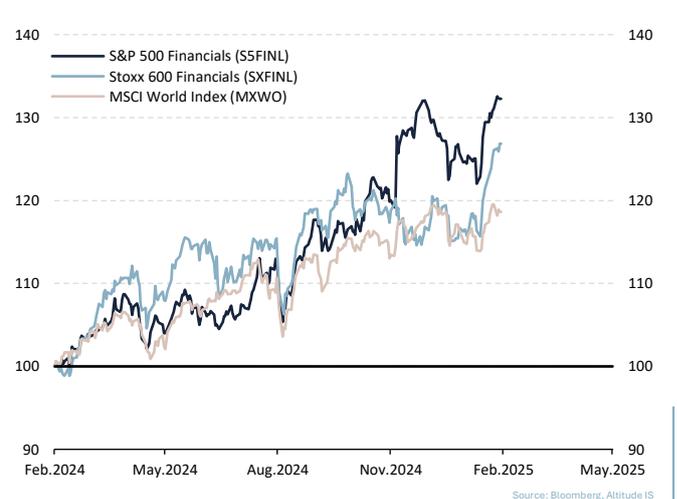


Fig. 4 – Secteur des financières



Ainsi, janvier aura été très instructif pour identifier les sociétés qui pourraient surperformer sur l'ensemble de l'année 2025. Il n'est pas impossible que la rotation sectorielle, tant attendue par les stratégestes, ait commencé à prendre place. Elle s'effectue au détriment de la technologie et au profit des "défensives".

Le premier mois de l'année aura également vu les stratégies de dispersion enregistrer leur meilleure performance depuis 2020. Pour mémoire, en statistique, un indicateur de dispersion mesure la variabilité



des valeurs d'une série. Toujours positif, il sera d'autant plus grand que les valeurs de la série seront étalées. Sur les marchés boursiers, la mise en place d'une stratégie de dispersion consiste à vendre des options sur l'indice tout en achetant des options sur plusieurs des titres qui le constituent. Lorsque les performances se dispersent, les options sur actions individuelles s'apprécient davantage que ne se déprécient les options sur l'indice, générant un profit pour l'investisseur.

Techniquement, les stratégies de dispersion reposent sur une caractéristique fondamentale des marchés d'options : la volatilité implicite d'un indice est plus faible que la moyenne des volatilités implicites des actions qui le composent.

1. Avant tout, ce phénomène s'explique par le fait que les mouvements individuels des actions se compensent en partie, réduisant ainsi la volatilité globale. Lorsque les actions évoluent en ordre dispersé, comme récemment, la corrélation est faible, ce qui restreint la volatilité de l'indice. Ainsi, l'écart avec la volatilité moyenne des actions augmente.
2. Par ailleurs, la volatilité implicite des options sur actions a tendance à être sous-estimée par rapport à celle de l'indice. Au cours des dernières décennies, le développement des produits structurés a introduit une distorsion dichotomique dans la volatilité des indices et des actions :
 - De nombreux produits de protection sont conçus en achetant de la volatilité sur les indices, par les particuliers mais plus encore par les institutionnels dont les volumes traités sont conséquents. Cette pression structurellement acheteuse sur les options d'indice tend à gonfler de manière exagérée leur volatilité implicite. La volatilité réalisée sera souvent plus basse.
 - À l'inverse, de nombreux investisseurs vendent des puts sur les actions individuelles pour générer du rendement, par le biais de reverse convertibles ou de phœnix. Ce phénomène structurel entraîne un écrasement exagéré de la volatilité implicite des actions individuelles. La volatilité réalisée sera souvent plus élevée.

La combinaison de ces biais optionnels, entre volatilité implicite et volatilité réalisée, vient augmenter l'attrait structurel des stratégies de dispersion.

Les deux principaux défis des stratégies de dispersion résident dans la mauvaise sélection des actions ou une corrélation qui évolue défavorablement. En période de stress intense, il arrive que toutes les actions évoluent temporairement dans la même direction, à la baisse. Ce fut le cas au lendemain de la grande crise financière de 2008, par exemple. Les dynamiques de volatilité s'inversent brutalement. L'efficacité des stratégies de dispersion s'en trouve réduite et expose les investisseurs à des pertes.

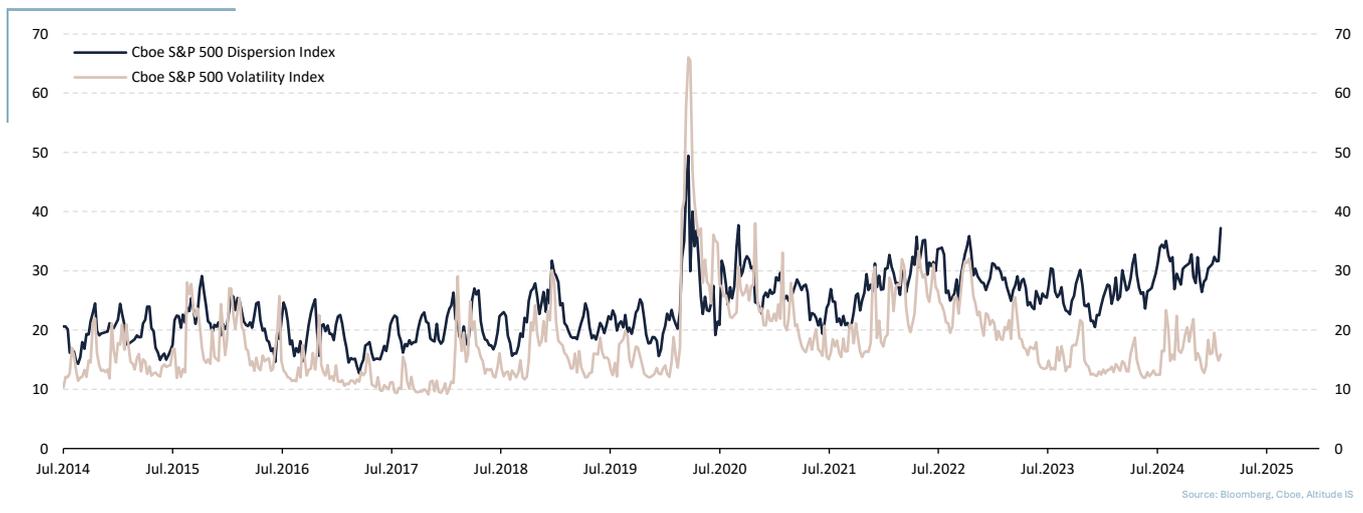
Dans la plupart des cas, ces stratégies sont rémunératrices, raison pour laquelle de nombreux investisseurs institutionnels les mettent en place de manière systématique. D'aucuns estiment même que la baisse de la corrélation pourrait être devenue une caractéristique structurelle du marché, les Magnificent Seven se comportant indépendamment des 493 autres entreprises qui composent l'indice S&P 500.

Si, sur les bancs d'école, la dispersion est perçue comme un manque de concentration, une tendance à la rêverie, une agitation ou un défaut à corriger, il en va tout autrement en finance puisqu'elle s'y révèle particulièrement fructueuse. Le mois dernier, les stratégies de dispersion ont profité de la divergence accrue entre la "faible" volatilité de l'indice S&P 500 et la "forte" volatilité de ses composants individuels, notamment en raison de ventes massives de certains titres dans le secteur technologique. **Sur la seule journée du lundi 27 janvier, Nvidia et Broadcom ont tous deux plongé de -17%, alors qu'AT&T et Apple progressaient de +6% et +4%, et que le S&P 500 reculait de -1.5% seulement.** L'indice de dispersion



(DSPX) a ainsi atteint son deuxième sommet historique, à 37.2%, tandis que l'indice de volatilité (VIX) n'a presque pas bougé (cf. Fig. 5).

Fig. 5 – Indices de volatilité et de dispersion



Une bonne nouvelle n'arrivant jamais seule, ce fameux lundi 27 janvier, la volatilité implicite des titres en souffrance n'a pas progressé autant qu'elle aurait dû. L'écart avec la volatilité réalisée sera d'autant plus grand, et donc rémunérateur pour les stratégies de dispersion. Prenons un exemple concret. Lorsque Nvidia a chuté de -17%, sa volatilité implicite aurait dû fortement grimper, à l'image de sa volatilité historique qui est passée de 44% à 112%. Toutefois, de nombreux investisseurs ont cherché à profiter de la baisse du titre et de la hausse de la volatilité pour se positionner sur le titre, en achetant des produits de rendement. Pour cela, ils ont vendu des puts, et donc de la volatilité. La volatilité implicite a donc progressé mais pas autant qu'elle aurait dû, passant de 44% à 69%, un niveau bien inférieur à ce que sera certainement sa volatilité réalisée dans quelques mois. Cet écart profitera aux stratégies de dispersion.

Nul doute que la performance de janvier aura renforcé l'attrait des stratégies de dispersion auprès des investisseurs qui cherchent à s'exposer de manière décorrélée au marché des actions. Autrefois réservées aux fonds de placements sophistiqués, elles se sont généralisées grâce à des banques telles que Citigroup, Goldman Sachs, JP Morgan, BNP Paribas et Société Générale, qui les ont intégrées dans des swaps afin d'en élargir l'accès à leurs clients.

Conclusion :

Le mois de janvier aura été riche en enseignements. Les sociétés qui performant le mieux ne sont plus les mêmes qu'en 2024. La rotation sectorielle semble avoir été enclenchée au profit des financières et des défensives. Tant que le marché des actions sera soumis à de fortes secousses mais qu'il évitera un krach boursier, les stratégies de dispersion apporteront une diversification rémunératrice aux investisseurs.



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)	869.0	59.10	-0.4%	3.4%	3.4%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	6 041	53.82	-1.0%	2.8%	2.8%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	44 545	61.07	0.3%	4.8%	4.8%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	19 627	50.67	-1.6%	1.7%	1.7%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	541.4	75.73	1.3%	7.3%	7.3%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	8 674	74.21	2.0%	6.2%	6.2%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 597	79.82	2.5%	8.6%	8.6%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	39 572	53.53	-0.5%	-0.8%	-0.8%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 093	59.04	0.3%	1.8%	1.8%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	126 135	60.01	3.0%	4.9%	4.9%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	51 210	56.16	-0.3%	3.5%	3.5%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	77 506	51.32	1.7%	-0.7%	-0.7%	9.6%	20.3%
China (CSI)	3 817	46.31	-0.2%	-2.8%	-2.8%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	134.7	73.37	2.6%	7.9%	7.9%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	439.8	66.44	1.0%	4.3%	4.3%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	277.5	59.41	1.7%	1.8%	1.8%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	246.3	42.50	-2.5%	2.6%	2.6%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	190.4	71.07	1.0%	6.0%	6.0%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	370.5	66.80	1.5%	6.2%	6.2%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	393.2	58.26	-1.5%	4.4%	4.4%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	760.8	44.73	-3.5%	-1.1%	-1.1%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	321.1	59.56	-0.4%	4.9%	4.9%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	967	54.00	0.2%	1.6%	1.6%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	164.0	52.86	-0.7%	2.1%	2.1%	12.9%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.66%	56.32	0.1%	0.6%	0.6%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.42%	57.64	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.77%	57.79	0.8%	-0.2%	-0.2%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.30%	55.09	0.9%	-0.6%	-0.6%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.49%	63.49	0.8%	0.8%	0.8%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.53%	53.46	0.6%	-0.5%	-0.5%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.03%	35.96	0.0%	-0.9%	-0.9%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.87%	65.66	0.5%	1.1%	1.4%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.30%	55.49	-0.2%	0.7%	0.6%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.15%	68.72	0.7%	0.7%	0.4%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.56%	69.05	0.1%	0.8%	0.9%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.20%	72.93	0.1%	1.0%	1.4%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.67%	77.08	0.5%	0.6%	0.6%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	8.28%	70.78	0.5%	1.2%	1.6%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	452.5	57.91	-0.4%	2.8%	2.8%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	616.2	55.78	-0.4%	3.0%	3.0%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	241.2	67.49	0.4%	3.6%	3.6%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	247.7	54.28	0.8%	2.9%	2.9%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	227.4	68.63	0.9%	0.3%	0.3%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 610	78.17	n.a.	-0.5%	n.a.	11.1%	7.8%
Macro	1 341	63.19	n.a.	-0.4%	n.a.	7.3%	1.6%
Equity Long Only	2 217	68.00	n.a.	-0.9%	n.a.	12.3%	15.9%
Equity Long/Short	1 676	75.73	n.a.	-0.8%	n.a.	14.0%	7.7%
Event Driven	1 723	73.07	n.a.	-1.1%	n.a.	8.6%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 649	95.44	n.a.	0.5%	n.a.	12.2%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 664	86.13	n.a.	0.4%	n.a.	9.8%	7.8%
Credit	1 597	95.52	n.a.	0.0%	n.a.	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 629	100.00	n.a.	0.5%	n.a.	10.1%	11.2%
Commodity	1 802	83.03	n.a.	2.5%	n.a.	15.5%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 341	52.94	n.a.	-0.2%	n.a.	7.8%	-3.6%
Volatility							
VIX	16.43	49.78	10.6%	-5.3%	-5.3%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	15.36	46.00	3.4%	-9.7%	-9.7%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	542.0	n.a.	0.3%	1.0%	1.0%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	2 798	n.a.	1.0%	6.6%	6.6%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	31.30	n.a.	2.4%	8.3%	8.3%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	72.53	n.a.	-3.2%	1.1%	1.1%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	76.98	n.a.	-2.3%	3.9%	3.9%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	108.37	52.21	0.9%	-0.1%	-0.1%	7.1%	-2.1%
EUR	1.0362	46.25	-1.3%	0.1%	0.1%	-6.2%	3.1%
JPY	155.19	53.27	0.5%	1.3%	1.3%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.2395	48.10	-0.7%	-1.0%	-1.0%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6218	43.57	-1.5%	0.5%	0.5%	-9.2%	0.0%
CAD	1.4541	34.66	-1.4%	-1.1%	-1.1%	-7.9%	2.3%
CHF	0.9109	42.35	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-7.3%	9.9%
CNY	7.2446	66.22	0.4%	0.7%	0.8%	-2.7%	-2.8%
MXN	20.678	45.67	-2.0%	0.7%	0.7%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 742.2	57.71	-0.4%	0.8%	0.8%	-0.7%	4.8%
XBT	97 667	n.a.	-2.6%	0.6%	4.2%	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.

