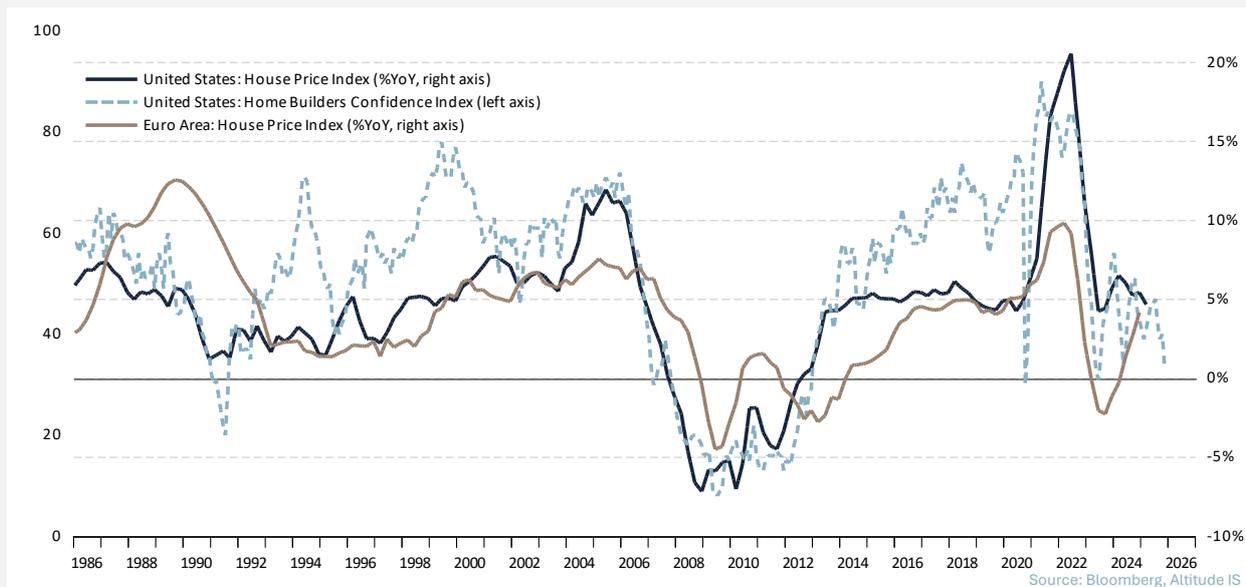


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 9 juin 2025

## "L'IMMOBILIER TIENT DEBOUT MAIS IL A BESOIN D'ÉTAIS"

- Tout est élevé : valorisations, coût des matériaux, taux hypothécaires, inventaires
- Si les prix résistent, ce n'est pas que la demande est forte mais que l'offre est faible
- Le Congrès américain envisage une stimulation fiscale, à moins que...
- Pour les investisseurs, les REITs nécessitent une grande sélectivité

### GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "La perte de confiance s'accroît dans l'immobilier"



## ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

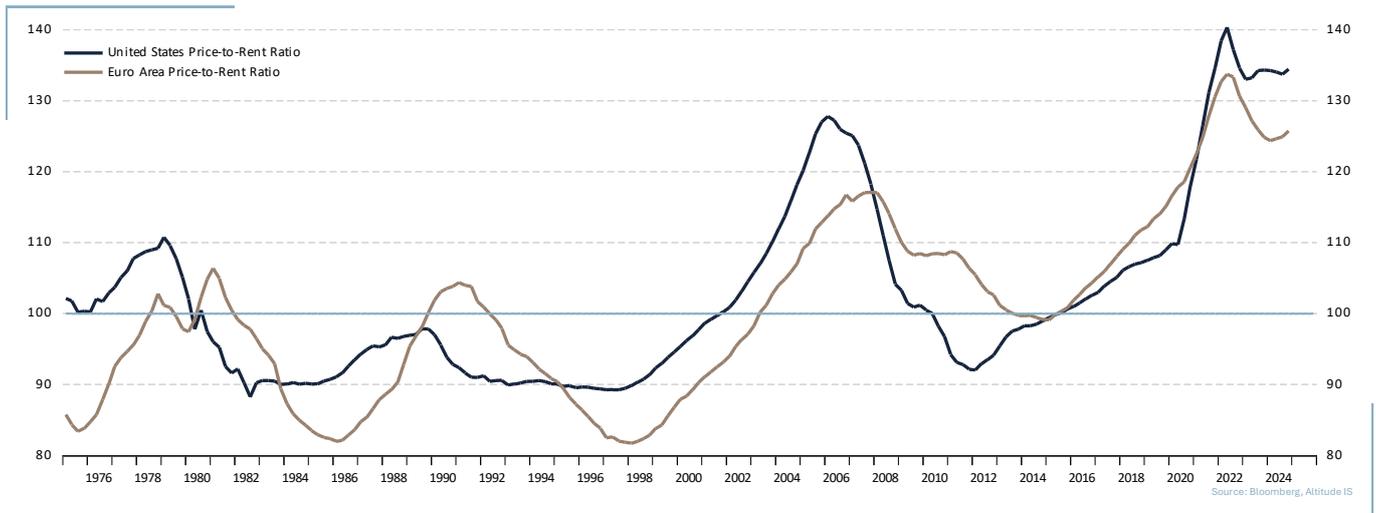


**Le marché immobilier résidentiel a très bien résisté jusqu'à présent, notamment aux États-Unis, mais la seconde moitié de 2025 s'annonce difficile** (cf. Graphique de la semaine). Les professionnels de la construction et de la commercialisation des biens doivent faire face à une hausse des coûts des matériaux, des prix de vente surévalués, des taux hypothécaires élevés, une méfiance grandissante des ménages et, désormais, un stock important de logements neufs à vendre.



**Les prix immobiliers ont, à nouveau, progressé légèrement plus vite que les loyers, accroissant l'écart entre la valeur d'achat et la valeur d'usage des biens.** Après avoir légèrement reculé en 2022 et 2023, le ratio prix/loyer, le même qui sert de jauge à la rentabilité locative, s'établit à 126 sur le Vieux Continent et à 134 de l'autre côté de l'Atlantique (cf. Fig. 2). Aujourd'hui, le prix d'une maison américaine équivaut à plus de vingt-deux années de loyer. A titre de comparaison, en 2014, quinze années suffisaient. Cette dérive nourrit les plus-values des vendeurs et les commissions des agents mais elle place les acheteurs potentiels dans un dilemme insoluble : faire l'acquisition d'un bien surévalué ou rester locataires. Tant que le ratio prix/loyer ne se contractera pas, le marché immobilier sera considéré comme une bulle financière.

Fig. 2 – Ratio entre les prix immobiliers et les loyers, aux États-Unis et en Zone Euro



**Aux États-Unis, le rendement de l'emprunt du Trésor à 30 ans a brièvement dépassé 5%.** Sous son influence, le taux hypothécaire de même maturité, utilisé dans 95% des prêts immobiliers aux États-Unis, est remonté au-dessus de 7% (cf. Fig. 3). Il est désormais très supérieur à sa moyenne des années 2010, lorsqu'il oscillait autour de 4%. Concrètement, cela implique qu'un ménage qui souhaite acheter un bien immobilier (prix médian de 414'000 dollars, avec 10% d'apport initial) se verra désormais appliquer une mensualité de remboursement de 3'000 dollars, contre 1'600 dollars en 2019 ou 2020 (cf. Fig. 4).

Fig. 3 – Taux souverains et hypothécaires US



Fig. 4 – Remboursements hypothécaires US





**Une partie des Américains n'est plus en capacité d'acquérir sa propre résidence.** L'indice national d'accessibilité pointe à 103 points (cf. Fig. 5). Cela signifie que les ménages disposent, en moyenne, d'un revenu 3% au-dessus du niveau minimum requis pour bénéficier d'un prêt hypothécaire pour un logement standard. C'est très peu.

Fig. 5 – Indice d'accessibilité au logement US

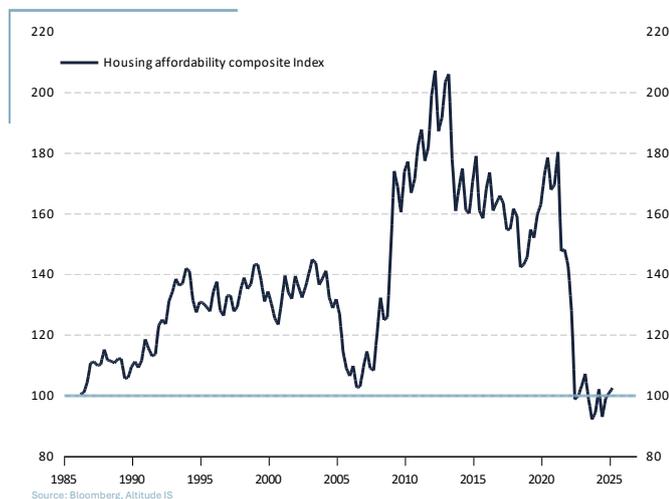
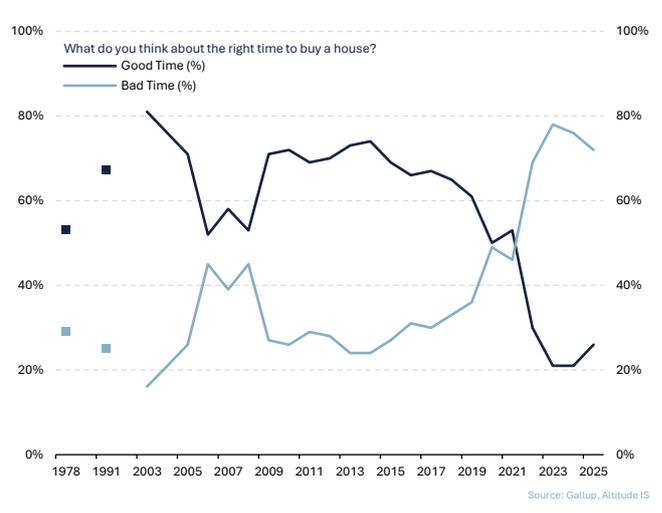


Fig. 6 – Timing pour un achat immobilier aux US



### Ces conditions onéreuses ont trois conséquences directes :

- **Une partie des ménages préfère louer.** Interrogés par Gallup, 72% des Américains estiment que le moment est "mauvais" pour acheter un logement (cf. Fig. 6). En avril, ils n'étaient que 4.5% à planifier un achat au cours des six prochains mois, un niveau extrêmement faible. De la même manière, 44% déclaraient qu'ils préféreraient louer plutôt qu'acheter s'ils devaient déménager demain. Ils ont parfaitement raison puisqu'une location coûte en moyenne 768 dollars de moins par mois qu'un remboursement incluant taxes et assurance. Le schéma américain traditionnel, où la propriété est considérée comme un investissement plus rentable que la location, a été totalement renversé.
- **Une partie des ménages renonce à déménager.** En 2024, seulement 8.4% de la population ont choisi de changer de domicile, le taux le plus bas depuis que la série a été lancée en 1978. Les perspectives ne sont pas en voie d'amélioration car la probabilité de déménager dans les douze prochains mois s'est effondrée à 13%, contre plus de 20% au début des années 2010. Ce changement de comportement des ménages vient directement freiner la fluidité du marché du travail, elle qui a tant contribué à améliorer la productivité américaine par le passé. Historiquement, la capacité des salariés à se déplacer là où étaient créés les emplois expliquait jusqu'à un quart des gains de productivité. Aujourd'hui, l'économie américaine est privée d'un de ses moteurs traditionnels.
- **Les acheteurs sont riches et âgés.** Ceux qui peuvent éviter de recourir à l'emprunt le font. Preuve en est que l'âge médian des acheteurs de biens immobiliers résidentiels est désormais de 56 ans, et de 38 ans pour la seule catégorie des primo-accédants. Les *millennials* n'ont pas de revenus suffisants pour acheter l'habitat de leurs rêves : soit ils s'éloignent des grands centres pour trouver un ticket d'entrée acceptable, soit ils se replient sur la location, soit ils restent chez leurs parents. En 2023, 18% des Américains de 25 à 34 ans vivaient encore au domicile parental, contre 12% en 2008. Chez les 18 à 24 ans, la proportion dépasse la barre des 50% (cf. Fig. 7).

**L'envolée des taux hypothécaires freine la demande, mais elle a également tendance à figer l'offre.** La très grande majorité des emprunts encore "en vie" ont été souscrits lorsque les taux étaient très bas.



Plus de 70% d'entre eux portent un coupon inférieur à 4% (cf. Fig. 8), si bien qu'un ménage qui vendrait son bien existant pour en financer un nouveau, à 7%, ferait flamber le coût de sa dette.

Fig. 7 – Jeunes adultes vivant chez leurs parents

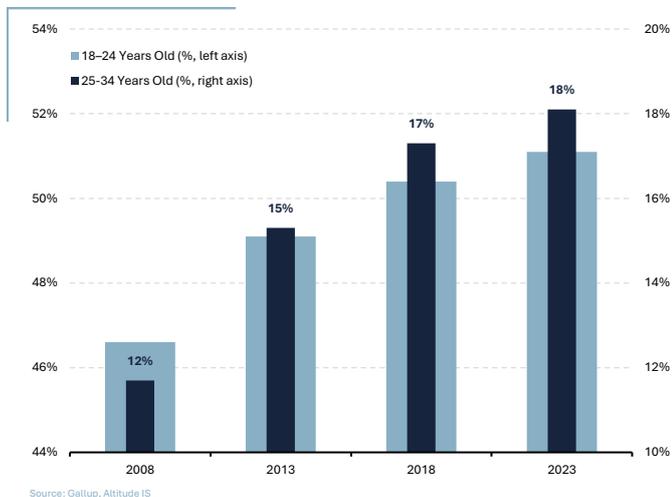
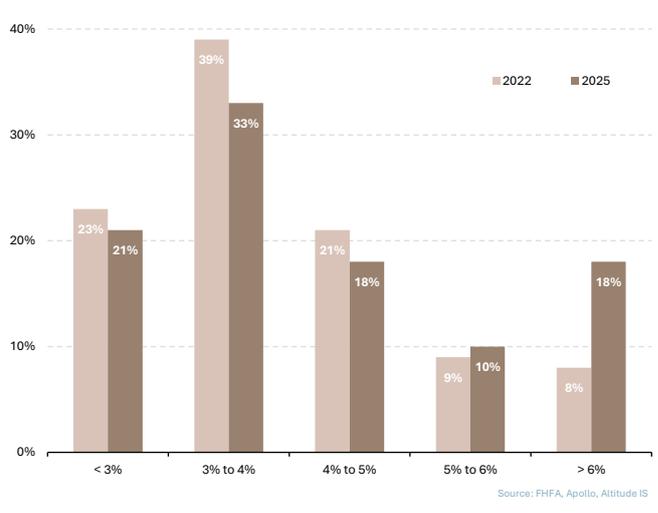


Fig. 8 – Répartition des prêts hypothécaires US

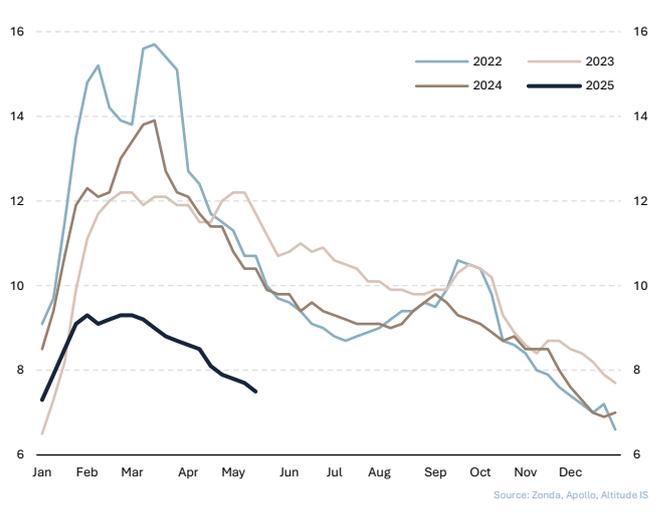


En renonçant à mettre leurs maisons et appartements sur le marché, les Américains sont en train d'assécher ce dernier. L'offre de logements neufs ne peut combler le déficit de logements existants, car elle ne représente que 16% des transactions (cf. Fig. 9). Qui plus est, le délai moyen de construction s'est allongé. Alors qu'il fallait cinq mois pour livrer une maison individuelle avant 2020, huit sont nécessaires en 2025.

Fig. 9 – Ventes de maisons aux États-Unis



Fig. 10 – Flux de visiteurs chez les constructeurs



**Si les prix ne baissent pas, ce n'est donc pas parce que la demande est forte mais parce que l'offre est anormalement faible.** Les visites de lotissements du printemps 2025 confirment ce manque de dynamisme. Elles ont été nettement en dessous des millésimes 2022 à 2024 (cf. Fig. 10). De manière concomitante, la confiance des constructeurs, baromètre avancé du secteur, a glissé de 47 à 34 points entre janvier et mai 2025. Un tel repli concorde historiquement avec une stagnation des prix immobiliers au cours des douze mois suivants (cf. Graphique de la semaine).



**Pour tenter de sortir le marché immobilier de sa léthargie**, sans attendre une improbable décreue des taux hypothécaires, **le Congrès mise sur une stimulation fiscale**. Le texte, inclus dans le projet de budget baptisé *Big Beautiful Bill*, cherche à actionner quatre leviers :

- Les ménages dont le revenu annuel n'excède pas 500'000 dollars pourront déduire jusqu'à 40'000 dollars d'impôts locaux et fonciers (State And Local Taxes, SALT) de leur base fédérale, contre 10'000 dollars actuellement. Ce coup de pouce vise surtout les propriétaires des États très taxés (New York, New Jersey, Californie) où la fiscalité locale pèse lourd.
- Les sociétés "transparentes", dont les REITs et la plupart des petits bailleurs, pourront soustraire 23% de leur bénéfice imposable (Qualified Business Income, QBI), au lieu de 20% précédemment. Cela leur permettra d'augmenter leur cash-flow après impôt, facilitant ainsi le versement de dividendes et l'autofinancement de nouveaux projets.
- La tranche "9%" du crédit impôt logement (Low-Income Housing Tax Credit, LIHTC) sera réactivée et le volume national d'allocations sera accru. Dans la tranche "4%", le seuil d'obligations ouvrant droit au crédit tombera de 50% à 25%. L'objectif est d'encourager les promoteurs à lancer des programmes sociaux et intermédiaires dès 2025, avec des livraisons attendues à partir de 2027.
- Le mécanisme qui permet de différer la plus-value lors de la vente et le rachat d'un bien restera intact, de manière à maintenir la fluidité des transactions d'investissement.

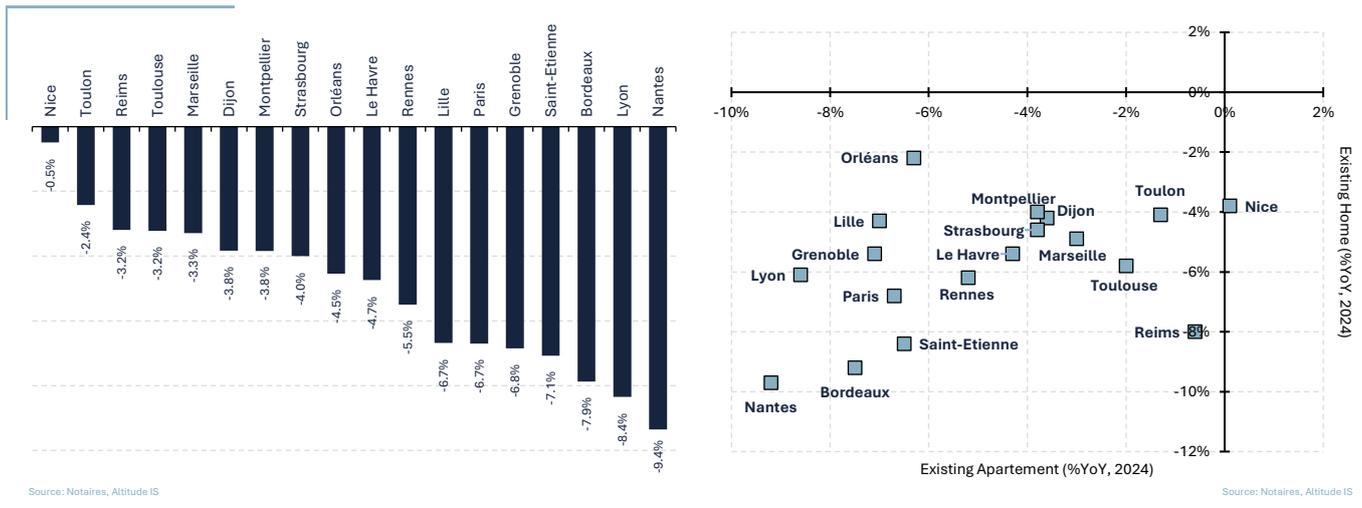
Si elles sont définitivement adoptées, ces initiatives pourraient immédiatement redonner du pouvoir d'achat aux ménages aisés des États à forte fiscalité. Elles permettraient également d'accroître l'offre de logements subventionnés à moyen terme. **Toutefois, au vu du déficit qu'entraîneraient ces réformes** (3'000 milliards sur dix ans) **et des tensions qu'elles génèreraient sur le marché des obligations souveraines, le Congrès pourrait ne pas avoir d'autre choix que d'y renoncer**. Non seulement les États-Unis devront rassurer leurs créanciers mais, sans maîtrise du coût de la dette publique, l'impact positif pour l'immobilier serait rogné. Prenons l'exemple de la hausse du plafond SALT. Si les taux hypothécaires à 30 ans venaient à stagner à 7%, l'augmentation des mensualités viendrait entièrement neutraliser l'économie d'impôt réalisée.

**L'Europe n'échappe pas aux tensions qui sévissent sur le marché immobilier, mais le rythme diffère**. En France par exemple, le taux moyen des prêts s'établit autour de 3.3%, tandis que l'apport initial exigé est passé de 10% du prix du bien en 2019, à 32% en 2025. Par conséquent, la capacité d'emprunt des ménages a reculé d'un cinquième et l'accès à la propriété a chuté d'un tiers. L'effet a été instantané. **À Paris, les prix de l'immobilier résidentiel accusent un repli annuel de -6.7%** (cf. Fig. 11 & 12). Lyon et Bordeaux cèdent respectivement -8.4% et -7.9%, tandis que Marseille et Nice, avec -3.3% et -0.5%, résistent grâce à une dynamique migratoire positive. Ce soutien provient essentiellement d'un afflux net de ménages quadragénaires et de jeunes retraités recherchant un climat clément. Dans le neuf, les réservations ont plongé, forçant les promoteurs à suspendre le lancement de nouveaux projets. Comme aux États-Unis, les primo-accédants sont le plus impactés. Ils ne représentent plus que 29% des transactions.

**La Banque de France estime qu'à taux constants, pour rééquilibrer le marché, une baisse supplémentaire des prix de -15% à -20% serait nécessaire**. Le tableau est comparable en Allemagne, où la combinaison du coût des matériaux et des obligations prudentielles limite la distribution de crédit. En Espagne, c'est le retrait partiel de la demande étrangère qui vient s'ajouter à l'effet négatif de la hausse des taux. Partout, l'ajustement se joue entre des revenus réels grignotés par l'inflation, un accès au financement resserré et une offre redevenue rare.



Fig. 11 & 12 – Evolution des prix de l'immobilier en France, dans les principales villes en 2024



### Du côté de l'immobilier commercial la correction est déjà bien engagée :

- La hausse des rendements obligataires a fait grimper les taux de capitalisation (cap rate) de 60 à 120 points de base en deux ans, rognant la valeur des portefeuilles d'environ 12% aux États-Unis et d'un peu plus de 15% en Europe. Les entrepôts conservent une avance structurelle car la vacance reste inférieure à 4% et les signatures sont indexées sur l'inflation. Les parcs commerciaux de périphérie stabilisent enfin leurs flux de trésorerie grâce au retour des enseignes à bas prix et à la montée en puissance du "click-and-collect". Dans les centres de stockage de données, l'essor de l'intelligence artificielle fait exploser la demande. Les baux se signent désormais 10% plus chers qu'il y a un an. Côté logistique, la hausse des loyers, qui dépassait 20% en 2022, n'est plus que de 2%.
- Les bureaux subissent une vacance de 19% dans les quartiers d'affaires américains et de 14% dans les grandes métropoles européennes. Pour freiner l'hémorragie, les bailleurs consentent jusqu'à dix-huit mois de loyers gratuits et prennent en charge une plus grande partie des frais d'aménagement pour attirer les locataires. Le mur de refinancement qui s'annonce entre 2025 et 2027 représente plus de 1'200 milliards de dollars de dette rien qu'aux États-Unis. Il vient accentuer la sélection. Les immeubles récents et bien notés trouvent preneurs auprès de prêteurs encore enclins à se positionner. A contrario, les tours des années 1980, énergivores ou mal situées, accusent des décotes à deux chiffres.
- Le segment multifamilial**, longtemps considéré comme le plus défensif de l'immobilier de rendement américain, **se révèle paradoxalement le plus exposé au choc de taux**. Plus d'un tiers des acquisitions effectuées entre 2020 et 2022 ont été financées par des *bridge-loans* qui arrivent à échéance. Les nouvelles conditions ne sont plus aussi avantageuses. Dans le même temps, une vague record de livraisons, déjà effectuées en 2024 et attendues entre 2025 et 2026, pèse sur les loyers dans le Sun Belt. Sous ce double effet, le *delinquency rate* des prêts adossés à des ensembles d'appartements a bondi, passant de 1% à 6.5% au cours des 12 derniers mois.

**Sur le marché des actions, l'indice Footsie Nareit All Equity**, qui englobe 139 foncières américaines, **est à l'équilibre depuis le 1<sup>er</sup> janvier** (cf. Fig. 13). Le rendement du dividende, qui avoisine 4%, est désormais de 45 points inférieur à celui des bons du Trésor à dix ans. **Les poids lourds de l'industrie**, exposés à la logistique, au stockage, à la santé ou aux infrastructures numériques (Welltower, American Tower, Prologis, Public Storage, Equity Residential, Simon Property) parviennent à rester en territoire positif. **Ils sont protégés par une demande inélastique**. À l'autre bout du spectre, les foncières de bureaux,



d'hôtellerie et de centres commerciaux (Boston Properties, Vornado Realty, Host Hotels & Resorts, SL Green, Alexandria, Hudson Pacific), très endettées, sont rattrapées par la hausse du coût du capital. Elles abandonnent entre -10% et -40% (cf. Fig. 14).

Fig. 13 – REITs américains et européens

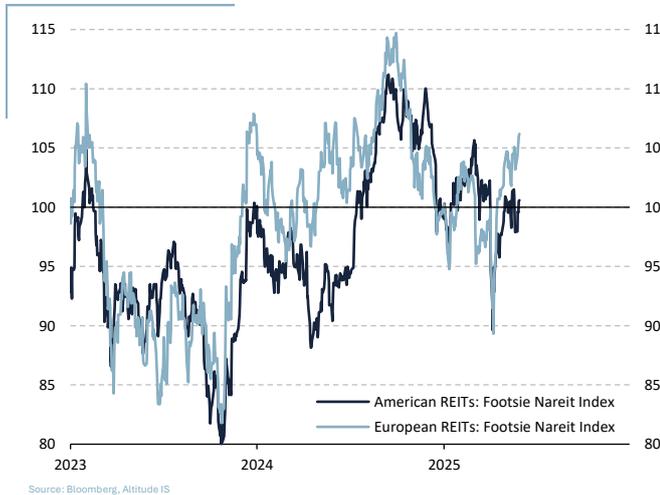
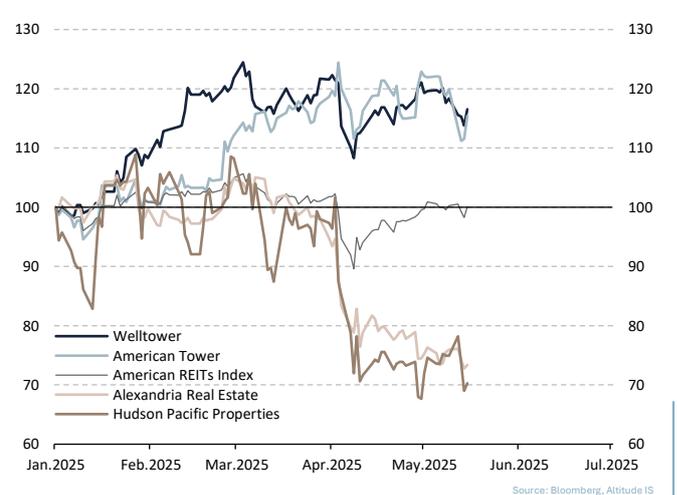


Fig. 14 – Sélection de REITs américains



**En Europe, l'indice Footsie Nareit EPRA s'en sort mieux** (cf. Fig. 13). Il affiche une progression de 6.2% en 2025, avec un rendement du dividende de 4.5%. **Les sociétés immobilières sont portées par la baisse des taux directeurs de la BCE.** Cette détente, plus marquée qu'aux États-Unis, élargit mécaniquement le spread de rendement des foncières européennes et favorise un flux d'arbitrage vers les valeurs de revenu. Par ailleurs, la composition sectorielle joue en faveur des REITs en euros. Plus de la moitié de la capitalisation du Vieux Continent se concentre sur la logistique, le résidentiel locatif allemand et les infrastructures télécoms, trois segments profitables et peu exposés à la vacance de bureaux. En France, les principales sociétés d'investissement immobilier cotées (Unibail-Rodamco-Westfield, Klépierre, Gecina, Covivio, Altarea, Icade) se négocient sur la base d'un dividende de +5.5%, soit 230 points de base au-dessus de l'OAT à 10 ans. Là encore, cette prime se situe dans le bas de la fourchette historique, illustrant la prudence des investisseurs vis-à-vis du secteur.

### Conclusion :

La prochaine crise pourrait venir de l'immobilier. Ce secteur fait partie des "usual suspects" lorsque des tensions se font sentir sur le marché obligataire. Le niveau élevé des taux hypothécaires, depuis trois ans déjà, a réduit la capacité d'achat des ménages et la rentabilité des placements. La sélectivité est impérative. Les investisseurs cherchent refuge dans les actifs adossés à des besoins structurels tels que la logistique urbaine et les data centers, mais tournent le dos, au moins pour un temps, aux appartements multifamiliaux, aux bureaux, à l'hôtellerie et aux centres commerciaux américains. Ces derniers ont définitivement besoin d'un assouplissement monétaire de la Fed.



## RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
<b>Equities</b>							
World (MSCI)	892.0	69.86	1.5%	6.2%	7.1%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	6 000	65.13	1.5%	7.2%	2.6%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	42 763	60.92	1.2%	5.0%	1.3%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	19 530	66.55	2.2%	10.5%	1.4%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	571.2	62.72	1.0%	4.6%	15.9%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	8 838	67.65	0.8%	3.4%	10.3%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 366	57.62	1.1%	1.5%	9.8%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	38 139	56.32	-0.6%	2.5%	-4.5%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 183	66.23	2.3%	4.3%	11.4%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	136 102	48.06	-0.7%	1.9%	13.2%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	58 061	57.72	0.4%	2.2%	19.8%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	82 477	59.34	1.0%	2.3%	5.8%	9.6%	20.3%
China (CSI)	3 881	53.46	1.0%	2.0%	-0.9%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	137.3	75.27	2.8%	8.0%	10.5%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	414.5	54.65	-0.5%	5.6%	-1.1%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	298.0	52.63	-0.9%	0.4%	10.6%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	242.0	55.72	2.1%	4.1%	2.6%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	202.8	72.01	1.1%	5.8%	14.6%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	350.0	56.61	1.4%	0.7%	1.2%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	429.4	74.78	1.2%	7.4%	15.1%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	786.0	70.94	3.0%	11.3%	2.5%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	334.1	63.63	1.6%	3.4%	10.6%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	994	60.15	0.4%	0.7%	4.5%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	179.0	54.42	-0.5%	1.0%	13.2%	13.0%	1.6%
<b>Bonds (Bloomberg)</b>							
World (Aggregate)	3.63%	54.75	-0.1%	-0.1%	5.2%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.32%	46.47	-0.5%	-0.8%	2.0%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.73%	54.43	-0.3%	0.3%	0.5%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.31%	50.57	-0.3%	-0.1%	-0.6%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.57%	53.91	0.2%	-0.6%	2.2%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.48%	49.42	-0.6%	-0.1%	0.4%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.22%	48.77	0.2%	-1.3%	-1.6%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.85%	64.68	0.4%	1.3%	3.4%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.29%	53.22	0.0%	0.5%	2.0%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.15%	59.47	-0.1%	0.5%	1.4%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.70%	63.14	0.1%	0.9%	2.7%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.43%	73.20	0.3%	1.5%	3.0%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.60%	79.33	0.3%	1.2%	2.6%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	8.41%	68.01	0.4%	1.7%	3.5%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	477.3	76.13	1.4%	3.8%	8.4%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	627.5	68.92	1.7%	3.7%	4.9%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	284.1	78.36	0.5%	5.0%	22.1%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	277.6	53.70	-1.4%	0.8%	15.3%	-10.7%	5.8%
Japan (Convertibles)	230.1	63.58	0.0%	1.8%	1.5%	6.4%	7.6%
<b>Hedge Funds (Bloomberg)</b>							
Hedge Funds Industry	1 600	73.25	n.a.	0.0%	-0.7%	11.1%	7.8%
Macro	1 326	61.47	n.a.	-1.3%	-1.2%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 140	59.42	n.a.	0.6%	-3.2%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 659	69.75	n.a.	0.3%	-1.0%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 708	70.90	n.a.	-0.4%	-1.0%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 659	90.92	n.a.	0.3%	0.5%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 674	82.18	n.a.	-1.4%	0.6%	9.8%	7.8%
Credit	1 618	95.68	n.a.	0.0%	1.4%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 651	100.00	n.a.	0.5%	1.4%	10.0%	11.2%
Commodity	1 845	91.83	n.a.	1.1%	3.1%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 288	48.74	n.a.	-2.8%	-4.0%	7.9%	-3.6%
<b>Volatility</b>							
VIX	16.77	38.38	-9.7%	-32.3%	-3.3%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	17.42	42.65	-9.1%	-16.2%	2.5%	25.3%	-35.0%
<b>Commodities</b>							
Commodities (CRB)	561.3	n.a.	1.1%	2.1%	4.6%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	3 313	n.a.	-2.0%	-0.4%	26.2%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	36.04	n.a.	3.7%	10.1%	24.7%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	64.58	n.a.	6.2%	9.3%	-10.0%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	68.17	n.a.	6.7%	8.7%	-8.0%	-4.6%	-4.5%
<b>Currencies (vs USD)</b>							
USD (Dollar Index)	99.03	43.87	0.3%	-1.3%	-8.7%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1416	57.02	-0.2%	1.5%	10.3%	-6.2%	3.1%
JPY	144.39	49.45	-1.2%	0.7%	8.9%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.3553	60.77	0.1%	1.9%	8.3%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6513	58.65	0.3%	1.5%	5.3%	-9.2%	0.0%
CAD	1.3686	64.33	0.2%	1.8%	5.1%	-7.9%	2.3%
CHF	0.8210	55.75	-0.4%	1.3%	10.5%	-7.3%	9.9%
CNY	7.1872	59.97	0.2%	0.7%	1.6%	-2.7%	-2.8%
MXN	19.093	64.47	0.7%	1.9%	9.1%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 831.7	74.95	0.5%	0.9%	6.0%	-0.7%	4.8%
XBT	105 617	n.a.	0.9%	2.3%	12.7%	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.

