

SPÉCIAL BILAN 2016 & PERSPECTIVES 2017

ÉDITORIAL

La fin de 35 ans
de baisse des taux ?

Le grand sujet des marchés financiers depuis la fin de l'été est le retour de l'inflation. Il provoque une importante remontée des taux d'intérêt et une rapide rotation sectorielle au détriment des valeurs défensives et au bénéfice des banques, des matières premières et du pétrole. Dès la fin du mois d'août, les enquêtes macroéconomiques, témoignant de la reprise de la croissance américaine après quatre trimestres anémiques, ont enclenché le mouvement. La Réserve fédérale, jusque-là peu pressée de remonter ses taux directeurs, a infléchi son discours, sous la pression d'un frémissement des salaires horaires. Puis, fin septembre, c'est la Banque du Japon qui lui emboîtait le pas en réduisant la taille de ses injections pour plus agir sur la pente de sa courbe des taux dans la durée.

Mais le sujet a pris une acuité nouvelle avec l'élection de Donald Trump. Alors que le marché du travail est quasiment au plein emploi avec un taux de chômage de 4,6 %, son programme de baisse d'impôts massive et de relance des investissements en infrastructures pourrait faire craindre une surchauffe de l'économie américaine, entraînant une poussée de l'inflation et une tension importante sur les taux d'intérêt. Ce scénario a bien sûr été rapidement intégré par les investisseurs, générant des flux massifs de sortie des obligations qui se sont reportés sur les actions, essentiellement américaines.

Sommes-nous donc à un tournant historique qui va voir à nouveau l'inflation faire son retour alors qu'elle diminue depuis 1980, entraînant une inversion de toute notre stratégie d'investissement ? Il nous semble que les marchés oublient un peu vite ce qui a été le cauchemar de tous les banquiers centraux depuis la faillite de Lehman Brothers : le spectre d'une spirale déflationniste qui enchaînerait anticipations de baisses des prix et report des décisions d'achats et d'investissements. Certes, le point bas de l'économie américaine a été atteint cet été, mais **rien dans le reste de l'économie mondiale ne laisse craindre une surchauffe.** La reprise chinoise est financée par du déficit public, ce qui n'aura qu'un temps. Le pétrole a rebondi, mais la production de schiste redémarre déjà, limitant le potentiel de hausse des prix de l'or noir. Et la croissance européenne ne devrait pas voir d'accélération fulgurante en 2017. Au total, ni les pays développés ni les émergents ne montrent une dynamique suffisante pour générer durablement une inflation soutenue, dans un monde où le digital reste un facteur de baisse des coûts.

Pas de grande révolution copernicienne donc : des marchés d'actions qui resteront bien orientés au 1^{er} semestre 2017, mais dans un monde où la croissance reste rare.

Marc Riez, directeur général

Ils ont fait 2016

#Janet&Mario

En 2016, les banques centrales se sont encore montrées particulièrement accommodantes. Outre-Atlantique, c'est *in extremis* que le 14 décembre pour sa dernière réunion de l'année, la **Réserve fédérale** a relevé, à l'unanimité, son taux directeur d'un quart de point. Un très léger (et très attendu) durcissement certes mais qui laisse espérer une normalisation de la politique monétaire américaine, incarnée par la Présidente de la Fed, Janet Yellen. Mais la palme 2016 de l'« *accommodating monetary policy* » revient à la **Banque Centrale Européenne** (BCE) et son Président, Mario Draghi, qui mi-2016 a porté son programme de rachats d'actifs (*quantitative easing*) à 80 milliards d'euros par mois et l'a ouvert aux obligations d'entreprises. Conséquence de cette action offensive : **les rendements obligataires européens se sont enfoncés en territoire négatif** (Lire notre article p.3).

#David

En juin, le « Brexit » a laissé le Royaume-Uni sonné ! Le « oui » franc à la sortie de l'Union européenne a coûté son poste au Premier Ministre David Cameron et promet, pour 2017, de longues et complexes négociations. Mais le résultat du référendum britannique a aussi donné un coup de semonce à l'Union en la fragilisant. Il a mis l'accent sur les **risques pour la stabilité de la zone euro**, désormais inhérents à chaque élection sur le Vieux Continent.

#Donald

Double surprise le 8 novembre outre-Atlantique : l'élection de Donald Trump et la réaction positive des marchés. Une économie à deux vitesses où les classes moyennes (notamment des États du centre du pays) ne profitent pas de la croissance affichée, explique sans doute en grande partie la première surprise. Dans ce contexte, les marchés financiers ont choisi de plébisciter le **programme économique du candidat**, celui d'une relance tous azimuts pour dynamiser la croissance et doper les perspectives d'inflation. D'une certaine façon, cette élection remet l'action publique en première ligne face aux banques centrales qui arrivent au bout de leurs politiques non conventionnelles.

#Matteo

« *Il faut que tout change pour que rien ne change* », la formule bien connue du Guépard de Visconti colle à merveille à la politique italienne en 2016. Désavoué par le « non » à son référendum sur la réforme constitutionnelle du 4 décembre, Matteo Renzi a été remplacé à la tête du gouvernement italien, par son numéro deux et ancien ministre des Affaires Étrangères, Paolo Gentiloni. Pas de changement de cap donc mais un objectif de poursuite des réformes structurelles engagées.

Jérôme Tavernier, directeur de la Gestion Collective

ZOOM SUR 2 TENDANCES 2016

#2016AnnéePétrole

2016, l'année du pétrole ! L'or noir, frappé par une volatilité exacerbée, a focalisé l'attention des investisseurs. Plus encore que la variation du cours du Brent (ou du WTI), passé dès janvier par un plus bas juste sous les 35 dollars jusqu'à retrouver en juin puis en fin d'année ses plus hauts niveaux annuels de 55 dollars, le fait le plus remarquable est qu'il ait **crystallisé la quasi-totalité des craintes du marché, en particulier sur le plan géopolitique.**

L'OPEP au centre du jeu

Revenons plus en détail sur cette « drôle d'année ». Traditionnellement, la question essentielle quand on parle « pétrole », porte sur le **niveau de l'offre et de la demande**, directement lié d'un côté, aux montants des investissements de prospection et production et de l'autre, à la croissance économique mondiale. En 2016, ce paradigme est resté important mais a été éclipsé par une autre interrogation : **les pays membres de l'OPEP** parviendront-ils à se mettre d'accord sur la quantité d'or noir qu'ils produisent ? Il faut attendre le 29 septembre

pour un **coup de théâtre** : leur réunion informelle laisse présager un accord que peu d'observateurs anticipaient. Il se concrétise le 30 novembre, le baril a gagné 15 % en deux mois. Entre ces deux dates, l'élection de Donald Trump à la Présidence des États-Unis n'a provoqué qu'une chute éphémère des cours.

Alors que nous réserve 2017 ? S'il est illusoire de prédire un niveau de cours, il est probable que l'année prochaine, deux tendances s'opposent. D'abord, le prix du baril sera soutenu par l'accord trouvé par **les membres et les non membres de l'OPEP**, fusse-t-il celui d'un cartel contraire à la libre fixation des prix. Il aura mis un terme à la tactique implicitement jouée par l'Arabie Saoudite de laisser filer les cours, pour mettre un coup d'arrêt à la production d'hydrocarbures de schiste américains.

La production US : + 1 million barils/jour

A l'opposé, les acteurs américains répondent, eux, uniquement à une logique financière et ne sont pas organisés en cartel : ils produiront d'autant plus que le cours du pétrole augmentera. La tactique saoudienne a donc échoué et pèsera fortement sur les finances publiques de l'Émirat. Rappelons que leur budget s'équilibre avec un baril à... 90 dollars. Outre-Atlantique, les estimations tablent sur une croissance d'environ un million de barils par jour chaque année entre 2018 et 2020. A comparer à la réduction de 1,2 million de barils négociés par l'OPEP. Aux États-Unis, le nombre de puits en activité semble avoir atteint un plancher : 500 aujourd'hui contre 1 800 en 2014, même si cet ordre de grandeur est à considérer avec prudence car les niveaux de production d'un puits à l'autre sont extrêmement variables.

En conclusion, l'opposition de ces deux phénomènes dessine une tendance pour 2017 : **des prix orientés à la hausse mais capés.**

Sur le front des entreprises pétrolières, l'heure est au bilan. Depuis deux ans maintenant, elles coupent de manière significative leurs dépenses de fonctionnement (OPEX) et surtout leurs investissements (CAPEX). En 2017, pour couvrir toutes leurs dépenses et les dividendes qu'elles versent à leurs actionnaires, Royal Dutch Shell aura besoin d'un baril à 55 dollars au minimum (103 en 2014), Total à 58 dollars (153) et ENI à 62 dollars (139). Entre 2014 et 2017, **cette stratégie défensive** a fait passer les CAPEX annuels de 44 milliards à 23 milliards de dollars pour Shell ou encore de 26 milliards à 16 milliards pour Total. Elle arrive à son terme et les investissements vont devoir repartir dans les trimestres à venir afin d'assurer la croissance de la production dans l'avenir.

La valeur de croissance

(qu'il ne fallait pas manquer en 2016)



Jouer l'externalisation de la R&D

Parmi les leaders mondiaux du conseil en ingénierie technologique, Alten accompagne ses clients dans le développement de leurs produits, il les aide à rendre leurs idées concrètes et commercialisables. Présent en France (48 % de son chiffre d'affaires) mais aussi dans plus de 20 pays, son activité l'expose à de nombreux secteurs : l'industrie, l'énergie, l'automobile, les télécoms et l'aéronautique. Au cours des 5 dernières années, ses ventes ont progressé de plus de 10 % par an et ses résultats de plus de 13 %. Depuis plusieurs années, Alten poursuit une stratégie d'acquisitions ciblées, pour renforcer sa diversification géographique. Les États-Unis pourraient, selon nous, constituer un relais de croissance important dans les années à venir.

Olivier David, gérant de VEGA France Convictions

Nicolas Budin, gérant de VEGA Euro Opportunités et spécialiste du secteur pétrolier

#2016TauxVertigineusementBas

Depuis 2014, nous connaissons les taux négatifs sur les échéances courtes et intermédiaires de la courbe des taux. Mais en 2016, nous avons affronté leur contagion aux parties longues. Un mouvement sans précédent ! C'est cet été que l'obligation à 10 ans allemande (*bund*) est passée sous le seuil fatidique de 0 % et début juillet, elle atteint son plus bas : - 0,19 % ! La situation est loin d'être unique dans le monde : Danemark, Suède, Suisse et plus récemment Japon font aussi partie du **club des États qui se financent en recevant des intérêts**.

Le quantitative easing en question

Cette situation inédite est à mettre au crédit des banques centrales, BCE en tête, et à leurs politiques non-conventionnelles. Leur but : décourager l'épargne à taux fixe au profit de l'investissement et inciter les banques à prêter aux entreprises et aux ménages plutôt que déposer leurs excédents auprès de la banque centrale (aujourd'hui, le taux appliqué aux dépôts excédentaires est dissuasif : - 0,40 %). **En zone euro, cette politique a sans doute évité le pire**, à savoir une spirale déflationniste et un retour en récession ; mais elle a aussi eu des effets pervers : en affaiblissant la rentabilité des banques, le risque *in fine* est une détérioration de leur capacité à financer l'économie. **Un débat est donc apparu sur le bien-fondé de cette politique** dans une Europe toujours en proie à l'atonie de sa croissance et aux incertitudes sur la pérennité de sa gouvernance.

L'effet Trump

Après le Brexit, l'élection de Donald Trump est apparue, dans un tel contexte, comme **un changement de paradigme pour les taux d'intérêts mondiaux**. Très nettement élu sur une politique de relance tous azimuts aussi bien via des baisses d'impôts pour les ménages et les entreprises que par des projets de grands travaux d'infrastructures, son programme a été immédiatement analysé comme pro-relance et « reflationniste ». En conséquence, **les taux d'intérêts se sont orientés à la hausse aux États-Unis et en zone euro**. Un phénomène qui, aux États-Unis, devrait être amplifié par la hausse des taux directeurs de la Fed (après celle de décembre, trois hausses sont anticipées en 2017). En zone euro, la situation est plus disputée, compte-tenu de la faiblesse de la croissance et de l'inflation, à laquelle s'ajoutent beaucoup d'incertitudes sur les conséquences du Brexit et les échéances électorales, qui devraient limiter le mouvement haussier. Par ailleurs, la BCE devrait poursuivre, sans doute une grande

partie de 2017, sa politique de rachats d'obligations, freinant l'impact de la remontée des taux américains. Néanmoins, il semble probable que l'on ait atteint **le plus bas historique pour les taux durant l'été 2016**, un épisode qui relève désormais de l'histoire économique.

Jérôme Tavernier, directeur de la Gestion Collective



Les mouvements clés de l'année

#AsianTiming

De janvier à la mi-février 2016, les craintes sur l'ampleur du ralentissement économique chinois faisaient plonger les marchés ! Fin mars, nous avons alors profité des niveaux attractifs atteints pour investir sur les actions asiatiques, via Fidelity Asian Special Situations. Ensuite, les investisseurs ont de nouveau manifesté de l'intérêt pour les marchés émergents, l'écart entre leurs économies et celles des pays développés ayant fini de s'accroître. A l'annonce de la victoire de Donald Trump, nous avons cédé notre position (avec une belle performance de 12 %) et évité ainsi la correction sur les émergents provoquée par les craintes d'une politique américaine protectionniste.

#DividendeStabilité

Au printemps 2016, nous renforçons notre position sur le fonds Allianz European Equity Dividend, initiée dans nos mandats fin 2015. Sa forte sensibilité au secteur de l'énergie lui a permis de profiter du fort rebond des matières premières. Et l'environnement de taux bas, voire négatifs, favorise les stratégies de recherche de dividende. Ces titres apportent aussi de la stabilité au portefeuille. En cette fin d'année, le retour des thématiques cycliques nous amène à alléger ces positions.

Nos convictions pour 2017

#CroissanceAméricaineEnVedette

L'économie mondiale poursuit sa **légère accélération**, selon les données macroéconomiques publiées ces derniers mois. Mais les évolutions entre les zones géographiques paraissent modifiées, en comparaison des trimestres précédents.

En Europe, les prévisions « officielles » (commission européenne, projet de loi de Finances français) tablent, comme en 2016, sur une croissance d'environ 1,5 %. Une stabilité qui n'est cependant qu'apparente ! En effet, les facteurs conjoncturels à l'œuvre en 2015 et 2016 (baisse des taux d'intérêt et des prix des matières premières, en premier lieu du pétrole) et qui ont contribué pour 0,5 % à la croissance 2016, n'existeront plus... A cela s'ajoute les conséquences à venir (lire notre zoom page 3) des échéances politiques comme le Brexit. Il nous semble donc que **la croissance ne sera pas un catalyseur positif pour la zone euro**, même si les publications de résultats 2017 s'avèrent, *in fine*, supérieures aux prévisions.

Aux États-Unis, notre analyse des dernières années s'est avérée pertinente : la durée du cycle de croissance (sept ans en 2016) n'est pas synonyme de récession imminente ! Ceci s'explique notamment par une répartition entre salaire et capital, favorable au second, et ce dans un univers de faible progression des salaires. A en croire le candidat Trump, la stratégie 2017 sera une politique de l'offre, centrée sur une baisse des impôts, et de manière plus aléatoire, une politique de relance des infrastructures, dont les élus républicains pourraient limiter l'ampleur. **Ainsi, le cycle économique américain sera prolongé d'au moins une année.** A l'inverse des deux années qui viennent de s'écouler, la croissance américaine sera donc nettement supérieure à son homologue européenne.

Dans les pays émergents, la croissance devrait s'accélérer en 2017, notamment en Chine où d'importantes échéances électorales en octobre militeront pour la poursuite d'une politique de relance amorcée cette année.

#NouvellePerceptionPolitique

Bien sûr, le scénario économique reste essentiel à nos analyses, mais en 2017, il nous semble qu'il ne constituera pas l'élément central sur lequel se concentreront les anticipations des investisseurs. **Marchés de taux d'intérêt, et dans une moindre mesure des changes, focaliseront désormais l'attention.** Selon nous, la stabilité des marchés en 2016 tient à une sorte d'accoutumance des investisseurs à un risque politique permanent ; le résultat du référendum italien le 4 décembre l'a confirmée.



Jean-Jacques Friedman,
directeur des
Investissements

#InflationLeRetour

Finies les craintes d'une spirale déflationniste, c'est désormais le spectre d'une reprise de l'inflation qu'évoquent les marchés. Sans délais puisque nous venons juste de quitter la zone « dangereuse » et qu'en Europe, le cercle hausse des prix/hausse des salaires n'est absolument pas enclenché. Or, sans un nouveau doublement du prix de l'or noir (très improbable au regard de la nouvelle technologie d'extraction des gaz de schiste aux États-Unis), **l'inflation atteindra son point haut au 1^{er} trimestre 2017.** Parallèlement,

les banques centrales (notamment la BCE et la BoJ) ne changeront pas radicalement leurs politiques actuelles, leur objectif étant de maintenir des conditions de financement favorables vis-à-vis des États qui ne sont pas parvenus à se désendetter. Un *statu quo* qui présage d'un maintien durable des taux à des niveaux inférieurs à ceux de la croissance potentielle (leur pilotage ne permettra pas d'enclencher un rebond de la croissance qui nécessiterait d'y associer une relance budgétaire).

#ChangesÀSuivre

Malgré un différentiel à la fois de politique et d'écartement des taux US-Allemagne, **une tendance haussière sur le dollar ne se remet pas en place.** Nous observons simplement un décalage de la fourchette de fluctuation des cours. Sur les marchés émergents, nous restons attentifs pour opérer un éventuel retour si notamment Donald Trump annonce une mesure fiscale favorable au rapatriement aux États-Unis des avoirs des entreprises américaines logés à l'étranger (estimés à 2 500 milliards de dollars).

#PolitiqueÀHautRisque

A l'approche des élections présidentielles européennes, nous suivrons particulièrement le risque politique en Europe. En effet, les « surprises » des élections en 2016 (Brexit, Pays-Bas, Autriche...) ont incité les investisseurs anglo-saxons à **désertter les marchés européens depuis plusieurs mois.** Rappelons toutefois que les marchés apprécient en réalité les points d'inflexion historiques sur les politiques mises en œuvre dans les pays. Alors que la France représentait un risque politique aux yeux des investisseurs, une élection prochaine conduisant à une politique d'amélioration des marges des entreprises devrait dès lors conduire à une surperformance du marché français.

ZOOM SUR 2 TENDANCES 2017

#2017Vraie «ou »FausseRupture

Le Brexit, l'élection de Donald Trump et le « non » italien sont incontestablement des éléments de rupture ! Leurs conséquences potentielles commenceront à se matérialiser dès 2017. La plus évidente : **le rejet des politiques menées au niveau international depuis la crise de 2008 suscite la défiance des opinions publiques.** Au Royaume-Uni comme aux États-Unis, la géographie électorale est éloquent : la dichotomie saute aux yeux entre les régions dynamiques et tournées vers l'économie mondialisée de l'immatériel (métropole londonienne, côte Est des États-Unis, Silicon Valley...) et les zones de l'industrie traditionnelle en proie à la désindustrialisation et au sentiment de déclassement des classes moyennes (Nord de l'Angleterre, « Rust Belt » américaine...). À cet égard, le bilan de la Présidence Obama apparaît comme un trompe l'œil. Les agrégats économiques flatteurs (croissance solide après 8 années de reprise, le plein emploi avec un chômage à 4,6 %) ne donnent pas une vision réaliste de la situation des ménages américains, qui ne s'est pas améliorée pour la majorité d'entre eux. Sous cet angle, le programme isolationniste de Donald Trump rejoint le scissionnisme britannique vis-à-vis de l'Union européenne.

Incontestablement, nous assistons à une tentative de pause dans la mondialisation avec un retour sur soi des économies.

Les contradictions Trump

En théorie, ces politiques devraient entraîner une diminution du commerce mondial, une hausse du protectionnisme partout sur la planète et in fine la relocalisation de certaines industries avec comme corollaire, une remontée de l'inflation. **En pratique**, qu'en sera-t-il au-delà des discours électoraux ? On voit bien d'ores et déjà dans le cas du Brexit que **les Britanniques ne veulent pas perdre tous leurs avantages antérieurs** et vont négocier pied à pied pour maintenir un accès au marché intérieur de l'Union, tout en souhaitant en éviter le volet migratoire de libre circulation. Les négociations, qui risquent de durer plusieurs années, vont être ardues avec leurs anciens partenaires européens et la situation est loin d'être tranchée. Aux États-Unis, d'autres contradictions doivent aussi être éclaircies, au-delà des effets d'annonces du candidat Trump. On sait notamment que **les politiques de baisse d'impôts pour les ménages entraînent généralement une hausse des importations de biens manufacturiers d'Asie et singulièrement de Chine.** Comment concilier cette politique avec une taxation plus importante des importations chinoises ? De la même façon, compte tenu d'un marché de l'emploi tendu dans le secteur de la construction,

comment mener une politique de grands travaux sans main d'œuvre mexicaine, dénoncée comme concurrençant les emplois américains ?

2016 aura donc fait prendre conscience, via notamment les scrutins électoraux, que les politiques monétaires ont touché leurs limites, mais surtout qu'elles ne sont pas, à elles seules, la solution miracle. Certes, la politique monétaire de la BCE a eu un impact direct sur les actifs financiers mais le lien avec l'économie réelle est plus indirect et donc difficilement atteignable par la seule BCE ; l'inflation est en effet toujours loin de l'objectif.

Une BCE toujours accommodante

Dans ce contexte, les élections américaines ont redonné de l'écho aux partisans des politiques de relance budgétaire. L'idée fait son chemin aussi en Europe mais les conditions d'application sont loin d'être réunies concernant la zone euro pour 2017. En effet, les différentes échéances électorales (France, Allemagne et Pays-Bas) n'offrent pas l'horizon dégagé indispensable à la mise en place de telles mesures qui nécessiteraient un leadership européen. Alors que la taille du bilan de la Réserve fédérale est restée stable depuis 2014, l'expansion du bilan des deux autres grandes banques centrales (BCE, BoJ) a été très importante. Malgré le démenti de Mario Draghi depuis octobre, sur les rumeurs de *tapering* (réduction des achats) de la BCE, elles ont continué d'alimenter les marchés. A ce stade, il est difficile d'établir un parallèle avec le discours de mai 2013 de Ben Bernanke, alors Président de la Fed, où il avait dit diminuer son rythme d'achat (la décision n'avait été prise que 7 mois plus tard). A l'heure actuelle, les objectifs économiques, soutenant la politique monétaire accommodante, ne sont pas atteints. **En 2017, elle devrait rester accommodante en zone euro** et de ce fait, elle n'incitera pas les gouvernements de la zone à se montrer pro-actifs en matière budgétaire. Au travers de ces quelques illustrations, nous voyons que plutôt que de « rupture », il vaut mieux parler de « transition » pour 2017 et les années à venir. **Les résultats des élections 2016 sont les prémices pour qu'une autre politique économique émerge**, sous peine de voir le fossé au sein des opinions publiques encore plus se creuser. Pour autant, l'idée doit faire son chemin et n'est pas encore assez mature pour être considérée comme une nécessité absolue pour la zone euro.

Sophie Ginisty, responsable des Fonds patrimoniaux – Gestion Internationale, et Jérôme Tavernier, directeur de la Gestion Collective

#AppétitPourl'AbsoluteReturn

Tout le monde y pense à cette tendance ! La gestion absolute return, promue comme décorrélée et différenciée des gestions traditionnelles, nous séduit. Et nous savons tous qu'une tendance n'arrive jamais sur le devant de la scène par hasard... Dans un climat de plus en plus complexe pour les taux d'intérêt, les parties monétaires et obligataires des portefeuilles pourront se replier sur ce type de gestion, à défaut de meilleurs espoirs de rendement sur leur classe d'actifs pure.

Alors oui, les sélections de fonds tiers vont s'enrichir de stratégies absolute return, qui constituent à elles seules, une vraie collection, une collection « capsule » !

En 2016, elles ont en moyenne affiché des performances négatives. Mais leur dispersion est frappante, aussi bien entre les secteurs que suivant les différentes périodes de l'année. Une hétérogénéité qui illustre le manque de visibilité et les retournements de situation mal anticipés par les investisseurs.

En détail, la stratégie en vogue chez les gérants long short a été particulièrement affectée par les rotations sectorielles et les brusques changements de tendance des facteurs de style avec notamment la rotation des valeurs de croissance en faveur des valeurs value. 2016 a été rythmée notamment par le rebond des matières premières, puis des valeurs cycliques et enfin des financières.

Investisseurs en quête de diversification

Cependant, malgré ces performances décevantes, les encours gérés suivant des approches alternatives ont continué à progresser de manière continue depuis 2009. Taux bas et valorisations peu attractives des actions ont poussé les investisseurs vers ces solutions. La difficulté des gestions actives à générer des performances cette année y a aussi contribué. Dans ce contexte, les fonds, qui ont bénéficié de bon départ en termes de performance et d'une bonne visibilité, ont souvent très vite atteint leurs encours maximum et ont donc été fermés aux nouvelles souscriptions.

Notre longue expérience de ces gestions très typées nous conduit à un constat : en règle générale, leurs performances s'améliorent lorsque le levier des positions longues augmen-

tent. Ce dernier étant aujourd'hui faible, on peut espérer que lorsqu'il remontera, les performances s'amélioreront dans les mois à venir.

Les gestions systématiques, quantitatives et peu directionnelles, se développent au détriment des gestions fondamentales et directionnelles. Cette tendance résulte directement de la recherche de diversification des investisseurs, mais elle est tempérée par le principal défi que doit relever la gestion quantitative : gagner en transparence ! Pour l'heure, la gestion de prime de risque, dite *risk premia*, en plein développement, répond bien à cette problématique.

Sandrine Vincelot-Guiet, directeur Conseil et Sélection OPC, et Vincent Canel, directeur de la Gestion Sous Mandat OPC

A suivre

(Les indicateurs à ne pas quitter des yeux en 2017 !)

-  **Les promesses de Donald Trump :** montant des dépenses d'infrastructure, baisses d'impôts, normes environnementales et modification de la réglementation bancaire, renégociation d'accords commerciaux, positions envers la Chine et la Russie...
-  **Les moteurs de l'inflation :** salaires aux États-Unis, prix à la production en Chine et dans les pays asiatiques...
-  **Les politiques des banques centrales.** Pour l'heure, les observateurs n'attendent aucune inflexion de la politique de la BCE, du fait de l'absence de tensions sur le marché du travail, contrairement aux États-Unis.
-  **Le calendrier politique européen chargé :** les élections législatives aux Pays Bas le 15 mars 2017, les élections présidentielles en France les 23 Avril et 7 Mai et les élections fédérales allemandes. Le risque n'est plus géopolitique, mais celui d'un immobilisme européen.

VEGA
INVESTMENT MANAGERS

VEGA Investment Managers

115, rue Montmartre 75002 Paris
Tél. : +33 (0) 1 58 19 61 00 - Fax : +33 (0) 1 58 19 61 99
www.vega-im.com

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-04000045. Société anonyme à conseil d'administration au capital de 1 957 688,25 € - RCS Paris 353 690 514

Le présent document a un caractère purement informatif. Il ne saurait constituer un conseil en investissement ni une quelconque recommandation personnalisée. Il a été réalisé sur la base de données financières et/ou conjoncturelles valables à un instant donné et émanant de sources extérieures à VEGA Investment Managers, filiale de Banque Privée 1818, dont l'une comme l'autre ne sauraient garantir la parfaite exactitude. La responsabilité de VEGA Investment Managers et de Banque Privée 1818 ne saurait être engagée à quelque titre que ce soit en raison des informations contenues dans le présent document. Il est rappelé qu'avant toute décision d'investissement/désinvestissement, il appartient à l'investisseur de s'assurer, auprès de ses conseils juridiques, fiscaux, financiers, comptables et tous autres professionnels compétents, que l'investissement/désinvestissement envisagé est conforme à ses besoins, au regard notamment de sa situation financière, juridique, fiscale ou comptable et de ses objectifs d'investissement.