



## Rapport de Gestion au 30 septembre 2016

### Rétrospective générale

Les incertitudes liées au Brexit se sont apaisées. Plutôt que de se précipiter dans une rupture où la rancœur et l'impréparation auraient pu coûter cher, les Britanniques ont décidé d'enclencher l'article 50 du TFUE (Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne) au cours du premier trimestre 2017, leur permettant de mieux s'organiser et de calmer les investisseurs et les agents économiques...

Mais, pendant le même temps, une autre crise émergeait : le risque de décomposition de la première banque allemande. L'annonce d'une amende record de la justice américaine de 14 milliards de dollars, alors que la capitalisation de la Deutsche Bank est à peine supérieure, a mis le feu aux poudres. Le refus de toute aide de l'Etat Allemand de la bouche de sa Chancelière ne peut que renforcer les craintes d'un risque systémique et déjà certains clients prestigieux ont décidé de quitter leur exposition à un tel risque. Cependant, le principe du « Too big to fail » devrait avoir encore de beaux jours à vivre : l'ensemble des engagements de la banque dépasse 40 trillions d'Euros, soit dix fois le PIB allemand. Les risques systémiques sont trop énormes : au-delà des déclarations impérieuses, tout sera fait pour éviter un nouveau Lehman. Et c'est plutôt un schéma de type Bear Stearns qui semble le plus probable. En effet, la DB ne souffre pas d'un problème de liquidité (la BCE ouvrira son guichet...) mais d'un problème de capitalisation. Réussir une augmentation de capital à ce stade semble très ambitieux et DB pourrait donc ne pas y survivre. Mais, là n'est pas la question, l'essentiel est bien d'éviter la catastrophe et l'Europe a déjà montré un certain savoir-faire dans ce domaine...

Dans cet environnement toujours tourmenté, les marchés ont du mal à trouver une véritable tendance mais restent bien orientés. Ainsi, le trimestre se solde sur hausse de 4% pour les actions, les marchés émergents en tête (+7.8%). Les marchés obligataires sont en mode consolidation mais affichent tout de même une légère hausse de 0.7% en zone EMU. Les stratégies alternatives reprennent quelques couleurs avec une hausse globale modeste de 2%, alors que les matières premières chutent globalement de 4.5%.

### La politique intenable de la BCE

Si la BCE a avoué les limites de l'efficacité de sa politique pour relancer en termes d'inflation, son positionnement apparaît particulièrement contradictoire. Sa politique de taux négatif et de QE a l'ambition d'encourager un environnement favorable au crédit. Mais, dans le même temps, cette politique a un effet particulièrement négatif sur la rentabilité des banques qui, du coup, sont incitées à prêter moins ou plus cher... N'étant pas à un paradoxe près, si la BCE rend ainsi la vie compliquée aux banques qui prêtent de l'argent, elle permet dans le même temps aux pires d'entre elles de rester artificiellement en vie avec un

libre accès au guichet (comme c'est le cas de la banque italienne MPS et peut-être bientôt de la DB).

### Résilience des marchés et confirmation des marchés émergents

En dépit des banderilles multiples (Brexit, DB, dégradation des chiffres économiques aux US et en Europe notamment), les marchés actions gardent le cap. Les actions américaines sont à un souffle de leur sommet historique, les actions européennes se sont stabilisées près des plus hauts de l'année et les actions émergentes sont au plus haut de l'année. Et pourtant, les résultats des entreprises restent médiocres et les valorisations élevées. Mais les politiques monétaires maintiennent le pressing et les investisseurs conservent la foi dans les Banques Centrales, incapables de sortir de l'abysse qu'elles ont générée. Aussi, le secteur manufacturier, mal en point en début d'année, donne des signes de reprise.

Les chiffres économiques des pays émergents s'améliorent et le niveau de leur PMI (Purchasing Managers' Index) a ainsi rejoint ceux des pays développés. Le croisement semble imminent mais déjà les entreprises voient leurs profits remonter significativement et les flux vers les actifs émergents confirment leur retour en grâce auprès des investisseurs. Les niveaux de valorisation demeurent très attractifs et le retournement opéré en début d'année devrait être suivi par une tendance durable.

### Evolution de la part

Depuis le début de l'année, la valeur du segment A (« croissance ») est passée de EUR 204.57 à EUR 210.17, soit une performance en EUR de +2.74% sur 9 mois.

La valeur du segment B (« conservateur ») est passée de EUR 155.73 à EUR 156.62, soit une performance en EUR de +0.57% sur 9 mois.

La valeur du segment C est passée de CHF 110.47 à CHF 114.31, soit une performance en CHF de +3.48% sur 9 mois.

### Perspectives

Le dernier trimestre est en ligne de mire avec comme échéance marquante l'élection présidentielle américaine. Certes, Donald Trump a montré qu'il savait être dangereux, mais principalement contre lui-même... Mais, le risque d'une surprise demeure et les marchés ne l'intègrent nullement. Au contraire, le marché est disposé à récolter les fruits d'un dernier trimestre toujours excellent pour les actifs risqués. Et même si la Fed sort de sa torpeur en remontant ses taux pour la seconde fois, le risque d'un dérapage semble faible. Les marchés savent que les taux sont très en-deçà de leur niveau historique. Les investisseurs semblent donc bien positionnés pour conserver une certaine complaisance favorable aux actifs risqués. Notre positionnement prudent devrait pouvoir bénéficier de cet environnement grâce notamment à une plus grande diversification.