

# Les valeurs cycliques prennent le contre-pied du pessimisme

## ACTIONS SUISSES.

Diverses sociétés affichent une hausse de l'ordre de 50% en 2010. Déjouant les recommandations et pronostics.

PHILIPPE REY  
ZURICH

Les rendements obligataires n'ont jamais été aussi bas, dans la crainte d'une double récession et d'une déflation. D'autre part, l'or se trouve à un zénith, comme si les investisseurs craignent, en l'occurrence, une forte résurgence de l'inflation. Quel paradoxe! Malgré ces deux scénarios qui ne leur sont pas favorables, les actions des entreprises cycliques se caractérisent par une forte hausse cette année, après avoir déjà rebondi considérablement en 2009. Une santé insolente! En Suisse, huit d'entre elles font ainsi partie des dix meilleures performances boursières de l'indice SPI en 2010, à ce jour, et peuvent se targuer d'une progression de 50% environ. Forbo Holding, par exemple, s'échangeait encore à

150 francs il y a 18 mois. Le cours boursier a plus que triplé depuis lors!

Outre Forbo, on y trouve Walter Meier, Phoenix Mecano, Panalpina (une entreprise cyclique à un moindre degré), Bossard Holding, Adval Tech, Austriamicrosystems, Calida Holding et Feintool International. Suivies de près par le groupe Georg Fischer, qui est un spécialiste des meilleurs redressements boursiers après avoir touché le creux de la vague. On observe des phénomènes analogues sur d'autres marchés, en particulier la France, notamment avec Michelin et Vallourec, pour se limiter aux grosses capitalisations boursières. Ou bien BMW ou Volkswagen en Allemagne. On peut sans problème rallonger ces listes!

En somme, ces sociétés contredisent la prudence qui était déclinée, il y a quelque temps, ici ou là, par une multitude de stratégies actions, qui préconisaient de vendre les valeurs cycliques au profit de firmes résistantes face aux cycles, notamment celles de l'industrie alimentaire. Certes, Nestlé (+7,2%), Lindt & Sprüngli (+6,9%) ou Emmi (+28,4%) n'ont



pas à rougir de leur performance cette année, en ayant fait sensiblement mieux que l'indice SPI. Au demeurant, les deux premières sociétés sont de gros créateurs de valeur actionnariale sur la durée, du fait du rendement élevé des capitaux investis.

Si le travail a été bien fait, de tels titres ne doivent jamais être vendus. En revanche, les sociétés cycliques continueront à vivre des hauts et des bas prononcés au plan boursier, autour d'une valeur intrinsèque ou objective qui ne croît pas ou que faiblement à long terme.

A l'opposé c'est-à-dire du côté des perdants de l'année, jusqu'ici, figurent aussi quelques sociétés cycliques ou supposées telles, entre autres Holcim (-21,1%, moins cependant que les reculs des concurrents Lafarge ou HeidelbergCe-

ment), Kardex (-26,6%) ou CPH Chemie & Papier (-24%), mais dans une moindre mesure que parmi les gagnants de 2009-2010. A cette aune, le marché semble anticiper la poursuite d'une reprise de l'économie mondiale, même si la croissance reste faible dans plusieurs zones géographiques, spécialement en Europe.

Pour l'heure, les cycliques n'indiquent aucunement une évolution en W de l'économie. Ni que les problèmes «structurels», qui s'ajoutent aux aléas conjoncturels, dont un chômage élevé, l'endettement excessif, la fragilité du système bancaire, etc., prendront des années à se régler.

Ce n'est d'ailleurs pas la première fois que surgissent de telles craintes! Elles existaient déjà en 1992, par exemple. Au vrai, les mots les plus dangereux dans l'investissement sont: cette fois-ci, les choses sont différentes. ■

UN DANGER CONSISTE À REGARDER DANS LE RÉTROVISEUR OU À CROIRE QUE LES CHOSES SONT DIFFÉRENTES.

## NOUVEAUX PRODUITS

### SYZ & CO: lancement d'un fonds dédié aux actions latino-américaines

Le groupe SYZ & CO a annoncé hier le lancement de Oyster LatAm Opportunities, un fonds investi en actions sud-américaines, dont la gestion sera confiée à Moneda Asset Management SA au Chili, l'un des spécialistes reconnus de l'investissement en Amérique latine. Les marchés sud-américains bénéficient de perspectives de croissance élevée tout en s'appuyant sur de solides fondamentaux, à l'inverse des économies développées qui connaissent un faible taux de croissance et un surendettement élevé. Encore réservé à une clientèle institutionnelle, le fonds sera prochainement enregistré dans plusieurs pays européens, dont la Suisse, ce qui lui permettra d'être distribué au public comme les autres compartiments d'Oyster. LatAm Opportunities, investi dans des sociétés de toutes capitalisations (min. USD 100 millions de capitalisation boursière). Le fonds se concentre sur 60 à 100 positions et couvre toute l'Amérique latine.

## RECHERCHE

### LANDOLT: indices chinois en décalage avec la croissance

Dans une analyse, la banque Landolt se montre critique des indices chinois. La banque souligne que les plus grandes capitalisations de l'indice CSI 300 et SSE Composite montrent un fort poids du secteur financier. Ces indices, et les ETF les reproduisant sont à son avis sous-exposés aux entreprises industrielles et de biens de consommation que les investisseurs globaux recherchent. Plutôt qu'une thématique de consommation domestique, les investisseurs ont une exposition aux dépenses d'infrastructures, qui devraient diminuer dans les prochaines années. Ce qui fait écrire à Landolt qu'un indice à 19x les gains est peut-être surévalué. Il faut davantage viser les sociétés agroalimentaires, de télécommunication, d'électronique et des grands détaillants. En comparaison, elle note que d'autres pays, comme la Corée, le Japon ou Taïwan présentent des conglomerats actifs dans les technologies et des entreprises industrielles produisant des biens à valeur ajoutée. Dans les conditions actuelles, elle ne s'attend pas à ce que la Chine puisse être le sauveur économique que plusieurs espèrent. Toutefois, d'excellentes opportunités existent sur le marché chinois permettant de bénéficier du nouveau cycle de développement. Les investisseurs doivent toutefois sortir du thème classique des infrastructures et du secteur financier pour en bénéficier.

## Prêt à lancer des fonds ISR made in Geneva

SRI. La société de gestion genevoise Dhaulagiry veut lancer des fonds basés sur des stratégies déjà proposées via des managed accounts.

Objectif: doubler les actifs sous gestion. Près d'un an après sa création, Dhaulagiry cherche activement du seed money pour lancer des fonds utilisant les deux stratégies actuellement proposées via des managed accounts.

«Nos stratégies ont produit des performances intéressantes compte tenu de l'état des marchés et nous avons des signes clairs d'intérêt de la part du marché», explique Laurent Dony, l'un des fondateurs de la boutique genevoise spécialisée notamment dans l'investissement socialement responsable.

Mais pour attirer les institutionnels, Dhaulagiry estime qu'il lui faudra doubler ses actifs sous gestion, qui s'élèvent pour l'instant à environ 15 millions de francs. Ses associés sont prêts à financer l'accroissement de la masse sous gestion via une prise de participation dans le capital.

Depuis le début de l'année, la stratégie SRI hedgée a produit une performance de 5,53%. L'univers d'investissement est déterminé parmi cent valeurs du DJStoxx 600 analysées et notées par Vigeo, le spécialiste européen de l'analyse extra-financière, selon des critères de responsabilité sociale et de développement durable. Puis Dhaulagiry en extrait 25 via une analyse fondamentale

et technique. Cette stratégie existe également en version Long only. La démarche socialement responsable se retrouve également dans l'engagement de reverser 10% des bénéfices nets à une organisation caritative active dans le domaine de l'enfance.

Autre originalité, Dhaulagiry prévoit d'utiliser les droits de vote liés à ses investissements pour promouvoir la durabilité et la responsabilité sociale à l'intérieur des sociétés en portefeuille, ou de déléguer ces droits de vote à des organisations spécialisées.

La société fondée par trois anciens d'Alpstar Capital et un ex-gestionnaire de portefeuille auprès du fonds de pension Suez, gère également une stratégie opportuniste que les gérants appliquaient chez leur employeur précédent. Ce qui assure un track record d'environ cinq ans, audité et révisable, précise Laurent Dony. Cette stratégie a obtenu une performance de -3,89% depuis janvier, alors que son indice de référence a reculé de 7,46% sur la période.

L'originalité de cette approche consiste à limiter les drawdowns à 3% par mois, pour accumuler les petites performances sur les actions et les dérivés. (SR)

### LA STRATÉGIE SRI

HEDGÉE DE

DHAULAGIRY

A PRODUIT UNE

PERFORMANCE POSITIVE

DE 5,53% DEPUIS LE

DÉBUT DE L'ANNÉE.

# La longue descente aux enfers du fonds britannique Gartmore

Les déboires de ce fonds entré en Bourse en décembre 2009 illustrent l'importance pour les gérants de fonds de diversifier leurs sources de revenus en matière d'assets, de stratégies et de personnes.

GABRIEL KURLAND\*

Cette année sera marquée d'une pierre noire pour le gérant de fonds anglais Gartmore (GRT, LES). Le groupe avait fait son entrée sur la Bourse de Londres au mois de décembre 2009 à un prix par action de 220 livres sterling levant ainsi au total 340 millions de livres sterling. Le faible appétit des investisseurs pour les nouvelles émissions à cette époque avait amené Gartmore à accepter une valorisation plus basse qu'espérée afin de réussir son entrée en Bourse.

Cette IPO avait pour but affiché la réduction de la dette du groupe ainsi que de donner une opportunité à ses actionnaires de réaliser leur investissement. A l'époque, le capital de la société était détenu par le groupe de private equity Hellman & Friedman pour 58% et le reste par les employés de Gartmore.

Outre l'environnement de marché, plusieurs facteurs ont pesé sur la valorisation du groupe. Le premier reproche des investisseurs était le manque de diversification de ses revenus. En effet, malgré un effort important durant l'année 2009 pour engager de nouveaux gérants, 90% des quelque 21 milliards de livres sterling d'avoirs sous gestion

étaient toujours, au moment de l'entrée en Bourse, investis dans les marchés actions. De plus, 44% des revenus nets étaient attribuables à deux hommes, Roger Guy et Guillaume Rambourg, qui geraient à travers plusieurs fonds approximativement 20% des avoirs du groupe. Un autre fait notable était la forte variabilité des revenus du groupe. Une variation due à la part importante de ses revenus qui était basée sur les frais de performance perçus sur ces fonds alternatifs.

Après un début d'année boursière en demi-teinte, les choses ont réellement commencé à se détériorer le 30 mars de cette année. Ce jour-là, le groupe annonçait qu'il suspendait Guillaume Rambourg afin de procéder à une enquête interne sur un possible manquement aux règles de gouvernance en matière de trading. On apprendra par la suite qu'un contrôle interne avait révélé quelques jours plutôt que Guillaume Rambourg avait donné des instructions à ses traders d'utiliser certaines contreparties sans chercher à obtenir le meilleur prix. Cette pratique est bien sûre en infraction avec les règles de la FSA, le gendarme des marchés financiers anglais. Pour enfoncer encore un peu le clou, le lendemain de cette annonce, le régulateur

italien, Consob, annonçait qu'il accusait Guillaume Rambourg, ainsi que Schroders, Oddo Asset Management et Dexia Asset Management, de délit d'initié pour des achats d'actions de la société Italease en 2006. Le titre du groupe perdit plus de 31% de sa valeur dans la seule journée du 30 mars.

A la suite de ces événements, Guillaume Rambourg réintégra le groupe en avril en tant qu'analyste pour finalement le quitter à la mi-juillet pour officiellement se concentrer sur sa défense face à la FSA. L'effondrement du cours de Gartmore de presque 50% depuis son introduction en Bourse ne s'est pas, pour le moment, traduit par une perte aussi importante en termes d'avoirs sous gestion. Lors de l'annonce de ses résultats pour les six premiers mois de l'année, le groupe avait réussi à stabiliser ses avoirs au alentours des 20 milliards de livres sterling à fin juillet et avait reçu des ordres de vente supplémentaires pour la fin août pour un total de 223 millions de livres sterling.

Le groupe a dû subir plusieurs départs notables supplémentaires au courant des deux derniers mois sans qu'il n'y ait de lien apparent avec l'affaire Rambourg.

Bill McGowan, responsable juridique, a quitté Gartmore la semaine dernière après avoir déposé sa démission en février et Gervais Williams quittera le groupe à fin septembre après avoir été actif chez Gartmore pendant les 17 dernières années. La crise financière a démontré l'importance pour les gérants de fonds de diversifier leurs sources de revenus en matière d'assets, de stratégies et de personnes. Les investisseurs vont devoir s'habituer à évaluer les risques liés à la régulation qui pèsent sur les gestionnaires de fonds.

Malgré tous les contrôles en place, aucune société n'est à l'abri d'une infraction, volontaire ou involontaire, aux lois mises en place par les régulateurs financiers. La pléthore de nouvelles directives qui se profilent ne va certainement pas diminuer ce risque rapidement. Les gérants vont, de leur côté - outre la mise en place de systèmes de contrôles efficaces - devoir apprendre les techniques de la gestion de crise, faute de pouvoir totalement s'en prémunir, afin de communiquer efficacement avec leurs investisseurs aux moments cruciaux de la vie de la société.

\*Hedge Fund Appraisal

AUCUNE SOCIÉTÉ N'EST À L'ABRI D'UNE INFRACTION VOLONTAIRE OU INVOLONTAIRE AUX DIRECTIVES ÉDICTÉES PAR LES RÉGULATEURS FINANCIERS MALGRÉ TOUS LES CONTRÔLES EN PLACE.