

REPÈRES

Une rentrée contrariante : les actions européennes sont attractives !



José-Bernard DJEN

Après avoir nettement rebondi au cours du mois de juillet - +6.2% pour l'indice EURO STOXX -, les marchés ont renoué en août avec une tendance baissière, perdant -3.9% au cours du mois dans la foulée de statistiques économiques américaines mitigées. Le bilan des huit premiers mois de l'année 2010 s'avère donc très décevant - performance de -9.3% - d'autant plus que les actions de la zone euro ont sous-performé la quasi-totalité des places boursières mondiales, à l'exception du Japon.

Les facteurs expliquant ces performances négatives sont largement connus et de plus en plus de stratégies dressent l'inventaire des nombreuses bonnes raisons de se tenir actuellement à l'écart des actions européennes : croissance économique atone, situation budgétaire préoccupante de nombreux Etats, inquiétudes récurrentes sur les bilans des banques, politiques de rigueur risquant d'étouffer la reprise apparue fin 2009. A cette liste de mauvaises nouvelles s'est récemment ajouté le scénario, de plus en plus ouvertement évoqué, du « double dip » entraînant une nouvelle récession aux Etats-Unis, voire en zone Euro, en 2011/2012.

Nous ne sous-estimons pas les graves difficultés qui frappent actuellement les économies européennes, mais ne partageons pas pour autant le pessimisme ambiant concernant les perspectives à moyen terme des marchés d'actions. Trois raisons principales expliquent cette attitude contrariante.

En premier lieu, la valorisation est particulièrement attractive : le PE retraité du cycle (ou PE de Schiller) affiche une décote de 30% par rapport à la moyenne des 30 dernières années, tandis que les dividendes excèdent de 20% leur moyenne long terme. Les actions européennes traitent également actuellement à des niveaux proches des plus bas par rapport au cash, aux obligations d'Etat, aux obligations high yield et investment grade ainsi qu'aux actions américaines.

En second lieu, il convient de rappeler que croissance économique d'une part et timing d'investissement d'autre part n'obéissent pas à des calendriers parallèles. Un investissement réalisé en période de croissance économique satisfaisante n'engendre pas nécessairement de bons résultats, comme l'a montré l'année 2007, alors qu'inversement une croissance économique faible peut être concomitante avec des performances boursières élevées : un investissement en actions réalisé fin 1994, soit un an après la fin de la dernière récession intervenue en Europe générerait un rendement annualisé moyen de 22% au cours des 3 années suivantes, alors que la croissance économique de la zone euro s'élevait sur la période à seulement 2% en moyenne. Le régime de faible croissance que nous anticipons pour les prochaines années n'est donc pas en soi un critère suffisant permettant de conclure à une sous-performance des actions. Il est vrai qu'un faible taux de croissance obérerait le potentiel de croissance bénéficiaire des entreprises, mais nous considérons qu'un des moteurs importants de la hausse future des marchés réside dans la normalisation des multiples, alors qu'une progression massive des profits demeure hypothétique, les entreprises ayant d'ores et déjà reconstitué des niveaux de marges élevés.

Enfin, la très forte aversion au risque que nous connaissons actuellement et le manque total d'appétit pour les actions constituent pour nous des signaux, certes contrariants, mais positifs. A cet égard, nous sommes frappés de constater qu'à 10 ans d'intervalle, la collecte des fonds obligataires américains entre juin 2008 et juin 2010 (soit 480Mds\$) correspond presque exactement aux flux investis dans les fonds actions américains entre 1999 et 2000 (495 mds\$), alors même que les taux US à 2 ans viennent d'atteindre un plus bas historique à 0.50% et que le groupe IBM a récemment battu un record de faiblesse pour une émission corporate, en plaçant une obligation à 3 ans assortie d'un coupon de 1%.

Nous sommes conscients que l'ensemble de ces éléments ne suffit pas à justifier une reprise immédiate des marchés d'actions et que les catalyseurs à court terme font cruellement défaut. Nous avons en revanche la conviction profonde que les niveaux actuels des marchés permettront de délivrer des rentabilités futures attractives. Historiquement, les meilleures fenêtres d'investissement en actions ont correspondu à des périodes de grande incertitude, qu'il s'agisse de la situation économique (1993/1994) ou géopolitique (2003) et nous pensons que la période actuelle, où l'Europe est confrontée à de nombreux défis, ne dérogera pas à cette règle.

STRATÉGIE ACTIVE ALPHA

Investie en actions européennes, cette stratégie, gérée selon une optique non benchmarkée et opportuniste, vise à obtenir une performance significative à long terme.

Première stratégie de gestion développée par Sycomore Asset Management dès 2001, elle est mise en œuvre via des OPCVM donnant accès à toutes les capitalisations et à tous les styles de valeurs, à la fois en France et dans la zone Euro.



Après un mois de juillet en nette progression sous l'impulsion de bonnes nouvelles en provenance des entreprises – les publications de résultats pour le premier semestre ont été en grande majorité supérieures aux attentes – les marchés ont repris le chemin de la baisse en août, affectés par des publications de statistiques américaines médiocres faisant resurgir le scénario d'une rechute de l'économie.

L'indice EURO STOXX affiche ainsi au cours de l'été une hausse de 2.16% et les performances des fonds de la gamme Active Alpha s'étagent entre -0.40% pour Sycomore Francecap et 3.29% pour Sycomore Largecap.

Le secteur financier affiche en juillet/août une hausse qui reste significative malgré son repli ces dernières semaines. Cette surperformance a affecté l'ensemble de la gamme à l'exception de Sycomore Largecap qui a été très mobile tactiquement au cours de la période sur le secteur (nette surpondération en juillet puis vente de titres Santander, Unicredito et ING pour 10% de l'actif). Les banques ont bénéficié de leurs bons résultats pour le premier semestre mais surtout de la publication par le comité de Bâle d'un nouveau projet de cadre réglementaire moins contraignant que le précédent. Nous restons néanmoins structurellement sous-pondérés sur le secteur du fait de la faible visibilité qu'il offre, d'une réglementation qui même assouplie va freiner la restauration de la rentabilité et d'une des plus fortes sensibilités sectorielles à la faiblesse de l'économie qui se profile.

Les performances relatives de Sycomore Francecap et Sycomore Eurocap ont par ailleurs été affectées par leur surpondération respective en valeurs du secteur de la technologie (Bull et CS) et du segment de la construction (CRH et Saint-Gobain).

Le secteur de la santé surpondéré dans l'ensemble des fonds de la gamme a sous-performé significativement au cours de l'été du fait d'une série de mauvaises nouvelles pour les laboratoires pharmaceutiques européens relatives à l'approbation de nouveaux médicaments (utilisation de l'Avastin de Roche dans le traitement du cancer du sein compromise) et à l'autorisation de mises sur le marché de génériques (lancement plus rapide qu'anticipé d'un générique du Lovenox de Sanofi-Aventis). Mais la sélection de valeurs (comme Ipsen dans Sycomore Francecap et Sycomore Twenty et Grifols dans Sycomore Twenty) a néanmoins permis de compenser en grande partie cet effet négatif.

Enfin, la rotation sectorielle entamée cet été en faveur du secteur des télécommunications a été très bénéfique notamment à Sycomore Eurocap qui y est fortement surexposé depuis plusieurs mois (via les surpondérations en France Télécom, Telefonica, Iliad, Vivendi) et à Sycomore Largecap (achat de France Télécom et renforcement de Telefonica et d'Iliad en juillet). L'annonce fin juillet par France Télécom du maintien d'un dividende de 1.4€ par action jusqu'en 2012 a rassuré les investisseurs sur la pérennité des dividendes du secteur. Elle a servi de catalyseur à une revalorisation absolue et relative du secteur que nous voyons se poursuivre sur les prochains mois étant donnée sa nette sous-valorisation actuelle.

Frédéric PONCHON

		Perf. création	Vol. création	Encours
Sycomore Francecap (R) SBF250 NR	Nos principales convictions sur l'ensemble du marché français	114.82% 18.61%	16.29% 20.39%	130 M€ -
Sycomore Eurocap (R) EURO STOXX TR	Nos principales convictions sur l'ensemble de la zone euro	16.21% 1.93%	19.36% 20.37%	644 M€ -
Sycomore Largecap (R) EURO STOXX 50 TR	Gestion active sur les grandes capitalisations de la zone euro	-6.44% 5.66%	21.93% 20.39%	50 M€ -
Synergy Smaller Cies (R) MSCI EMU Small Cap TR	L'expertise de 6 spécialistes locaux des « smid caps » européennes	53.36% 55.75%	15.46% 19.39%	149 M€ -
Sycomore Twenty (R) EURO STOXX TR	Une sélection de valeurs offrant solidité et visibilité	26.98% 21.92%	13.18% 20.39%	124 M€ -

STRATÉGIE ABSOLUTE ALPHA

Bénéficiant de notre savoir-faire en sélection de valeurs européennes, cette stratégie vise à obtenir, année après année, une performance décorrélée de l'évolution des marchés financiers.

Au sein de cette stratégie, les fonds sont gérés selon deux approches : une approche « market neutral » pour Sycomore L/S Conservative, et une approche évolutive faisant varier l'exposition aux actions pour Sycomore L/S Opportunities et Sycomore Partners.

Le taux d'exposition de Sycomore L/S Conservative est toujours compris entre -10% et +10%. Plus flexibles, Sycomore L/S Opportunities et Sycomore Partners peuvent faire rapidement évoluer leur exposition.

« Market neutral » ou plus opportuniste, cette stratégie constitue une véritable alternative à l'investissement en actions.



Le climat d'incertitudes entourant les marchés au début du mois de juillet s'est apaisé progressivement, engendrant ainsi une tendance haussière, suite notamment à la publication des « stress-tests » des banques européennes d'une part, et des résultats des entreprises pour le 2ème trimestre, globalement supérieurs aux attentes, d'autre part. A partir du mois d'août, la macroéconomie a repris le pas, et une série d'indicateurs inférieurs aux anticipations a entraîné à nouveau les marchés à la baisse.

Au final l'indice EURO STOXX TR a réalisé une performance de 2.16% sur la période, mais reste en territoire négatif (-6.41%) depuis le début de l'année. Le fonds Sycomore L/S Opportunities a baissé de -1.28%, tandis que Sycomore Partners et Sycomore L/S Conservative ont progressé de 0.23% et 0.86%.

Dans ce contexte contrasté, les taux d'exposition des fonds sont restés globalement plus stables qu'au cours des mois précédents, et s'établissent en fin de période respectivement à 73% et 80% pour Sycomore L/S Opportunities et Sycomore Partners.

Stratégie Long/Short

Au sein de la poche « convictions », les fonds ont bénéficié des contributions positives de France Telecom (qui a confirmé le versement d'un dividende annuel de 1.4€/action jusqu'en 2012 lors de sa publication semestrielle), de BWIN Interactive (annonce de la fusion avec PartyGaming), et des positions shorts en Pinault-Printemps-Redoute et Dassault Systèmes. En revanche, les couvertures via contrats futures, ainsi que certaines valeurs de rendement qui restent fortement décotées, telles que Sanofi-Aventis et Total, ont pesé sur la performance.

Le « pair-trading » a de nouveau été générateur d'alpha sur la période. Les arbitrages Thalès/Safran, CFE/Boskalis, et SES/Eutelsat, qui avaient impacté négativement les fonds au cours de la période précédente, ont été les plus forts contributeurs de la poche. Les arbitrages AXA/Mapfre et Nexans/Prysmian, ont en revanche contribué négativement sur la période.

Au final, le compartiment « pair trading » a contribué positivement sur les deux fonds L/S, tandis que la baisse du fonds Sycomore L/S Opportunities est essentiellement le fait de la poche « convictions ».

Sycomore Partners

Le fonds Sycomore Partners a souffert de sa sous-pondération en valeurs financières, qui explique plus du tiers de la sous-performance contre l'indice EURO STOXX TR. Concernant les positions détenues, le portefeuille a été impacté négativement par Bull (qui a révisé à la baisse ses objectifs de résultats annuels), Sanofi-Aventis, et Saint-Gobain. En revanche, France Telecom, DL Software et Iliad se sont très bien comportées sur la période.

Emeric PREAUBERT

		Perf. création	Vol. création	Encours
MARKET NEUTRAL				
Sycomore L/S Conservative (R)	Une gestion Long/Short Market Neutral sur les actions de la zone euro	-4.32% 1.22%*	6.14%	16 M€
Eonia Capitalisé		13.11%	-	-
EXPOSITION FLEXIBLE				
Sycomore L/S Opportunities (R)	Une gestion Long / Short évolutive sur les actions zone euro	12.62%	9.53%	82 M€
EURO STOXX TR		15.98%	19.60%	-
Eonia Capitalisé		15.34%	-	-
Sycomore Partners (P)	Un fonds concentré sur une vingtaine de valeurs et une exposition flexible aux actions de la zone euro : 0 à 100%	-2.44%	22.16%	43 M€
EURO STOXX TR		-21.06%	31.00%	-

*Performance depuis le 21 novembre 2008, depuis cette date, le fonds Sycomore L/S Conservative est géré selon une approche « market neutral » - Exposition aux actions [-10% à +10%]

STRATÉGIE ALLOCATION D'ACTIFS

Au sein d'un univers d'investissement global, y compris émergent, cette stratégie d'allocation vise à valoriser le capital à moyen terme selon une approche patrimoniale. Au sein de cette stratégie, Sycomore Allocation Patrimoine propose une gestion flexible toutes classes d'actifs et multi-véhicules (lignes directes, OPCVM, dérivés listés...) qui repose sur deux piliers : une stratégie directionnelle (actions : max. 60%) et une stratégie portage/rendement (obligations : max. 100%). Cette stratégie offre également des axes de diversification et la possibilité d'être investi à 100% en monétaire dans un objectif de sécurisation du patrimoine.



Au cours des deux derniers mois les marchés ont continué à évoluer sans tendance dans un contexte de volatilité élevé. Leurs progressions sont restées faibles sur la période et ils restent en territoire négatif depuis le début de l'année : +1.9% sur la période et -11.5% depuis le début le 1^{er} janvier pour l'EURO STOXX 50, pour le S&P 500 (en \$) +1.8% et -5.9%.

Et pourtant les bonnes nouvelles n'ont pas manqué, principalement sur le plan des entreprises, avec la publication des résultats du deuxième trimestre. Ces derniers ont affiché une forte hausse : +48% pour le S&P 500, avec 75% des entreprises dépassant les bénéfices attendus par les analystes. En Europe les résultats furent en forte progression, certaines sociétés comme France Telecom ont également pu rassurer leurs actionnaires sur leur capacité à continuer à verser des dividendes élevés dans le futur.

Mais à partir de la fin du mois de juillet, la publication d'indicateurs économiques suggérant un ralentissement plus marqué de la croissance aux Etats-Unis a incité les marchés à la prudence et interrompu le rebond débuté. Au cours des trois derniers trimestres (4^{ème} trimestre 2009, 1^{er} trimestre 2010, 2^{ème} trimestre 2010) la croissance américaine a été de : +5.4%, +3.0%, et enfin de +1.6%. Le risque de rechute de l'économie (double dip) devient plus présent, même s'il ne constitue pas, pour nous, un scénario central.

En Europe, l'Allemagne a, à nouveau, montré son excellente santé avec une croissance de 2.2% au deuxième trimestre, tandis que l'Espagne commence à stabiliser sa situation. Cependant la situation générale qui prévaut est celle d'une croissance faible pour les trimestres à venir. Ces perspectives peuvent paraître peu attractives mais nous estimons en revanche que le risque de déception est assez faible !

Dans ce contexte de croissance atone avec une inflation contenue, voire en baisse, et face aux incertitudes sur la reprise, nous avons assisté à un véritable rallye sur les marchés obligataires : les taux à 10 ans français sont passés de 3.05% à 2.49% en deux mois (3.60% en début d'année), les taux à 10 ans américains de 2.93% à 2.60% (3.82% en début d'année). Les marchés obligataires reflètent d'après nous assez justement la situation économique actuelle. Les investisseurs sont venus chercher du rendement sur les Etats dont les signatures encore « reconnues » alors que les marchés monétaires devraient durablement continuer à offrir des rendements bien inférieurs à 1%.

Les pays émergents ont affiché une croissance solide au deuxième trimestre ; leurs principaux soucis est de contenir la hausse des prix de l'immobilier (Chine) ou de maîtriser l'inflation (Brésil). Les politiques conduites pour y répondre semblent appropriées.

Notre pondération obligataire significative (51%) dans Sycomore Allocation Patrimoine nous a permis de bien traverser cette période et d'afficher une progression de +1.70% sur les deux mois, et de +1.90% depuis le début de l'année.

Début juillet nous avons augmenté notre pondération sur les obligations d'Etat allemand à 10 ans et sur les obligations d'entreprises du segment high yield. Les obligations d'entreprises représentent aujourd'hui 35% du portefeuille, avec un rendement de 3% à 6% pour l'investment grade (14% du portefeuille) et de 7% à 9% pour le high yield (20% du portefeuille). La capacité de ces investissements à générer de la performance est une conviction forte.

L'exposition actions a évolué entre 30% et 38% avec une réduction des actions américaines sur la période. Notre choix de valeurs défensives, avec un biais sur les secteurs de la santé et des télécommunications a permis de traverser ces deux mois en dégagant une performance légèrement positive. Nos investissements sur les pays émergents représentent 10% de l'actif (6.5% en actions, et 3.5% en obligations) que nous augmenterons si des opportunités se présentent.

Stanislas de BAILLIENCOURT

		Perf. création	Vol. création	Encours
ALLOCATION D'ACTIFS				
Sycomore Allocation Patrimoine (R)	Une allocation d'actifs flexible sur plusieurs classes au sein d'un univers d'investissement global (y compris émergent)	3.31%**	5.17%	12 M€
Indice composite*		3.74%**	5.30%	-

*indice composite : 1/3 MSCI World TR; 1/3 Barclays Euro Aggregate ; 1/3 Eonia Capitalisé

**Depuis le 15.02.2010 (date de changement de gestion)