

# L'AGEFI

QUOTIDIEN DE L'AGENCE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE À GENÈVE

Concurrence en Europe  
**Lourde sanction  
visant les entreprises  
de transport** PAGE 27



SMI 8111.48	DOW JONES 18559.01
8150	18570
8100	18530
8050	18490
8000	18450
-0.61%	+0.14%

LE GROUPE NOVARTIS SUR SIX MOIS

## Virtuosité dans le registre défensif

PAGE 6

TOUR DE FORCE DES BANQUES CANTONALES  
Marges sauvées malgré les taux

PAGE 4

PASCAL RAFFY ET LES MONTRES BOVET  
Landing et stratégie de rebond

PAGE 5

GROUPE MANOR ET PRODUIT DE PARDON  
Le chocolat Désolé sera référencé

PAGE 8

APPLICATIONS BLOCKCHAIN FINANCIÈRES  
Entre fantasmes et désillusions

PAGE 4

DIANE REINHARD ET LES ADMINISTRATRICES  
Cinq ans de pure spécialisation

PAGE 9

DISTRIBUTION DES REVENUS DEPUIS 2000  
Le déclassement s'accélère

PAGE 24

RAPPEL: RYTHME ESTIVAL DE PARUTION  
Prochaine édition vendredi

DÉTAIL EN PAGE 9

## Symbole d'avenir bancaire à Dubaï



**LOULWA BAKR.** L'Arabie Saoudite n'est de loin pas comparable aux Emirats en termes de modernité. Mais c'est bien cette économiste saoudienne formée aux Etats-Unis que le groupe Reyl a recruté dans le conseil d'administration de sa nouvelle filiale à Dubaï. **PAGE 25**

# L'agrochimie n'avait pas besoin d'opérations aussi embrouillées

**SYNGENTA.** Résultats en fin de semaine dans un climat de doute sur la double OPA qui devrait transformer toute l'industrie.

STÉPHANE GACHET

Les experts et investisseurs vouaient l'agrochimie aux méga-fusions depuis des mois. Maintenant que la configuration est enfin en passe de changer diamétralement, les doutes et incertitudes n'ont jamais été aussi élevés. Comme si les offres publiques en double de Bayer sur Monsanto et ChemChina sur Syngenta n'étaient finalement pas si «évidentes».

Le groupe suisse publiera ses résultats intermédiaires ce vendredi. Attendus sans enthousiasme après les chiffres de Monsanto, mais la performance opérationnelle passera de toute façon à l'arrière plan. Une fois encore, l'attention sera focalisée sur la double OPA en cours.

Il ne se passe d'ailleurs pas un jour sans élément nouveau. Et les dernières annonces vont toutes dans le sens d'une réalisation des deux opérations d'ici la fin de l'année. Bayer vient de se voir refuser son offre relevée à 64 milliards de dollars sur Monsanto, mais la partie n'est pas abandonnée. ChemChina a récemment prolongé son offre sur Syngenta

pour la deuxième fois. Les positions semblent se verrouiller malgré les relances. Un retournement ne peut pas être exclu, mais c'est peu dire qu'il semble improbable à ce stade. Que ce soit l'arrivée d'un nouvel intervenant genre chevalier blanc (ChemChina joue déjà ce rôle à Bâle), ou une nouvelle reprise de négociations entre Monsanto et Syngenta. Aucune industrie n'a jamais été confrontée à deux OPA de cette importance en simultané et sur les mêmes spécialités, avec un niveau d'incertitude pareil. Le meilleur témoin reste l'attitude des investisseurs, qui campent très en retrait des offres respectives. Bayer est (était) à 125 dollars sur Monsanto, mais le titre stagne (proche de 106). L'écart est encore plus frappant côté Syngenta, sous le support des 400 francs depuis des mois. Très éloigné des 465 dollars (plus dividende) proposés par ChemChina. Ces difficultés sont assez incompréhensibles, à moins qu'elles reflètent un immense doute sur les fondamentaux de tout un secteur. **PAGE 7**

## Réorganisation avec instabilité au sommet

**JULIUS BÄR.** Nouvelle structure géographique. Nouveaux changements au directoire. Départ de Barend Fruithof.

Après l'intégration visiblement réussie des activités internationales de Merrill Lynch par le groupe bancaire de gestion privée Julius Bär, les investisseurs étaient dans l'attente de la prochaine étape avant de s'engager plus résolument dans le titre.

La nouvelle organisation communiquée hier, avec une structure géographique réduite de six à cinq divisions, a moins surpris que les changements annoncés à la direction.

Changements dont la fréquence en particulier soulève des questions. Notamment le départ annoncé hier de Barend Fruithof, en place depuis quelques mois

seulement à la tête de l'unité Suisse & Global Custody. L'arrivée de ce spécialiste de l'asset management et de la clientèle entreprises pour Credit Suisse avait pourtant suscité de grands espoirs. Gian A. Rossi lui succède en tant que nouveau responsable de la région Suisse.

La nouvelle structure voit en outre l'arrivée de Nic Dreckmann, en tant que nouveau directeur des opérations courantes (COO) dès le 1<sup>er</sup> août prochain. Et membre du directoire dès janvier 2017. Il succèdera à Gregory F. Gatesman, issu de Merrill Lynch, qui de son côté rentre aux Etats-Unis. **PAGE 4**

## Montée en puissance des partenariats

**HES-SO.** Les Hautes Ecoles spécialisées de Suisse occidentale de plus en plus transversales et sollicitées.

Les nombreuses initiatives parapédagogiques de l'EPF de Lausanne sont souvent chroniquées. Celles de la Haute Ecole spécialisée de Suisse occidentale (HES-SO), réseau relativement hétérogène d'établissements dont la direction est basée à Delémont, paraissent plus discrètes. Elles ne manquent pourtant pas, sur le thème de l'innovation non exclusivement technologique en particulier.

Un prix d'innovation a été mis sur pied, ouvert à toutes les disciplines (économie et services, ingénierie et architecture, design et arts visuels, musique et arts de la scène, santé et travail social). Un



**LUCIANA VACCARO.** Le réseau n'a jamais été aussi ouvert.

partenariat a été établi avec les hautes écoles de la francophonie. Un autre, artistique, avec l'Istituto svizzero di Roma et... le CERN à Genève. Entretien avec la directrice des HES-SO. **PAGE 10**

# Calcul aussi simple qu'effrayant

**RISQUE IMMOBILIER.** Qu'en serait-il de la valeur dans l'hypothèse d'une remontée des taux à 3%? Stress test.

LORENZO PEDRAZZINI\*,  
MATTHIEU BILLAUD\*\*

On lisait dans un célèbre journal anglais – entre deux regrets insulaires – qu'il n'était pas possible de mesurer le gain ou le risque en capital de l'immobilier dans une situation de taux négatifs ou, plutôt, de rendements à long terme de même tendance (négative).

Il est vrai que l'on ne connaît jamais avec exactitude la résistance de la corde d'un arc quand on le bande. Cependant, comme le rappelait Pierre Dac (maître en co(r)dages), «il y a toujours un moment où ça chauffe»; n'est-il pas meilleur indice? Il est vrai qu'à

Londres, comprendre et mesurer le prix des immeubles donne le vertige à n'importe quel équilibriste. On sait, depuis 1997 au moins (nos premières chroniques ici), une évidence quasi scolaire: la confrontation de l'indice des fonds immobiliers suisses aux taux d'intérêts long terme décrit une corrélation moyenne spectaculaire: 92.7%.

Autant dire que lorsque le prix de l'argent varie, le prix des fonds de placements immobiliers bouge. Automatiquement, proportionnellement et en sens inverse! La corrélation est presque parfaite. Les prix se mettent au «garde à vous» sans aucun recul ni nuance.

Voilà qui devrait interpellé! Admettons que les taux d'intérêt donnent le «la» (ce qui n'est pas totalement vrai) et que l'on connaisse la corrélation prix/taux, peut-on anticiper les mouvements de prix? On rêverait d'une règle à calculer

qui, à défaut de millimétrer les cash-flows, donnerait pour le moins une tendance, la mesure d'un risque. Ne rêvons plus, l'illustration suit. **SUITE PAGE 17**

\* AMI International (Suisse)  
\*\* MSc HEC Montréal

**RICHARD MILLE**  
A RACING MACHINE ON THE WRIST

CALIBER RM 011  
LIMITED EDITION ALL GOLD

RICHARD MILLE BOUTIQUE GENEVA  
Rue du Rhône 78, 1204  
+41 228 108 573  
www.richardmille.com

Deutsche  
Asset Management

www.DeutscheFunds.ch

Passion to Perform





# La fuite en avant... en hélicoptère?

Un rapport de l'emploi américain très solide et une accalmie sur les marchés financiers ont stoppé la chute des rendements obligataires.

DAVID DURAN\*

L'actualité économique de la dernière quinzaine fut incontestablement marquée par la publication des «payrolls» aux Etats-Unis. Avec 287'000 créations nettes d'emplois pour le mois de juin, la faiblesse enregistrée aux mois de mai (+11'000 postes de travail) semble désormais résulter d'une aberration statistique et non pas d'un enrayement intempestif de la croissance économique. Certes, le taux de chômage s'est hissé de 4.7% à 4.9%, mais le taux de participation a également progressé (62.7% contre 62.6%) et l'inflation salariale (2.6% en glissement annuel en juin) se raffermi lentement mais sûrement. Par ailleurs, les inscriptions hebdomadaires au chômage excèdent à peine les 250'000 dossiers, un niveau proche des plus bas historiques. Dans l'ensemble, la tendance à l'amélioration des conditions sur le marché du travail n'est donc pas infirmée. Outre les bonnes nouvelles sur le

front de l'emploi, les principaux indicateurs américains pointent vers le haut. La production manufacturière a rebondi en juin (0.4% mensuel, 0.4% annuel), confirmant le signal transmis par les dernières enquêtes de l'ISM. Les ventes au détail se sont raffermies en juin (0.6% mensuel, 2.7% annuel) et préfigurent une contribution importante de la consommation des ménages à la croissance du PIB du deuxième trimestre. Selon l'indice préliminaire calculé par l'Université du Michigan, la confiance des consommateurs a fléchi en juillet (89.5 contre 93.5 en juin), probablement sous l'effet d'une surmédiatisation des risques induits par le vote du «Brexit». Côté inflation, la stabilité reste de mise. L'indice des prix à la consommation présente une variation annuelle de 1% en juin, comme en mai. Si l'on exclut les composants plus volatils (énergie et alimentation), l'inflation sous-jacente s'élève à 2.3%, un niveau qui, pour l'heure, ne préoccupe pas trop les gouverneurs de la Ré-

serve Fédérale. Ces derniers s'attendent à devoir relever leur taux directeur d'ici la fin de l'année. Les marchés financiers avaient complètement exclu cette éventualité à la fin juin mais la publication du dernier rapport des «payrolls» a ravivé la perspective d'un timide resserrement monétaire. La position de biais vers le durcissement tenue par la Fed est désormais atypique. La Banque d'Angleterre, qui a pendant longtemps prévenu qu'une normalisation était probable, a dû faire volte-face au lendemain du vote des britanniques en faveur d'une sortie de l'Union Européenne. Jeudi dernier, elle a laissé sa politique monétaire inchangée tout en indiquant que le comité de politique monétaire s'attendait à ce qu'une mesure d'assouplissement soit nécessaire en août. L'un des membres du comité a d'ailleurs voté pour une baisse immédiate du taux directeur de 25 points de base mais ses collègues ont préféré attendre un mois supplémentaire pour mieux évaluer

les conséquences du référendum. La BCE ne devrait quant-à-elle pas modifier sa politique prochainement. Ce jeudi, Mario Draghi se contentera probablement de réaffirmer que la banque centrale se tient prête à agir en cas de besoin. Certains économistes, eurodéputés ou autres politiciens plaident pour une mesure de stimulation plus radicale par la BCE, à savoir «l'hélicoptère monétaire» qui fait référence à la métaphore d'un largage d'argent par hélicoptère employée par l'économiste Milton Friedman. En fait, il s'agirait pour la banque centrale de financer directement des investissements publics ou de la consommation des ménages en vue de stimuler la demande agrégée et générer de l'inflation. Une telle mesure est improbable dans la zone euro. En revanche, les gouverneurs de la BCE pourraient à nouveau considérer un élargissement de la relance quantitative si l'inflation devait rester cantonnée à zéro trop longtemps. Au Japon, l'idée d'hélicoptère monétaire paraît moins farfelue. La

semaine dernière, l'ancien Président de la Fed, Ben Bernanke, a rencontré plusieurs dirigeants à Tokyo, parmi lesquels figuraient le Premier Ministre Shinzo Abe et le gouverneur de la Banque du Japon, Haruhiko Kuroda. Il aurait défendu l'idée de financer des dépenses gouvernementales via des obligations d'Etat perpétuelles souscrites par la banque centrale afin de combattre les forces déflationnistes qui accablent l'Empire du Soleil levant. Le 29 juillet, la Banque du Japon annoncera peut-être de nouvelles mesures, mais la mise en place du plan préconisé par «Helicopter Ben» exigerait au préalable un changement de la législation. Même si les hélicoptères ne sont pas près de s'envoler, les attentes de stimuli monétaires supplémentaires dopent toujours les marchés financiers: les indices actions établissent de nouveaux records tandis que les rendements obligataires s'ancrent sur des plaines abyssales.

\* Dynagest SA à Genève

## HORS-BOURSE ZKB

### Semaine estivale

Le négoce hors-Bourse de la Banque cantonale de Zurich (ZKB) a connu une semaine calme, placée sous le signe des vacances. Le nombre de transactions a très légèrement baissé, à 102 contre 104 la semaine précédente, tandis que le volume total a reculé de 1,5%. L'indice ZKB KMU des petites et moyennes entreprises a grappillé 0,1% pour se hisser à 1072,04 points. Le négoce a manqué d'impulsions et il n'y a pas eu de nouvelle susceptible d'agiter les cours, a confié un courtier à AWP. L'action acervis Bank est celle qui a enregistré le plus gros volume, en quatre importantes transactions. La deuxième position revient au titre NZZ, suivi de Zur Rose. Depuis quelque temps, le bon de participation Weleda est scruté par les investisseurs. Le fabricant de produits cosmétiques naturels a réalisé la 5e performance de la semaine en termes de volumes. Il est parvenu à revenir dans les chiffres noirs et anticipe une nouvelle fois une croissance. Avec une avancée de 5,3%, le titre Welinvest est le gagnant de la semaine. Il est suivi de Zur Rose (+2,8%), Rigi Bahnen (+3,5%), Espace Real Estate (+2,4%) et Grand Resort Bad Ragaz 0,9%. A l'autre extrémité, Arosa Bergbahnen se délestait de 7,3%. Viennent ensuite EW Jona Rapperswil (-2,5%) et Bernexpo Holding (-2,2%). Repower, dont la nominative est négociée depuis hier (lundi) sur la plateforme eKMU-X, a corrigé le résultat de son augmentation de capital, annoncée il y a tout juste deux semaines. Le produit brut de l'opération a été revu à la hausse de 0,4 millions de francs, à 171,3 mio, suite à une défaillance de sa centrale de dépôts de titres, a expliqué l'énergéticien grison. Le capital-actions se monte désormais à 7,4 millions de francs, réparti en 7,4 mio d'actions nominatives d'une valeur nominale de 1,00 franc l'unité. La Banque cantonale de Nidwald a vu son résultat d'exploitation progresser de 3,0% au 1er semestre 2016. Le produit des opérations d'intérêts a crû de 3,4% zu, celui des activités de négoce de 3,5%. Mais aucune transaction n'a été effectuée sur la plateforme eKMU-X après la publication de ces chiffres. Le groupe industriel Metalor, leader mondial de l'affinage et de la transformation des métaux précieux, a été racheté par le japonais Tanaka Kikinzoku Kogyo, pour un montant non divulgué. Jusqu'ici, la transaction est restée sans effet sur le titre Cendres & Métaux, qui n'a plus été négocié sur la plateforme eKMU-X depuis le 21 juin dernier.

SUITE DE LA PAGE UNE

## Un calcul aussi simple qu'effrayant

A titre liminaire, il convient de préciser que les taux du marché ne sont plus significatifs du tout. Les prêteurs (banques ou assurances) plaident d'autres contraintes (vraies ou feintes), dont bien sûr des ratios de fonds propres qui s'envolent. Plus question de rajouter aux Swaps des marges bancaires. Il s'agit dorénavant de tester le marché, empiriquement, pour savoir ce que les banques offrent. Il apparaît, par exemple, que le coût prudent du crédit, valeur juillet 2016, s'établit à 1.75% (en moyenne) pour un refinancement de dix ans. Le taux est ici donné pour une avance de 80% de dette et pour un immeuble résidentiel. Cet exemple très élémentaire est repris ici par souci de clarté.

Comment lire ce graphique? Il suffit de se reporter à l'abscisse qui illustre le prix du crédit. Retenons qu'à la date de ces lignes (mi-juillet), le prix du crédit soit de 1.75%. Qu'advierait-il en cas de continuation de baisse du coût du crédit, disons (toutes choses étant égales par ailleurs) à 1.5%? Réponse: la valeur théorique de l'immeuble (d'équivalent-rendement) s'apprécierait de 19.86%. Par contre, que se passerait-il en cas de hausse du coût du crédit, par exemple, à 2.25%? Réponse: une perte de valeur de 25.05%. Dix situations, par fréquences de 0.25%, sont ici mesurées. Les extrêmes démontrent pour le mieux une explosion de valeur de 97.75%, pour le pire une perte de 50.36%. A l'évidence, les Cassandra (Cassandra, brave fille dont l'histoire est abominable: condamnée à avoir raison sans être jamais crue. Je crois qu'elle a mal fini...) peu-

vent rappeler aux professeurs que même la volatilité immobilière peut être extrême, pour un seul et presque minuscule caprice ou élément variable. Certes, l'environnement macro-économique, le bilan des banques centrales et l'endettement des Etats ne poussent pas au pessimisme immobilier. Ceux de plus de vingt ans se souviennent de crédits hypothécaires à 7%. Ces pourcents sont assez fatigants. La stabilité de la pierre ne procède pas des taux mais de la stabilité d'une économie, du pouvoir d'achat et de la capacité d'épargne. Point. Pour fabriquer la simulation de la figure 1, il n'est pas inintéressant (cela signifie que c'est essentiel) de comprendre les paramètres de calcul qui ne sont autres que ceux (en simplifié) que les fonds internationaux reprennent dans «l'asset management». Là, certes, ce n'est plus de l'immobilier, c'est de la finance. Donc la suite de cet article n'intéressera que les étudiants et les gens sérieux. Prenons, dans la fig. 2, l'exemple d'un coût du crédit à 2% (C cap). La règle qui veut que le coût des

fonds propres soit supérieur à celui de la dette élève le coût des fonds propres ici à 3.05% (l'investisseur supporte le premier risque de l'investissement pour un cinquième (20%). D'ailleurs, hasard ou calcul, 3.05% est le rendement 2016 moyen des sociétés ou fonds immobiliers suisses. L'un (la dette) dans l'autre (les fonds propres) indiquent un rendement pondéré de 2%. Si le coût de la dette passe à 3.25% (extrême de l'illustration), le coût pondéré bondira à 3.8%, pour les mêmes raisons que précédemment. Si son investissement a été calculé au 1.7.2016, sa perte en capital sera de la moitié de son investissement (-50.5%), rien de moins. On peut (et on doit) détester ces démonstrations mécaniques. Les taux d'intérêt incorporent l'inflation et situent le niveau des revenus. En théorie, qui dit taux bas dit chute des revenus, taux hauts, hausse des revenus du fait d'un fantasme aujourd'hui insolite: l'inflation. Les revenus immobiliers ne sont pas synonymes de stabilité. Les cash flows immobiliers peuvent s'effondrer

ou s'envoler pour foule de raisons. Dieu que tout cela est compliqué. Il n'en demeure pas moins – il est certain que tous les créanciers ont fait l'exercice – que d'imaginer un moment où la dette puissent coûter 1% ou 3% n'est pas complètement fantaisiste. Mais en vérité, ce qui a soutenu l'immobilier suisse depuis 2000, c'est la simple et hasardeuse conjonction de trois coïncidences durables: un flux démographique massif, la baisse du

chômage et particulièrement des taux dont il est facile de calculer les méandres, surtout après la lecture de cet article. Voilà une démonstration rapide de la contagion des taux. Il est plus délicat de mesurer les folies politiques – aussi influentes, même sur l'immobilier de nos alpages – que sont la réglementation de contingents, l'aménagement de nos alpages, la définition des résidences secondaires, les m2 autorisés à Verbier ou le Brexit d'Albion. – (LP et MB)

FIGURE 1: TAUX DE CRÉDITS ET VALEURS

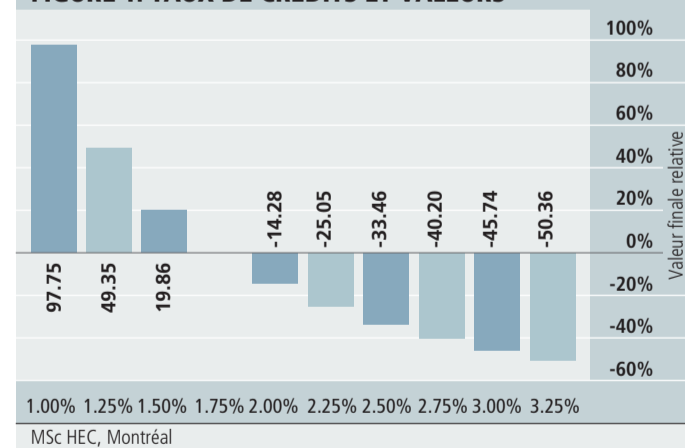


FIGURE 2: COMPOSANTES DU CALCUL

Matrice (Risque de taux)		01.07.2016										
		a	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3%	3.25%
C dette	a	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3%	3.25%	
C fonds propres	b	1.70%	2.14%	2.59%	3.05%	3.52%	3.99%	4.47%	4.97%	5.47%	5.98%	
C Cap	c	1.1%	1.4%	1.7%	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%	3.2%	3.5%	3.8%	
Val fin	d	10138	7657	6145	5127	4394	3842	3411	3066	2782	2545	
gain (perte) CHF	e	5011	2530	1018	0	-732	-1284	-1715	-2061	-2345	-2582	
gain (perte) %	f	97.7	49.4	19.9	0.0	-14.3	-25.0	-33.5	-40.2	-45.7	-50.4	
Coût de la dette hors amortissement	a	Coût fonds étrangers, base : observation d'une dette 10 ans CHF au 1.7.2016, comme référence										
Coût théorique des fonds propres	b	Coût fonds propres : multiple pondéré non linéaire, du coût des fonds étrangers										
Coût du capital (WACC)	c	Coût pondéré capital (20% de fonds propres, 80% de fonds étrangers)										
Valeur financière théorique	d	Valeur financière (valeur de capitalisation)										
gain (perte) CHF	e	Opportunité/risque / 2016, en CHF, par rapport à la situation du 1.7.2016 = 100										
gain (perte) %	f	Opportunité/risque/ 2016, en %, par rapport à la situation du 1.7.2016 = 100										

MSc HEC, Montréal

## ANALYSE TECHNIQUE ZKB

### Le SMI attendu en hausse

L'indice vedette SMI de la Bourse suisse devrait progresser ces prochains jours, ont estimé les chartistes de la Banque cantonale de Zurich (ZKB). Les indicateurs à court terme laissent entrevoir une progression vers les 8250 points. A moyen terme cependant, les spécialistes de l'établissement cantonal s'attendent à ce que la pression baissière ressurgisse, sauf en cas de dépassement du niveau de résistance à 8300 points.