



CCR enclenche le klaxon pour son Centrale Opportunités Monde (code ISIN FR 0010172437)

Reprise de l'article de Paul Seyes - Asset News, 27/06/2006

Le FCP Centrale Opportunités Monde de CCR Gestion n'a certes qu'un an d'existence et environ 20 millions d'euros d'encours actuellement, mais la société de gestion entend mettre commercialement en avant les bonnes prestations de son gérant Vincent Ledoux, noté triple A par Citywire en une période de correction qui a été sanglante pour une très grande majorité d'OPCVM. Le produit, dont l'objectif de performance absolue est de fournir l'Eonia plus 300-400pb, doit montrer qu'il est possible de s'affranchir des mouvements à la baisse des marchés avec une approche macro-économique opportuniste et une stratégie acheteur-vendeur couvrant les actions, les obligations et les changes sans limitation de pays ou d'instruments tout en restant dans le cadre d'un statut de droit commun français et donc avec un effet de levier limité, sans épuiser par ailleurs (pour l'instant) toute la volatilité de 4-6 % prévue dans le prospectus. De fait, malgré la chute parfois sanglante des marchés, le fonds n'a perdu que 0,5 % en mai et, surtout, il se trouve dans la zone positive sur trois mois.

En début d'année, le fonds était bien au-dessus de son objectif de performance. Sur un an au 23 juin, la performance "flat" est de 4,12 % contre 2,32 % pour l'Eonia capitalisé et une volatilité de 2,47 %.

Le pari d'une gestion très active et décalée

Comme l'explique Vincent Ledoux, les fonds diversifiés traditionnels s'exposent à présent à des déconvenues, maintenant que la période de hausse concomitante de tous les marchés paraît révolue. Il s'agit donc de mettre en œuvre une stratégie suffisamment souple pour affronter une période différente qui sera plus difficile puisque tous les marchés ne monteront plus en même temps dans un monde où la croissance décélèrera et où il faudra

compter avec une certaine dose d'inflation. L'objectif du Centrale Opportunités Monde consiste donc à opérer d'une manière qui permette de se différencier d'une gestion traditionnelle en achetant tout à tour les marchés qui auront connu des corrections et qui ne seront pas chers, tout en vendant ceux qui s'avèrent trop onéreux. Maintenant que le gros de la correction est terminé, et que la volatilité ambiante est un peu moins forte, les fondamentaux vont compter davantage.

La stratégie mise en œuvre par le gérant, qui dirige le pôle macro-économique de CCR Gestion, consiste à amortir les baisses et prendre les hausses, à tenter des positionnements décalés sur différentes classes d'actifs, pour "aller chercher la performance là où elle est", plutôt que de se laisser porter par les marchés. Vincent Ledoux gère environ quarante "stratégies" (plutôt que des lignes), avec 7-8 convictions fortes sur les actions, 3-4 sur les taux et 5 sur les changes.

Selon le tableau récapitulatif, le fonds Centrale Opportunités Monde qui a fait le bon choix de "shorter" les actions à temps -ce qui s'est avéré profitable dans la baisse récente- est actuellement acheteur sur Taiwan, sur l'or, sur le Japon et sur le yuan, mais vendeur sur l'Euro Stoxx bancaire, les taux américains (le 5 ans), les moyennes capitalisations allemandes (les valeurs du MDax sont devenues beaucoup trop chères) et l'Inde (survalorisée). Vincent Ledoux explique ainsi que la Corée et Taiwan présentent "un potentiel énorme", avec des valeurs deux fois moins chères que les mexicaines ou les indiennes, ou même les hongroises et les tchèques. Il estime que l'or profite à la fois d'une demande forte en Chine et en Inde pour la bijouterie alors que l'extraction n'a pas suivi, sans compter que le métal jaune "est plutôt pas cher" par rapport au pétrole

SOMMAIRE

LA GESTION MACRO :
D'une correction technique à une crise fondamentale : l'exemple turc.

VOLATILITE :
Volatilité actions : l'horizon court terme se dégage mais l'incertitude demeure sur le long terme.

LE CREDIT :
L'ambiance a changé

Responsable de la publication : Eric Bourguignon

PRÉVISIONS À 3 MOIS TAUX ET CHANGE

Etats-Unis

Données au	Fed	10 ans
03/07/06	5,25 %	5,16 %
CCR	5,25 %	5,20 %
CONSENSUS	5,25 %	5,23 %

Zone Euro

Données au	REFI	10 ans	\$/Eur
03/07/06	3,00 %	4,09 %	1,28
CCR	3,00 %	4,00 %	1,28
CONSENSUS	3,00 %	4,11 %	1,28

Source : consensus Agefi



44 rue Washington, 75008 Paris
Tél : 01 49 53 20 00
Fax : 01 42 25 60 48
www.groupe-ccr.com
SA au capital de 2 224 487
RCS Paris B 382 141 141
SIRET 382 141 141 - 00038
APE 671C

la gestion macro

et qu'il constitue un bon placement si l'on fait l'hypothèse que nous allons vers une période marquée par un certain laxisme budgétaire et monétaire. Pour lui, en outre, le Japon n'est pas sous-valorisé mais doit nécessairement se corriger à la hausse après avoir baissé de 10 %, avec un avenir "tout rose" pour l'économie et les bénéfices des entreprises ; de plus, le gérant achète du yen contre dollar. Concernant le yuan, le gérant anticipe une réévaluation de la monnaie chinoise que le marché ne voit pas vraiment. A noter enfin que Vincent Ledoux reconstitue prudemment depuis quinze jours une exposition actions, en misant sur un rebond temporaire. C'est un investissement de court terme, un pari opportuniste, là encore.

Une prudente montée en charge

Pour des considérations de crédibilité commerciale, Vincent Ledoux a opté jusqu'à présent pour une approche prudente, sans épuiser son budget de volatilité, parce qu'un nouveau produit original doit se constituer un historique de performance pour attirer les souscriptions. Dans un phase initiale, il y a encore moins le droit à l'erreur que pour un produit adulte. La clientèle visée est plutôt

celle des particuliers qui ont accès à des produits monétaires. Le fond Centrale Opportunités Monde a jusqu'à présent recueilli les suffrages de conseillers en gestion de patrimoine indépendants. Il s'agit de convaincre le marché que, dans un contexte de marché qui a changé, ce genre de produit peut s'avérer nettement meilleur que l'actif en euros dont le rendement va tendanciellement baisser. Il faut du temps pour convertir les investisseurs à ce produit qui est de type alternatif mais avec très peu d'effet de levier. Ensuite, quand le fonds aura avancé en âge tout en fournissant des performances convaincantes, il sera temps de faire porter davantage l'effort sur les institutionnels, qui ne devraient pas être fâchés de disposer d'un produit offrant à la fois un rendement élevé et une volatilité relativement faible. L'objectif affiché est d'atteindre les 150 millions d'euros sous deux à trois ans.

La commission de gestion ressort à 1,50 % au maximum, celle de performance se situant à 10 % au-dessus de l'Eonia + 400 points de base, tandis que la commission de souscription (négociable) est affichée à 2,5 %.

D'une correction technique à une crise fondamentale : l'exemple turc.

L'épreuve que viennent de traverser les marchés financiers turcs est symptomatique des mécanismes de transmission des crises affectant régulièrement les pays émergents. On a bien au départ un creusement du déficit de la balance courante, lié à une forte croissance de la demande domestique, elle-même engendrée par une baisse sans précédent des taux d'intérêt rendue possible, paradoxalement, par une rigueur fiscale inédite dans l'histoire du pays. Pourtant, le programme de privatisations et les nombreux investissements étrangers à long terme dans le secteur financier financent aisément la plus grande partie de ce déficit. Ainsi, à l'aube de la correction on pouvait estimer que de nombreux pays émergents semblaient bien moins placés que la Turquie en termes macro-économiques. Le maillon faible fut la situation technique du marché de la devise, avec de nombreuses positions longues de la part des fonds étrangers dans un marché relativement étroit, au moment où les inquiétudes globales sur la fin du cycle de liquidité mondiale ont commencé à se cristalliser. La suite est connue : forte baisse de la devise, qui engendre à son tour des débouchements de positions sur les obligations locales. Les actions se mettent alors à intégrer l'impact d'une devise plus faible, d'une inflation et de taux plus élevés sur les résultats des entreprises,

offrant ainsi l'excuse fondamentale nécessaire à la remise en cause de la dynamique vertueuse. La panique s'installe alors, les volatilités augmentent et on se tourne vers les autorités qui doivent sortir de leur réserve et prouver leur crédibilité. C'est la partie la plus délicate de l'exercice qui décide souvent de l'issue de la crise : en l'occurrence, la banque centrale de Turquie s'en est plutôt bien sortie avec un relèvement musclé des taux d'intérêt, et le gouvernement a continué d'envoyer les signaux rassurants de la rigueur fiscale. La première manche semble gagnée avec l'accalmie boursière globale et la baisse des volatilités, mais le scénario macro-économique a bien été mis à mal par l'épisode récent. Les objectifs d'inflation 2006 et 2007 sont maintenant hors d'atteinte et la croissance des bénéfices 2006 du marché actions devrait passer de +50 % à +0-10 %. La dynamique de baisse des taux a subi un coup d'arrêt qui devrait se prolonger au moins jusqu'aux élections présidentielles de Mars 2007, sur fond d'après discussions avec l'Union Européenne à propos du problème chypriote. Heureusement, l'essentiel semble avoir été préservé, à savoir la crédibilité du mix monétaire et fiscal, mais la dynamique vertueuse a maintenant pris un retard d'un à deux ans, qui la rend vulnérable à des influences politiques et populistes toujours récurrentes dans ce pays.

Brèves

17^{ème} hausse consécutive de la Fed qui porte ainsi son taux directeur à 5.25 %. Nous anticipons encore au moins une hausse des Fed Funds d'ici à la fin de l'année.

Le dollar qui avait profité ces derniers temps de l'augmentation des anticipations de hausses de taux aux Etats-Unis a cédé plus d'1 % contre toutes devises lors de la publication d'un communiqué plus nuancé que prévu de la Reserve Fédérale Américaine.

Plusieurs membres de la BCE ont fait violemment chuter les marchés de taux européens en déclarant que des hausses de taux de 50bp n'étaient pas exclues. Compte tenu de notre scénario, nous trouvons cette éventualité peu probable.

l'arbitrage de volatilité

Volatilité actions : l'horizon court terme se dégage mais l'incertitude demeure sur le long terme.

Les volatilités ont connu une baisse généralisée au mois de juin, après un mois de mai très mouvementé. Les incertitudes sur l'évolution des politiques monétaires, principales sources de turbulence du mois dernier, ont cessé d'alimenter l'incertitude après les derniers discours et réunions des principales banques centrales (FED et BCE). Les marchés actions ont assez fortement rebondi effaçant à peu près la moitié de leurs pertes du mois de mai.

Les volatilités des marchés actions sont revenues durant le mois de juin. La structure par terme s'est nettement repentifiée en faveur des volatilités longues. En effet, l'indice de volatilité courte sur l'indice Eurostoxx 50 V2X,

est passé de 23 % à 18.30 %. Le VIX indice de volatilité courte sur le SP500 a également baissé passant de 16.5 % à 13 %. Sur des maturités plus longues, la volatilité implicite à la monnaie sur l'échéance dec 06 de l'Eurostoxx50 est passée de 18.8 % à 17.4 %.

Les volatilités implicites des obligations convertibles ont légèrement baissé passant de 31 % à 30.5 %.

Le skew 3 mois (différence de volatilité implicite 3 mois entre call 120 et 80) est resté toujours relativement tendu autour de 10 %, traduisant un niveau d'aversion au risque encore élevé.

Taux d'intérêt : Divergence sur les volatilités euro et us.

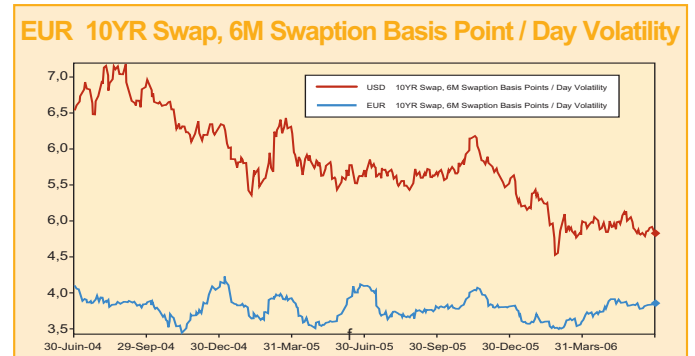
La volatilité sur les taux aux Etats-Unis est toujours supérieure à celle des taux en Europe. Mais depuis quelques mois, on constate que l'écart de volatilité entre ces 2 courbes diminue.

Le graphique ci-dessous illustre la volatilité du swap 10 ans en points de base par jour depuis 2 ans : en Europe, la volatilité est passée de 3 bp à pratiquement 4 bp par jour au cours des 3 derniers mois, alors que sur la courbe américaine, la volatilité est passée 5.2 à 4.5 bp par jour.

Les derniers discours de la Réserve Fédérale américaine préparent les marchés financiers à une possible pause dans son cycle de hausse de taux. Après avoir remonté 17 fois de suite son taux directeur (depuis juillet 2004), la fin semble proche, d'où la baisse de la volatilité.

Pour la Banque Centrale Européenne, son cycle de

hausse des taux a commencé en décembre 2005. Entre les craintes inflationnistes en Europe et la fin possible des hausses de taux de la Fed, comment va réagir la BCE ?



Regain d'intérêt limité sur le marché primaire des convertibles

Artémis vient d'émettre, pour un encours de 800 MEUR (susceptible d'être porté à 1 MdEUR en cas d'exercice de l'option de sur-allocation) une nouvelle échangeable de maturité 31/07/2011.

C'est le plus gros encours émis sur le marché européen depuis plus d'un an.

L'objectif de cette émission est l'optimisation de la dette de groupe incluant l'OE PPR / Art. 1.5 % 01/07 (1.5 MdEUR) qui sera remboursée le 16/05/2007.

Sur les conditions du marché primaire et sur la base des termes milieu de fourchette, l'obligation, libellée en EUR, affiche un profil mixte-obligataire avec un rendement à maturité de 5.5 % soit un spread de +210 pb par rapport au taux de swap. La convexité de l'obligation est de +6.0/-3.5 % pour une variation de +/-20 % de l'action sous-jacente. Sa prime de conversion nette à l'émission est de 29.5 % (5.3% annualisée) et son risque de baisse de 5.8 %.

Elle constitue une alternative mixte à l'OE PPR / Art. 1.5 % 01/07. Cette dernière affiche un profil obligataire et sera remboursée dans un an (cette nouvelle émission ôtant toute crainte quant à un risque de non remboursement).

En contrepartie d'une valorisation un peu élevée, l'obligation garantit un mix spread (+210 pb) / sensibilité action (0.25%) attractif.

On notera aussi 2 nouvelles émissions pendant le mois de juin :

- La Nexans 1.5 % 06/13, de type « OCEANE » pour un encours de 212 MEUR susceptible d'être porté à 280 MEUR en cas d'exercice de la clause d'extension. Le produit de cette émission sera principalement utilisé par la Société pour le financement de futures acquisitions. Cette nouvelle obligation garantit un spread / taux swaps positif assorti d'une sensibilité modérée à la hausse de l'action et d'un risque de baisse limité de 10.6 %.

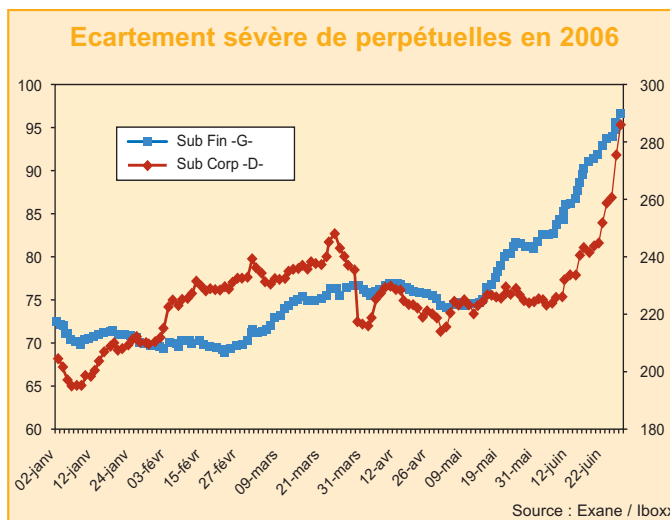
- La Iliad 2.2 % 06/12, pour un encours de 250 MEUR de type OCEANE afin de diversifier ses sources de financement et d'allonger sa dette. Elle bénéficie d'une forte sensibilité instantanée à l'action (delta de 56 %), assortie d'une distance au plancher obligataire de 20.2 %. Ce profil asymétrique peut en effet sembler particulièrement attractif sur un sous-jacent aussi volatil, présentant un potentiel de hausse de 50 % et ayant progressé de 100 % depuis un an.

L'ambiance a changé

Après 3 années « faciles » durant lesquelles les spreads se sont constamment et fortement resserrés (il est vrai qu'ils partaient de très haut), ne connaissant que de rares soubresauts dus aux difficultés de GM et Ford, le marché entre dans une période évidemment plus difficile. Chacun sait maintenant qu'il y a globalement plus à perdre qu'à gagner et ce changement dans la psychologie des acteurs est à notre avis l'élément déterminant pour l'évolution à venir du marché. Certes, un retournement généralisé et brutal, du type 2001/2002, reste un scénario improbable, mais la gestion du risque crédit ressemblera un peu à la navigation au milieu de récifs. Dans la foulée de la baisse des bourses, de l'affaiblissement des marchés émergents, sur fond de hausse des taux généralisée, c'est au tour des subordonnées de rappeler qu'un spread peut s'écarter rapidement et fortement. Voilà une classe d'actifs régulièrement et unanimement recommandée depuis le début de l'année, du moins en ce qui concerne les Tier I bancaires. Or, si les indices s'étaient faiblement écartés de janvier à mai (5 à 10 bp), un mouvement d'écartement très prononcé s'est produit en mai et surtout en juin (cf graphique). Les explications ne manquent pas. Fin de semestre (« window dressing »), décision de la NAIC (autorité américaine définissant les normes comptables des assureurs) de comptabiliser certains titres hybrides en actions et non plus en obligations, obligeant certains investisseurs à alléger leurs positions, dégradation

de quelques émetteurs corporates, et dernièrement incidence, sur un marché déjà lourd, des émissions Generali et Axa.

Certes, dans les tous derniers jours de juin, les spreads sur ces subordonnées se resserrent et certains analystes prédisent un rallye cet été, hypothèse que nous n'écartons pas dans un marché assoupi. L'épisode n'en constitue pas moins un signe supplémentaire de la fragilité du marché du crédit pour 2006.



Crédit Agricole - Emporiki : nouvelle opération transfrontalière ?

Crédit Agricole SA a fait le 13 juin dernier une offre amicale en numéraire sur 100 % d'Emporiki Bank, quatrième banque grecque, dont il détenait déjà 8.8 % du capital. Cette offre valorise ainsi Emporiki à 3.1 milliards € et va de pair avec d'une part la politique d'expansion à l'international du Crédit Agricole et d'autre part le souhait du gouvernement grec de se séparer de sa part détenue sur Emporiki. Aussi, à ce niveau de valorisation, le groupe français consomme en quelques mois 75 % du budget de 5 milliards €

qu'il avait prévu sur trois ans pour les acquisitions. Emporiki figure parmi les banques grecques les moins rentables, ce qui supposera à terme inévitablement d'importantes charges de restructuration pour la « banque verte ». A moins qu'elle n'espère que des opportunités de contre-offre en vue d'une plus-value... Scénario plausible, puisque Bank of Cyprus annonçait une semaine après une surenchère sur Emporiki...

Brèves

Ericsson poursuit son redressement et Moody's relève sa note d'un cran à Baa2. L'équipementier mobile avait vu ses notes descendre dans la catégorie spéculative entre l'été 2002 et le début d'année 2005. **France Telecom** va céder partiellement ou en totalité sa participation de 54 % dans les Pages Jaunes valorisée à 3.4 Mds€. Six candidats seraient en lice dont Vivendi. **PPR** cède ses magasins Printemps pour 1.1 Mds€ à Rinascente et poursuit ainsi sa stratégie de recentrage dans le luxe. Acquisition de Winterthur, filiale assurance de Crédit Suisse, par **Axa** pour 7.9 Mds€ et ratings confirmés.

Dégradation attendue des ratings de **Bayer** après l'acquisition de son compatriote Schering pour 17.1 Mds€. Bayer renforce son pôle pharmaceutique et se positionnera parmi le top 12 des laboratoires pharmaceutiques mondiaux.