

# La lettre

## CCR GESTION

# n°32

Octobre 2006



## Un produit « anti-choc », adapté à la couverture d'un portefeuille d'actions

CCR Gestion complète son offre en produits de volatilité en lançant un nouveau fonds, **Centrale Long Vol** (FR 0010370445). Le fonds présente une **exposition structurellement longue à la volatilité** des marchés actions (et accessoirement de taux) et met en œuvre un **processus de gestion active** reposant sur une gestion dynamique de l'exposition en vega et une diversification de l'exposition aux différentes volatilités, par zones géographiques ou classes d'actifs.

Le fonds est conçu comme un **produit « anti-choc »** qui permet de protéger et de lisser la performance d'un portefeuille diversifié en tirant parti des caractéristiques de diversification et de corrélation de la volatilité. Sa corrélation négative avec les marchés actions et son absence de corrélation avec les marchés du crédit font de la volatilité une classe d'actifs aux caractéristiques particulièrement intéressantes. Le fonds permet ainsi d'atténuer l'impact d'une baisse des marchés actions en profitant de la hausse de la volatilité actions qui l'accompagne en règle générale. Cette protection en cas de choc des marchés nous paraît souvent beaucoup plus intéressante qu'une couverture

traditionnelle, notamment en raison de son coût. Dans cette optique, Centrale Long Vol présente un effet de levier important, sans équivalent aujourd'hui sur le marché, qui permet de faire de ce produit un instrument simple d'emploi, peu consommateur de place en terme d'allocation et parfaitement adapté à la couverture. Son exposition en vega pourra ainsi osciller entre 1 et 7.

Centrale Long Vol s'adresse aux investisseurs qui souhaitent réduire leur risque global en intégrant une nouvelle classe diversifiante dans leur allocation d'actifs ou mettre en place une gestion plus réactive, en couverture ou non, leur permettant d'exploiter des sauts de volatilité, liés à des chocs de marché.

### Il nous a rejoints

**Antoine LIM**, 31 ans, en qualité de gérant de volatilité sur sous jacents actions. Ingénieur des Ponts et Chaussées et titulaire d'un DEA de Probabilités et Finance, il a débuté sa carrière en 1998 au Crédit Lyonnais Securities Londres, Département Equity Derivatives, en tant que trader en charge de la dispersion indices Eurostoxx 50 et sectoriels.



## SOMMAIRE

**LA GESTION MACRO :**  
La récession heureuse ?

**VOLATILITE :**  
La volatilité reste basse

**LE CREDIT :**  
Telecom Italia crée la confusion

Responsable de la publication :  
Eric Bourguignon

## PRÉVISIONS À 3 MOIS TAUX ET CHANGE

### Etats-Unis

| Données au       | Fed    | 10 ans |
|------------------|--------|--------|
| 02/10/06         | 5,25 % | 4,66 % |
| <b>CCR</b>       | 5,25 % | 4,80 % |
| <b>CONSENSUS</b> | 5,25 % | 4,76 % |

### Zone Euro

| Données au       | REFI   | 10 ans | \$/Eur |
|------------------|--------|--------|--------|
| 02/10/06         | 3,25 % | 3,74 % | 1,27   |
| <b>CCR</b>       | 3,50 % | 3,80 % | 1,28   |
| <b>CONSENSUS</b> | 3,50 % | 3,90 % | 1,29   |

Source : consensus Agefi



## VOLATILITÉ, UNE NOUVELLE CLASSE D'ACTIFS

Exploiter l'incertitude pour créer de la valeur

- Centrale Arbitrage Volatilité
- Centrale Long Vol



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

## La récession heureuse ?

Les anticipations des marchés de taux ne peuvent aujourd'hui s'expliquer qu'en admettant l'hypothèse d'un ralentissement marqué de l'activité aux Etats-Unis. En effet, bien que la FED affiche clairement un biais haussier dans son objectif de lutte contre l'inflation, des baisses de taux sont prévues dès le début de l'année prochaine aux Etats-Unis. En zone Euro par ailleurs, aucune probabilité n'est donnée à une hausse de taux en 2007. Il faudrait là aussi que le ralentissement de l'économie américaine soit bien prononcé pour que la BCE soit contrainte de s'arrêter aussi tôt dans son programme de hausse de taux.

Les marchés actions, quant à eux, semblent bercés d'une douce euphorie à l'approche des records vieux de 5 ans. Ils optent pour un ralentissement modéré plus que compensé par les bénéfices retirés de la baisse de taux de la FED et de la baisse du prix de pétrole.

## Encore deux hausses de taux pour la SNB

L'économie suisse continue de progresser à un rythme soutenu et devrait ainsi enregistrer une croissance proche de 3% pour l'ensemble de l'année 2006, son plus haut niveau depuis 2000. Cette belle performance s'explique par une consommation soutenue et une bonne tenue des exportations à destination de l'Union Européenne.

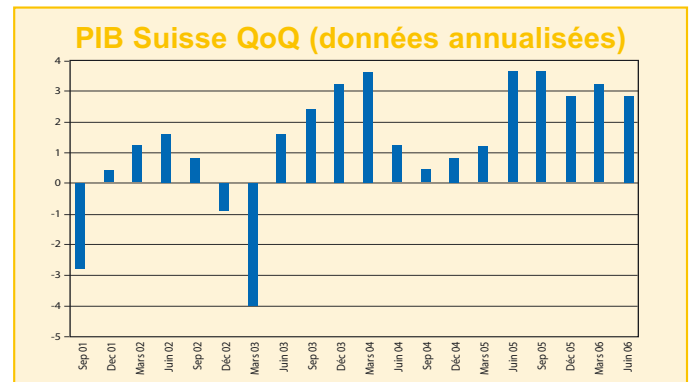
Les deux indicateurs avancés les plus regardés par les marchés (indice KOF, et indicateur UBS de la consommation) semblent désormais pointer vers un ralentissement prochain de l'économie. Cependant, compte tenu du faible taux de chômage, et du bas niveau des taux d'intérêts à long terme, nous n'anticipons pas de retournement majeur de l'économie suisse au cours de l'année 2007.

Au niveau de l'inflation, l'indice core qui avait fortement progressé en début d'année, semble lui aussi avoir atteint un plafond à 0.8% YoY.

Nous sommes également convaincus que le ralentissement restera modéré aux Etats-Unis. La mauvaise orientation du secteur immobilier est incontestable mais elle ne devrait pas impacter gravement les autres secteurs d'activité. Nous ne pensons pas en revanche que cette inflexion de la croissance soit suffisante pour peser sur la tendance à l'accélération de l'inflation et inciter la FED à baisser rapidement ses taux.

La hausse des salaires aux Etats-Unis n'a en effet aucune raison de s'inverser prochainement. Par ailleurs, la hausse considérable du prix des matières premières depuis trois ans continue de se diffuser et les entreprises ont commencé à répercuter ces hausses de coûts dans leurs prix pour protéger leurs marges. Incontestablement les pressions inflationnistes restent très présentes.

Dans ces conditions, la SNB devrait profiter du momentum de croissance actuel pour continuer de relever ses taux de 0.25 points de base par trimestre jusqu'en début d'année prochaine avant d'adopter le statu quo.



## Marchés Emergents : Le risque politique est-il devenu anecdotique ?

Le mois de septembre fut riche en événements politiques dans les marchés émergents. Le coup d'Etat en Thaïlande a rappelé des images inédites depuis 15 ans. Le Président brésilien Lula a de nouveau été éclaboussé par un scandale de pots de vin via son directeur de campagne à une semaine des élections présidentielles, tandis que le premier ministre hongrois récemment réélu était piégé par un enregistrement prouvant la dissimulation d'un bilan désastreux pour gagner les élections. En Pologne, la coalition a explosé avec le départ d'un parti minoritaire, risquant de précipiter de nouvelles élections. Le président Equatorien a appelé à une restructuration de la dette. Enfin, la Turquie rentre dans une période agitée où les luttes de pouvoir et les sujets de tension avec l'UE

devraient ressurgir. En d'autres temps, la conjonction de ces événements aurait précipité une correction importante, ce qui n'a pas été du tout le cas. Le risque politique a-t-il disparu ou les investisseurs sont-ils trop complaisants? La réponse est dans l'amélioration récente des taux de croissance et des excédents fiscaux ou extérieurs. Les alternances politiques sont également moins dramatiques quand le pays a pu constater les bénéfices d'une bonne gestion en termes d'inflation et de niveau de vie. La capacité de nuisance des politiques est réduite si le pays est en croissance et peu endetté. Malgré tout, les investisseurs doivent se rappeler que les niveaux de valorisation actuels et la faiblesse des primes de risque ne laissent que peu de place à l'imprévu.

# l'arbitrage de volatilité

## La volatilité reste basse

Les volatilités se sont maintenues à un niveau bas durant le mois de septembre dans un marché actions haussier. L'indice de volatilité implicite courte sur l'Eurostoxx 50 est resté aux alentours de 16.2% et le VIX (indice de volatilité courte sur le SP 500) est resté aux alentours de 12%. Les indices ont été peu volatiles puisque la volatilité réalisée 30 jours est descendue à 11.0% sur l'Eurostoxx 50 et 8% sur le SP500.

La structure par terme des volatilités a continué également à s'aplatir. La volatilité 1 an à la monnaie est passée de 16.6% à 16.1% alors que la volatilité 3 mois à la monnaie est restée aux alentours de 15.6%. Rappelons que le plus bas de la volatilité 12 M à la monnaie atteint en 2006 est de 15%.

Le skew 3 mois (différence de volatilité implicite 3 mois entre call 3 mois 120 et 80) est resté tendu autour 10% en faveur des puts 80%.

Les volatilités des convertibles sont restées relativement stables aux alentours de 26.35%.

Cet environnement de volatilité basse risque de se prolonger sous deux conditions :

- les résultats des entreprises américaines qui seront publiés au mois d'octobre ne divergent pas trop du consensus des analystes.
- la FED et la BCE ne durcissent pas davantage leurs discours.

## Volatilité Actions : Retour des fusions acquisitions

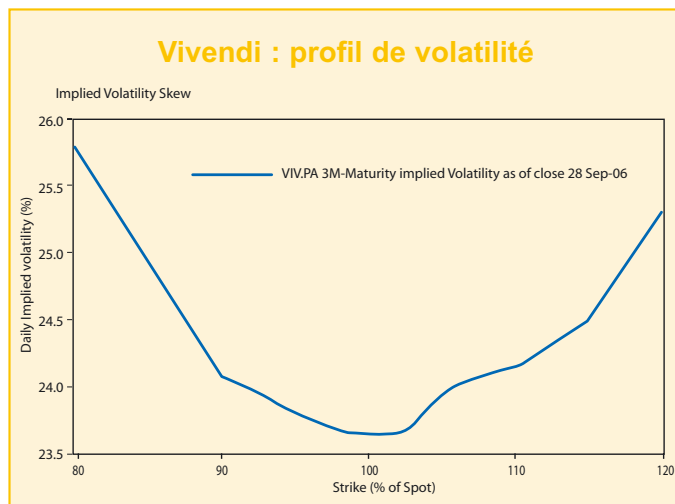
Les volatilités actions se sont stabilisées sur le mois de septembre, alors que les marchés actions ont progressé en moyenne de 2%. Pourtant, les conditions semblent encore propices aux opérations de fusions - acquisitions (Serono, Endesa) qui sont génératrices de volatilité. En conséquence,

la prudence s'impose sur les groupes qui pourraient éventuellement faire l'objet de rapprochement, comme par exemple Vivendi.

Le cas de Vivendi est en effet étudié par KKR (Kohlberg Kravis Robert & Co), le plus gros fonds mondial d'investissement, et Permira Holdings Ltd. Ce regain d'intérêt se traduit sur la volatilité implicite court terme 3 mois à la monnaie (23.6%) qui reste toujours élevée par rapport à la volatilité réalisée (16.2%), alors que le smile en dehors de la monnaie (strikes 110%, 120%) reflète une anticipation à la hausse du titre dans les prochains mois.

Dans le même temps, Telecom Italia a annoncé la probable vente de ses activités mobiles (TIM). Les interrogations demeurent quant à la nouvelle stratégie du groupe, ce qui s'est traduit par des volatilités implicites court/moyen terme en hausse par rapport au mois dernier.

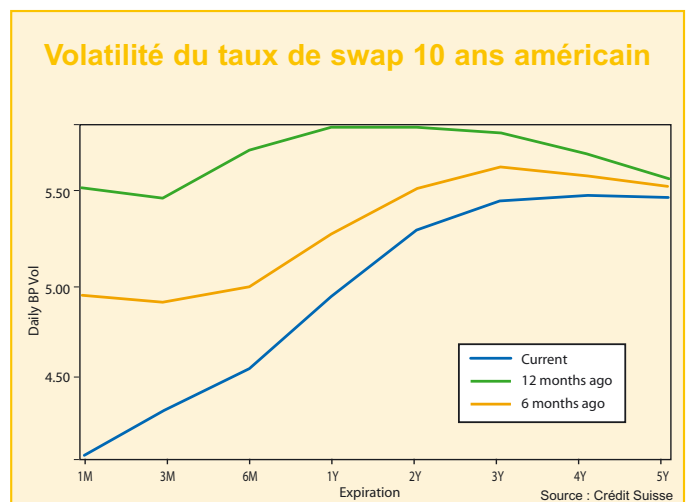
Enfin, la saison des résultats du 3ème trimestre approchant, les volatilités actions implicites court terme (1mois -2 mois) restent soutenues tandis que les volatilités implicites 6 mois sont sous pression.



## Taux ou actions : qui a raison ?

Alors que les marchés actions retrouvent des sommets, la courbe des taux aux Etats-Unis semble indiquer que la récession est proche ! Les marchés de taux ont d'ailleurs été confortés dans leur analyse par les derniers chiffres économiques américains qui laissent effectivement présager un ralentissement de la croissance et du marché immobilier. Mais l'incertitude reste grande, et il est étonnant de constater que la volatilité sur les taux de swap 10 ans aux Etats-Unis (exprimée dans le graphique en points de base par jour du taux) se situe à un niveau très bas (4 bp par jour). Ce niveau de volatilité est d'autant plus surprenant que la politique monétaire de la Réserve Fédérale Américaine pour 2007 suscite toujours beaucoup d'interrogations.

Si les marchés actions et de taux intérêt ne semblent pas en phase, une chose est certaine, la volatilité sur les marchés de taux est beaucoup trop basse.

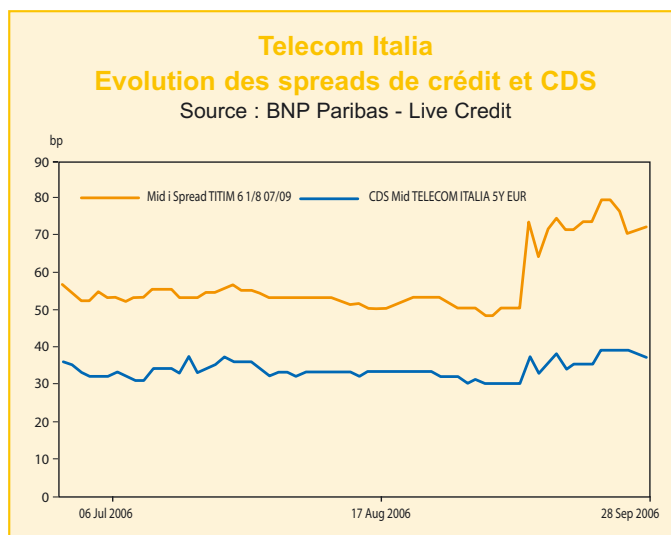


## Telecom Italia crée la confusion

Moins de deux ans après avoir racheté les intérêts minoritaires (44%) de sa filiale de téléphonie mobile TIM pour 14 milliards d'euros, Telecom Italia a annoncé le 11 septembre sa décision de filialiser TIM. L'opérateur détient 40% du marché italien de la téléphonie mobile et pèse pour plus de la moitié du résultat opérationnel du groupe. Le marché a immédiatement parié sur une cession de TIM et les spreads se sont écartés. Ainsi, le spread de l'obligation 2009 s'est élargi de 10 bp à environ 40 bp et celui du CDS 5 ans de 30 bp à 80 bp. Depuis, les spreads se sont maintenus à ces niveaux. Par ailleurs, Standard & Poor's a mis la note BBB+ sous surveillance négative. La probabilité que Telecom Italia privilégie les actionnaires est grande. La vente de TIM pour 35 milliards d'euros pourrait également permettre de réduire l'endettement de TI (41.3 milliards d'euros). Néanmoins, le groupe se priverait de l'importance des liquidités générées par TIM et le profil financier du groupe serait dégradé.

Plusieurs repreneurs sont cités dont des sociétés de capital investissement... Ainsi, les rumeurs de LBO dans les télécoms ressurgissent mais la plus importante opération de LBO sur un opérateur télécom européen a été le rachat de TDC fin 2005 pour 12.8 milliards d'euros... et la valeur d'entreprise de

Portugal Telecom qui est actuellement la cible d'une offre hostile est de 15.5 milliards. Même si on ne peut plus affirmer que 35 milliards d'euros soient un obstacle, de fortes pressions politiques en Italie sont à attendre...



## Secteur auto : gicleur bouché ?

Les deux premiers constructeurs mondiaux affrontent des difficultés qui les classent en catégories BB et B, le troisième des « big three » contribuant directement à la notation en BBB de l'ensemble DaimlerChrysler. La croissance de la consommation aux Etats-Unis paraît fragilisée, et voilà que la Californie poursuit les constructeurs pour dégradation de l'environnement. En Europe, Volkswagen améliore ses performances et semble solide sur sa note A3/A-, mais on ne peut pas en dire autant de Renault ou de Peugeot. Si Fiat s'est très bien comporté en 2006, rappelons que c'est en partant d'une situation dégradée l'ayant amené fin 2002 dans la catégorie « High yield ». Enfin, le secteur sera confronté dans un avenir proche au défi que lanceront des constructeurs chinois dont on évoque déjà une offre à

5000 voire 4000 € par véhicule. Une fois de plus, la réponse sera dans l'innovation, tant dans les produits que dans les méthodes et l'organisation.

Bien que les nuages s'amoncellent sur le secteur, nous conservons nos positions actuelles. Les spreads qu'il offre sont en effet relativement élevés, et la durée de vie moyenne de nos créances n'excède pas 0.9 année. Nous sommes ainsi armés pour supporter une dégradation de la situation d'ensemble tout en profitant de rendements attractifs. Nous ne minimisons pas les dangers qui pèsent sur le secteur mais considérons que leur conjonction ne produira une influence sur les spreads qu'à moyen terme, et ne pèsera que peu dans l'année à venir sur les dettes courtes.

**Brèves** • PPR pourrait vendre la **FNAC**, activité la moins rentable du groupe, pour 3.7Mds d'euros et se consacrer désormais exclusivement au luxe en achetant **Bulgari**.

• Le conseil d'administration d'**Endesa** s'apprêterait à soutenir l'offre améliorée de l'allemand **E.ON**. La proposition, à 35 euros par titre,

valorise la cible à 37 milliards d'euros.

• La **Société Générale** continue sa croissance externe avec l'acquisition d'une majorité de contrôle de la banque russe **Rosbank**. Cette opération sera en partie financée par une augmentation de capital de près de 2.5Md€.