



Simple correction ou changement de paysage ?

Les mouvements de marché récents sont spectaculaires avec notamment des marchés actions qui ont annulé en moins de deux semaines l'ensemble des gains accumulés depuis le début de l'année. Pour comprendre cette correction il convient sans doute davantage de recourir à des éléments techniques qu'à des explications fondamentales.

On peut par exemple difficilement expliquer cette baisse des marchés actions par la peur de l'inflation puisqu'au même moment les taux se sont fortement détendus par une réduction des anticipations d'inflation, et que l'or a violemment chuté alors qu'il est le placement privilégié pour se protéger de l'inflation.

En réalité, l'agitation qui traverse les marchés résulte à notre sens avant tout d'une propagation de la volatilité trouvant sa source dans le déboucement brutal de positions spéculatives sur les marchés dérivés ayant entraîné les investisseurs à réduire leur risque de façon drastique. Le cas des marchés émergents est à cet égard très éclairant : quels que soient leurs fondamentaux respectifs leur correction a en effet été le plus souvent indiscriminée.

La psychologie des investisseurs finaux dans cette agitation ne nous paraît cependant pas affectée sur le fond. Un rebond des marchés à court terme est dès

lors possible, voire probable. Il est vrai que depuis deux ans toutes les corrections ont été d'excellentes occasions d'achats. Pour avoir trop longtemps entendu crier au loup, les investisseurs ne prennent peut-être plus très au sérieux les menaces que l'on agite périodiquement : inflation, ralentissement de la consommation américaine, ralentissement des profits.

Il n'en reste pas moins que se dessinent assez clairement sur un horizon plus lointain deux tendances en ce milieu d'année 2006 : plus d'inflation et moins de croissance. La hausse phénoménale du coût des matières premières n'a en effet que très partiellement été répercutée dans la chaîne de prix. Par ailleurs la hausse des revenus des ménages américains est désormais à peine supérieure à la hausse des prix, et ces ménages ne bénéficieront pas cette fois-ci des adjuvants des années précédentes (refinancements hypothécaires, cadeaux fiscaux).

Au total bien que la correction récente ressemble pour l'instant aux précédentes (simple hoquet dans un marché qui avait monté trop vite), nous pensons qu'un vrai changement d'environnement économique et financier se dessine. Dans ce nouvel environnement la tâche des banquiers centraux et des investisseurs pourrait s'avérer particulièrement compliquée.



Decouvrez
nos premières
News vidéo
sur

www.groupe-ccr.com

SOMMAIRE

LA GESTION MACRO :

Centrale Opportunités Monde
à l'épreuve du feu

VOLATILITE :

Les bourses plongent dans
une zone de turbulences et
les volatilités rebondissent

LE CREDIT :

Une exposition très sage

Responsable de la publication :
Eric Bourguignon

PRÉVISIONS À 3 MOIS TAUX ET CHANGE

Etats-Unis

Données au	Fed	10 ans
05/06/06	5,00 %	5,03 %

CCR	5,00 %	5,20 %
------------	--------	--------

CONSENSUS	5,00 %	5,06 %
------------------	--------	--------

Zone Euro

Données au	REFI	10 ans	\$/Eur
05/06/06	2,50 %	4,00 %	1,29

CCR	2,75 %	4,00 %	1,28
------------	--------	--------	------

CONSENSUS	3,00 %	4,13 %	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

Centrale Opportunités Monde à l'épreuve du feu

Centrale Opportunités Monde, notre fonds de performance absolue qui vient de fêter ses 1 an d'existence (voir notre précédente lettre) a largement répondu à notre attente dans la période agitée que nous venons de traverser. En effet, alors qu'au cours de la période cruciale du 10 au 23 mai le CAC40 perdait 8.26 %, COM n'abandonnait que 0.4 %. Sur les derniers mois COM affiche par ailleurs une performance de 0.7 % contre une performance de - 4 % pour le CAC40 ou encore -1.80 % pour les obligations euro (CNO global).

Ce résultat a été obtenu alors que nous étions positionnés au début de la crise récente avec une exposition nette actions de 10 % constituée de 30 % de positions acheteuses et 20 % de positions vendeuses. Mais la contribution positive à la performance de la vente du contrat future sur

l'indice MID DAX qui a perdu 14 % sur la période, a sensiblement amorti la contribution négative provenant de notre achat de contrats Nikkei.

Nous pensons que si la correction récente a été assez uniforme sur tous les marchés, les banques et les mid cap allemandes possèdent un potentiel de correction supplémentaire très élevé. A l'inverse le marché japonais et une bonne partie de l'Asie qui présentent des performances négatives depuis le début de l'année devraient se redresser sensiblement dès que les investisseurs se pencheront à nouveau sur les fondamentaux et les valorisations desdits marchés. COM pourrait donc se distinguer dans les mois qui viennent surtout face à des fonds structurellement investis sur les marchés actions auxquels il est souvent comparé.

Pays scandinaves : des économies en pleine accélération

Alors que plusieurs Banques Centrales (FED, BOC) arrivent au terme de leur cycle de hausse de taux, les Banques Centrales de Norvège et de Suède n'en sont probablement qu'à mi-chemin.

En Norvège, la Norges Bank a passé son tour en avril, mais a assez clairement indiqué son intention de poursuivre les hausses au cours de l'année, probablement dès le mois de juin. Certes l'inflation reste mesurée (+0.8 % pour l'indice d'inflation sous-jacente en avril), mais les déterminants de celle-ci sont en forte accélération. Le marché de l'emploi continue en effet de s'améliorer (le taux de chômage est

passé de 4.3 % en mars à 3.9 % en avril et les intentions d'embauches sont au plus haut).

En Suède, les derniers chiffres d'activité sont impressionnants (ventes de détail d'avril en hausse de 1.8 % sur le mois et de 12.5 % sur un an), et l'accélération de la core-inflation se confirme. Ceci conforte le scénario d'une remontée des taux directeurs suédois qui devraient passer rapidement des 2.00 % actuels aux 3.00 % que nous anticipons en fin d'année.

Dans ces conditions nous renforçons notre position long NOK / short EUR, et initions une position long SEK / short USD.

Marchés émergents : quelle stratégie après la récente correction ?

La sévère correction enregistrée par l'ensemble des classes d'actifs émergentes a surpris par sa soudaineté et son intensité, avec une ampleur similaire aux grandes crises des années 1994, 1997 ou 1998. Toutefois, les causes de ce renversement brutal de tendance sont à notre avis largement techniques à ce jour (voir notre article en première page).

Les segments de marché ayant le plus profité de l'excédent de liquidité des derniers mois ont été les plus touchés par ce reflux, notamment les marchés actions BRICs (Brésil, Russie, Inde et Chine), ou les marchés de taux et de devises ayant fait l'objet du « carry trade » (Brésil, Turquie, Afrique du Sud, Mexique, Indonésie). Les marchés les plus encombrés par les investisseurs étrangers, mais également les moins profonds, ont également été très affectés.

Les arguments fondamentaux négatifs (creusement des déficits courants en Turquie, en Inde ou en Hongrie) ou de surévaluation de certains marchés (Inde, Russie sur les actions, Turquie ou Afrique du Sud sur les devises) s'avèrent

relativement pauvres pour expliquer ce mouvement. La Hongrie ou l'Islande qui continuent de générer des déficits courants beaucoup plus inquiétants et moins bien financés que la Turquie, n'ont subi quasiment aucune tension sur leur devise, car les investisseurs s'étaient déjà largement allégés sur ces marchés.

Comme nous avons souvent eu l'occasion de le dire, les pays émergents, sont aujourd'hui, contrairement aux crises émergentes précédentes, dans une situation d'équilibres budgétaire et extérieur satisfaisants, n'ont que très peu de besoins de financement extérieurs, conservent des réserves en devises sans précédent.

Malgré tout, il nous semble que la situation, malgré l'accalmie des derniers jours, reste fragile. La tendance sur les semaines à venir dépendra de l'appréciation des primes de risque et de la volatilité future par les marchés globaux, qui servent à estimer les valorisations intrinsèques des marchés actions et crédits dans les modèles d'actualisation.

l'arbitrage de volatilité

Les bourses plongent dans une zone de turbulences et les volatilités rebondissent

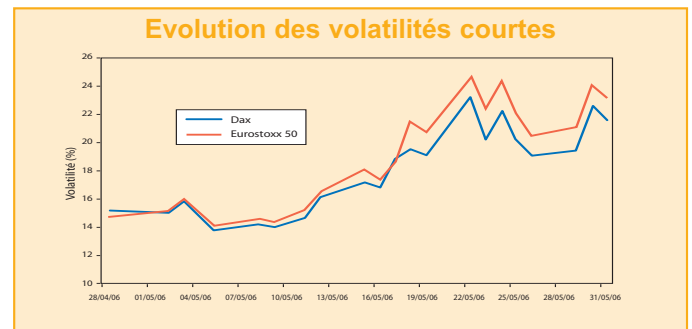
Les volatilités ont connu une hausse généralisée à la suite des turbulences des marchés actions durant la deuxième quinzaine de mai. Très inquiets, par un resserrement probable des politiques monétaires, les investisseurs ont procédé à des prises de profit, qui ont été amplifiées par des Hedge funds. Ces derniers, porteurs de positions vendeuses assez importantes de produits dérivés ont été contraints à couper leurs positions.

Ces mouvements se sont traduits par la hausse des volatilités implicites, beaucoup plus marquées sur le court terme que sur le moyen et long terme. En effet, la structure par terme des volatilités s'est complètement inversée au mois de mai : l'indice des volatilités implicites courtes sur l'Eurostoxx 50 V2X est passé de 15 % à 25 %.

Sur des maturités plus longues, les volatilités de l'Eurostoxx 50 sont passées de 17.0 % à 19.5 % sur les swaps de variance de maturité décembre 07 et restent très tendues.

Les volatilités implicites des obligations convertibles se sont également appréciées et sont passées de 29.6 % à 31 %.

Le skew 3 mois (différence de volatilité implicite 3 mois entre call 3 mois 120 et 80) s'est nettement tendu sur tous les indices et est passé de 8 % à 10 % en faveur des puts 80 % en dehors de la monnaie, ce qui confirme l'accroissement notable de l'aversion pour le risque.



INFO PRODUITS

Centrale Gestion Convex : le concept de convexité validé

Le premier mois de baisse de l'année 2006 des marchés actions a été l'occasion de montrer les effets de la convexité sur le comportement de notre fonds Centrale Gestion Convex.

Au cours de cette période de baisse (-5.28 % sur le DAX et -5 % sur le CAC 40), l'exposition moyenne du fonds au risque directionnel action (delta) a ainsi été de 12 %, alors qu'elle était de 18 % durant la période de hausse des marchés qui a marqué les 4 premiers mois de l'année. En conséquence, la performance de Centrale Gestion

Convexe qui s'élevait à 3.25 % fin avril ne s'est repliée que de 1.09 % en mai. Ce recul aurait d'ailleurs été plus faible si sur cette même période les contributions du stock picking et de la volatilité n'avaient pas également contribué négativement à la performance globale à concurrence de respectivement de 0.30 % et de 0.25 %.

Le concept de convexité que nous avons développé dans ce fonds a donc fait preuve de son efficacité au cours de cette période troublée

Orco 1 % 06/13 : Un rendement supérieur au taux de swap

Orco Property émet, pour un encours de 200 MEUR, une nouvelle obligation convertible de maturité 7 ans afin de financer de futures acquisitions immobilières. Présent depuis 1991 en Europe Centrale, Orco Property Group développe, loue et gère un portefeuille diversifié de bureaux, de résidentiel, d'hôtels de luxe et de résidences hôtelières situés à des adresses prestigieuses. Orco Property Group détient un patrimoine estimé à plus de 750 millions d'euros au 31 décembre 2005 uniquement dans le centre des plus importantes métropoles d'Europe centrale, réparti à 60 % en République tchèque, 20 % en Hongrie, 10 % en Pologne et le reste en Croatie, en Allemagne et en Slovaquie. Le portefeuille patrimonial se répartit à 30 % dans l'hôtellerie, 25 % dans les bureaux, 5 % dans le résidentiel.

L'obligation présente un call émetteur, à l'« accreted value » (prix de l'obligation si les taux demeuraient à leur niveau indéfiniment), à partir du 01/07/2008 assorti à un cours de

déclenchement de 188.5 EUR (+96 %) soit 130 % du nominal.

Sur les conditions du marché primaire, l'obligation affiche un profil obligataire avec un rendement à maturité de 5.65 % soit un spread de +160 pb par rapport au taux de swap.

La prime de conversion de l'OC est de 51.1 %, son risque de baisse de 3.3 % et sa convexité de +4.5/-2.5 %. Sa sensibilité action est de 0.17 %

Sur la base d'une qualité de signature de 200 pb, d'une hypothèse de volatilité de 25 % et d'un taux de prêt-emprunt de titres de 1.5 %, l'obligation présente une décote de 0.5 % par rapport au prix théorique soit une volatilité implicite, calculée dans l'optique d'une gestion directionnelle, de 23 %.

La nouvelle obligation est une alternative mixte à l'obligation Orco 5.5 % 04/11 dont le profil est action (risque de baisse de 63 % et convexité de +20/-20 %) et qui est rappelable à tout moment par l'émetteur.

Une exposition très sage

L'actualité est dominée par la chute des marchés boursiers et par la hausse des taux. L'influence, présente et à venir, de ces évolutions sur le marché du crédit alimente également les débats. Dans ce domaine qui est au cœur de notre activité monétaire, il convient de rappeler l'ampleur exacte des mouvements, puis l'allocation pratiquée dans le cadre de notre gestion.

Les spreads se sont incontestablement élargis au mois de mai. Le MSCI Euro Credit Corporate Spread est passé de 50.34 à 52.78, soit une hausse d'à peine 2.5 bp. Le ITRAXX € Europe 5 ans, pour les dérivés, affichait 29.992 vs 24.500, encore une hausse de 5.5 bp cette fois. Il s'agit dans les deux cas d'un retracement presque parfait du resserrement observé en avril, et il est encore bien tôt pour en conclure au retournement de tendance.

Ces mouvements ont affecté la courbe sur les maturités

à 5 ans et au-delà. Mais, la maturité moyenne de nos portefeuilles est beaucoup plus courte, moins de 2 ans. Les indices sur ces durées témoignent d'écartements peu significatifs de l'ordre de 1 bp. De plus, une ré-allocation continue, au rythme des échéances, a été effectuée depuis le début de l'année, au profit des émetteurs financiers dont la part relative approche 60 % contre moins de 55 % en janvier 06. Ce redéploiement a également visé à réduire la part des ratings BBB dont le rapport rendement/risque s'est détérioré. A l'inverse, notre exposition sur les AAA s'est renforcée, surtout par des investissements sur des ABS de durées de vie moyennes comprises entre 2.5 et 3.5 ans généralement, et en évitant une concentration sur le risque immobilier.

Ainsi redéfinie, notre exposition nous permettrait rapidement de profiter d'un mouvement d'écartement, tout en continuant d'assurer au présent une bonne régularité des performances

Vivendi démantelé ?

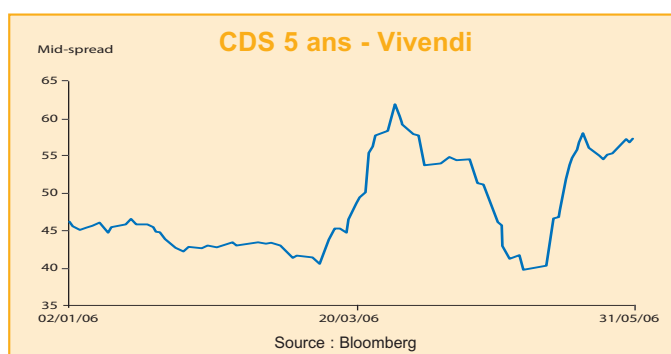
Les spreads de Vivendi ont été volatils ces derniers mois suite à des rumeurs selon lesquelles Sebastian Holdings (premier actionnaire depuis avril dernier avec une participation de 4 %) pourrait faire pression pour un démantèlement du groupe de médias et de télécoms. Le fonds d'investissement aurait proposé un prix de 33.5 € par action, valorisant Vivendi à 38.6 Mds €... Le management de Vivendi s'est opposé à un tel plan.

Une scission de Vivendi ne semble pas évidente. Tout d'abord la valeur d'entreprise (capitalisation boursière et dette nette) de Vivendi s'élève à environ 36 Mds €, ce qui s'avère être une taille importante pour tout fonds de capital-risque, et même pour un consortium.

Autre argument : la perte de crédits d'impôts en cas de cession de SFR et des avantages générés par le régime du bénéfice mondial consolidé. Grâce à ce régime adopté en août 2004, Vivendi a la possibilité de consolider fiscalement ses pertes et profits (y compris les pertes fiscales de SFR reportables au 31 décembre 2003) avec les pertes et profits des sociétés du groupe (détenues à 50 % au moins) situés en France et à l'étranger. Ainsi, à fin 2005, Vivendi a réalisé une économie d'impôt de 507 million €. (580 millions € attendus en 2006).

Notons que la sortie de SFR, qui représente 40 % des actifs du groupe avec sa valorisation entre 12 et 14 Mds €, constitue un élément important dans la réussite d'une opération sur Vivendi Universal. Certes, Vodafone a la flexibilité financière suffisante pour acquérir les 56 % restant de SFR mais il subit la pression très forte de ses actionnaires qui ne voudraient pas surpayer cette prise de contrôle.

Enfin, Vivendi a revu à la hausse ses objectifs pour 2006 parce qu'il croit très fort à la convergence de ses différents métiers (télécoms, audiovisuel, musique et jeux vidéos)... ce qui ne plaide pas pour un démantèlement.



Brèves

Casino

Objectifs 2006 confirmés (accroissement des ventes de respectivement 1.3 % et 5 % en hyper et supermarchés en mai). La filiale néerlandaise Laurus a annoncé la vente de supermarchés pour €133M. Lors de son assemblée générale, Casino a réitéré son ambition de vendre 2.5Mds € d'actifs.

Dégradations chez les Telecoms

Vodafone dégradé à A3 negative watch/A- (soit 2 crans pour la notation S&P contre 1 pour Moody's). Outlook abaissé à stable pour France Telecom par S&P. Outlook abaissé à négatif pour Telefonica par Moody's. Les fortes augmentations de dividendes sont directement visées.