

# La Lettre

## de CCR Asset Management

MAI 2010 - n°6



## Édito

### Jamais les exportateurs n'ont décidé des élections dans le sud de l'Europe

Ces derniers jours, toute l'actualité a tourné autour du feuilleton grec et de ses répercussions sur la périphérie européenne. A chaque épisode de la crise, l'ampleur des déficits et de la dette a été mise en avant pour stigmatiser l'inconséquence des mauvais élèves de la classe européenne et appeler incidemment à une réduction drastique des dépenses publiques pour mettre un terme au gaspillage. Mais comment l'Espagne, par exemple, va-t-elle réduire ses dépenses avec un taux de chômage qui dépasse désormais les 20% de la population ? Comment les pays de cette zone vont-ils réduire leurs dépenses avec une population vieillissante ?

Non, la solution ne viendra pas d'une réduction des dépenses publiques ! Le vrai problème est la faiblesse de la croissance en raison du manque de compétitivité de cette zone. La Grèce et les pays frappés par la contagion de la crise n'ont pas fait leur **devoir** ! La **cause** de la crise est le manque de compétitivité, la **conséquence** est le déficit budgétaire.

Quels sont ces devoirs ? Flexibiliser le marché du travail, réduire les risques d'une crise asymétrique en mettant en place une véritable stratégie industrielle ouvrant la voie au développement d'un plus grand nombre de secteurs d'activité. Que s'est-il passé ? Avec l'euro, les taux d'emprunt ont baissé de façon spectaculaire et une politique économique et financière inadaptée a conduit à la création d'une bulle financière dans ces pays. Tout allait bien dans le meilleur des mondes, les entreprises vendaient, le bâtiment créait de l'emploi, les salaires augmentaient, l'euro était fort... Je ne vais pas vous refaire l'histoire.

Mais quel gouvernement aurait été capable dans cet environnement, de se mettre en danger électoralement en affrontant les syndicats pour flexibiliser le marché du travail, en modifiant la fiscalité pour dégonfler la bulle immobilière, en pénalisant les secteurs les plus dynamiques pour aider les secteurs les moins favorisés ?

Et parmi ces secteurs les moins favorisés, les entreprises, petites ou grandes, très ouvertes à l'export. Les gouvernements de l'Europe du Sud auraient du adopter des réformes pour restaurer leur compétitivité perdue mais ce n'est pas par hasard si les pays qui ont le mieux géré l'appréciation de l'euro sont les pays dont la structure économique et politique est tournée vers le commerce extérieur.

En fait, le problème est inhérent à tous les pays démocratiques, toutes les décisions économiques (rentables ou pas) doivent être surtout politiquement rentables. Mais les exportateurs n'ont jamais décidé des résultats des élections dans le sud de l'Europe.

Va-t-on résoudre le problème avec une aide de 110 milliards sur trois ans pour la Grèce ? NON.

Il faut surtout rendre à ces pays de l'Europe du Sud la compétitivité qu'ils ont perdue et accepter d'engager de profondes réformes politiques et économiques.

Conséquences pour les marchés ? Un euro plus faible et une dette d'Etat plus chère. Les grands perdants de cette crise de l'euro seront les entreprises et les fonds très investis en emprunts d'Etat à long terme avec une faible exposition devises.

Dans nos allocations, nous privilégions donc les politiques d'investissement qui favorisent les marchés globaux, les actions en général mais aussi les actifs décorrélants. Dans ce contexte, j'ai la faiblesse de penser que nous sommes bien positionnés avec nos 4 piliers de gestion (actions, taux, volatilité et allocation) et l'ensemble de l'offre d'UBS pour affronter cette crise. ■

**Lorenzo Ballester-Barral**

Directeur Général

lorenzo.ballester-barral@ubs.com

## SOMMAIRE

- Actions  
**Mystère sur les résultats du 1<sup>er</sup> trimestre**
- Taux / crédit  
**Dettes corporates et hausse des taux au menu**
- Allocation  
**Dettes des pays en développement : bulle émergente ?**
- Récompenses  
**Les fonds et expertises de CCR AM et UBS Global Asset Management primés**
- Fonds du mois  
**UBS (Lux) Volatility Plus - EUR**
- Le zoom UBS  
**Interview de Leonardo Brenna, CFA Gérant du fonds UBS (Lux) Bond Sicav - Short Term EUR Corporates P-acc**

# Actions

## Mystère sur les résultats du 1<sup>er</sup> trimestre

Grâce aux efforts menés par les entreprises sur leur rentabilité opérationnelle (réductions de coûts et abaissement du point mort), 2010 sera l'année du rebond des résultats ! Et le marché ne s'y est pas trompé en terminant l'année 2009 en trombe et en débutant 2010 sur une belle note. Mais il appartiendra d'être vigilant sur la publication du premier trimestre qui a lieu en ce moment même, car tout le monde n'est pas logé à la même enseigne. Certains acteurs ont du mal à entrevoir un rebond de leur activité, lorsque d'autres profitent d'une embellie de la demande.

Les compagnies pétrolières bénéficient aujourd'hui d'une conjonction de paramètres positifs : un dollar fort, un prix du baril solide et des marges de raffinage en amélioration sous l'impact notable des efforts de réduction de coûts mis en place chez les principales majors du secteur. Très décoté (25% de discount sur le ratio de Prix/Actif Net), Royal Dutch Shell paraît le mieux placé pour tirer profit de cet environnement. De plus, de bonnes nouvelles

peuvent être attendues sur les volumes de production amont qui doivent maintenant cesser de décevoir le marché et ainsi participer à réduire la décote apparente.

Dans un autre registre, les sociétés de services informatiques pourraient surprendre agréablement. Elles se sont aguerries durant la crise de 2002 et pilotent beaucoup mieux leurs marges qu'auparavant. D'autant plus qu'en pleine euphorie macro-économique, elles n'ont pas subi de surinvestissement en provenance de leurs clients. Atos, avec une valorisation attractive (0,8x les ventes 2010) et une nouvelle équipe dirigeante, réussit non seulement à réduire ses frais de structure de manière impressionnante mais aussi à engranger de nouveaux contrats, notamment en France.

Enfin, malgré une météo exécrationnelle pour les acteurs de la construction, Saint Gobain devrait bien résister en ce début d'année grâce à une judicieuse exposition à la rénovation d'intérieur. Par ailleurs, la société parvient à passer des

hausse de prix dans le plâtre, l'isolation et le verre plat.

Afin d'éviter les mauvaises surprises dans ces marchés indécis, il est primordial d'être sélectif en privilégiant les sociétés sous-valorisées dotées de catalyseurs spécifiques. ■



**Eric Bleines,**  
Responsable  
du Pôle Actions  
eric.bleines@ubs.com



**Nicolas Bonasso,**  
Gérant  
nicolas.bonasso@ubs.com

# Taux/crédit

## Dettes corporates et hausse des taux au menu



La stigmatisation de l'attitude allemande dans la gestion de la crise grecque masque peut-être l'essentiel, à savoir que la plus forte économie de la zone et sa principale bénéficiaire (plus de

60 % de son commerce est intra-européen) a tout intérêt à piloter une sortie de crise « par le haut ».

Au-delà des gesticulations politiques, à visées internes, il a d'ailleurs été démontré qu'il existait bien un plan communautaire. Pour autant, rien n'indique (au contraire !) que la Grèce pourra éviter de « restructurer » sa dette, ni que la contagion n'atteindra pas rapidement d'autres

pays : le Portugal bien sûr, mais encore d'autres, fondateurs historiques de l'Europe, déficitaires chroniques et apparemment peu enclins à se réformer rapidement... Les financières quant à elles, déjà empêtrées dans leurs actifs pourris ou toxiques seront, à des degrés divers, affectées par ce problème des souverains.

Le mouvement s'amorce déjà. La dette corporative semble bien alors constituer un refuge relativement adapté, surtout si on se positionne sur les émetteurs à même de profiter de la vigueur confirmée des économies émergentes.

La problématique taux laisse elle aussi apparaître que l'heure est au changement, essentiellement en ce qui concerne la politique monétaire de la BCE.

L'Eonia autour de 0,33 % ne passera sans doute pas l'été, avec la fin progressive des opérations de refinancement à taux connu et pour des montants illimités. Cependant, le mouvement devrait rester contenu et progressif, la faiblesse de la croissance européenne, avec de fortes disparités internes, ne permettant pas de justifier une hausse marquée. Le marché monétaire, qui finalement a souffert du spectre des taux zéro, devrait retrouver quelques couleurs. ■

**Frédéric Penel,**  
Responsable du Pôle Taux/Crédit  
frederic.penel@ubs.com

# Allocation

## Dette des pays en développement : bulle émergente ?

La dette émergente attire vers elle d'importants flux de capitaux séduits par une réalité économique indiscutable et une performance passée scintillante. Les hedge funds, les gestions collectives et certains institutionnels diversifient ainsi leurs placements obligataires à l'heure où les déficits des États développés inquiètent et où l'absence de gouvernance économique en Europe décrédibilise la zone euro.

Mais aux premiers signes de retournement, ces capitaux fragiles pourraient bien s'en retourner vers leurs pays d'origine. Car, contrairement à la situation japonaise, le gros de cette dette n'est pas détenu par les épargnants domestiques. Les exigences de rentabilité des porteurs les inciteront un jour à arbitrer massivement vers l'actif de la prochaine mode.

Face à cette demande toujours croissante, l'offre est limitée. Les pays vertueux -ceux qui donnent vraiment envie d'investir dans leur papier- sont par définition excédentaires. Croissance forte, balance commerciale positive et excédents budgétaires font qu'ils gèrent leurs réserves plus qu'ils n'émettent d'obligations. Les fonds communs représentant cette classe d'actifs investissent par conséquent sur des émissions qui ne sont pas forcément celles que l'on aurait souhaité privilégier.

Au-delà des risques spécifiques à chaque pays, l'inflation des prix de l'énergie et des matières premières, plus fortement ressentie dans les pays émergents, rend probables de futures hausses de taux. Nous pensons donc que les primes de risque actuellement offertes sur cette classe d'actifs ne rémunèrent pas suffisamment l'investisseur.

Les ingrédients indispensables pour qu'une bulle se crée sont une abondance de liquidités et un engouement partagé pour une même classe d'actifs. Ces éléments semblent aujourd'hui réunis autour de la dette des pays émergents. Reste à savoir quelle taille aura atteint cette bulle avant d'éclater, si un jour elle éclate ! Dans nos allocations nous maintenons notre exposition tant que le momentum est favorable. ■

### Muriel du Châtelier,

Responsable du Pôle Allocation d'actifs

[muriel.du-chatelier@ubs.com](mailto:muriel.du-chatelier@ubs.com)

### Julien Vincenti, Gérant

[julien.vincenti@ubs.com](mailto:julien.vincenti@ubs.com)



# Récompenses

## Les fonds et expertises de CCRAM et UBS Global Asset Management primés

**Nos fonds sont récompensés pour leurs performances et la qualité de leur gestion.**

### 2 nominations aux Talents de la Gestion 2010 de Multiratings

- Monétaire
- UCITS Alpha

### 1 nomination au Prix de l'Innovation 2010 La Tribune – SGSS

- CCR Flex PEA, dans la catégorie Prix Particulier

### 9 prix de gestion décernés par Lipper et Morningstar

- CCR Opportunités Monde 100 (ex Equilibre Actions) a reçu un Lipper Award sur 3 ans dans la catégorie Mixed Asset EUR Balanced Europe
- UBS (Lux) Medium Term Bond Fd-CHF P-acc a reçu

un Lipper Award sur 3 et 5 ans dans la catégorie Obligations CHF

- UBS (Lux) Ed Fd - Biotech (USD) P-acc a reçu un Lipper Award sur 3 ans dans la catégorie Actions - Secteur Biotechnologies
- UBS (Lux) Bond Fund - GBP P-acc a reçu un Lipper Award sur 10 ans dans la catégorie Obligations GBP
- UBS (Lux) Bond Fund - CHF P-acc a reçu un Lipper Award sur 10 ans dans la catégorie Obligations CHF
- UBS (Lux) Ed Fd - Greater China (USD) P-acc a reçu un Lipper Award sur 3 et 5 ans dans la catégorie Actions Chine et Région
- UBS (Lux) BF Euro High Yield a reçu une Victoire des Sicav La Tribune / Morningstar dans la catégorie Obligations Haut Rendement Euro

Merci à tous les investisseurs pour leur confiance. ■

# Fonds du mois

## UBS (Lux) Volatility Plus – EUR

### Codes ISIN et parts disponibles

Part P-acc : LU0476883961

Part Q-acc : LU0476884183

### Equipe de gestion

Hatem Dohni  
Antoine Lim  
Cyril Legoeuil

### Style de gestion

Depuis avril 2010, l'équipe de volatilité de CCR AM gère deux nouveaux produits de volatilité domiciliés au Luxembourg : UBS (Lux) Volatility Arbitrage – EUR et UBS (Lux) Volatility Plus – EUR.

UBS Volatility (Lux) Plus- EUR complète notre gamme de fonds de volatilité de droit français en affichant un objectif de performance de Eonia + 7% (brut de frais) par an sur un horizon de placement de quatre ans. Il met en œuvre des stratégies directionnelles et d'arbitrage de volatilité en fonction des opportunités et des convictions de l'équipe de gestion.

UBS (Lux) Volatility Plus - EUR opère majoritairement sur les principaux marchés de la volatilité action, et pourra à titre accessoire être exposé aux volatilités de taux ou de change dans le but d'atteindre l'objectif de gestion.

### Principaux atouts

- Des investissements plus diversifiés avec des stratégies de volatilité en valeur relative.
- La complémentarité de deux moteurs de performance avec des stratégies d'arbitrage associées à des stratégies directionnelles.
- Un contrôle continu du risque avec des budgets de risques clairement définis.
- Une liquidité quotidienne et les atouts du statut UCITS III.

### Risques

- Le fonds n'offre aucune garantie. Les risques attachés à ce fonds sont les risques d'arbitrages sur les stratégies de volatilité et les risques directionnels de volatilité, de taux, de crédit et d'actions.

Le fonds est autorisé à la commercialisation en France. ■

# Le zoom UBS

## Interview de Leonardo Brenna, CFA, gérant du fonds UBS (Lux) Bond Sicav – Short Term EUR Corporates P-acc

**Vous êtes le gérant du fonds UBS (Lux) Bond Sicav – Short Term EUR Corporates P-acc. Quelles en sont les principales caractéristiques ?**

Ce fonds a été repositionné le 1<sup>er</sup> mars 2010. Il offre une sélection active de secteurs et de titres de l'univers des crédits à court terme. Il est investi dans des titres à revenu fixe, principalement des obligations d'entreprises « investment grade » et privilégie les échéances de 1 à 3 ans. Afin de limiter l'exposition aux risques de taux et de crédit, le portefeuille maintiendra une durée courte (1,8 ans) et détiendra au moins 90% de titres « investment grade ».

**Pourquoi opter pour les obligations d'entreprises avec une perspective à court terme ?**

Pour trois raisons principalement. Premièrement, les écarts de crédit actuels restent attractifs en

termes historiques par rapport aux récessions précédentes, malgré leur resserrement récent. Ils continuent de rémunérer favorablement les investisseurs en contrepartie du risque de crédit et de la volatilité. Deuxièmement, ces écarts devraient rester stables voire continuer à se resserrer dans un contexte de faible croissance économique. Enfin, il nous paraît intéressant de diversifier un portefeuille d'obligations d'entreprises en se positionnant sur les échéances de 1 à 3 ans afin de réduire la corrélation avec les taux d'intérêt sur des échéances plus longues. Par le passé, les obligations d'entreprises à court terme en EUR ont bien résisté lors de la hausse des taux d'intérêt (voir graphique).

**Quel est le positionnement actuel du fonds ?**

Nous maintenons actuellement une durée courte dans le portefeuille et privilégions le secteur de la finance, car les écarts y restent

attractifs. Etant donné la pente des courbes de taux, nous privilégions les échéances de 3 à 5 ans par rapport à celles de 1 à 3 ans.

**En quoi ce fonds diffère-t-il de ses concurrents ?**

Notre fonds se distingue essentiellement par :

- une recherche crédit buy-side particulièrement pointue, tant au niveau des secteurs que des titres considérés, sur un univers global de plus de 900 obligations investment grade et high yield ;
- une solide implantation locale parallèlement à l'appartenance à une équipe globale.
- un processus de placement discipliné intégrant des analyses tant fondamentales que des analyses quantitatives et qualitatives ;
- la stabilité - plus de dix ans de gestion de portefeuilles obligataires - d'une équipe particulièrement expérimentée. ■

### Principales caractéristiques

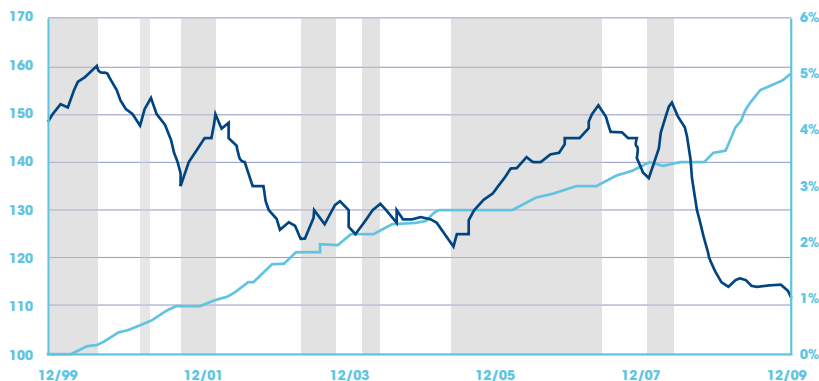
Nom du fonds	UBS (Lux) Bond Sicav – Short Term EUR Corporates P-acc
Date de lancement	26 juillet 2002 <sup>1</sup>
Monnaie de compte	EUR
Commission de gestion	0,90% par an
Benchmark	Barclays Euro Aggregate Ind 500 mio + 1-3 ans
ISIN	LU0151774626

1. La stratégie de placement de ce fonds a été redéfinie le 1<sup>er</sup> mars 2010. Dans ces conditions, les anciennes données sur la performance ne doivent plus être utilisées à des fins comparatives.

#### Vous souhaitez en savoir plus ?

Contactez-nous par mail : [ccram\\_contact@ubs.com](mailto:ccram_contact@ubs.com)  
[www.ccr-am.com](http://www.ccr-am.com)

### Obligations d'entreprises à court terme en EUR et taux d'intérêt en EUR durant la décennie écoulée



Barclays Euro Corporates 1-3 ans

Taux de base des obligations d'Etat à 2 ans en EUR (à droite)

Environnement de hausse générale des taux d'intérêt

Données au 28/02/2010 ; source : Datastream  
Tous les chiffres mentionnés ci-dessus se réfèrent au passé.  
La performance passée ne constitue pas un indicateur fiable des résultats futurs.

### Directeur de la publication : Lorenzo Ballester-Barral

Le présent document est fourni à titre exclusivement informatif. Ce document a été élaboré par CCR Asset Management, Société Anonyme au capital de 4 831 328 euros, ayant son siège au 44 rue Washington, 75008 Paris (388 368 110 RCS Paris) et agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en qualité de société de gestion de portefeuille en date du 30 novembre 1992 sous le numéro GP 92016. Ce document s'adresse aux investisseurs institutionnels et aux partenaires de distribution. Il ne constitue en aucun cas une offre, ou un appel d'offre, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque placement ou produit spécifique que ce soit dans une quelconque juridiction. Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources que CCR Asset Management estime dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative. CCR Asset Management décline toute responsabilité à l'égard de toute décision d'investissement ou de désinvestissement qui serait prise sur la base des données figurant dans cette présentation. Il convient pour chaque produit de se reporter, préalablement à toute souscription, aux documents d'information légaux (prospectus complet, dernier rapport annuel) ainsi qu'au dernier état périodique. Vous pouvez obtenir ces informations en accédant librement à notre site Internet : <http://www.ccr-am.com>. Ces documents, qui comportent des informations en termes de

risques, de commissions et de coûts, peuvent également être obtenus sur simple demande écrite à l'adresse suivante : CCR Asset Management - Washington Plaza - 44, rue Washington - 75008 Paris. CCR Asset Management attire votre attention sur le fait que la valeur d'une action de SICAV ou d'une part de FCP est soumise à l'évolution des marchés financiers et enregistré des fluctuations. Tout investissement dans des OPCVM peut comporter un risque plus ou moins important selon les marchés d'investissement y compris celui de la perte totale et soudaine de son investissement par l'investisseur. Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures. Les performances indiquées ne tiennent pas compte des commissions et frais de souscription ou de rachat des parts. Le présent document a été établi indépendamment d'objectifs d'investissement spécifiques ou futurs, d'une situation financière ou fiscale particulière, de l'expérience et de la compréhension des produits financiers ou des besoins propres à un destinataire précis. La reproduction, totale ou partielle, sur quelque support que ce soit, la communication à des tiers, l'utilisation à quelque fin que ce soit autre que privée, ou l'altération des marques, logos, dessins, analyses, signes distinctifs, images, animations, graphiques, photographies ou textes figurant le cas échéant sur cette présentation sont interdites, sans l'autorisation préalable de CCR Asset Management sous peine de poursuites.