

La Lettre

de CCR Asset Management

Novembre 2009 - n°3

Édito

« Que vaut une pièce d'or ? »

SOMMAIRE

- Édito
Que vaut une pièce d'or ?
- Actions
Année 2009 : le retour de l'appétit pour le risque !
- Taux / crédit
Inflation : un indicateur en ligne de mire
- Allocation
2010, une année d'enjeux pour l'allocation d'actifs
- Volatilité et convertibles
Les convertibles, l'actif gagnant en 2009
- Fonds du mois
CCR Actions Engagement Durable
- Le zoom UBS
UBS (F) Global Alpha : un nouveau départ



Après 7 ans en Andalousie, le jeune Juan dit à son patron « *je dois vous quitter, il est temps pour moi de rentrer chez ma mère* ». « *Tu as été un bon ouvrier, voici pour toi une pièce d'or en échange de tes services* » répond alors le patron.

Juan, fatigué mais heureux, se met en chemin sous la chaleur andalouse. S'approche alors un cavalier, « *quel beau cheval* » se dit Juan, « *voilà qui me permettrait de rentrer plus vite* ». L'affaire est vite conclue et Juan échange sa pièce d'or contre le destrier.

Juan repart, mais sa monture se montre rapidement rétive et il est finalement jeté à terre. « *C'est trop dangereux, je ne monterai plus sur un cheval !* » se dit-il. Mais quelle chance ce serait d'avoir une vache, je pourrais avoir du lait pour mon voyage s'exclame-t-il en voyant dans un champ un paysan et son troupeau. À sa surprise, le paysan l'entend et accepte d'échanger un bovin contre son cheval.

Juan reprend son chemin. Malheureusement après quelques jours, la vache est épuisée et ne consent plus à avancer. Juan est désespéré. Passe alors un rémouleur qui lui propose de lui échanger sa vache contre des pierres à aiguiser. Juan tout heureux de pouvoir ainsi reprendre son voyage accepte promptement.

Notre voyageur arrive finalement chez sa mère et lui raconte ses tribulations et ses trocs successifs. Sa mère s'étonne « *comment peux-tu être content ? Tu es parti avec une pièce d'or et tu reviens avec des pierres à aiguiser !* » « *Mais j'ai gagné au change* » réplique Juan, « *je suis rentré et j'ai des outils qui m'offrent un métier pour la vie* ».

Cette petite histoire a pour objet d'illustrer une fois encore l'un des paradoxes fondamentaux des marchés : la différence entre la valeur et le prix. Quel est le prix d'un cheval, d'une vache, d'une pierre à aiguiser ? Dans un marché parfait, le prix et la valeur devraient être identiques. Malheureusement nous sommes loin de ce modèle théorique, les marchés sont soumis aux bulles et aux comportements parfois (souvent ?) irrationnels de ses acteurs.

La clé de la gestion d'actifs et notamment de la gestion d'actions réside donc dans l'exploitation de cette dichotomie profonde des marchés. Voilà pourquoi nous sommes convaincus chez CCR Asset Management que le fondement de l'investissement est de faire justement la différence entre la valeur et le prix. C'est toute la valeur d'une gestion « *value* » de conviction. ■

Lorenzo Ballester-Barral

Directeur Général Délégué, Responsable des Gestions
lorenzo.ballester-barral@ubs.com

Actions

Année 2009 : le retour de l'appétit pour le risque !

Les marchés se sont offert un « joli » plongeon en cette fin de mois. La chute récente efface le trajet effectué par les indices européens au cours de ces deux derniers mois... Une consolidation qui, à notre avis, doit être considérée comme une occasion de réinvestir en actions...

Avec un niveau de CAC 40 à 3600, nous sommes encore sur les points de février 1998... De plus, la valorisation plaide en faveur de la Bourse, comme l'atteste le rapport prix sur actif net du marché européen qui se situe à 1,6 fois, bien en deçà de la moyenne historique long terme de 2,2 fois, et un rendement actuellement élevé (3,8%) des dividendes distribués. Le consensus bénéficiaire est stabilisé, le scénario de crise bancaire systémique est désormais écarté et nous revoyons des entreprises trouver des financements pour des projets d'acquisition, ce qui anime la cote...

Surtout, nous avons le sentiment que les entreprises que nous détenons en portefeuille ont toujours un potentiel d'appréciation significatif. Certes il n'est plus de 100% comme en début d'année, mais encore de l'ordre de 30% en moyenne... Plusieurs cas de figure existent :

- Les valeurs dont la valorisation reste dans la fourchette basse des ratios historiques à l'image de Total, Vivendi, Sanofi...
- Les entreprises ayant subi des reculs d'activité prononcés, parfois même sans précédent, mais dont la capacité bénéficiaire est conservée, et qui profiteront sensiblement de toute amélioration du climat conjoncturel : Cap Gemini, Groupe Stéria, Michelin, Daimler, APM Maersk.
- Des sociétés contestables dont les fondamentaux s'améliorent : Repsol, Veolia, HeidelbergCement, Alcatel.

• Des candidats à la consolidation : MAN, Anglo American, Dragon Oil.

• Des entreprises qui émergent dès aujourd'hui comme des gagnants de cette crise : BNP, Deutsche Bank, Air France, Vinci, Mayr-Melnhof.

Une liste longue et pourtant non exhaustive qui témoigne de notre conviction qu'il existe encore de belles opportunités à saisir... Une situation qui rappelle non pas l'année 1929 mais par certains côtés l'année 2003, avec des investisseurs encore très averses au risque ; un contexte à mettre à profit pour renforcer les niveaux d'exposition aux actions et au style Value ! ■

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



Taux/crédit

Inflation : un indicateur en ligne de mire



L'alternative déflation ou retour de l'inflation a pesé sur la première moitié de l'année 2009.

Si le spectre du premier terme semble s'éloigner, les craintes du second apparaissent exagérées dans un avenir proche.

L'analyse des déterminants de l'inflation sous-jacente (hors éléments volatils, pétrole et alimentation) explique sa tendance structurelle à moyen terme qui s'est révélée étonnamment mesurée même dans le contexte de la crise actuelle.

Economiquement, les fondamentaux paraissent clairs : le taux de chômage est élevé, les ménages endettés sont entrés dans une phase de thésaurisation, la sous-utilisation des capacités de production augure mal d'un retour rapide de l'investissement ou d'une poussée des coûts salariaux. Cette configuration est typique d'une reprise plutôt lente, peu génératrice d'inflation.

Même si des poussées inflationnistes apparaissent sur le segment des matières premières, du fait de l'augmentation de la demande des pays émergents, elles n'auront probablement pas un impact significatif sur le prix des produits finis (faiblesse du « pricing power » des entreprises).

La concurrence est internationale, limitant toute tension sur les prix, et les créanciers des dettes publiques se situent hors des frontières nationales. La tentation protectionniste est improbable, les tensions commerciales, voire politiques, nuisibles.

Du point de vue de la dette des Etats, la croissance, à elle seule, sera insuffisante pour la stabiliser, mais l'idée d'en alléger la charge en laissant courir l'inflation paraît irréaliste.

Si l'explosion de la masse monétaire plaide habituellement pour une hausse des prix, la situation actuelle est fort différente d'une situation normale, parce que le pouvoir multiplicateur monétaire s'est effondré, étant donné la rareté du crédit bancaire.

Les obligations indexées sur l'inflation ont dans un passé proche bénéficié d'un soutien technique : l'offre est restée limitée alors que la demande en titres d'Etat était forte.

Leur intérêt reste justifié, car ces obligations dépendent davantage de l'anticipation de l'inflation.

Par exemple, la volatilité des matières premières (surtout du pétrole), amplifiée par des comportements spéculatifs, crée des éléments de distorsion de l'inflation globale, propres à générer de la « prime de risque » d'inflation.

Les break-evens, qui sont à un plus bas historique, présentent les OATi comme une alternative aux obligations à taux fixe, lesquelles pâtiront des premiers signes de remontée des taux. ■

Frédéric Penel, Responsable Gestion de Taux
frederic.penel@ubs.com

PRÉVISIONS

	Réel au 27/10/09	Prévisions à 3 mois
Change		
EUR/USD	1,48	1,50
EUR/JPY	135,77	146
EUR/GBP	0,91	0,92
Taux EUR		
Taux directeur	1%	1%
A 3 mois	0,68%	-
A 2 ans	-	-
OAT 10 ans	3,55%	-
Taux USD		
Taux directeur	<0,25%	<0,25%
A 3 mois	0,28%	-
A 2 ans	-	-
T.Note à 10 ans	3,45%	-
Pétrole		
Cours du Brent	76,70	-

Allocation

2010, une année d'enjeux pour l'allocation d'actifs

Il est démontré depuis une étude du Financial Analysts Journal de 1991 que l'allocation d'actifs est la principale source de performance à long terme. Se positionner sur les catégories d'investissement porteuses et surtout éviter les principales déconvenues permet de maximiser le retour sur investissement tout en limitant les risques. Diversifier mais aussi allouer tactiquement les portefeuilles crée de la valeur. Le comportement récent des marchés financiers a temporairement bousculé ces certitudes. Après la tempête de l'exercice 2008 où seul le monétaire est parvenu à préserver les capitaux investis, après une année 2009 qui semble être celle du retour en grâce de tous les actifs risqués, l'allocation d'actifs a pu paraître inefficace, inutile. Pourtant, 2010 sera l'année de la discrimination. La croissance, attendue sans éclat, ne permettra pas à tous les actifs cotés de s'apprécier uniformément. La décorrélation est de retour et avec elle la nécessité d'allouer ses investissements opportunément.

L'économie mondiale rencontrera deux défis majeurs l'an prochain. Le premier concerne la durabilité de la croissance ou le désormais fameux choix entre V et W. Les dépenses des ménages et des entreprises seront scrutées minutieusement pour valider -ou non- leur capacité à succéder aux plans de relance dans le rôle de locomotive de la croissance. Le second défi concerne la stabilité des

prix. Tout d'abord contre leur hausse incontrôlée, envisageable compte tenu des montagnes de liquidités injectées par les banques centrales pour sauver le système financier, de la demande des pays émergents en matières premières, de capacités de production limitées de ces matières et d'une démographie croissante qu'il faut nourrir, mais également contre leur baisse dramatique, cercle vicieux à l'origine de la décennie perdue de l'économie japonaise.

À la croisée des chemins, le choix entre l'un ou l'autre de ces scénarii sera déterminant car ces paramètres engendreront d'importants mouvements sur les actifs cotés (actions, obligations d'entreprises, dette publique, volatilité, matières premières, etc.). Les choix des supports seront prépondérants, tout comme le timing de l'investissement, car l'afflux de liquidités auquel nous assistons sur les marchés crée et amplifie les tendances de court terme, rendant nécessaire une plus forte réactivité, une plus grande rotation des sous-jacents. La valeur ajoutée d'une bonne allocation des actifs sera manifeste en 2010. ■

Julien Vincenti, Gérant Allocation d'Actifs
julien.vincenti@ubs.com



Volatilité et convertibles

Les convertibles, l'actif gagnant en 2009

L'année 2009 est bien partie pour clôturer sur une baisse continue de la volatilité.

La volatilité implicite optionnelle 12 mois des indices a baissé de 49 (pic de novembre 2008) à 26,5 (fin octobre 2009) pour l'indice Eurostoxx 50 et de 49 (pic de novembre 2008) à 26 (fin octobre 2009) pour l'indice S&P 500.

Cette volatilité s'est maintenue entre 35 et 40 pendant le premier trimestre malgré le creux des marchés actions de mars 2009. Puis tout au long des mois qui ont suivi, les signes de stabilisation de l'économie mondiale ont logiquement entraîné une baisse continue et

progressive de la volatilité implicite. Enfin, les récents résultats et perspectives des entreprises mondiales les plus influentes ont définitivement rassuré les marchés et envoyé les volatilités « au tapis », bien que les derniers jours d'octobre

furent mouvementés avec la clôture d'exercice des « Hedge funds » américains.

2009 aura été une année typique de normalisation où des événements rationnels ont, en toute logique, affaibli la volatilité extrême de l'année dernière.

Ce retour à la normalisation des marchés a largement bénéficié aux obligations convertibles qui reflètent la perception des différents acteurs du marché – fonds, investisseurs institutionnels ou « Hedge funds ». À travers cette classe d'actifs, les investisseurs ont pu bénéficier depuis le début d'année de la « recovery » du marché, par la détente des « spreads » de crédit ou la hausse des actions. Avec une hausse de 24,33% de l'indice UBS Convertible Europe au 30 octobre, l'obligation convertible demeure le produit phare de cette année pour un grand nombre d'investisseurs. ■

Antoine Lim, Gérant, Arbitrage de Volatilité
Antoine.lim@ubs.com



Fonds du mois

CCR Actions Engagement Durable

Gérants : Eric Bleines, Bénédicte Bazi

Objectif de gestion

- Fonds actions value avec une démarche d'engagement, dont l'objectif est de réaliser une performance supérieure à l'indice Dow Jones Eurostoxx sur un horizon de placement de 5 ans

Stratégie d'investissement

- La stratégie d'investissement du fonds repose sur la prise en compte conjointe de critères financiers liés au style de gestion value et de critères extra-financiers caractérisant l'investissement socialement responsable.
- La démarche extra-financière repose sur :
 - L'exclusion de certaines pratiques et de certains secteurs
 - L'inclusion dans le processus d'investissement de la dimension ESG (Environnement, Social et Gouvernance)
 - Le dialogue durable avec les entreprises dans une perspective de progrès
 - Une politique de vote active, cohérente, transparente et indépendante
 - Des comptes-rendus réguliers sur nos travaux extra-financiers
- Un portefeuille concentré de convictions investi sur toutes les capitalisations de la zone Euro

Atouts du produit

- Un concept original qui associe gestion value et gestion engagée
- Un produit qui se distingue des approches classiques de fonds « best in class », thématiques et quantitatives.

Principaux risques

Risque de marché, risque de gérant, risque de perte en capital. ■



Performances au 31/10/09

	1M	3M	YTD*
CCR Actions Engagement Durable	-1,07	5,34	14,21
DJ Eurostoxx	-0,95	5,21	12,88

* depuis le changement de processus de gestion le 1/07/09. Le fonds a été créé le 4 juillet 2003. Un nouveau processus d'investissement a été mis en place à compter du 1er juillet 2009. La date du 1er juillet 2009 constitue la nouvelle date de référence du fonds pour le calcul des performances depuis le lancement. Ces chiffres se réfèrent au passé et présentent des performances sur des durées inférieures à 12 mois pour une durée de placement recommandée de 5 ans.

UBS (F) Global Alpha : un nouveau départ



La restructuration s'achève ...

Le fonds de fonds de gestion alternative UBS (F) Global Alpha n'a pas échappé à la crise de 2008. Il a du faire face à des rachats importants ainsi qu'à des

conditions de liquidité plus difficiles sur certains des fonds sous-jacents. La société de gestion UBS Global Asset Management (France) SA, devenue CCR Asset Management, avait alors été contrainte de modifier les conditions de liquidité du fonds puis de décider une restructuration complète du fonds.

Cette restructuration s'est déroulée en 3 étapes :

- Mise en place d'une side pocket pour 15% de l'actif – fin août 2009,
- Absorption du fonds nourricier (UBS (F) Global Alpha III) par la nouvelle part R du maître – fin septembre 2009,

- Mise en place de la scission du fonds UBS Global Alpha – fin octobre 2009. À cette occasion les clients ont pu choisir entre le fonds de continuité, avec de nouvelles conditions de liquidité ou le fonds de liquidation. Ce fonds de continuité présente aujourd'hui un actif de l'ordre de 38 millions d'euros.

... De nouvelles perspectives

Le ciel de la gestion alternative s'est considérablement dégagé depuis fin 2008. Les marchés se sont normalisés et **l'ensemble des grandes stratégies alternatives se sont relevées, délivrant pour beaucoup d'entre elles des performances parmi les meilleures des dernières années.**

Le fonds UBS (F) Global Alpha a bénéficié de ces conditions et affiche des performances sur l'année largement en ligne avec ses objectifs.

La nouvelle side-pocket du fonds UBS (F) Global Alpha – part A s'est appréciée de 5,44% au mois de septembre.

... Un fonds adapté aux nouvelles conditions de marché

Afin de s'adapter aux nouvelles conditions de marché et bénéficier des atouts de la gestion alternative, nous avons modifié l'objectif de gestion du FCP pour permettre une exposition maximum aux stratégies macro ou CTA de 60% contre 35% précédemment. Cette décision a été prise en raison des perspectives intéressantes de ces stratégies et des conditions de liquidité avantageuses.

Les conditions de rachat ont été également modifiées pour devenir trimestrielles. Pour une sortie sans frais, les ordres de rachats doivent être transmis avec un préavis de 65 jours calendaires précédant la date d'établissement de la valeur liquidative de fin de trimestre.

Enfin, les frais de gestion seront ajustés à la baisse : 1% pour la part A contre 1.20% et 1.60% pour la part R contre 2.00% précédemment. ■

Jean-François Sarlat, CFA
Directeur Produits et Marketing

Performance du fonds UBS (F) Global Alpha - part A avant la restructuration (en %)

	Jan.	Fév.	Mars	Avril	Mai	Juin	Juil.	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Année
2003	0,28	0,02	0,10	1,63	0,82	0,80	0,85	-0,01	1,32	-0,28	0,56	0,51	6,80
2004	1,35	0,92	0,15	0,54	-0,84	0,57	0,04	0,41	0,36	0,54	0,64	1,08	5,91
2005	1,08	0,83	0,21	-0,64	-1,28	1,31	0,61	0,62	0,48	-0,93	0,94	0,93	4,20
2006	2,05	1,46	0,33	1,05	-1,00	-1,24	0,07	0,85	0,00	1,33	0,57	1,16	6,80
2007	1,09	1,51	-0,04	1,09	1,10	0,53	-0,06	-2,36	1,44	1,84	-1,17	0,28	5,29
2008	-1,53	1,34	-2,24	0,25	1,83	0,94	-2,93	-0,80	-4,07	-9,29	-1,85	-2,13	-19,08
2009	0,85	0,53	0,86	0,91	2,33	-0,04	0,56	0,57					6,75

Performance du fonds UBS (F) Global Alpha - part A depuis la restructuration (en %)

	Jan.	Fév.	Mars	Avril	Mai	Juin	Juil.	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Année
2009									0,98				

Vous souhaitez en savoir plus ?

Contactez-nous ou rendez-vous sur le site : www.ccr-am.com

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 4 811 536 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.