

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Diversifié dominante taux

SEPTEMBRE 2008

Gérant

Marc Girault



Informations pratiques

Forme juridique
FCP de droit français

Date d'agrément
5 septembre 1995

Valorisation
Quotidienne

Frais de gestion
2,392 % TTC

Com. de surperformance
10% au-delà de
10% actuariel annuel

Commission de souscription
2,5% max.

Affectation des résultats
Capitalisation ou
distribution

Dépositaire
Caceis

Valorisateur
Caceis

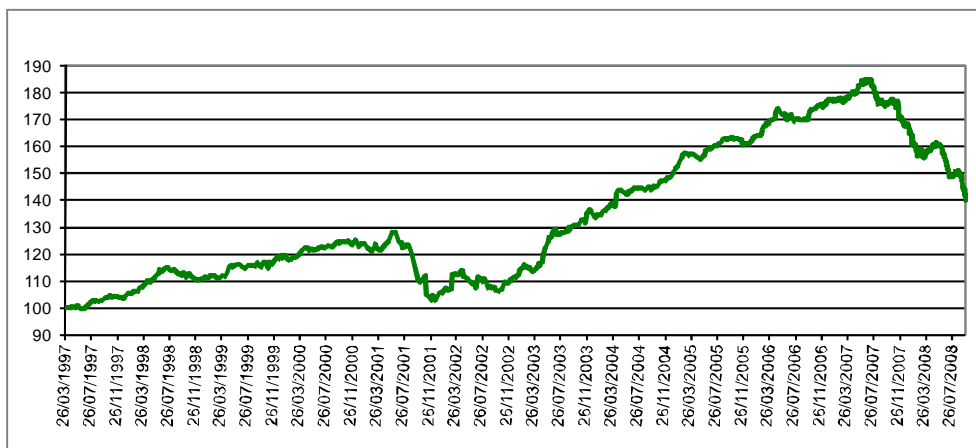
Commissaire aux comptes
KPMG

Code ISIN
FR0007495049

Performances et risques

En % (au 30/09/2008)	1 mois	2008	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
HMG Rendement	-6,92	-16,87	-20,25	-14,18	7,32	23,72
Classement Europerformance *	92/93	91/91	87/87	75/75	53/62	ND

* Au 26/09/2008 - Catégorie Diversifiées à dominante taux euro



Perf. an. en %	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
HMG Rendement	6,32	8,29	2,56	-16,15	7,85	20,46	12,21	7,34	9,82	-4,88

Statistiques	1 an	3 ans
Volatilité	6,53 %	5,12 %
Ratio de Sharpe	- 3,74	- 1,19

Valeur liquidative

Valeur liquidative au 30 septembre 2008

1 225,10 €

Actif net

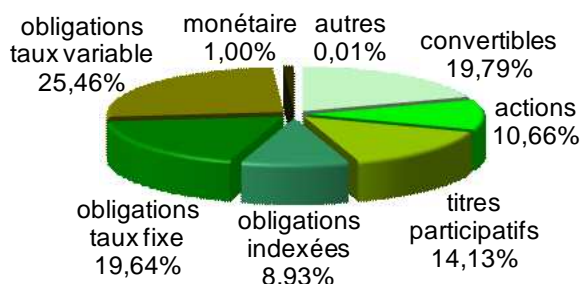
13 481 049,95 €

Principales lignes du portefeuille

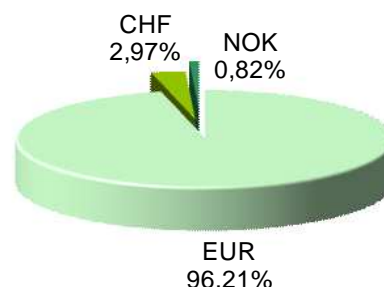
Algérie 3,50%I2F1000	9,74 %
Cofinoga FDG Perp	7,51 %
Axa TEC10 Perp	5,85 %
Rhodia Oceane	5,73 %
Groupe Steria	5,40 %
Bawag CAP 7,1 Perp	4,87 %
Casino TF/TV Perp	3,99 %
Argan	3,37 %
St Gobain Perp	3,34 %
FCE Bank	3,12 %

Structure du portefeuille

Par type d'instrument



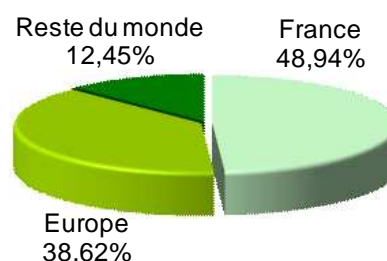
Par devise



Par notation Moody's



Par zone géographique de l'émetteur



Indicateurs de risque ex ante

Sensibilité taux : 1,43

Delta action : 0,16

Commentaire

Serait-il temps de commencer à réfléchir ?

Faisons une hypothèse osée : ni Axa ni la CNP ne déposeront leur bilan. Or, à une époque récente mais qui paraît d'un autre âge dans le contexte actuel, tous deux ont émis des obligations perpétuelles dites « tier 1 », une des multiples formes de quasi-capital que l'inventivité de la finance contemporaine a produites. Ces obligations distribuent : un intérêt de TEC 10 (le taux des Emprunts d'Etat 10 ans) plus 55 points de base pour Axa, et de TEC 10 plus 10 points de base pour la CNP. On voit tout de suite que ces titres ont été émis à une époque bénie où les investisseurs considéraient que le risque de ces deux émetteurs n'était pas très éloigné du risque des Emprunts d'Etat ! Les émetteurs ont la possibilité de suspendre le paiement de l'intérêt dans certaines circonstances de stress, mais les deux émissions ci-dessus ont la particularité assez rare d'avoir un coupon cumulatif : les coupons non payés seront, dans ce cas, distribués lors du retour à meilleure fortune. Aujourd'hui, Axa TEC 10 + 55 cote 53% de son nominal, et CNP TEC 10 + 10 cote 50% de son nominal. La première rapporte donc 9,25%, sur la rente perpétuelle, en instantané sur la base d'un TEC 10 à 4,35%. La seconde rapporte 8,9%.

Supposons un instant que la situation du crédit tende à se normaliser d'ici 4 ans (ne soyons pas trop ambitieux). Supposons aussi que le spread d'Axa et de la CNP retombe à 200 points (n'oublions pas qu'ils ont été émis respectivement à des spreads de 55 et 10 points il y a à peine quelques années !) Supposons aussi que les 3 prochains coupons ne soient pas payés à leur échéance, mais versés globalement avec le 4^{ème} au bout de 4 ans. Là, nous sommes vraiment pessimistes. Supposons enfin que le TEC 10 reste au même niveau sur toute cette période. Dans cette hypothèse, le cours d'Axa TEC 10 + 55 remonterait à 77% ; celui de la CNP TEC 10 + 10 à 70%. Donc une hausse respective du cours de 45% et 40% en 4 ans. Plus les 4 ans de coupons payés au bout des 4 ans. Au total, un rendement annuel moyen sur cette période voisin de 21% pour Axa et supérieur à 20% pour la CNP. Est-ce normal ? Est-ce excessif ? Est-ce vraisemblable ? A la dernière question nous répondons oui, sans hésiter. Outre ces 2 exemples, il y a beaucoup d'autres choses intéressantes à faire aujourd'hui sur le marché obligataire.

Il est donc grand temps de commencer à réfléchir !