

la lettre de AAZ

LETTRE D'INFORMATION - JUILLET AOÛT SEPTEMBRE 2008



Édito

Patience et longueur de temps...

En Bourse, la patience est toujours payante. Et dans la période actuelle, c'est plus que jamais le cas. Malgré les difficultés que connaît aujourd'hui le marché, nos gérants savent qu'ils doivent garder leurs convictions, ne pas céder aux effets de mode, préserver une vision de long terme. Une bonne dose de ténacité est nécessaire : lorsque l'on a une bonne idée, il faut savoir la tenir. Les bons résultats obtenus, par exemple, par le fonds AAZ Capitalisation (lire ci-contre) en sont la démonstration.

Plus encore qu'en période plus favorable, nous devons faire preuve de discernement et de maîtrise technique et anticiper les risques. Certes, cette prudence avisée ne doit pas nous empêcher de saisir les opportunités qui se présentent.

Bon été à toutes et à tous.

OLIVIER AVIT
Président-directeur général

AAZ Capitalisation : une gestion différenciée des fonds obligataires

Grâce à des principes de gestion à moindre risque et à un savoir-faire éprouvé, le fonds obligataire AAZ Capitalisation échappe à la baisse généralisée du rendement.
Explication.

Avec la tournure que prennent actuellement les marchés obligataires, une gestion prudente reste plus que jamais de mise. C'est précisément l'approche employée par AAZ Finances pour son fonds obligataire AAZ Capitalisation, dès sa création.

Notre fonds a performé de + 4,53 % ces trois dernières années, alors que la moyenne des fonds obligataires établissait leur évolution à - 0,11 % sur la même période (source : Boursorama). Et sur une période plus récente, depuis le 1^{er} janvier 2008, AAZ Capitalisation affiche à la mi-juin une performance de + 1,01 % alors que la moyenne des fonds obligataires marque le pas, à - 1,52 %.

Couverture du risque de taux

Ces résultats reflètent une méthode de gestion spécifique. « Ils sont dus notamment à une couverture qui permet de récupérer une partie de la baisse, explique le gérant du fonds, Olivier Bruchacsek. Il ne s'agit absolument pas de spéculation, mais simplement de couvrir du cash par rapport à un risque de taux.

En outre, depuis la crise financière, nous privilégions la partie courte de la courbe,

ce qui permet d'obtenir un rendement intéressant, avec moins de risques sur le long terme. » Cette méthode de gestion offre un avantage précieux : depuis sa création, le fonds ne s'est jamais retrouvé en négatif, contrairement à la moyenne du marché. « Autre caractéristique de notre gestion : nous valorisons toujours au plus juste ce fonds, reprend Olivier Bruchacsek. Cela garantit au client sa liquidité, au cas où il souhaiterait sortir. »

Le moins de risques possible

Ces méthodes de gestion devraient se révéler encore plus fructueuses dans les semaines et les mois qui viennent. Le marché devrait en effet rester très volatil et il est difficile de prévoir par ailleurs à quel moment les banques vont commencer à relever la tête. L'avantage de cette période est qu'elle permet à ceux qui veulent investir sur le moyen/long terme de trouver des taux de rendement intéressants.

« De façon générale, nous appliquons les préceptes de la prudence à la gestion du fonds AAZ Capitalisation », réaffirme Olivier Bruchacsek. En prenant le moins de risques possible, une petite rentabilité, au moins, est assurée chaque année. Une approche qui tient pleinement compte des souhaits des investisseurs dans ce domaine... et dont AAZ Capitalisation profite pleinement, comme en témoignent les 4 étoiles de sa notation Morningstar.

AAZ Finances
SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE

Est-il urgent d'attendre ?

Dans la phase économique et financière actuelle, il faut savoir attendre pour faire fructifier son portefeuille de valeurs. Mais il faut aussi être capable de saisir maintenant de vraies opportunités d'achat. Quelques points d'analyse sur la conjoncture...

Dans le précédent numéro de *La Lettre*, nous tentions de faire le point sur la conjoncture économique et boursière, avec cette question en toile de fond : quel devrait être l'impact de la crise des subprimes sur l'économie réelle ? Il n'est jamais inintéressant d'actualiser cette réflexion, tant les choses évoluent d'un trimestre à l'autre.

Globalement, la conjoncture ne semble pas s'améliorer, avec le pétrole qui bat des records presque tous les jours, les marchés actions en petite forme (- 21 % pour le Cac 40 depuis le 1^{er} janvier, à l'heure où nous écrivons ces lignes), le retour annoncé de l'inflation et la baisse de l'immobilier. Depuis le 17 mars 2008, un retournement important s'est opéré. Alors que les observateurs pariaient généralement sur le risque de krach boursier aux États-Unis, c'est en Europe que les Bourses ont plongé, le Cac 40 décrochant de 3,5 % ce jour-là. Une valeur comme EADS a perdu quelque 12,68 % ce 17 mars, victime de la chute du dollar.

> Une globalisation toujours plus marquée

Sans extrapoler outre mesure, cette chute est pleine d'enseignements. Elle démontre en tout cas que les marchés sont plus connectés qu'on ne pourrait le penser, et met quelque peu à mal l'idée que l'onde de choc que subissent les États-Unis pourrait s'atténuer en traversant l'Atlantique. Si l'on élargit plus encore le spectre géographique, on s'aperçoit qu'il n'y a pas nécessairement à espérer, dans la période actuelle, de la part des marchés boursiers des pays émergents. L'idée que celles-ci surfent sur la vigueur de leur croissance économique — sur laquelle les pays occidentaux peuvent eux-mêmes s'appuyer — est peut-être à ajuster. En clair, les bonnes nouvelles sont générales, mais les mauvaises le deviennent aussi. La pression sur les matières premières montre bien cette globalisation des cours, la forte demande énergétique des grands pays émergents (la Chine, notamment) étant l'un



des facteurs qui pèsent sur les cours du pétrole, en plus des biocarburants. Au passage, soulignons le fait que la Chine, comme d'autres pays asiatiques, subventionne les dépenses en carburants, ce qui est également l'un des vecteurs de cette crise.

> Les pays producteurs ligüés contre Bush

« Si le juste prix du pétrole est largement dépassé, c'est aussi parce que des phénomènes financiers de gestion alternative, qui veulent s'éloigner des standards d'achat, se sont portés sur l'or noir, analyse Francis Berthelin, un des gérants de AAZ Finances. Cette spéculation ne devrait retomber qu'après les élections américaines, étant donné qu'elle est également liée à un certain anti-américanisme de circonstance, ou anti-bushisme, de la part de pays comme l'Iran, le Venezuela ou le Nigeria. Après ces élections, certains pays producteurs auront peut-être moins tendance à fermer les robinets. » Actuellement, en tout cas, la production de l'Irak, par exemple, reste très inférieure à ce que pouvaient espérer les Américains il y a cinq ans, avec un déficit largement supérieur à 200 000 barils par jour.

Parallèlement au pétrole, le problème du comportement des banques est également un point marquant. Cherchant à compenser leurs

pertes sur le crédit, les banquiers se sont éloignés de leur métier d'origine, se lançant dans des spéculations parfois douteuses. Leur besoin de financement est aujourd'hui très élevé.

> Le moment d'acheter

Mais toute situation a ses avantages. Et, en attendant une évolution plus favorable des marchés, la période devient propice pour acheter. « Le 19 mai dernier, les indices ont atteint un point haut, explique Francis Berthelin. Mais il s'agissait d'un point de retournement. Un point haut dans une phase baissière. Dans ces périodes agitées, il faut savoir se poser des questions sur son portefeuille de valeurs. À ce propos, je souligne que nous avons réalisé une étude statistique sur un échantillon de 50 valeurs. Nous avons observé celles qui ont le plus baissé depuis juin 2007, c'est-à-dire le début de la période de baisse. Sur les phases de remontée du marché, nous avons évalué la façon dont se sont comportées ces valeurs qui avaient été les plus baissières. Cette expérience fait ressortir qu'elles n'étaient pas nécessairement les plus intéressantes en phase de hausse. Elles ne forment pas toujours de vraies opportunités d'achat, dans la mesure où elles ne se relèvent pas vraiment. » Un enseignement plutôt utile dans la période actuelle.

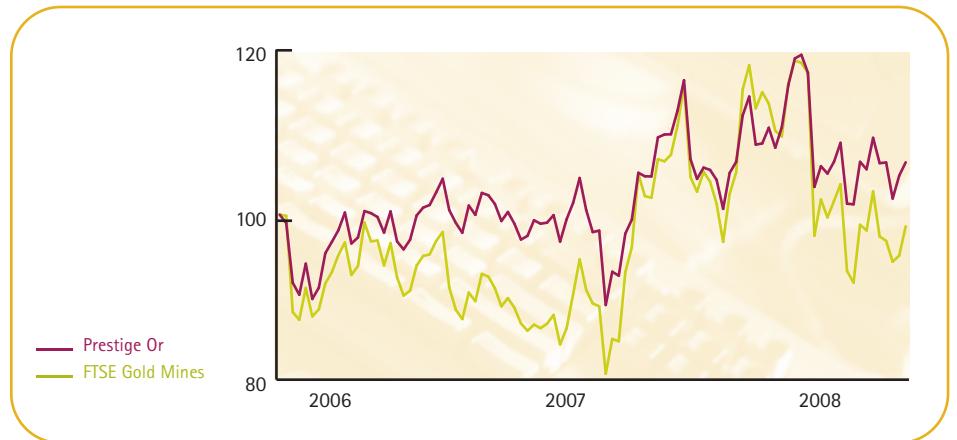
Tous les vendredis, retrouvez les derniers cours des valeurs liquidatives sur www.aazfinances.fr

AAZ PRESTIGE OR

L'or a nettement progressé passant de 834\$ à 1 002 \$ l'once le 17 juin. Il s'est ensuite replié pour terminer le semestre à 925 \$. Il est donc à noter une hausse de 11 % contre une baisse de 8 % du dollar sur la période.

Une fois de plus, l'or a bien joué son rôle de valeur refuge contre la baisse du dollar. Il est donc à noter une hausse de 11 % contre une baisse de 8 % du dollar sur la période. On peut toutefois s'interroger face à l'envolée des cours du pétrole : tout se passe comme si le pétrole avait supplanté l'or dans le rôle de valeur refuge. De notre côté, nous pensons qu'il s'agit d'un comportement conjoncturel et maintenons nos anticipations haussières sur l'or.

Les compagnies minières ont délivré un semestre conforme aux attentes. Peu de nouvelles découvertes, des profits en hausse malgré un poids croissant du coût de l'énergie qui représente désormais plus du tiers du prix de revient des extractions. Barrick a acheté à un prix assez élevé les 40 % qu'il ne détenait pas dans le gisement de Pueblo Viejo (République Dominicaine) validant nos anticipations haussières sur la



valeur des réserves d'or.

Au cours de ce trimestre, nous avons commencé à nous positionner sur le marché de l'uranium qui, s'il est sensiblement plus abondant que l'or, présente néanmoins des perspectives haussières liées à l'envolée des cours du pétrole. Cette diversification nous semble utile dans la recherche d'une performance absolue. L'objectif est de réduire le

risque de baisse de marge des mines d'or provoqué par la hausse des cours de l'or. Sur un niveau de 100 \$ le baril, le coût en énergie moyen d'une once d'or produite ressort à 160 \$: il faut donc consommer 270 litres d'équivalent pétrole pour produire 31 grammes d'or...

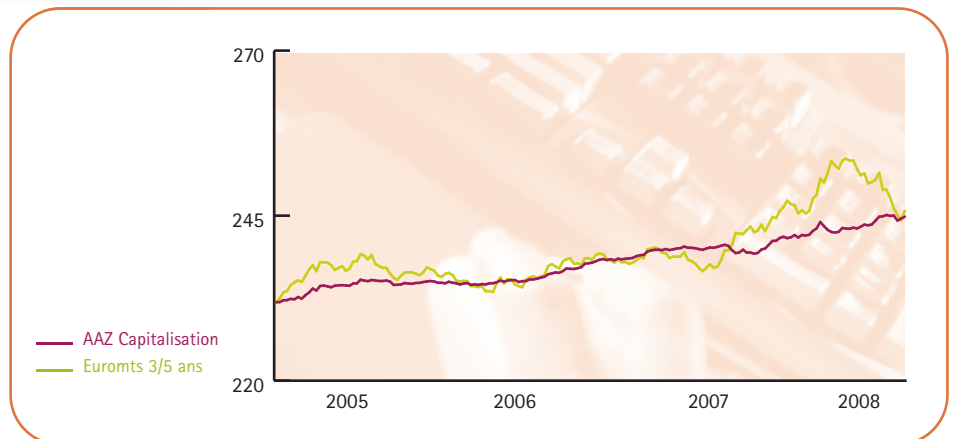
AAZ Prestige Or est classé premier de sa catégorie depuis le 1^{er} janvier.

AAZ CAPITALISATION

C'est une fin de semestre difficile pour les Bourses mondiales avec toujours de nombreuses dépréciations d'actifs pour les établissements financiers des deux côtés de l'Atlantique.

Les établissements bancaires ont de plus en plus de mal à garantir leurs ratios de solvabilité et devront, en plus des émissions de dette, procéder à plusieurs augmentations de capital dans les mois qui viennent.

Au niveau macroéconomique, les États-Unis semblent pour l'instant échapper à la récession tant annoncée, l'inflation poursuit sa progression dans les pays occidentaux et le marché du travail continue de se déprécier. Le coût des matières premières pèse de plus en plus sur les coûts de production à l'instar du pétrole. Ce dernier, qui vient de franchir la barre symbolique des 140 \$ le baril, pourrait au cours de cet été se retrouver dans une fourchette entre 150 et 170 \$ le baril. Face à ces problèmes, la Fed continue de lutter pour éviter une récession économique aux États-Unis en laissant ses taux à 2 %, risquant ainsi une fuite des capitaux étrangers, lassés d'être investis dans une monnaie qui se déprécie.



La BCE, quant à elle, a surpris les marchés en annonçant une hausse prochaine de ses taux courts alors que le marché attendait une baisse d'un quart de point afin de stimuler la croissance européenne. Seule la faiblesse récente des marchés actions a pu empêcher le taux à 10 ans d'atteindre les 5 % comme le prévoient certains chartistes.

L'attitude prudente que nous avons adoptée depuis plusieurs mois nous a permis de traverser les turbulences de ce semestre et

d'avoir une performance positive. Nous garderons pour l'instant cette attitude face à la volatilité importante du marché du crédit et aux incertitudes liées à certains émetteurs et continuerons à privilégier la partie courte de la courbe des taux.

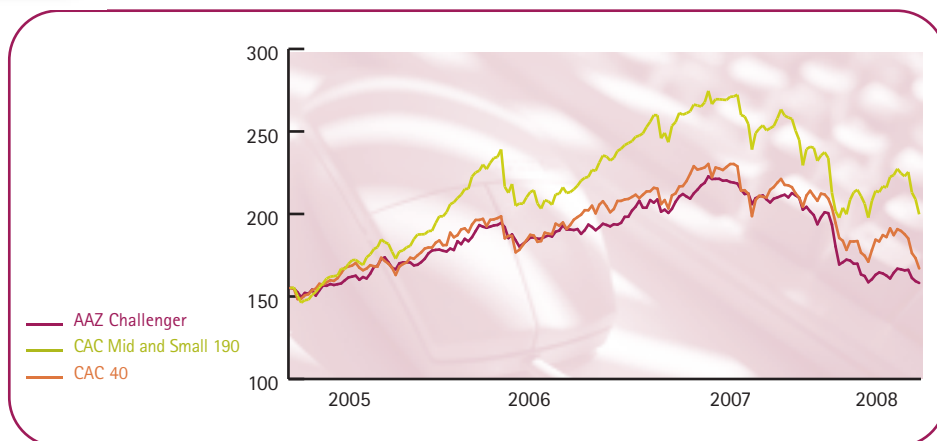
AAZ Capitalisation obtient 4 étoiles Morningstar.

AAZ CHALLENGER

Près d'un an après le début de la crise financière dite « des subprimes », nous constatons qu'elle contamine toujours l'économie réelle et qu'elle déstabilise dorénavant l'ensemble du système financier.

L'accumulation des pertes du secteur financier international, la hausse du prix du pétrole, la croissance mondiale qui ralentit et une situation tendue au Moyen-Orient sont les principaux éléments qui plongent les investisseurs dans un grand pessimisme.

Nous sommes certainement à l'aube d'une grande métamorphose de l'économie mondiale, où les pays du Sud et les BRIC - Brésil, Russie, Inde et Chine - représentent dorénavant plus de 50 % de la richesse mondiale, 72 % des réserves de change et plus de 3 000 milliards de dollars de fonds souverains qui acquièrent presque chaque semaine des fleurons occidentaux. L'économie deviendra de plus en plus compétitive, avec le développement de ces pays émergents. Nous continuons de penser que les thèmes sur lesquels nous avons investis resteront porteurs



à long terme : le secteur médical et tout ce qui touche au vieillissement de la population avec par exemple Bastide le Confort et Biomérieux, l'environnement avec Auréa, ou encore Huis Clos, la logistique avec Cegecim et Ginger ainsi que le luxe avec Barbara Bui et Clarins qui peut bénéficier de l'accroissement du pouvoir d'achat dans les pays à forte croissance. Dans ce contexte plus que morose, nous avons

continué de réduire quasiment toutes nos positions pour augmenter le poste liquidités et initié une couverture contre la baisse du secteur des petites valeurs. Par ailleurs, nous avons conservé notre position sur l'or.

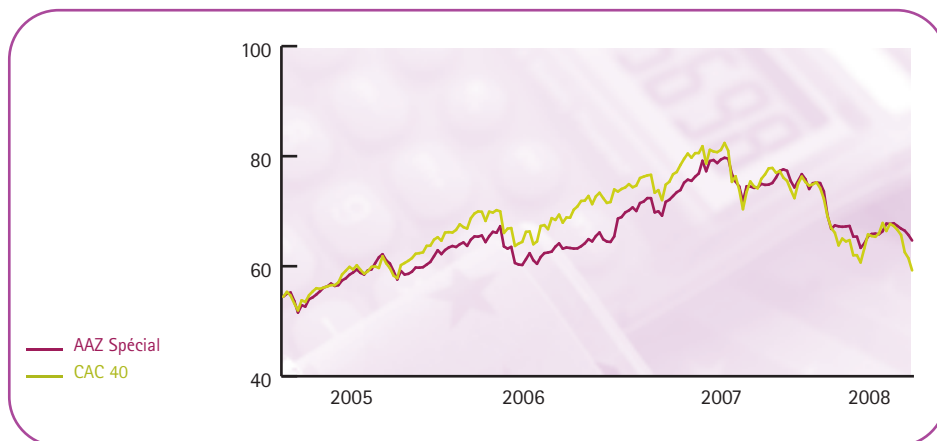
De nombreuses valeurs décotées que le marché ne tardera pas à redécouvrir...

AAZ SPÉCIAL

En cédant 14 %, AAZ Spécial a bien résisté à la baisse des marchés qui s'est accentuée en juin. Le fonds est classé 13^e sur 223 sur le semestre et 2^e sur un an.

Ces performances ont été acquises grâce à certains choix que nous avons faits, comme de ne pas mettre de valeurs financières, qui sont réellement au cœur de la tourmente actuelle. Notons une exposition importante au pétrole avec Elf Aquitaine, Bourbon, Statoil Hydro et Rubis pour 20 % du fonds et une diversification dans l'or à hauteur de 12 % de l'actif.

Nous avons par ailleurs fait le choix de valeurs de conviction dont certaines ont pu souffrir d'une crise de liquidité comme Trigano, Elf Aquitaine ou encore Idsud. Toutefois, le projet d'offre publique de retrait lancé par Carrefour sur Hyparlo permet de traverser cette période de crise dans des conditions acceptables.



Mieux, les niveaux actuels de valorisation de certains dossiers apparaissent aujourd'hui très intéressants ; nous attendons avec impatience l'heure du rebond.

Le projet de rachat par la famille fondatrice de Clarins tend à démontrer que les marchés

ont déjà commis des excès à la baisse au moins sur certaines valeurs.

Depuis deux ans AAZ Spécial est régulièrement classé parmi les meilleures de sa catégorie.