

la lettre de AAZ

LETTRE D'INFORMATION - OCTOBRE NOVEMBRE DÉCEMBRE 2007



Édito

Gare aux effets de mode

De la part de tout gestionnaire de portefeuille, le discernement est une qualité essentielle. Nous devons l'appliquer chaque jour. Et ne pas céder aux effets de mode, qui existent aussi dans la finance. Ainsi, ce qui est « tabou » pendant toute une période peut être encensé à nouveau.

L'or en est un exemple. Alors qu'il n'avait plus la cote, il redevient aujourd'hui une valeur refuge, comme nous l'avions prévu dans le n° 3 de notre Lettre.

Le même effet de mode touche d'ailleurs les produits de défiscalisation, qui se fondent en grande partie sur l'immobilier. Or, comme nous le disons dans l'article ci-contre, l'investisseur ne doit pas être aveuglé par l'avantage fiscal et doit savoir repérer les vrais « bons produits ».

Autre sujet à la mode : la Chine. Nous nous sommes posé la question : « Quelle est la fiabilité de son modèle économique ? »

À lire également avec clairvoyance.

OLIVIER AVIT
Président-directeur général

Immobilier : une stratégie d'achat... à construire

Successions, donations et dons d'argent, assurance vie, ISF, bouclier fiscal... nombreux sont les nouveaux avantages inscrits dans la loi de finances pour 2008 en termes de défiscalisation. Investir dans l'immobilier continue d'offrir également d'intéressantes opportunités. À condition de suivre quelques règles.

Choisir des « produits investisseurs » proposés par des sociétés de gestion de patrimoine ou des réseaux bancaires peut se révéler un bon placement financier pour créer un patrimoine, financer sa retraite et en même temps réduire ses impôts.

À condition d'être attentif aux risques...

Règle n° 1 : ne pas se laisser aveugler par ces perspectives de défiscalisation immédiate, en restant très vigilant sur la qualité des programmes de logement proposés.

Ainsi, la localisation des projets, sur laquelle nombre d'intermédiaires restent silencieux, est primordiale. Investir dans un programme éloigné d'un centre urbain, situé dans une région où l'offre est déjà abondante, c'est s'exposer à voir la valeur de son bien progresser moins vite que la moyenne du marché.



Règle n° 2 : se prémunir contre les mauvaises surprises, de plus en plus fréquentes, dues à la situation des terrains ou encore à la qualité des constructions et aux frais d'entretien à prévoir. On touche ici la question du retour sur investissement qui, certes, se calcule dans la durée en fonction de l'avantage fiscal et de la plus-value potentielle, mais doit être estimé le plus précisément possible. Sachant que les avantages fiscaux sont *grosso modo* proportionnels au niveau de plafonnement des loyers et que ceux-ci augmentent nettement moins vite que la valeur vénale des biens, c'est bien celle-ci qu'il faut prendre en compte, *in fine*.

Règle n° 3 : se garder d'investir dans une zone de suroffre locative, moins rentable.

Règle n° 4 : anticiper le moment où reviendront sur le marché les biens ayant épuisé leurs avantages fiscaux pour leurs propriétaires. Une suroffre de ventes pourrait alors voir l'investissement dévalué.

AAZ | Finances
SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE

Chine : une forme « olympique »

Sous le feu des projecteurs avec le déroulement des jeux Olympiques à Pékin en 2008, la Chine continue d'intriguer, voire d'inquiéter, tant son développement spectaculaire semble fondé sur un modèle qui échappe à une grille de lecture classique... Y a-t-il péril économique dans la demeure ?

À deux reprises au premier semestre, la Bourse de Shanghai a vu son indice chuter brutalement, déclenchant un début de panique sur les marchés mondiaux, finalement sans lendemain. Depuis, la crise des subprimes a ravalé ces soubresauts à leur juste valeur. Certes, l'indice composite de la place chinoise a bien augmenté de quelque 77 % depuis le début de l'année mais sa capitalisation totale - 2 030 milliards d'euros début août avec Shenzhen, soit plus que le PIB 2006 - reste encore relativement marginale par rapport à celle de l'ensemble des autres places financières mondiales.

Il n'en reste pas moins que le poids de la Chine dans l'équilibre d'une économie aujourd'hui globalisée est devenu significatif et qu'une crise dans l'empire du Milieu pourrait signifier le crépuscule de la croissance mondiale.

> Crise de croissance ?

Quelle crise ? De croissance, justement ? Une augmentation en rythme annuel de près de 12 % annoncée cet été par le gouvernement chinois pour 2007 qui fera passer la Chine comme troisième puissance économique mondiale, devant l'Allemagne et derrière le Japon - pour un temps - et les États-Unis. Cette croissance est alimentée par la demande extérieure, comme en témoigne l'excédent record de la balance commerciale au premier semestre 2007 : 112,5 milliards de dollars, en progression de 84 % sur 2006. Représentant 40 % du PIB, le poids des exportations oblige Pékin à limiter l'appréciation de la monnaie, le renminbi, face au dollar et à l'euro. D'où des taux d'intérêt très bas par rapport au taux de croissance nominal. Celui-ci, évalué officiellement à 13 % sur dix ans - mais certains experts le situent plutôt à 17 % - est en tout cas très

supérieur aux taux d'intérêt qui sont d'environ 7 %. Les Chinois ont donc tendance à s'endetter pour acquérir tous les biens dont ils ont été privés si longtemps et qui commencent à affluer sur leur marché. La croissance de leurs revenus rembourse leur dette.

C'est pour avoir eu la même attitude dans leurs investissements immobiliers que nombre d'Américains insolubles se retrouvent aujourd'hui obligés de vendre leur maison à bas prix avant d'avoir fini de la payer. À cette différence près qu'en Chine l'économie continue à être largement administrée par l'État qui garde le contrôle sur le système bancaire, déjà renfloué en 2003 en raison du montant phénoménal des créances douteuses.

> La Chine va-t-elle taxer plus ?

Face à un risque de bulle spéculative, Pékin peut ainsi freiner demain l'ardeur des investisseurs en taxant les plus-values en capital sur les actions, comme elle l'a fait pour les plus-values immobilières dans certaines grandes villes où les prix flambaient. Si une crise financière ou boursière n'est pas à exclure, elle devrait rester sous contrôle dans la mesure où l'entrée des capitaux des non-résidents demeure très marginale dans le système financier actuel.

> Crise de confiance alors ?

Les produits *made in China* envahissent le monde après que de très nombreuses entreprises, dans tous les secteurs d'activité, ont signé des accords de fabrication sous licence avec les industriels chinois. Raison principale : une main-d'œuvre très bon marché et abondante mais aussi un marché immense. Revers de la médaille : la qualité n'est pas toujours au rendez-vous. Dans une moindre mesure, n'avait-on pas observé le même phénomène dans les années 1970 avec les produits *made in Japan* ? Or, les voitures japonaises et les équipements électroniques sont aujourd'hui parmi les meilleurs au monde.

Que le leader américain du jouet Mattel ait dû présenter ses excuses au peuple chinois après avoir rappelé 20 millions de jouets dont les défauts de conception étaient finalement

imputables à ses équipes démontre que la marge de manœuvre reste étroite, tant sont imbriqués les intérêts des firmes multinationales et ceux de la Chine.

Le risque de crise, s'il existe, est donc à chercher ailleurs. Peut-être dans la mobilisation aux États-Unis des associations de consommateurs pour dénoncer le déferlement des produits chinois, sous les prétextes les plus divers : mauvaise qualité, voire dangerosité, dumping, non-respect des droits de l'homme ou des normes environnementales. On observe également de telles réactions en Europe, sur fond de critique sociale de la pratique des délocalisations.

Et c'est bien finalement ce type de critiques, mais aussi les tensions politiques, sociales et environnementales que son extraordinaire développement provoque sur son propre territoire, qui pourraient à terme provoquer en Chine un grand bond en arrière, une fois réussi l'examen de passage des jeux Olympiques, qui reste pour l'heure « la grande affaire ».

AAZ FINANCES, SPONSOR DES
ATHLÈTES PARALYMPIQUES FRANÇAIS

AAZ Finances sponsorise la campagne organisée par le Rotary Club Toulouse Jacobins en faveur des athlètes paralympiques. Cette opération est réalisée en partenariat avec le Lycée Beau-de-Rochas de Bordeaux, qui forme de jeunes professionnels aux métiers de l'automobile. Elle va permettre à ces jeunes de transformer une vieille 2 CV en un superbe cabriolet, dont l'exposition au printemps 2008 donnera lieu à une vente de billets de tombola. Le fruit de cette vente servira à financer le matériel de sport des athlètes paralympiques qui partiront aux JO de Pékin au printemps 2008.

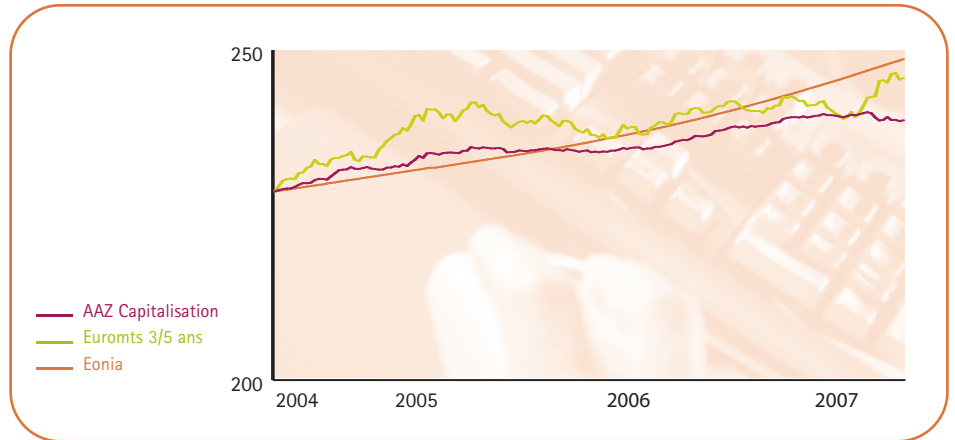
Tous les vendredis, retrouvez les derniers cours des valeurs liquidatives sur www.aazfinances.fr

AAZ CAPITALISATION

Durant le troisième trimestre 2007, la normalisation de l'excès de liquidité mondiale s'est poursuivie, avec effectivement « une hausse des spreads pour les emprunts risqués » mais surtout une gigantesque crise du crédit qui a touché l'ensemble du secteur bancaire.

Dans un contexte de surchauffe où un ralentissement est inévitable, la crise arrive par les points faibles que sont le système bancaire mondial et le consommateur américain : la crise bancaire est celle de ce système bancaire fait de titres de créances qu'on a laissé se développer sans surveillance, sans fonds propres ni limite d'aucune sorte. De son côté, la crise américaine vient simplement de ce que les États-Unis vivent au-dessus de leurs moyens comme le prouve le déficit persistant de leur balance commerciale.

Aujourd'hui, la situation de l'immobilier US s'aggrave, bien au-delà du seul secteur du crédit hypothécaires subprimes ; pour amortir



le choc, la FED a choisi de baisser fortement les taux d'intérêt : cela soulagera les emprunteurs, mais fera baisser le dollar et monter l'inflation.

Cette crise du crédit mettra du temps à se dissiper. En revanche, le point positif de cette crise pour la gestion et surtout pour l'arbitrage obligataire, c'est qu'elle a redonné une

échelle dans la rémunération des risques pris suivant les emprunteurs, ce qui va dans le sens de la technicité de gestion du fonds AAZ capitalisation.

Par sa gestion active, le fonds a bien supporté la crise des subprimes.

AAZ PRESTIGE OR

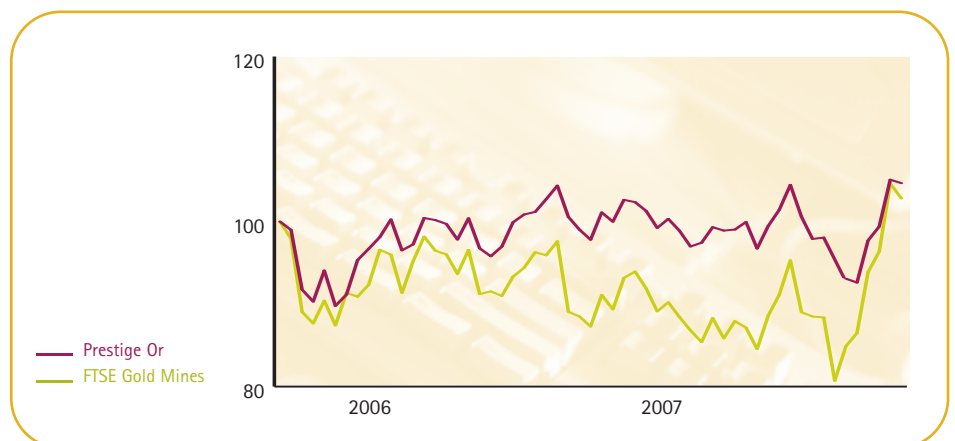
L'or va-t-il redevenir « la » valeur refuge qu'il fut dans les années 1973-78 au cours desquelles l'once avait bondi de 35 \$ à 1000 \$?

La récente crise des subprimes, ces crédits accordés par les banques à des emprunteurs immobiliers et revendus aux marchés sous forme de titrisation, nous permet d'envisager la poursuite d'un marché haussier sur le marché aurifère.

Certes, le marché de l'or n'a pas encore connu d'emballement spéculatif et la hausse des cours de l'or est pour l'instant compensée pour les compagnies minières par des hausses de coûts.

Certes, une reprise généralisée de l'inflation n'est pas à l'ordre du jour, principalement grâce à la mondialisation.

Néanmoins, nous pensons que l'effet déflationniste de la mondialisation tend à se tarir. Comme les nouveaux gisements aurifères se font rares, qu'ils subissent des pressions politiques ou environnementales croissantes et que les rendements restent bas (1 à 2



grammes d'or par tonne traitée), l'élasticité de l'offre est inexistante.

Dans ce contexte, nous avons poursuivi notre diversification de mines exploitant de beaux gisements ou travaillant de beaux projets comme Newcrest Mining. Nous avons aussi acheté Elf Aquitaine pour nous couvrir face à la hausse du pétrole. Le fonds possède maintenant 9 % de son actif en valeurs pétrole.

La mise en vente d'actions AngloGold par Anglo American et l'absence d'OPA sur AngloGold nous conforte dans notre stratégie de sous-exposition à l'Afrique du Sud.

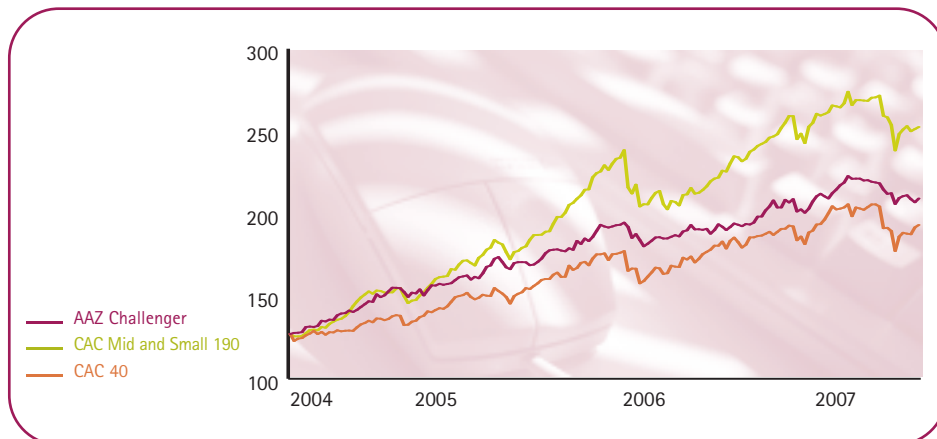
L'OPA de Riotinto sur Alcan préfigure une concentration dans le secteur minier.

AAZ CHALLENGER

La période estivale a été, une fois encore, très chaude sur les marchés financiers mondiaux, et, une fois encore, on a assisté à une crise mondiale causée par un système économique-politique déviant !

En effet, les autorités gouvernementales et administratives ont laissé s'instaurer, pour le plus grand bénéfice de l'establishment bancaire international, un modèle intrinsèquement malsain. À force d'éloigner l'investisseur final du « produit » de base, à savoir l'action d'une entreprise, entité humaine bien réelle, pour lui vendre des instruments financiers de plus en plus sophistiqués et confinant au « virtuel », on est arrivé à construire un système qui augmente les risques, amplifie les écarts et dénature la planète finance !

La place de Paris a perdu environ 15 % en quelques semaines et cela au moment même où les gourous des marchés affichaient un optimisme à tous crins... Dans cette tourmente, fidèles à notre stratégie énoncée



depuis longtemps, nous avons maintenu le cap dans la tempête, notre portefeuille n'ayant pas enregistré de modification majeure, notre objectif étant la préservation et la progression du capital à long terme. À l'issue de ce troisième trimestre, la valeur de la part de notre FCP se monte à 209,95, en

progression de 5,86 % depuis le début de l'année, soit une sur-performance de 1,53 % par rapport à notre indice de référence.

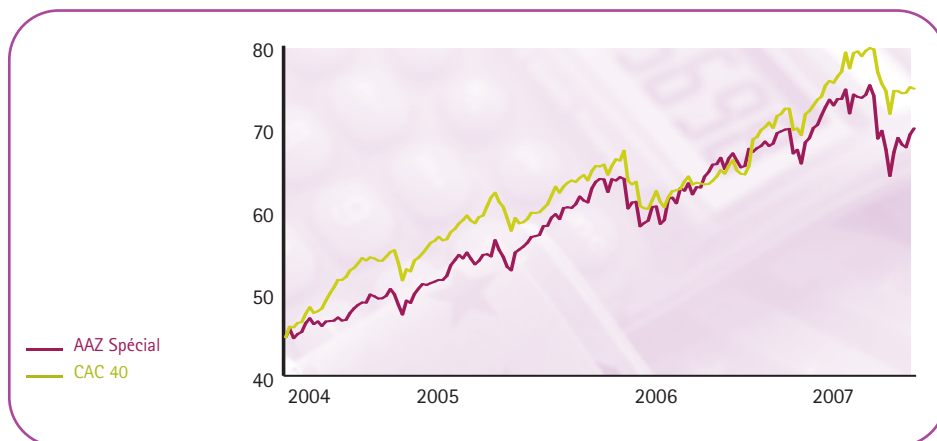
AAZ Challenger se distingue par sa très bonne performance sur ce trimestre très mouvementé.

AAZ SPÉCIAL

Ce troisième trimestre a été marqué par ce qu'il est coutume d'appeler la « crise des subprimes » aux États-Unis ; suite au retournement du marché immobilier américain (environ -20 % en un an), de nombreux emprunteurs dans l'obligation de revendre leur bien immobilier ne parviennent pas à rembourser leur crédit bancaire.

Cette crise que nous redoutions est en train de prendre forme et ne se limitera probablement pas au seul secteur bancaire. En effet, le risque d'une propagation en Europe du retournement de marché immobilier est élevé, notamment parce que les banques vont désormais se montrer plus exigeantes envers les candidats acquéreurs et parce que les prix atteints ne correspondent plus à des valeurs locatives normales. La situation pourrait conduire à un véritable ralentissement économique, ce qui ne serait pas sans conséquences sur les bénéfices des entreprises.

Dans ce contexte, nous avons encore réduit notre exposition aux valeurs bancaires, nous



évitons les cycliques et nous nous concentrons sur les situations spéciales. Nous avons ainsi investi dans Rocamat, une société qui exploite des carrières de pierre calcaire, reprise en 2005 par une nouvelle équipe qui nous paraît dynamique. Nous avons aussi renforcé Elf Aquitaine en prévision d'un rachat de Total. Nous avons enfin souscrit au Fonds AAZ

Prestige Or qui nous semble présenter une diversification en ces temps incertains.

Les banques centrales ont injecté 6 fois plus de liquidités depuis le début de la crise des subprimes qu'à la suite de l'attentat du World Trade Center.