

AAZ CAPITALISATION

RAPPORT DE GESTION – 31 décembre 2011

Code ISIN – FR0007022025

Rappel des objectifs du FCP

AAZ CAPITALISATION est un FCP obligataire qui capitalise ses revenus. Son portefeuille est principalement investi en obligations françaises et de façon accessoire en titres obligataires étrangers. Le gérant s'applique de façon dynamique à rechercher toutes les opportunités d'arbitrage sur la totalité de la courbe des taux.

Chiffres clés

La valeur liquidative au 31 décembre 2010 du FCP AAZ CAPITALISATION s'établissait à 297,28 euros. Au 31 décembre 2011 la valeur liquidative s'est établie en hausse à 303,54 euros, soit une progression de 2,11%.

Performance relative et composition du FCP



Au 31 décembre 2011, l'actif du Fonds était constitué à 93,60 % en obligations.

Graphique : source Bloomberg

Commentaires de gestion

L'Europe acculée par la crise commence à réagir

A force de prendre leur temps et de ne pas écouter les marchés, les politiques Européens ont réussi à exacerber les tensions. Après plusieurs réunions de l'Eurogroupe et du G20 aucune décision importante visant à sortir les pays Européens de l'ornière n'a été prise jusqu'à la fin du premier semestre 2011. La différence de timing entre les politiques et les marchés a conduit à l'aggravation de la crise des emprunts souverains au milieu de l'été. La perte de confiance généralisée a conduit à un décrochage de tous les actifs, le CAC 40 abandonnant 20% et les spreads de crédit s'élargissant de manière brutale induisant un mouvement de « fly to quality » sur les emprunts d'état Allemands. La décision de faire participer les créanciers privés au sauvetage de la Grèce en leur imposant une restructuration n'y est sans doute pas étrangère surtout que le « haircut » de 50% initialement prévu ne sera certainement pas suffisant et les négociations avec les agents privés sont très difficiles. On reparle d'ailleurs d'un nouveau risque de défaut désorganisé et d'une sortie de l'Euro car la Grèce n'arrive pas à redresser ses finances publiques. La mise en place d'une Europe intégrée économiquement et socialement sur fond de tensions sociales accrues sera difficile à mettre en œuvre tant les disparités entre pays sont importantes. La France et son état providence a beaucoup à perdre, l'Allemagne devra modifier sa constitution pour permettre la modification du rôle de la BCE et attend pour cela un geste fort sur la réduction des déficits de la part de son principal partenaire : la France.

La dégradation de la note souveraine de plusieurs états occidentaux et la mise sous surveillance négative de tous les AAA de la zone Euro, l'augmentation des déficits (Espagne, Grèce..) malgré les plans de rigueur, le risque d'entrée en récession de l'Europe ont obligé les dirigeants de l'Eurogroupe à prendre de nouvelles mesures qui ont conduit l'Angleterre, en refusant ces dernières, à s'isoler encore plus au risque de sombrer, seule. Les décisions prises lors de la rencontre d'octobre sont importantes à plusieurs niveaux. Tout d'abord, c'est l'amorce d'une intégration économique de l'Europe, c'est la fluidification des décisions avec l'abandon de l'unanimité, enfin c'est un détournement de la mission de la BCE dans ce qu'on pourrait appeler un « QE 1 » à l'Européenne. En effet, la BCE ne va pas financer directement les états en difficulté mais en prêtant aux banques à 1% sur une période de 3 ans pour des montants illimités elle espère bien que celles-ci vont le faire à sa place en pratiquant la transformation. La BCE évite ainsi momentanément un « crédit crunch », c'est-à-dire un tarissement du crédit dans la zone. Mais cette politique comporte des risques : inflationniste tout d'abord, car il faudra que la BCE puisse détruire l'argent créé (489Mds en décembre pour 523 banques). Pour cela il faudra que les banques puissent lui rendre l'argent, ce qui signifie aucun défaut ni de dette

AAZ CAPITALISATION

RAPPORT DE GESTION – 31 décembre 2011

Code ISIN – FR0007022025

souveraine ni de banque. Enfin, en élargissant les collatéraux à des titres de moins bonne qualité la BCE a dangereusement alourdi son bilan. Pour l'instant on ne peut pas dire que cette politique fonctionne, les dépôts à vue à la banque centrale battent record sur record.

Coté marché, le pétrole reste très cher, au-dessus de 100\$ le baril malgré le ralentissement économique. Les tensions géopolitiques résultant des printemps arabes, les menaces iraniennes sur le détroit d'Ormuz et les affrontements au Nigéria renforcent ce mouvement. Aux USA, les dernières révisions à la baisse sur plusieurs années des chiffres du PIB et des transactions immobilières (-14%) ne sont pas très encourageantes pour l'avenir, quant aux derniers chiffres du chômage montrant une amélioration on est en droit de se demander s'ils ne résultent pas simplement de la sortie des statistiques des chômeurs en fin de droit.

Dans ce contexte, 2012 s'ouvre sur des perspectives très instables. La volatilité sur les marchés devrait perdurer. Les montants à financer cette année sont énormes et les élections à venir dans plusieurs pays contribuent à alimenter les doutes, poussant les taux allemands jusqu'à des niveaux jamais vus (5 ans à 0.75%, taux courts négatifs). L'Europe en acceptant de faire tourner la planche à billet a encore reculé l'échéance mais aucun de ses problèmes n'est résolu. Les finances publiques sont toujours dégradées et la marge de manœuvre des gouvernements de plus en plus étroite, notre société désindustrialisée peine à trouver la croissance nécessaire aux financements de nos politiques. Pourtant la zone Euro prise dans sa globalité ne manque pas d'atouts. Elle est la zone économique la plus riche, elle représente un énorme marché et bénéficie d'un excédent commercial. Malheureusement c'est aussi le seul marché à ne pratiquer aucun protectionnisme, au détriment de ses emplois.

Pour sortir de cette crise, il faudra une volonté politique forte et des hommes politiques de talent qui montrent un but clair aux peuples pour qu'ils acceptent les sacrifices qui se profilent. Les pays Européens doivent maintenant se marier ou se séparer, car le seul « concubinage » ne suffit plus.

Politique de gestion :

2011 a été une année difficile. Si notre positionnement sur les dettes souveraines du nord de l'Europe et l'abandon des subordonnées bancaires ont permis de traverser ces turbulences sans trop de dommages, la couverture bien que légère a nui à la performance. Nous continuerons de privilégier les corporates et les dettes bancaires séniors en attendant des signaux clairs de la part du marché.

Quelques chiffres :

	Sur 3 ans	sur 5 ans
AAZ Capitalisation	19.56%	27.41%
EUROMTS 3/5 ans	7.59%	20.74%