

Paris, le 7 octobre 2011

«Les hommes n'acceptent le changement que dans la nécessité et ne voient la nécessité que dans la crise»¹

Cher investisseur,

L'Europe se débat dans une crise des dettes souveraines

Malheureusement, la plupart des risques que nous avons identifiés en ce début d'année² se sont concrétisés au cours du trimestre écoulé. L'excès de dettes d'Etat en Europe conduit à des politiques d'austérité renforcée qui pénalisent la croissance, exacerbent le risque de défaut d'Etat et font craindre une implosion de l'euro. Les décideurs politiques européens ont continué à étaler leurs divergences sur les mesures à mettre en œuvre. La crise que nous traversons depuis 2007 est aussi politique. Elle menace en plus de se transformer comme en 2008 en crise économique voire systémique. Les Américains et les Chinois expriment leur impatience. Ils craignent que la situation européenne ne s'additionne à leurs propres faiblesses et ne contamine leur économie et leur système financier.

Aux USA, les mesures de relance n'ont pas produit les effets escomptés

Un an et 600Md\$ de création monétaire après le QE2, la croissance économique est revue en baisse (de 3% à 1,5% pour 2011 soit une division par deux en 6 mois), l'immobilier reste déprimé, le chômage se maintient à un niveau élevé (9,1%). Le processus de désendettement des ménages ne fournit pas un socle de croissance solide dans un pays où la consommation représente 70% du PIB. En août dernier, le relèvement du plafond de la dette et la dégradation de la note AAA attribuée depuis 1941 par Standard & Poor's ont rappelé que les Etats-Unis sont aussi concernés par le sujet du surendettement public. Le déficit annuel représente 10% du PIB (plus de 100Md\$ par mois). La dette (15400Md\$) dépasse les 100% du PIB (14624Md\$).

Le poids de l'export et de l'investissement dans la croissance chinoise suscite des inquiétudes

Comme de nombreux émergents, une part significative de l'industrie chinoise est encore dépendante des marchés extérieurs. Plus de 40% de ses exportations alimentent les marchés américains (18%) et européens (23%). La croissance chinoise ne sera pas insensible au ralentissement de ces deux zones. Par ailleurs, près de 50% du PIB est lié à l'investissement, niveau jamais atteint même dans des économies en construction (l'Allemagne et le Japon après guerre, la Corée dans les années 80). Une bulle immobilière, l'accumulation d'actifs non productifs et de dettes bancaires non performantes menacent. Renforcer le moteur de la consommation des ménages devient une nécessité économique et politique.

¹ Citation de Jean Monnet

² Lettre du 11 janvier 2011 : « Les prévisions vous en disent beaucoup sur ceux qui les font, elles ne vous disent rien sur l'avenir », disponible sur l'espace investisseurs de notre site Internet : www.haussmann-im.com

Les marchés plongent sur des interrogations de fond

Le climat est extrêmement anxiogène. Les économistes ne s'accordent pas sur le diagnostic même de la situation. De nombreuses questions font naître de grandes incertitudes et provoquent une forte baisse des indices boursiers. Ce mouvement s'accompagne d'une volatilité élevée. Sur le trimestre, l'Eurostoxx 50 a baissé de -23% à 2079,66. Aucune place financière n'a été épargnée (voir tableau en annexe 1). La première question concerne la gouvernance européenne.

Is someone in charge ?

Cette question est posée dans un article de *Time Magazine*. Elle traduit la cacophonie à laquelle nous ont habitués les décideurs politiques européens. Certes, le temps de la démocratie n'est pas celui des marchés. Surtout dans une Europe dont la construction n'est pas achevée. Les imperfections de cette construction apparaissent chaque jour un peu plus. Trop de représentants de trop d'intérêts divergents doivent négocier trop longtemps pour prendre des décisions à l'unanimité sur des sujets très compliqués. Tout ceci dans le cadre de processus démocratiques particulièrement lourds. On ne peut exclure que la profondeur de la crise actuelle soit suffisante pour que les décideurs politiques européens se souviennent de la phrase de Jean Monnet, l'un des pères de l'Europe, citée en introduction de cette lettre. Une simplification de la gouvernance européenne permettrait de traiter plus facilement la question suivante.

Les Etats et les investisseurs doivent-ils accepter de prendre leurs pertes en Grèce?

«La priorité absolue est d'éviter un défaut de paiement incontrôlé, parce que cela ne toucherait pas seulement la Grèce...». Incontrôlé est, selon nous, le mot important de cette phrase prononcée par Angela MERKEL le 13 septembre dernier. Il est probable que les autorités internationales travaillent à un défaut contrôlé de la Grèce. Dans ce pays, les politiques d'austérité qui s'additionnent depuis 17 mois provoquent une récession plus forte que prévue. Malgré les efforts annoncés, les recettes fiscales en berne et la mauvaise volonté des acteurs de terrain réduisent la capacité de désendettement. La Grèce prend le chemin emprunté par l'Argentine au début des années 2000³. Le plan de mai 2010 a dû être complété en juillet 2011. Avant même d'être entériné ce projet est déjà obsolète. Les Grecs n'arrivent pas à tenir leurs engagements. La Troïka retarde le paiement de la 6ème tranche d'aide (8Md€) prévu dans le plan de mai 2010. Les Grecs disent pouvoir patienter jusqu'à la deuxième semaine de novembre et confirment le dérapage du budget. Avec un PIB en baisse de 5,5% en 2011, la dette dépasse 350Md€ (160% du PIB) et le déficit budgétaire ne sera pas ramené en dessous de 8,5%. (7,6% prévu). Aujourd'hui, il semble que le défaut soit une hypothèse de travail sérieuse en Grèce. Le 5 octobre, le ministre de l'Economie a confié à *Die Zeit* : « Une faillite d'un pays de la zone euro serait une catastrophe car elle aurait un effet domino. Ne serait-ce que pour cette raison, nous ne pouvons décider seuls d'un défaut de paiement ». Une politesse ou une mise en garde ? Au FMI comme en Europe, de nombreuses voix s'élèvent pour conseiller de regarder la réalité en face. Le deuxième plan de sauvetage de la Grèce, décidé le 21 juillet par l'Union européenne devrait être « réexaminé pour mettre plus l'accent sur la soutenabilité de la dette du pays et sur une relance de la croissance ». Dans ce cadre, il est vraisemblable que les investisseurs privés aient à constater une perte supérieure à leur participation « volontaire » de 21% annoncée dans le plan du 21 juillet. Ce scénario soulève la question suivante.

³ Fin 2001, l'Argentine affichait une dette publique de plus 50% du PIB et venait d'enregistrer une décroissance du PIB de 60 % (en \$) en 3 ans. Le 5 Décembre 2001, le FMI refusait d'apporter l'aide prévue dans son plan. Les 19 et 20 décembre des émeutes firent 28 morts. Le 2 janvier 2002, le nouveau Président argentin confirma le défaut de paiement.

Les fonds propres des banques européennes sont-ils propres ?

Ce débat n'a pas été lancé par un hurluberlu en mal de notoriété. S'appuyant sur un rapport interne, Christine LAGARDE, directrice générale du FMI a fait sensation en indiquant que selon les calculs de l'organisation, les banques européennes auraient besoin de 200Md€ de fonds propres supplémentaires. Le Président de l'IASB (International Accounting Standards Board) abonde dans son sens. Il s'interroge sur les évaluations des encours de dettes grecques dans les bilans des banques européennes. Ce débat d'experts est à la fois technique et hermétique. Vous trouverez en annexe 2 une tentative de clarification. La conclusion : nous ne nous sentons pas en mesure d'apprécier la consistance des actifs inscrits dans les comptes des institutions financières. Les bilans sont chargés d'emprunts d'Etat, de CDS, de produits complexes. Nous n'envisageons donc pas d'investir dans cette industrie. Après la débâcle récente, tant pis si les performances boursières sont alléchantes. Les problèmes de liquidité que rencontre Dexia, son exposition aux dettes souveraines conduisent à une restructuration incluant une participation probable des contribuables français et belges. Cette nouvelle, annoncée le 4 octobre, alors que la banque avait passé avec succès les stress tests il y a trois mois, nous conforte dans notre décision. La difficulté n'est pas seulement d'apprécier la valeur des actifs au bilan. C'est aussi d'anticiper d'éventuels problèmes de liquidité. Les informations publiques disponibles ne le permettent pas.

Quel profil de croissance pour 2011 et 2012 ?

Des questions de cette liste, c'est à la fois la plus importante et la plus difficile. Les réponses qu'apportera l'Europe aux questions précédentes conditionnent en grande partie le profil de la croissance mondiale pour 2011 et 2012. Les économistes ne s'accordent pas sur le diagnostic et sur les mesures nécessaires. Les plus pessimistes anticipent un double-creux aux Etats-Unis, une légère recession en Europe, et une contagion des pays émergents, conséquences des efforts pour réduire le niveau de dettes (publiques et privées) et de la dépendance des émergents aux consommateurs occidentaux. Au FMI, à la BCE, et dans les banques d'investissement, le seul consensus pour l'instant est un mouvement général de révision en baisse des prévisions économiques pour 2011 et 2012. Ainsi, le FMI vient-il de réviser ses anticipations sur 2012 de 2,8% à 1,8% aux USA, de 1,7% à 1,1% en zone Euro et de 6,4% à 6.1% dans les pays émergents. En conséquence, le mouvement de révisions à la baisse des prévisions de bénéfices des sociétés devrait se poursuivre. Dans ce contexte chahuté, nous décelons quelques raisons d'espérer.

Première raison d'espérer : une gestion coordonnée de la crise européenne semble s'organiser

Dans la cacophonie actuelle, l'idée d'un défaut ordonné de la Grèce semble faire son chemin. Par sa taille (2% du PIB de l'Europe), le seul sujet grec serait facilement gérable s'il ne faisait pas peser un risque de contagion et un risque systémique. Les pièces d'un puzzle visant à éviter une crise systémique et une contagion aux maillons faibles de la zone euro semblent se mettre en place :

- Le débat sur les fonds propres des banques européennes pourrait aboutir à un plan de recapitalisation massif. L'objectif serait de rassurer les investisseurs sur la capacité des banques à résister à d'éventuels défauts d'Etat et de créer un choc de confiance.
- Une réglementation européenne des marchés dérivés de gré à gré se met en place. Un accord unanime des 27 pays européens a été signé le 5 octobre. Les règles qu'elle vise à imposer (chambre de compensation ; dépôts de garantie...) devraient limiter la spéculation, augmenter la transparence et réduire les risques systémiques.
- L'Espagne, l'Italie, le Portugal et la France adoptent rapidement des mesures d'assainissement (règle d'or et nationalisations de caisses régionales en Espagne, plans d'austérité au Portugal en Italie et en France). Ce faisant, ces pays tentent de réduire le risque de contagion.

Deuxième raison d'espérer : la prime de risque reflète mieux les nombreux défis à relever

La prime de risque des actions européennes calculée par Associés en Finance est remontée fortement ce trimestre. La baisse des actions et des taux longs a plus que compensé le début de révision en baisse des anticipations de bénéfices. Le risque commence à être mieux rémunéré. A 9,4%, l'écart entre le rendement attendu des actions (11,2%) et le Bund (1,8%) est proche du point haut atteint en mars 2009 au pire de la crise (10,7%). Néanmoins, la baisse des taux longs allemands (3,2% en mars 2009, 1,8% aujourd'hui) explique l'essentiel de cette amélioration de la prime de risque. A 11,2% le rendement exigé aujourd'hui par les investisseurs est encore 20% en dessous du plus haut atteint en mars 2009 (13,9%). En conclusion, compte tenu du niveau historiquement bas des taux longs en Allemagne et aux Etats-Unis et des incertitudes sur la croissance, le risque commence à être mieux rémunéré mais la prime de risque donne une vision un peu optimiste de la sous-évaluation des actions.

Troisième raison d'espérer : les sociétés non financières sont (encore) en bonne santé.

Les sociétés non financières se portent bien. Leurs bilans sont sains. Grâce à trois années d'effort de gestion et à la reprise de la croissance mondiale entre 2008 et 2010, leurs marges ont atteint voire dépassé le niveau de 2007. La majorité de ces sociétés a les moyens d'investir pour développer son exposition aux zones de croissance (en particulier dans les émergents). Reste que la visibilité sur les perspectives 2011 et 2012 s'est détériorée. A partir d'une base de rentabilité élevée et d'anticipations de croissance souvent très optimistes, les révisions de prévisions de bénéfices entamées en septembre devraient se poursuivre.

Nous sommes toujours à la chasse aux fourmis*

Nous continuons donc à chasser les fourmis avec prudence. Compte tenu des baisses de cours, notre vivier s'est considérablement étoffé ce trimestre. Nos portefeuilles se sont enrichis de deux nouvelles lignes (Bouygues, Sanofi). Vous retrouverez nos commentaires sur ces valeurs dans le rapport de gestion de notre FCP Plan Bâisseurs. Il sera prochainement disponible dans l'Espace Investisseurs de notre site Internet www.hausmann-im.com. Forts de liquidités abondantes (70% environ des fonds), nous tenterons de profiter des excès de pessimisme qui ne manqueront pas de se produire, en acceptant une plus grande volatilité de nos fonds.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

* Voir notre point d'actualité du 24 août 2011 : « L'impatience de gagner fait perdre » et l'interview de M CICUREL au FIGARO du 11 août 2011. Les fourmis sont les entreprises non financières qui font des efforts, se portent bien, ont des bilans sains et une exposition croissante au monde émergent.

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Nos Fonds***

Au 30 septembre 2011	valorisations	Depuis l'origine	Variation T3	Variation 2011
Plan Bâisseurs*	9 571,16 €	-4,3%	-4,3%	-
Fonds dédié**	9 749,74 €	-2,5%	-5,7%	-5%

*Fonds créé le 8 juillet 2011

** Fonds créé le 26 mars 2010

*** Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Repères

Au 30 septembre 2011	valeurs	Variation T3	Variation 2011
Eurostoxx 50 (Europe)	2 179,66	-23,5%	-21,9%
CAC 40 (France)	2981,96	-25,1%	-21,6%
S&P 500 (USA)	1131.42	-14,3%	-10%
Nasdaq (USA techno)	2415,4	-12,9%	-8,9%
Hang Seng (Hong Kong)	17592.41	-21,5%	-23,6%
Nikkei (Japon)	8700,29	-11,3%	-14,9%
Parité €/§	1,34	-7,7%	0,00%
Pétrole (WTI §)	79,20	-17%	-13,3%
Or (Once §)	1622	7,9%	14,2%
Taux 10 ans (au 5 octobre 2011)			
France (OAT)	2,66%	-	-
Allemagne (Bund)	1,84%	-	-
USA (US Notes)	1,9%	-	-

Annexe 2 : les fonds propres des banques sont-ils propres ?

Dans les normes IFRS, les actifs doivent être comptabilisés à la juste valeur. Ce peut être la valeur de marché (mark to market) ou la valeur donnée par un modèle (mark to model). Utiliser la valeur de marché pose deux problèmes :

- *Problème conceptuel : un marché est un lieu d'échanges qui fixe un prix entre des intérêts acheteurs et des intérêts vendeurs. La fonction des marchés n'est donc pas de fixer une valeur mais un prix.*
- *Problème pratique : Dans le contexte très volatile que nous connaissons, l'évaluation à la valeur de marché est de plus en plus difficile. Le recours à des modèles internes se généralise au sein des institutions financières. De nombreux experts, en particulier Benoît MANDELBROT (fractales) et Nassim TALEB (théorie des cygnes noirs) reprochent à ces modèles de sous-estimer les événements extrêmes. C'est malheureusement le propre de la situation que nous vivons dans la sphère économique et financière actuelle.*

Compte-tenu de la taille des bilans, de la diversité et de la complexité des actifs qui les composent, il est bien difficile aux commissaires aux comptes et aux analystes financiers de s'assurer de la réalité des actifs présentés dans les comptes des institutions financières internationales.

Sous certaines conditions les obligations, en particulier les dettes d'Etat, peuvent être comptabilisées en coûts de revient historiques même si la valeur de marché est inférieure. Pour cela, il faut que l'institution s'engage à garder l'obligation concernée jusqu'à l'échéance. C'est le principe « held to maturity » de l'IAS 39. Il repose sur le postulat que l'obligation sera remboursée intégralement à l'échéance. Comme le montre Kenneth S. ROGOFF dans son livre « This time is different », ce postulat est faux. 800 ans d'histoire financière enseigne que les Etats ne remboursent pas toujours leurs dettes.

A la périphérie du sujet des obligations d'Etat, se trouve les CDS (Credit Default Swaps). Cette invention est un « Canada Dry » de contrat d'assurance. Théoriquement, l'acheteur d'un CDS s'assure contre le défaut du sous-jacent (par exemple une obligation grecque). Le vendeur s'engage à assurer le capital de l'acheteur en cas d'événement de crédit. Malheureusement jusqu'à aujourd'hui, ces contrats sont conclus de gré à gré sans que personne ne vérifie la qualité du bilan du vendeur de CDS. En 2008, AIG, ex premier assureur mondial a été nationalisé pour avoir trop vendu de CDS en particulier sur la banque Lehman Brothers.

Qui connaît aujourd'hui les noms des vendeurs de CDS sur la Grèce et le niveau des engagements qu'ils portent au regard de leurs moyens à faire face à leurs engagements ? Nous n'avons pas trouvé auprès des spécialistes la réponse à cette question.