

Paris, le 11 juillet 2011

**« Tout ce qui est excessif est insignifiant »**

Cher investisseur,

Une visite du FMI en Grèce courant avril s'est conclue sur une révision en hausse du déficit public par rapport au plan présenté en mai 2010. Le sujet des dettes d'Etat est revenu sur le devant de la scène. Avec pour conséquence une baisse de 3,6% de l'indice Eurostoxx 50 sur le trimestre, ramenant sa progression à 1,3% depuis le début de l'année.

Les autorités européennes (gouvernements, banquiers centraux) se mobilisent pour éviter un défaut de la Grèce, « scénario de l'horreur » selon le Gouverneur de la Banque de France. Un défaut anéantirait les fonds propres des banques locales, ruinerait les retraités. L'Etat grec ne serait plus en mesure de payer ses fonctionnaires et d'assurer les prestations sociales. Par ailleurs, les fonds propres de nombreuses banques internationales seraient aussi écornés ; tout comme le patrimoine des assureurs et de leurs assurés. La confiance des marchés serait ébranlée et le risque de contagion aux autres maillons faibles de l'Europe serait fort probable. Enfin, notamment du fait de l'opacité du marché des CDS, une crise financière encore plus puissante que celle de 2008 ne pourrait être exclue.

L'excès n'ayant pas de limite, surtout aux Etats-Unis, le gouvernement (démocrate) et le Congrès (républicain) agitent aussi l'épouvantail d'un défaut souverain le 2 août prochain. L'enjeu : relever le plafond de la dette publique qui aura atteint, ce jour là, le seuil maximum de 14 300 Md\$ autorisé par le Congrès (95% du PIB). Cette négociation intervient alors que le programme de rachat de dettes de la Fed (600Md\$) s'est arrêté le 30 juin et que le déficit budgétaire dépasse les 120 milliards de \$ par mois (9,8% du PIB).

Une nécessité s'impose tant en Europe qu'aux Etats-Unis : réduire les déficits publics qu'aucun investisseur raisonnable ne financera durablement aux taux actuels, historiquement bas.

Au fond, dans un contexte aussi incertain, les marchés financiers font preuve d'une résistance remarquable. L'aphorisme de Talleyrand « tout ce qui est excessif est insignifiant » nous paraît expliquer ce comportement. L'excès de dettes d'Etat fait planer une telle menace pour la stabilité d'une planète financière excessivement complexe que le « scénario de l'horreur » tant en Europe, qu'aux Etats-Unis n'est pas considéré par les investisseurs comme le plus crédible.

Concernant la Grèce, le chemin risque d'être tortueux d'ici septembre. Trois mots ont leur importance : liquidité, solvabilité, défaut. Le problème de liquidité est du domaine des faits. Le sujet de la solvabilité relève plutôt de celui des opinions. Le thème du défaut est devenu un sujet de sémantique.

- **Liquidité** : Les Grecs ont un problème de liquidité. Personne ne peut le nier. L'échéancier des obligations émises impose le remboursement de 95Md€ entre le 1<sup>er</sup> juillet 2011 et le 1<sup>er</sup> juillet 2014. Sans aide de l'Europe et du FMI, les Grecs n'ont pas les moyens de faire face à ces échéances.
- **Solvabilité** : Selon Eurostat, la Grèce est entrée dans l'année 2011 avec une dette 328Md€ en hausse de 10% par rapport à 2009. Elle représentait 143% du PIB fin 2010 (105% en 2007,

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties et la responsabilité de Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement. Nos FCP sont des FCP Actions susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.



159% aujourd'hui). Le plan mis en œuvre depuis un an a permis de réduire le déficit budgétaire de 12Md€ en un an (10,5% du PIB contre 15,4% en 2009) sans pour autant parvenir à un excédent primaire\*. Néanmoins une contraction plus importante que prévue du PIB en 2010 et 2011 limite les ressources fiscales conduisant à une progression de la dette publique plus rapide qu'anticipée dans le plan de mai 2010. Le FMI, les gouvernements et les banquiers centraux européens considèrent pour l'instant que l'aide supplémentaire qu'ils envisagent d'apporter associée à un plan incluant rigueur (28Md€) et privatisation (50Md€) doit permettre d'éviter la crise de solvabilité d'ici 2014. Les Agences de notation et de nombreux économistes doutent de la crédibilité de ce scénario.

- **Défaut** : selon les Agences de notation le défaut souverain intervient lorsque le gouvernement central ne peut faire face à une échéance contractuelle en principal ou en intérêt ou lorsqu'il négocie un rééchelonnement du principal ou des intérêts avec des termes moins favorables que l'emprunt initial.

L'Allemagne exige une contribution substantielle des créanciers privés (banques, compagnies d'assurance, fonds de retraite) au nouveau plan de soutien à la Grèce. Question de sémantique : Comment obtenir cette participation « substantielle » sans « rééchelonnement dans des termes moins favorables » ? Plusieurs plans sont en cours d'élaboration. Celui de l'Association Française des Banques ne prévoit pas de rééchelonnement. L'échéancier grec est respecté. Les créanciers privés s'engagent « librement » à réinvestir une partie du produit du remboursement de leurs obligations grecques dans de nouvelles obligations (à échéance 30 ans ou 5 ans selon l'option).

Reste à convaincre les Allemands que ce plan constitue une contribution substantielle. Et les Agences de notation qu'il ne s'agit pas d'un défaut.

Concernant ces dernières, il paraîtrait invraisemblable que pour une question d'opinion et de sémantique, les créanciers privés ne puissent participer au sauvetage des Etats (qu'ils ont contribué à mettre en difficulté\*\*) sans provoquer de crise systémique. Compte tenu de leurs erreurs d'appréciation passées (subprimes, Islande...) nous ne pouvons pas croire qu'elles puissent imposer aux Etats une lecture sectaire des plans de soutien envisagés.

Personne n'y a intérêt. Pas même les Chinois et les Japonais qui se disent prêts à participer au sauvetage. Ils ne seraient pas épargnés par la contagion, ont besoin des consommateurs européens et d'une monnaie de réserve à côté du \$.

Reste que dans un contexte de négociations ardues, de nombreuses incertitudes subsistent :

- La capacité des dirigeants à se mettre d'accord sur un plan pour la Grèce sans trop de cacophonie, le contour de ce plan et les multiples interprétations et oppositions qu'il ne manquera pas de susciter,
- La capacité de l'Europe à faire face à une contagion vers les pays les plus faibles de la zone euro,
- la capacité des gouvernants à mettre en place les plans de rigueur annoncés,
- l'impact de ces plans sur la croissance économique européenne,



- la capacité des peuples à accepter les sacrifices qui leur sont imposés pour résoudre leurs problèmes ou ceux d'autres membres de la zone euro,
- La capacité du système financier à se réformer pour éradiquer les risques systémiques.

Dans cette période d'une complexité hors norme, nous conservons donc une gestion prudente, conforme à notre objectif de préservation du capital. Notre prudence est renforcée par l'analyse de la prime de risque, qui ne fait toujours pas apparaître selon nous de sous évaluation significative du marché des actions. Selon Associés en Finance l'écart entre la rémunération des actions et les taux n'est pas significativement supérieur à la moyenne depuis 1998.

Même mal rémunérées, les liquidités abondantes dont nous disposons constituent une assurance contre la volatilité des marchés. Elles nous permettront de saisir les opportunités qui ne manqueront pas de se présenter au cours des prochains trimestres.

Début juillet, nous lançons notre premier Fonds Commun de Placement éligible au PEA, ouvert à tous souscripteurs : Plan Bâisseurs.

La création de ce FCP repose sur la conviction que la performance des actions est le fruit du travail des équipes qui dirigent les sociétés. Le processus de gestion fondé sur l'analyse financière et l'évaluation inclut donc une analyse approfondie de l'équipe dirigeante (parcours professionnel, convergence d'intérêt avec les actionnaires que nous sommes, transparence de l'information fournie).

Plan Bâisseurs est un fonds flexible qui pourra être investi de 0% à 100%. Une gestion flexible est une réponse exigeante mais nécessaire à la volatilité des marchés financiers. L'expérience de ces quinze dernières années montre que leur évolution peut être totalement déconnectée de la réalité dans laquelle évoluent les sociétés. Des périodes de surévaluation générale sont suivies de périodes de dépression excessive.

Pour tenir compte de cette caractéristique de notre environnement, Plan Bâisseurs ne cherche pas à répliquer un quelconque indice. L'exposition de notre fonds aux actions ne dépend que de notre capacité à identifier des sociétés disposant d'un potentiel et affichant une évaluation raisonnable. Notre objectif est d'afficher une performance de 8% en moyenne par an à travers une sélection discrétionnaire d'actions européennes sans distinction de taille et d'appartenance sectorielle.

Même si depuis quelques trimestres nous sommes patients, notre vivier d'investissement s'étoffe. Nous restons convaincus que la volatilité des marchés financiers nous donnera l'occasion d'acquérir des titres de qualité sur des bases raisonnables.

Benoît Duval

Alain Lefèvre

*\* L'excédent primaire est l'excédent budgétaire calculé avant prise en compte de la charge de la dette.*

*\*\* Entre 2007 et 2010, la dette moyenne des pays de la zone euro a augmenté de 66% à 85% du PIB (source : Eurostat)*