



# HAUSSMANN IM

*Ensemble, investissons dans nos valeurs*

*Groupe Banque Delubac & Cie*

## LE DEFI EUROPEEN

***«Ce n'est pas la fin. Ce n'est pas le commencement de la fin. Mais c'est peut-être la fin du commencement»\****

*\* Winston CHURCHILL*

Mardi 17 janvier 2012  
Cercle de l'Union Interalliée

**Hausmann IM**  
Agrément AMF GP10000004  
SAS au capital de 200 000 € • RCS Paris 519 740 674 •

152, Boulevard Hausmann 75008 Paris  
Tel : 01 44 95 39 97 • Fax : 01 44 95 37 83  
[www.hausmann-im.com](http://www.hausmann-im.com) • [contact@hausmann-im.com](mailto:contact@hausmann-im.com)

## Disclaimer

- Les données, analyses, performances et autres informations figurant dans cette présentation ont un caractère uniquement indicatif et ne présentent aucun caractère contractuel ou précontractuel. Le contenu de cette présentation peut être modifié sans préavis préalable par Hausmann IM. Les informations présentées ne constituent ni une offre, ni une recommandation personnalisée, ni une sollicitation en vue de la souscription de produits ou services.
- Hausmann IM ne peut être tenu pour responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans cette présentation, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par des tiers. Toute personne souhaitant bénéficier d'un ou de plusieurs des services et/ou d'un ou de plusieurs produits présentés est invitée à contacter son gestionnaire de compte pour s'informer des conditions contractuelles et tarifaires applicables à ces services.
- Les commentaires de gestion et de marché reflètent la perception des équipes d'Hausmann IM sur les marchés financiers et sur les perspectives économiques. Ces éléments sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer en aucun cas une garantie de performance future.
- Les Fonds gérés par Hausmann IM sont des fonds actions. Ils peuvent connaître des variations de forte amplitude. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les objectifs de gestion ne constituent pas des garanties de performance. Avant toute souscription, veuillez consulter le prospectus AMF des fonds, en particulier la rubrique risque.

## 2011, la montée des risques

**« Nous étions dans l'illusion que la crise était maîtrisée et que nous remonterions la pente » \***

✓ **Europe: des risques théoriques sont devenus des hypothèses sérieuses**

- ✓ Défauts d'État
- ✓ Hausse brutale et sélective des taux d'intérêt
- ✓ Crise économique
- ✓ Risque financier systémique
- ✓ Implosion de l'euro

✓ **D'autres risques apparaissent ou prennent de l'ampleur**

- ✓ Le printemps arabe, la crise iranienne et l'instabilité au Nigeria
- ✓ Le tsunami au Japon
- ✓ La poids de l'investissement dans la croissance en Chine
- ✓ Le ralentissement de la croissance mondiale

\* Klaus Schwab, économiste, fondateur du Forum de Davos dans le journal Les Échos du 6 janvier 2012

## l'Europe devient l'épicentre des difficultés

### ✓ La crise financière s'est transformée en crise politique économique et financière

- ✓ Début 2011, la perspective d'un raffermissement de la croissance économique est privilégiée
- ✓ En avril, la Troïka constate que la Grèce s'écarte du plan de réduction de sa dette publique négocié dans le cadre de l'aide de mai 2010
- ✓ Le 21 juillet, à l'initiative de l'Allemagne, un nouveau plan d'aide à la Grèce incluant une participation substantielle des créanciers privés (21%) est annoncé
- ✓ En octobre, une version renégociée du plan du 21 juillet est adoptée incluant une participation de 50% des créanciers privés
- ✓ Des plans d'austérité sont adoptés dans la plupart des pays d'Europe
- ✓ Les taux d'intérêts des pays périphériques se tendent, le risque de contagion se matérialise
- ✓ Les sommets européens se succèdent
- ✓ Une valse de dirigeants sans précédent secoue l'Europe (Portugal, Espagne, Grèce, Italie)
- ✓ En août, Le FMI évalue à 200Md€ le besoin de recapitalisation des banque européennes
- ✓ La croissance économique ralentit significativement, le chômage atteint des records dans certains pays européens
- ✓ La BCE doit se substituer au marché interbancaire
- ✓ En décembre, la BCE ouvre un guichet illimité de concours à 3 ans au taux de 1%. 489Md€ sont empruntés
- ✓ En janvier 2012, Les banques européennes placent des records de liquidités à la BCE au jour le jour à 0,25% (482Md€ le 10-01-2012)

## Le reste du monde s'inquiète

### ✓ États-Unis: le QE2 ne produit pas les effets escomptés et l'Europe inquiète

- ✓ Début 2011, le rythme de croissance aux USA accélère (+3% attendu en 2011 et 3,5% en 2012)
- ✓ Jusqu'à l'été, malgré les 600Md\$ du QE2, le chômage se maintient au dessus de 9%, l'immobilier reste déprimé
- ✓ En août, le Congrès américain accepte de relever le plafond de la dette
- ✓ Le 4 août, S&P retire la note « AAA » attribuée aux Etats-Unis depuis 1941
- ✓ Les taux long américains se maintiennent à un niveau historiquement bas (< 2% pour le 10 ans)
- ✓ La FED renonce à lancer un QE 3
- ✓ Après 10 ans de traque, Ben Laden est neutralisé
- ✓ La croissance est revue en baisse de 3% à 1,7% pour 2011, 3,3% à 2,1% pour 2012
- ✓ Après 8 ans de présence, l'armée américaine quitte l'IRAK

### ✓ Reste du monde: les émergents continuent d'émerger dans un climat plus instable

- ✓ Instabilité géopolitique
- ✓ La croissance économique ralentit au Brésil (0% au T3 2011) en Russie en Inde et en Chine
- ✓ L'inflation est un sujet de préoccupation (6% en moyenne dans les émergents)

## Les marchés financiers en 2011

### ✓ En Europe, l'optimisme du début d'année a laissé place au doute puis à la crainte

- ✓ Baisse marquée des actions
- ✓ Hausse brutale des taux longs dans les PIGS

### ✓ Les États-unis ont fait preuve d'une résistance remarquable

- ✓ Le rebond est concentré sur le T4 2011

### ✓ L'Asie, les émergents et les matières premières (hors pétrole) ont souffert

- ✓ Baisse marquée des actions
- ✓ Hausse des taux longs

### ✓ L'analyse traditionnelle du risque a volé en éclat

- ✓ Taux US 10 ans: 1,99%
- ✓ Taux Allemands 10 ans: 1,86%

### ✓ Fuite sans précédent vers la « sécurité »

- ✓ Les taux allemands et américains: rendements réels voire nominaux négatifs
- ✓ L'or joue son rôle de valeur refuge
- ✓ Les actions des leaders de secteurs où la croissance est protégée (marques mondiales de consommation, luxe, technologies...)

Au 30-12-2011	Valeurs	Variation T4	Variation 2011
<b>Eurostoxx 50 (Europe)</b>	<b>2 316,55</b>	<b>+6,28%</b>	<b>-17,05%</b>
CAC 40 (France)	3159,81	+5,96%	-16,95%
S&P 500 (USA)	1257,60	+11,15%	0%
Nasdaq (USA techno)	2605,15	+7,86%	-1,8%
Hang Seng (Hong Kong)	18434,39	+5%	-20%
Nikkei (Japon)	8455,35	-3%	-17%
<b>Brésil (Bovespa Index)</b>	<b>56754,08</b>	<b>+8,5%</b>	<b>-18,1%</b>
<b>Russie (RTS Index)</b>	<b>1381,87</b>	<b>+3%</b>	<b>-21,9%</b>
Inde (Sensex)	15381,02	-6,5%	-25%
Chine (SSE Composite)	2199,42	-6,8%	-21,7%
Parité €/§	1,296	-3,3%	-3,3%
Pétrole (Brent §)	107.38	+2%	+14%
Or (Once §)	1622	+7,9%	+14,2%
<b>Taux 10 ans (5-01-2012)</b>			
<i>France (OAT)</i>	<i>3,35%</i>	<i>+0.69</i>	<i>-</i>
<i>Allemagne (Bund)</i>	<i>1,86%</i>	<i>+0.02</i>	<i>-</i>
<i>USA (US Notes)</i>	<i>1,99%</i>	<i>+0.09</i>	<i>-</i>

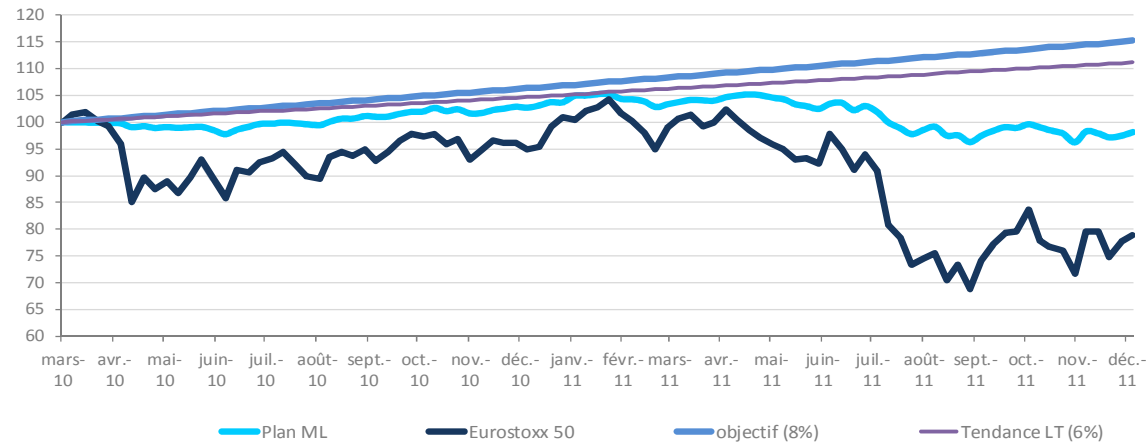
## Fonds dédié: performances

**Au 30/12/2011**

**Valeur liquidative :** 9813,44 €  
**Performance depuis l'origine :** -1,87 %  
**Performance 2011:** -4,44 %

**Taux d'exposition moyen 2011:** 32 %  
**Performance 1 an :** -4,59 %  
**Performance 3 ans :** -  
**Performance 5 ans :** -

### GRAPHIQUE



*Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Elles ne sont pas constantes dans le temps. L'objectif de gestion ne constitue pas une garantie de performance. L'évolution de l'indice Eurostoxx 50 (dividendes non réinvestis) est présentée à titre indicatif. Il ne constitue pas un indicateur de référence.*

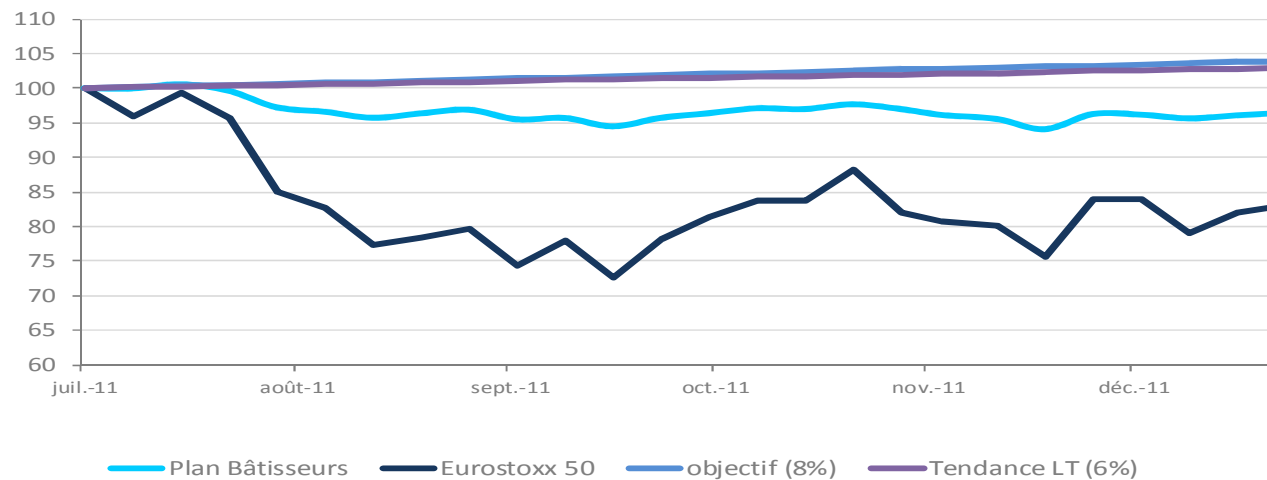
## Plan Bâisseurs: performances

**Au 30/12/2011**

**Valeur liquidative :** 9645,27 €  
**Performance depuis l'origine :** -3,55 %  
**Performance 2011:** -

**Taux d'exposition moyen 2011 :** 28 %  
**Performance 1 an :** -  
**Performance 3 ans :** -  
**Performance 5 ans :** -

**GRAPHIQUE**



— Plan Bâisseurs — Eurostoxx 50 — objectif (8%) — Tendence LT (6%)

*Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Elles ne sont pas constantes dans le temps. L'objectif de gestion ne constitue pas une garantie de performance. L'évolution de l'indice Eurostoxx 50 est présentée à titre indicatif. Il ne constitue pas un indicateur de référence.*



## 2012, la fin du commencement

*«Ce n'est pas la fin. Ce n'est pas le commencement de la fin. Mais c'est peut-être la fin du commencement»\**

- **La fin du commencement de la crise européenne:** Éviter la dislocation avec plus de fédéralisme, de solidarité et de rigueur sans étouffer la croissance
- **La fin du commencement de la crise financière:** Réformer le système financier pour qu'il retrouve son rôle premier: financer l'économie, les entreprises, les États

\* *Winston CHURCHILL. Discours du 10 novembre 1942. Référence à la victoire d'El Alamein. Elle fut considérée comme décisive pour protéger l'Empire britannique et préparer l'éviction des troupes allemandes d'Afrique.*

### *Un bateau pas terminé affronte une tempête*

- ✓ **Pas de consensus sur le diagnostic de la nature de cette tempête**
  - ✓ **Une crise des finances publiques européennes:** Seuls deux pays respectent les critères de Maastricht (Luxembourg, Finlande) mais en moyenne la zone euro est moins endettée et moins dépensière que les États-Unis ou le Japon (respectivement 85% vs 100% et 225% fin 2010).
  - ✓ **Une crise de la gouvernance européenne:** Trop de représentants de trop d'intérêts divergents doivent négocier trop longtemps sur des sujets compliqués qu'ils ne maîtrisent pas toujours parfaitement. Le tout dans le cadre de processus démocratiques lourds.
  - ✓ **Une crise de l'euro:** L'euro est une construction inachevée qui porte depuis sa création des faiblesses potentiellement mortelles. Sans convergence des politiques économiques et fiscales, la productivité, les situations budgétaires des États, les comptes extérieurs des partenaires divergent. L'euro affaiblit les faibles et renforce les forts.
  - ✓ **Une conséquence de la crise financière:** Pour éviter que la crise de 2007 ne se transforme en grande dépression, les États du monde entier ont mis en place des plans de soutien et de relance. Ces plans ont transformé des États endettés en États surendettés. En zone euro, la dette publique est passée de 66% à 85% du PIB entre 2007 et 2010.

## Le défi européen: la fin du commencement

### ✓ Au commencement l'Allemagne impose son diagnostic

- ✓ **Une crise des finances publiques:** Le manque de rigueur historique des gouvernants doit être traité par l'austérité et la contribution des créanciers privés à l'effort commun.
- ✓ **La protection de la monnaie:** condition primordiale pour le maintien de l'économie de marché

### ✓ Ce diagnostic et les remèdes associés montrent leurs limites

- ✓ **Le diagnostic est parfois faux:** L'Irlande, l'Espagne, Les Pays-Bas, la Finlande sont entrés dans la crise avec un excédent budgétaire et un endettement public faible.
- ✓ **Un cercle vicieux se met en place:** Les pays périphériques enchaînent les plans d'austérité sans pour autant tenir les objectifs budgétaires. Ils cumulent déficit, endettement, récession.
- ✓ **La contagion gagne:** Inquiets les investisseurs exigent des rémunérations plus élevées pour continuer à prêter. La participation « volontaire » et significative des créanciers privés au plan grec accélère cette contagion.
- ✓ **Cette contagion fragilise le système financier:** Remplis d'emprunts d'États et de produits complexes, les bilans et hors bilans des établissements financiers sont fragilisés. Ils ne sont plus acheteurs d'emprunts d'État à des conditions acceptables pour les emprunteurs. La qualité de leurs fonds propres et le refinancement des États devient un sujet de préoccupation. Les banques ne se prêtent plus entre elles.

## Le défi européen: la fin du commencement

### les nécessaires adaptation de la posologie

#### ✓ Une crise financière menace à nouveau

- ✓ **Symptôme 1:** Les banques ne se prêtent plus entre elles, la BCE doit se substituer au marché interbancaire. Le financement en \$ pose problème. Les banques centrales (FED, BCE) s'accordent pour fournir un substitut à travers des accords de swaps.
- ✓ **Symptôme 2:** Le FMI et l'IASB lancent un débat sur la qualité et le niveau des fonds propres des banques. Durant l'été, Christine Lagarde plaide pour une recapitalisation urgente et massive (200Md€). Les autorités européennes s'accordent sur 115Md€ en octobre.
- ✓ **Symptôme 3:** Le concours à 3 ans ouvert en décembre à la BCE fournit 489Md€ aux banques au taux de 1% (moyennant dépôt d'un collatéral). De façon concomitante, les dépôts des banques atteignent un record de plus de 450Md€ fin décembre 2011 (482Md€ le 10-01-2012).

#### ✓ La fin du commencement: la remise en question du diagnostic allemand

- ✓ Les États garantissent au système financier qu'il ne sera plus sollicité en cas de défaut d'État
- ✓ L'Italie de Mario Monti rappelle que l'Allemagne doit faire sa part du chemin dans la recherche d'un compromis entre austérité et croissance
- ✓ *«La BCE est décidée à utiliser des moyens non conventionnels pour empêcher les dysfonctionnements sur les marchés »\**

\* Mario Draghi, président de la BCE

## La crise financière se poursuit

- ✓ **Au commencement de la crise financière, il y a les excès du capitalisme financier**
  - ✓ **Les subprimes:** structurés, titrisés, notés, transformés en produits financiers jugés sûrs et rentables
  - ✓ **Excès:** de complexité, d'opacité, d'effet de levier, de cupidité, de malhonnêteté, de risque
  - ✓ **Selon, Joseph E. Stiglitz, « le système financier a échoué à évaluer la solvabilité et les risques »**
  
- ✓ **Au commencement, de profondes réformes du système financier ont été envisagées**
  - ✓ **Des personnalités légitimes contribuent au débat:** Économistes, parfois prix Nobel; hommes d'État, entrepreneurs développent des thèses autrefois monopole d'idéologues anticapitalistes
  - ✓ **L'Institut Montaigne\*** présente en mars 2009 quatre pistes d'actions concrètes immédiates
    - ✓ Une suspension des pratiques et des règles de marché les plus déstabilisatrices
    - ✓ L'organisation de la traçabilité des produits financiers
    - ✓ Un programme coordonné de nationalisations bancaires temporaires dans les pays du G20, prélude à la séparation entre banques commerciales et banques d'investissement
    - ✓ La création de nouveaux instruments pour pérenniser le financement des Etats souverains, actuellement en danger
  
- ✓ **Bilan 2007-2011 de la contribution de la réforme financière: trop peu, trop lentement, trop tard**
- ✓ **Le système financier bénéficie d'une « garantie d'Etat gratuite et implicite »**

## Crise européenne et financière: la fin du commencement

- ✓ **La crise se transforme en une crise du financement de l'économie et des États**
  - ✓ **L'enjeu européen:** Eviter l'implosion avec plus de fédéralisme, de solidarité et de rigueur sans tuer la croissance.
  - ✓ **L'enjeu mondial:** Réformer le système financier pour qu'il retrouve sa fonction première, financer l'économie, les entreprises, les Etats.
  
- ✓ **La résolution sans heurts de cette crise en 2012 est improbable**
  - ✓ **Des enjeux historiques:** La pérennité de l'Europe et de l'euro mais aussi le cadre économique et social de l'Europe et du monde.
  - ✓ « Le rôle de la BCE est de défendre l'euro. Il peut arriver un moment où la défense de l'euro exigera l'identification d'un prêteur en dernier ressort. La monétisation est porteuse de risque inflationniste, mais ce risque doit être apprécié à l'aune de l'enjeu de la pérennité de l'euro »\*
  - ✓ **Is anyone in charge ?** La réforme de la gouvernance européenne pour gérer la crise risque d'être difficile à réaliser en particulier dans le calendrier démocratique de 2012.
  - ✓ **Le dilemme du prisonnier:** Chacun tente aujourd'hui de minimiser sa contribution à l'effort commun mais l'importance de l'enjeu peut faire revenir chacun à la raison

## Conséquences pratiques

### L'économie réelle risque de souffrir

Auteur	Scénario probable	Facteurs explicatifs
<b>Nouriel ROUBINI</b>	Double creux	Désendettement des Etats et des ménages aux USA et en Europe Surinvestissement en Chine
<b>Patrick ARTUS</b>	Stagnation à la japonaise	Anémie de la consommation aux USA Cures d'austérité en Europe Difficultés du secteur bancaire
<b>Kenneth ROGOFF</b>	Longue dépression	Crise européenne non résolue Faillite de la Grèce, faillites bancaires Effondrement de la consommation Hausse du chômage Déflation

## Croissance mondiale: le consensus pointe en baisse

FMI: Prévisions septembre 2011	2009	2010	2011	2012	Révisions 2011(Juin)	Révisions 2012(Juin)
<b>TOTAL MONDE</b>	-0,7%	+5,1%	+4%	+4%	-0,3%	-0,5%
<b>Pays Développés</b>	-3,7%	+3,1%	+1,6%	+1,9%	-0,6%	-0,7%
<b>USA</b>	-3,5%	+3,0%	+1,5%	+1,8%	-1%	-0,9%
<b>Zone Euro (17)</b>	-4,3%	+1,8%	+1,6%	+1,1%	-0,4%	-0,6%
<b>Japon</b>	-6,3%	+4%	-0,5%	2,3%	-0,2%	-0,6%
<b>UK</b>	-4,9%	+1,4%	+1,1%	+1,6%	-0,4%	-0,7%
<b>Pays émergents</b>	2,8%	7,3%	6,4%	6,1%	-0,2%	-0,3%
<b>Europe centrale</b>	-3,6%	+4,5%	+4,3%	+2,7%	-1%	-0,5%
<b>Chine</b>	+9,2%	+10,3%	+9,5%	+9%	-0,1%	-0,5%
<b>Inde</b>	+6,8%	+10,1%	+7,8%	+7,5%	-0,4%	-0,3%
<b>Brésil</b>	-0,6%	+7,5%	-3,8%	-3,6%	-0,3%	0%

Source: FMI septembre 2011

- ✓ **Le FMI a déjà annoncé la révision de ses prévisions pour fin janvier 2012**
- ✓ **Le consensus table sur +2% aux USA, 0% en Europe, +4%/+5% pour les émergents en 2012**



## Les effets secondaires positifs de la crise

- ✓ **Les effets secondaires positifs de cette crise**
  - ✓ **« Corporate america » résiste:** Plus endettés et plus dépendants que l'Europe, les USA ont perdu leur notation « AAA » attribuée par Standard & Poor's en 1941. Pourtant ils se financent à des taux historiquement bas (moins de 2% à 10 ans). Une monnaie mondiale, un marché profond, des entreprises solides, une culture de la croissance, une banque centrale pragmatique, une capacité prouvée à générer des excédents budgétaires expliquent cette confiance. Les difficultés européennes servent de faire-valoir.
  - ✓ **Les émergents continuent d'émerger:** Dans un contexte moins porteur pour leurs exportations, les émergents renforcent leurs échanges entre eux, privilégient l'investissement et la consommation locale. La montée en puissance d'une classe moyenne de plus en plus nombreuse constitue un moteur de croissance durable. Les ventes de détails en Chine progressent de +17% (11% hors inflation) à 2 200Md€ (> PIB de la France). 400 millions de chinois seraient des travailleurs urbains diplômés dont les revenus sont compris entre 10 000 \$ et 60 000 \$ par an.
  - ✓ **Les entreprises ont gardé la raison:** Obligées de vivre dans un environnement incertain depuis 2007, les entreprises non financières doivent faire de gros efforts d'adaptation. La baisse (limitée) de l'euro, et le recul du prix des matières premières sont des facteurs favorables pour nombre d'entre elles. Les marges se sont redressées pour se rapprocher de celles de 2007. Elles se sont désendettées (gearing moyen 39% en 2011 versus 60% en 2008). Les bénéfices sont attendus en hausse de 10% en 2012 (consensus Eurostoxx 600).
  - ✓ **La prime de risque a progressé:** La prime de risque exigée par les investisseurs à sensiblement progressé depuis 1 an. L'inverse du PER du consensus s'établit à 9,3% sur l'Eurostoxx 600 contre 7,8% fin 2010 (+1,5 point).

## Les soldes sont ouverts

- ✓ **Comme ailleurs, c'est pendant les soldes qu'on fait les meilleures affaires**
  - ✓ Malheureusement pas d'arrêté préfectoral pour encadrer cette période
  - ✓ Pendant les soldes boursiers, les acheteurs désertent les magasins
  - ✓ La parabole du cocktail de Peter Lynch
  
- ✓ **Une gestion flexible est une réponse exigeante et nécessaire à la situation actuelle**
  - ✓ En 2011, notre prudence nous a permis de résister
  - ✓ Notre scénario: une période de défiance hors norme devrait fournir des opportunités
  
- ✓ **Notre vivier s'est considérablement étoffé**
  - ✓ **Des équipes dynamiques:** capables d'insuffler de la croissance et de maintenir une rigueur dans la gestion des coûts et du cash flow
  - ✓ **Des savoir-faire éprouvés:** par une histoire parfois plus que centenaire et la capacité d'accompagner le développement de nouveaux bassins de consommation dans les émergents
  - ✓ **Des actifs solides et décotés:** dont la rentabilité actuelle n'est pas optimale mais dont les managers subissent la pression des actionnaires
  - ✓ **Des métiers disposant de fortes barrières à l'entrée** et qui ne sont pas en vogue
  - ✓ **Le tout à un prix raisonnable**

**Plus d'informations**

**[www.hausmann-im.com](http://www.hausmann-im.com)**