

## De l'arôme du jasmin à l'odeur du pétrole Flash actualité

- La crise actuelle au Moyen-Orient et en Afrique du Nord a pris les marchés émergents par surprise.
- Ces marchés, qui subissent de lourdes pressions acheteuses depuis le 4<sup>e</sup> trimestre 2010, imputables à l'évolution de la dynamique de croissance et de l'inflation, sont aujourd'hui mis sous pression par les risques politiques et la hausse des cours du pétrole.
- En revanche, les marchés émergents continuent d'afficher de solides perspectives de croissance et des fondamentaux structurels bien meilleurs que ceux de la plupart des marchés développés.
- Dans ce contexte, l'environnement actuel pourrait être l'occasion idéale pour accroître son exposition aux marchés émergents.
- La sélection géographique, sectorielle et individuelle des marchés émergents conditionnera plus que jamais la performance en 2011.

Comme si la lente reprise consécutive à la crise financière, à la crise de la dette souveraine et aux incertitudes croissantes concernant l'inflation des marchés émergents, et de la Chine en particulier, ne suffisaient pas à occuper les marchés financiers mondiaux, la crise actuelle au Moyen-orient et en Afrique du Nord a pris les marchés par surprise.

### *Le risque politique se propagera-t-il au secteur du pétrole ?*

La Révolution du jasmin en Tunisie, comparable à la fin du communisme en 1989 après la chute du mur de Berlin, pourrait constituer le début d'une véritable transformation démocratique au sein de la région MENA<sup>1</sup>, actuellement gouvernée par des régimes très autocratiques de toutes sortes. Impact direct de cette crise : **les marchés financiers se concentreront davantage sur les risques géopolitiques à court terme** et encore davantage sur leurs conséquences sur **le cours du pétrole et sur l'économie mondiale**.

Parmi des derniers développements, la chute rapide et presque non violente des régimes où le pétrole joue un rôle moins important, tels que la Tunisie et l'Egypte, a eu un impact limité sur le cours de l'or noir. Cette situation a changé quand la crise a touché d'autres pays comme la Libye, le Bahreïn, le Yémen et le Sultanat d'Oman. La nature particulièrement différente des turbulences en Libye suscite la nervosité des investisseurs : la situation libyenne, pays plutôt artificiel depuis sa naissance dans les années 1950 et pâtissant d'une importante division tribale, pourrait entraîner une guerre civile, de nombreuses victimes et un chaos total.

- ▶ Bien que la Libye soit un fournisseur important de pétrole brut pour l'Europe, elle représente "seulement" 2 % de la production mondiale. Ce problème pourrait être compensé par une hausse de l'offre de pays tels que l'Arabie Saoudite. **Aussi, si la crise se limitait à la Libye et à certains petits pays de la région, l'impact sur l'offre de pétrole serait gérable.**

En revanche, **la situation pourrait changer de manière spectaculaire** si l'Algérie (important producteur de gaz) était touchée par la crise, sans parler d'une perturbation possible de l'approvisionnement en pétrole de l'Arabie Saoudite (12 % de la production mondiale totale). Si les protestations en Afrique du Nord ont porté aujourd'hui sur le chômage, la démocratie, l'inflation des produits alimentaires, etc., les turbulences au Moyen-Orient sont plus politiques, la division entre les Sunnites et les Chiites étant revenue à la surface. Or si la plupart des ces pays (pétroliers) sont très riches, la paix pourrait être obtenue par l'engagement de dépenses sociales, comme l'a récemment montré le roi Abdullah d'Arabie Saoudite.

En outre, plusieurs facteurs ont réduit le risque de perturbation de la production pétrolière saoudienne :

- ▶ La sécurité autour des installations pétrolières est très élevée : un corps de 35 000 soldats a été formé pour protéger tout particulièrement les installations ;

<sup>1</sup>MENA : « Middle East and North Africa » c'est-à-dire Moyen-Orient et Afrique du Nord

- ▶ L'importante répartition géographique des installations (le pétrole et le gaz sont répartis sur une zone plus grande que le Royaume-Uni) ;
- ▶ Un nombre relativement limité de personnel de production n'est pas saoudien (à noter que les installations de production en Libye ont été fermées car les entreprises pétrolières étrangères ont retiré leur personnel).
- ▶ De plus, l'histoire a montré que la production pétrolière saoudienne est assez résistante aux turbulences, même intérieures.
- ▶ **Dans ce contexte, nous considérons le risque saoudien comme faible.**

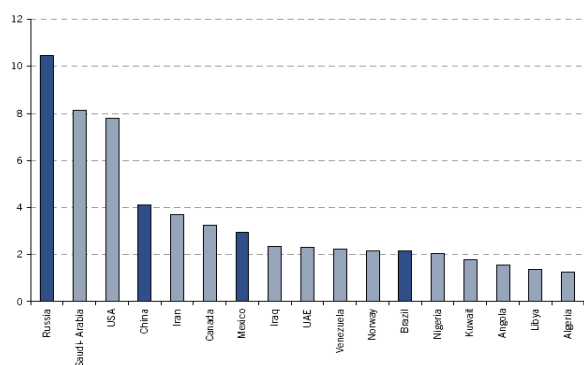
Bien qu'il soit improbable, le scénario du pire prendrait la forme d'une contagion aux pays « non démocratiques » comme l'Iran ou même la Chine. Ce qui ajouterait une prime de risque géopolitique importante à l'impact incertain sur l'économie mondiale.

### Impact sur le cours du pétrole

L'impact d'une hausse du cours du pétrole sur l'économie mondiale et les marchés financiers est très tangible mais varie fortement d'un pays à l'autre, en fonction de différents facteurs :

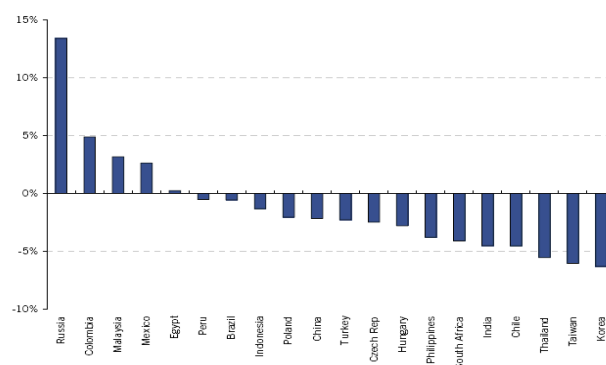
- ▶ Pays importateurs ou exportateurs nets de pétrole, intensité de l'économie en pétrole (utilisation du pétrole par production unitaire), impact sur la situation budgétaire et extérieure, poids de l'énergie dans le panier de l'indice des prix CPI<sup>2</sup>, etc.

Figure 9. Global Oil Production (2010, by Country, mn. barrels per day)



Source: IEA and Citi Investment Research and Analysis

Figure 11. Net Oil Balance (% of GDP (2009))



Source: National Sources and Citi Investment Research and Analysis, BP

- ▶ **La vitesse et l'ampleur de la hausse du pétrole, et si cette hausse est tirée par la demande** (comme en a témoigné la progression régulière du 2<sup>e</sup> semestre 2007 au 1<sup>er</sup> semestre 2008) **ou par l'offre** (comme c'est le cas aujourd'hui), doivent être pris en compte.
  - D'après les estimations, une réduction de la croissance économique mondiale d'environ 0,1 % à 0,2 % entraînerait une hausse de 10 dollars du cours du pétrole, contre une baisse de 1 % si le cours du pétrole progressait à 150 dollars.<sup>3</sup>
- ▶ Hormis l'impact direct sur la hausse des prix du pétrole, les effets « secondaires » sont tout aussi importants : baisse de la confiance des entreprises et des ménages, pression sur les marges, pression sur les salaires réels et l'impact sur l'inflation, etc.

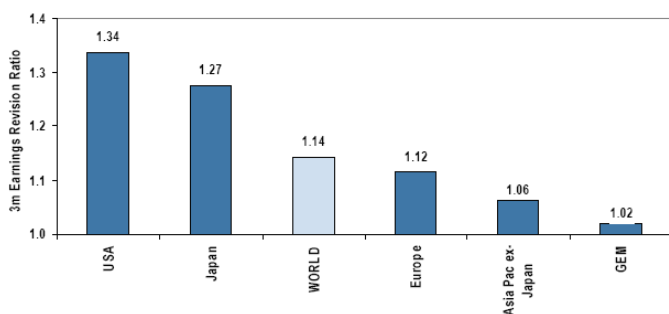
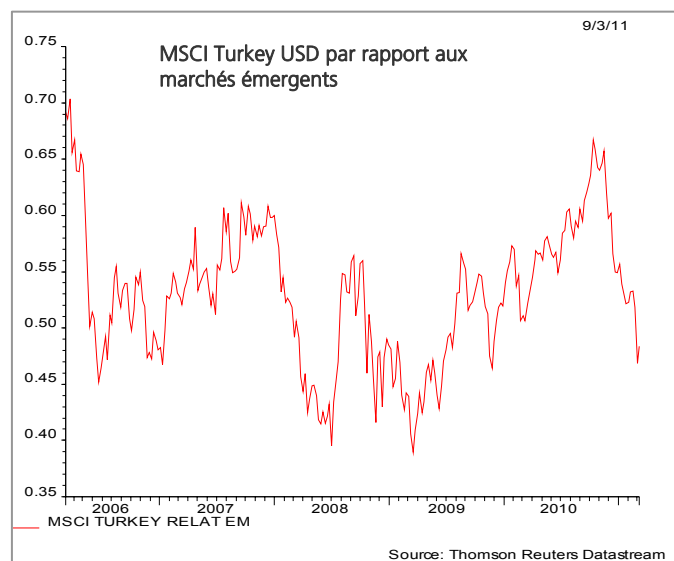
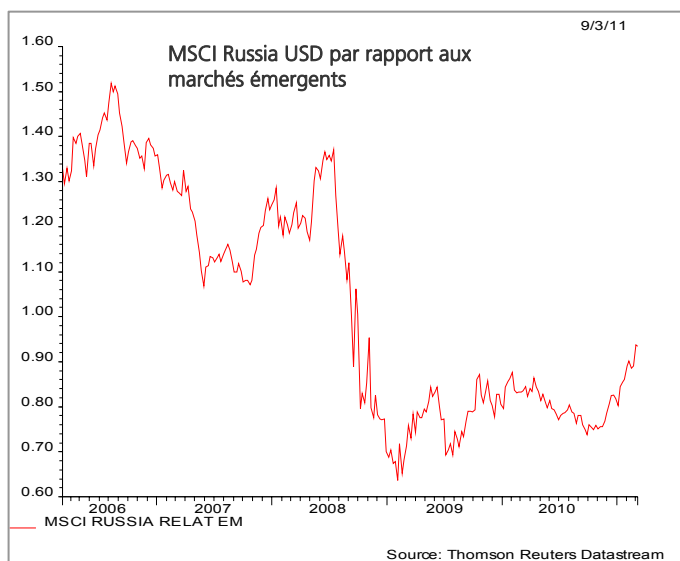
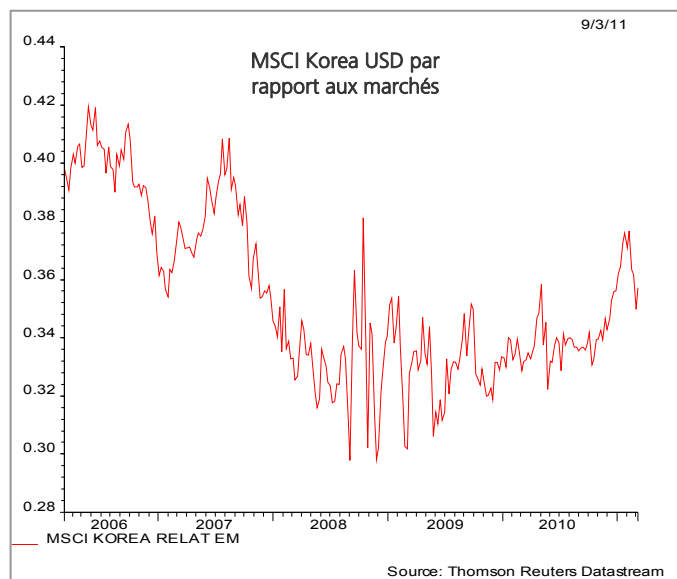
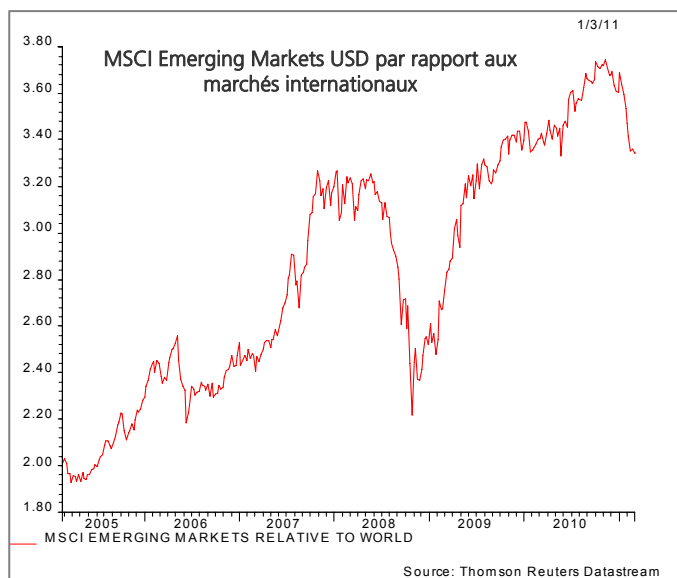
### Impact sur les marchés émergents

- ▶ En règle générale, **les marchés émergents, et les marchés asiatiques plus particulièrement, sont généralement plus impactés négativement par une forte hausse des cours du pétrole**:
  - Essentiellement en raison d'un effet commercial (la facture des importations augmente, le ralentissement de la croissance mondiale réduit la demande à l'exportation),
  - Impact fiscal pour certains pays qui subventionnent le carburant (comme l'Inde)
  - Risque de crise inflationniste.
- ▶ Certains pays pourraient également subir un impact négatif lié à leur activité commerciale et financière élevée avec la zone MENA, à l'image de la Turquie et de la Corée du Sud.

<sup>2</sup> CPI : Consumer Price Index (Indice des prix à la consommation)

<sup>3</sup> Source : BCA Research

- Les pays producteurs de pétrole tels que la Russie bénéficient d'un vent favorable induit par la hausse des cours du baril.



Source: Merrill Lynch Global Quantitative Strategy, MSCI, IBES

Cette évolution s'est déjà traduite par un changement des révisions bénéficiaires des analystes.

(ratio de révisions bénéficiaires par région - 3 derniers mois : source BoA-ML 28/02/2011)

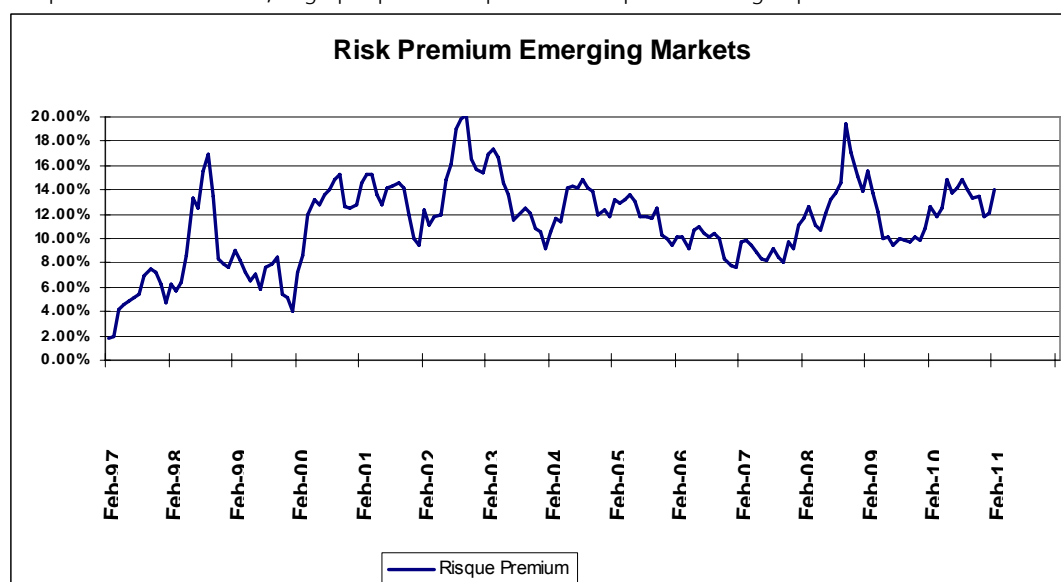
*Perspectives actuelles de Dexia AM sur les marchés d'actions émergents*

À la suite du rally de ces dernières années (MSCI Emerging Markets en hausse de 58,65 % en 2009 et de 11,69 % en 2010), la récente sous-performance (-1,82 % depuis le début de l'année) des marchés émergents devrait se prolonger, au moins pour le moment. Une comparaison avec l'année 2008, au cours de laquelle les cours du pétrole avaient crevé le plafond juste avant la crise financière, n'est pas pertinente : à cette époque, les marchés étaient véritablement en état de surchauffe après l'arrêt de l'économie mondiale déclenché par la crise des subprimes et la faillite de Lehman Brothers. Cette situation a donné lieu à une sous-performance très significative des marchés émergents à fin 2008. **Cette fois-ci, la liquidité pose moins problème qu'en 2008, et on n'observe aucune pression vendeuse forcée ou déclenchée par la panique.**

En revanche, nous vivons une époque incertaine, où le sentiment vis-à-vis des marchés développés s'est amélioré, et où les marchés avaient trop diversifié leurs activités. **La hausse des cours du pétrole pourrait remettre sur le devant de la scène la situation fragile de l'économie mondiale, avec un regain d'aversion pour le risque et une hausse de la volatilité.**

En revanche, nous continuons d'identifier des facteurs positifs concernant la croissance des marchés d'actions émergents :

- ▶ Sur le plan des valorisations, le graphique sur les primes de risque ne témoigne pas de valorisations excessives.



Source : Datastream

- ▶ N'oublions pas la Chine, deuxième économie mondiale, et considérée comme l'un des principaux moteurs des marchés mondiaux et du momentum économique. Le Congrès national annuel du peuple chinois (NPC) organisé le 5 mars a placé en tête de son ordre du jour le prochain plan quinquennal. Un rééquilibrage structurel de l'économie mondiale est en jeu. Il aura non seulement d'importantes conséquences sur l'économie chinoise, mais servira également de catalyseur positif pour l'économie mondiale.
- ▶ La sous-performance actuelle pourrait s'inverser rapidement quand la situation se calmera et quand les cours du pétrole se replieront à nouveau, dans la mesure où la plupart des marchés émergents continuent d'afficher de solides perspectives de croissance et des fondamentaux structurels plus sains que la plupart des marchés développés. **Dans ce contexte, l'environnement actuel pourrait être l'occasion idéale pour accroître son exposition aux marchés émergents.**
- ▶ La sélection géographique, sectorielle et individuelle conditionnera plus que jamais la performance relative en 2011, dans la mesure où toutes les valeurs ne suivront pas nécessairement le mouvement, comme ce fut le cas l'an dernier.

S'appuyant sur son expertise historique des marchés émergents, Dexia Asset Management offre aux investisseurs un savoir-faire éprouvé et de grande qualité, qui lui permet de sélectionner les investissements dans cet environnement fluctuant. Notre équipe de gestion spécialisée gère 1,5 milliard d'euros sur les marchés émergents et peut s'enorgueillir d'un solide historique de performance sur une large gamme de stratégies (investissements traditionnels et alternatifs, tous types de classes d'actifs, fonds globaux et spécialisés, etc.).

Bien entendu, Dexia Asset Management met à la disposition de ses clients son expertise mondiale, toutes classes d'actifs confondues (actions, obligations, fonds diversifiés, marchés monétaires, etc.). Grâce à une gamme complète de solutions d'investissement à performance élevée, notamment sous la forme de fonds ouverts, de fonds dédiés et de mandats de gestion, nous offrons des solutions d'investissement qui répondent aux attentes de nos clients institutionnels, privés, particuliers et intermédiaires financiers.

### *Impact sur notre stratégie d'investissement*

Globalement, nous conservons une sous-pondération des pays arabes avant les événements en Tunisie, en Egypte et en Libye. Sous-pondération que nous conservons actuellement.

Dans nos portefeuilles obligataires, la pondération de la Tunisie dans l'indice est seulement de 0,17 %. Or nous la sous-pondérons de 10 points de base par rapport à l'indice. À fin janvier, la pondération de l'Egypte était légèrement supérieure : 0,8 %. Nous avons depuis soldé l'exposition à ce pays. Notre position sur le Bahreïn a été soldée après une forte contraction des spreads et avant la contagion de la crise égyptienne. Nous sommes exposés à hauteur de 0,9 % au Qatar, par le biais de dette souveraine de Dubaï et de dette quasi-souveraine d'Abou Dhabi. Nous ne sommes pas exposés à l'Irak, qui représente 0,98 % de l'indice.

Aucun de nos portefeuilles d'actions traditionnelles ou de gestion alternative n'est exposé à la zone MENA.

### *Documents de référence supplémentaires*

En juin 2010, Dexia AM a publié un document de recherche ISR, qui analysait le thème de la pénurie alimentaire, un catalyseur de troubles et d'inflation. Le document aborde les défis et les solutions.

Synthèse :

*La pénurie alimentaire caractérisera la production alimentaire des prochaines décennies, mettant les questions de sécurité alimentaire en tête de l'ordre du jour international.*

*La demande de produits alimentaires est croissante, pour deux raisons notamment : la croissance de la population et des revenus. En revanche, la croissance de l'offre devrait être atone, notamment en raison du ralentissement des rendements agricoles, de la disponibilité limitée des terres et de la demande croissante de biocarburants, au point d'intensifier la concurrence concernant les terres disponibles. En outre, au cours de ces derniers mois, le phénomène d'accaparement des terres - à savoir l'achat de terres agricoles par les investisseurs étrangers - s'est intensifié, ce qui devrait accentuer les problèmes d'offre.*

*Il est clair que la production agricole doit augmenter afin de nourrir une population croissante. Les habitudes de consommation doivent également changer : la réduction de la consommation de viande doit par exemple être encouragée. Ces questions politiques et sociales peuvent créer des opportunités commerciales dans le domaine des engrais, de la biotechnologie et de l'irrigation. En parallèle, les méthodes traditionnelles d'élevage intensif, qui provoquent des dommages environnementaux, doivent encourager le passage à des systèmes agricoles plus durables.*

*Si le concept d'"agriculture durable" peut être analysé sous plusieurs angles, il fait consensus que ce concept doit représenter un système agricole productif et efficace et soucieux de protéger l'environnement. S'il n'existe pas une seule solution permettant de garantir la sécurité alimentaire durable, une conjugaison de pratiques agricoles durables doit être employée pour accroître l'offre alimentaire, tout en protégeant les ressources naturelles dont elle dépend.*

*L'objectif de ce document est d'identifier les raisons de la pénurie alimentaire, d'illustrer les conflits passés et potentiels, d'examiner les actions actuelles à mener afin de résoudre le problème, et d'identifier les opportunités pour les entreprises actives dans l'accroissement de la productivité agricole. Enfin, le document abordera la question d'une agriculture durable comme moyen d'accroître la production agricole intensive.*

L'intégralité du rapport est téléchargeable sur notre site Web dédié à l'ISR :

[http://sri.dexia-am.com/LibrarySRI/FOOD\\_SCARCITY.pdf](http://sri.dexia-am.com/LibrarySRI/FOOD_SCARCITY.pdf)

Le présent document a un caractère purement informatif, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers, il ne constitue pas un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Dexia Asset Management (Dexia AM) apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations. Toutefois, des erreurs ou omissions dans ces sources ou dans ces processus ne peuvent pas être exclues a priori. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.

Attention : Si le présent document mentionne des performances passées d'un instrument financier ou d'un indice financier ou d'un service d'investissement, fait référence à des simulations de telles performances passées ou comporte des données relatives à des performances futures, le client est conscient que ces performances et/ou prévisions ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. De plus Dexia AM précise que :

- dans le cas où il est précisé qu'il s'agit de performances brutes, la performance peut être influencée par des commissions, redevances et autres charges.
- dans le cas où la performance est exprimée en une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur, les gains mentionnés peuvent se voir augmentés ou réduits en fonction des fluctuations du taux de change.

Si le présent document fait référence à un traitement fiscal particulier, l'investisseur est conscient qu'une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et qu'elle est susceptible d'être modifiée ultérieurement. Le présent document n'est pas une recherche en investissement telle que définie à l'article 24, §1 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil. Si la présente information est une communication publicitaire, Dexia AM tient à préciser qu'elle n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements, et qu'elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

Dexia AM invite les investisseurs à toujours consulter le prospectus avant d'investir dans un de ses fonds. Le prospectus et d'autres informations relatives aux fonds sont disponibles sur le site [www.dexia-am.com](http://www.dexia-am.com).