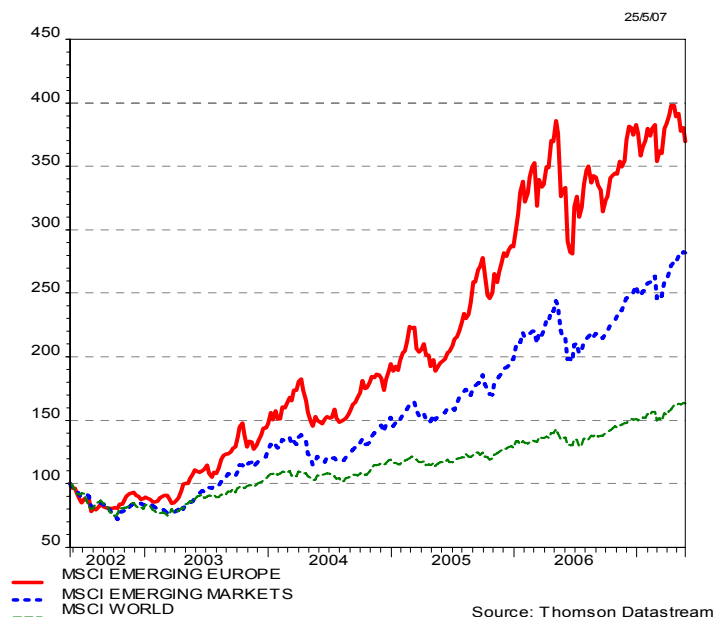


Europe émergente: perspectives



Les investisseurs internationaux et locaux reconnaissent de plus en plus le potentiel offert ces dernières années par les pays d'Europe émergente. En dépit des plus-values importantes dégagées sur le marché boursier, cette région continue d'offrir toute une série d'avantages : le coût de la main-d'œuvre ajusté à la productivité demeure attrayant malgré la hausse des salaires et la fermeté des devises; l'impôt des sociétés reste très bas par rapport aux normes en vigueur en Europe occidentale et les programmes intéressants de subvention aux investissements continuent d'attirer de nouveaux capitaux; la croissance continue à surpasser celle de l'Europe occidentale grâce à la poursuite du processus de convergence dopé par des taux d'intérêt bas et le soutien apporté par les fonds structurels communautaires. La production industrielle ne cesse d'augmenter dans de fortes proportions tandis que le secteur des services devient de plus en plus important, notamment dans la construction et le secteur financier. La disponibilité et l'accessibilité du crédit s'améliore de jour en jour, soutenu par des taux d'intérêts bas et de nouveaux produits bancaires.

Les marchés boursiers ont largement profité de cet environnement favorable et l'ensemble des marchés de la région continuent à atteindre de nouveaux sommets. Les investisseurs internationaux se joignent ainsi aux investisseurs locaux dans leur quête d'actifs plus rémunérateurs.



Plusieurs facteurs permettent d'attirer de nouveaux investisseurs vers ces marchés : la conjonction entre croissance élevée et actifs bénéficiant de valorisations attractives, s'accompagnant souvent d'une décote par rapport à l'Europe occidentale ainsi que la perception d'un risque de change limité vu l'adoption prochaine de l'euro. Spécialement l'environnement fait de taux d'intérêt bas, en premier lieu en dollar américain (après l'éclatement de la bulle technologique aux États-Unis), mais aussi en yen, allié à la tendance à l'affaiblissement des deux monnaies par rapport à l'euro et aux monnaies des pays de l'Europe émergente, a incité les investisseurs internationaux ayant accès aux possibilités de financement bon marché en dollar et en yen à prendre des positions de plus en plus spéculatives. L'impact de ces opérations sur le marché a également conduit à une augmentation de la volatilité perceptible en mai 2006 ou tout récemment fin février 2007, les investisseurs craignant un retournement de ces positions spéculatives et devenant de plus en plus nerveux au fil du temps.

Europe de l'Est et Centrale

Les perspectives économiques en Europe centrale restent brillantes, la croissance remontant en puissance à la suite de la reprise économique de l'Allemagne.

L'Europe centrale a été la principale bénéficiaire du commerce induit par la convergence. Son accession à l'UE a fortement réduit la perception du risque de change, permettant ainsi une forte croissance du crédit qui a stimulé la croissance économique. Les services, notamment les banques et l'immobilier, ont attiré la majeure partie de l'attention. Le marché polonais des actions reste bien orienté grâce au soutien des fonds de pension locaux. Dans le cas de la Hongrie, on assiste plutôt à un revirement de situation à la suite des décisions gouvernementale visant à prendre enfin le problème double déficit à bras le corps. Cette stratégie d'austérité semble jusqu'ici payante et à contribuer à aider les investisseurs à retrouver le chemin de la Bourse. Le marché tchèque se comporte toujours bien grâce au fait que le pays est le plus avancé sur la route de la convergence.

▪ Pologne

La croissance du PIB de la Pologne continue de s'accélérer en l'absence de signes avant-coureurs de surchauffe tandis que l'inflation se maintient en dessous de l'objectif visé de 2,5 %. Le déficit de la balance des paiements s'est quelque peu dégradé mais est toujours le plus bas de la région. Le chômage baisse rapidement mais reste à deux chiffres. La Banque centrale n'est nullement pressée de relever ses taux vu que cela favorise une politique axée sur la croissance et que la monnaie ne cesse de s'apprécier. Sur le plan politique, le pays continue de s'attirer les critiques de l'UE. La bourse polonaise n'est maintenant plus bon marché mais reste bien orientée grâce aux achats opérés par les fonds d'investissement locaux.

▪ Hongrie

L'économie hongroise va probablement ralentir fortement cette année suite au programme d'austérité lancé par le gouvernement qui va peser de tout son poids sur les revenus disponibles. Le déficit de la balance des opérations courantes devrait vraisemblance profiter du ralentissement de la consommation et l'inflation être relancée par les hausses de la T.V.A. et des prix réglementés. Des baisses significatives des taux sont probables dans le deuxième semestre à mesure que l'économie ralentit et que la monnaie grimpe à un niveau annuel record. Nous continuons à apprécier les actions hongroises (tout particulièrement celles qui sont le plus sensibles aux taux d'intérêt, à l'instar des valeurs bancaires par exemple) étant donné que leur valorisation demeure attrayante par rapport au reste de la région.

▪ République Tchèque

La croissance tchèque s'essouffle mais elle est soutenue par une forte demande domestique. A défaut d'un gouvernement efficace, le déficit budgétaire et le déficit de la balance des paiements risque d'encre s'aggraver. L'inflation devrait augmenter à la suite des changements apportés aux impôts indirects et aux prix réglementés, ce qui devrait faire monter l'index des prix à la consommation de 2 points environ. Le resserrement monétaire devrait être bénin. Le marché boursier reste l'un des plus défensifs de la région et nous apprécions toujours la société de services aux collectivités CEZ.

▪ Roumanie et Bulgarie

La Roumanie et la Bulgarie, les deux derniers pays à avoir rejoint l'UE, partagent maintes caractéristiques avec certains pays d'Europe centrale et de l'Est ayant accédé plus tôt à l'Union. Bien que sérieusement à la traîne en termes de PIB par habitant, avec seulement environ un tiers du niveau de la « vieille » Europe, la Roumanie et la Bulgarie ont enregistré ces dernières années une forte croissance économique et réalisé des progrès réjouissants sur la voie de la convergence. La forte consommation privée et la croissance soutenue des investissements vont probablement rester les principaux moteurs de l'économie. L'inflation est restée sous contrôle grâce à la limitation de hausse des prix réglementés et à la concurrence accrue. Une solide appréciation des devises intervenue ces dernières années a toutefois entraîné une perte substantielle de la position concurrentielle de ces pays, spécialement dans les secteurs manufacturiers à faible valeur ajoutée et ce, en dépit des excellents progrès réalisés sur le front de la productivité. Le taux de pénétration des banques augmente constamment, le crédit aux ménages restent toujours à des niveaux relativement bas tandis qu'un renforcement de la réglementation a freiné quelque peu les taux de croissance excessifs observés ces dernières années. L'appréciation rigoureuse réelle du taux de change, alliée à la consommation soutenue et à la solide croissance des investissements, a pris son tribut sur les balances des paiements des deux pays avec pour conséquence des déficits à deux chiffres. La forte croissance de l'IDE¹ a jusqu'à présent compensé le déficit de la balance des paiements. Les coalitions gouvernementales instables, comme dans le reste de l'Europe centrale, rendent la vie politique difficile, en particulier en Roumanie où les dissensions entre le Parlement et le président persistent ralentissant ainsi le processus décisionnel et la mise en œuvre des réformes. Les principaux défis restent l'amélioration de la perception des impôts et la lutte contre la corruption, tandis qu'il y aura lieu également de s'attaquer à la question de l'évolution démographique dans ces pays (vieillesse de la population et émigration). Ni la Roumanie ni la Bulgarie n'ont fixé des dates cibles en matière d'adoption de l'euro, bien que la Bulgarie ait exprimé son intérêt de rejoindre le système ERM2 cette année. Dotés d'un marché boursier calme, ces deux pays ont assisté ces dernières années à un processus de recalcul des prix impressionnant à mesure qu'ils étaient découverts par les investisseurs internationaux. Bien que n'étant plus bon marché, des poches renfermant de la valeur peuvent encore être identifiées. Dans une perspective axée sur la valeur et la liquidité, nous continuons à apprécier les fonds d'investissement roumains.

Russie

La Russie a été la région phare. Initialement soutenue par d'importantes hausses des prix de l'énergie et des matières premières, sa forte croissance économique s'est progressivement étendue au reste de l'économie. Le principal facteur expliquant la résurrection de la Russie est à porter au crédit du président Poutine qui a renforcé le contrôle exercé sur les sociétés et contribuables les plus importants du pays, permettant ainsi aux réserves de la Banque centrale de dépasser les 300 milliards de dollars (en quatrième position parmi les réserves les plus importantes dans le monde) ainsi que la future création d'un fonds pour les périodes difficiles, qui devrait permettre de stabiliser l'économie russe dans les périodes où les prix des

¹ IDE (FDI en anglais): investissements directs étrangers.

matières premières sont bas. Le niveau de vie, la consommation et l'économie des services continue de connaître des taux de croissance à deux chiffres. Le président Poutine va probablement quitter son poste au terme de son mandat après avoir fait connaître ses deux candidats favoris pour prendre sa succession lors des élections prévues début 2008. La création de « champions nationaux » devrait permettre au pays de se mesurer à la concurrence internationale. L'IDE ne cesse d'augmenter, le pays étant de plus en plus considéré comme un marché que personne ne peut ignorer. L'inflation reste problématique en raison de l'afflux d'argent lié au pétrole. Le rouble continue de se renforcer et, de concert avec les augmentations salariales, exerce une pression de plus en plus grande sur les industries manufacturières. Le marché des actions a cessé d'être bon marché, mais avec un secteur des services en plein boom qui offre une foule de nouvelles opportunités, il risque de s'ouvrir aux investisseurs. En attendant, le flux inexorable des nouvelles introductions en Bourse continue d'assécher les liquidités sur le marché. Nous continuons de nous focaliser sur les valeurs financières et des services de même que sur des sociétés métallurgiques triées sur le volet (telle que Norilsk Nickel). Le secteur du gaz et du pétrole reste un bon pari défensif bien que susceptible de pâtir d'une augmentation des prix de base et de la fiscalité (dans le cas du gaz).

Turquie

La Turquie reste l'un des marchés les plus volatils de la région comme l'ont montré la correction de mai 2006 (chute de 30% du marché et de la livre turque) et le chambardement récent lié aux nouvelles turbulences politiques. Selon nous, il est peu probable que l'armée intervienne si l'AKP présente un candidat non laïc à la présidence mais la période actuelle d'instabilité politique n'est pas des plus propices pour attirer un grand nombre de nouveaux capitaux sur le marché. Avec les élections parlementaires prévues pour le 22 juillet suivies par une élection présidentielle par scrutin national direct (ainsi que proposé par l'AKP), la prime de risque réclamée sur les actifs turcs va probablement rester élevée dans les prochaines semaines. En attendant, les discussions sur la possible accession à l'UE ne devraient pas beaucoup progresser. L'accession reste plutôt un objectif à long terme et en fin de compte, ce qui importe vraiment, c'est que la Turquie mette en œuvre les réformes nécessaires pour aller de l'avant. Dans un tel contexte, l'UE fournit à la Turquie un ancrage, une sorte d'exemple, lui permettant d'accélérer son processus réformateur. L'économie turque reste extrêmement dépendante du financement étranger. Les taux d'intérêt très élevés continuent de rééquilibrer la croissance du pays vers les exportations en donnant un coup de pouce au déficit de la balance des opérations courantes et en jugulant l'inflation vu le dérapage de la livre turque. Les performances économiques demeurent satisfaisantes et le potentiel à long terme reste colossal. Que cela se fasse dans le cadre de l'UE ou au travers d'un programme spécial de partenariat est selon nous d'une importance secondaire. Le principal attrait du marché turc se situe dans ses niveaux de valorisation bas, le secteur bancaire notamment offrant un potentiel haussier non négligeable pour autant que le marché passe outre les problèmes actuels.

Le présent document a un caractère purement informatif à destination des investisseurs institutionnels ou professionnels, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers 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. Bien que Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations, certaines erreurs ou omissions peuvent avoir échappé à notre attention. La performance passée d'un produit ne constitue en aucune façon une garantie des résultats futurs et la valeur des investissements peut varier à la hausse comme à la baisse. Les investisseurs doivent prendre leurs décisions de placement en fonction de leur propre situation financière et de leurs propres objectifs d'investissements en tenant compte de la réglementation à laquelle ils sont soumis. 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.