



## Commentaire sur la situation des marchés émergents européens

Octobre 2008

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 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)

*Money does not perform. People do.*



**Les places boursières des marchés émergents européens ont été, ces dernières semaines, rapidement rattrapées par le ralentissement mondial et la débâcle du crédit.** Il n'y a pourtant pas si longtemps, la région apparaissait comme un refuge qui devait rester à l'abri de la contagion du « subprime » et des autres produits financiers toxiques qui touchent de plein fouet le secteur bancaire des marchés développés. Or, c'était sous-estimer la nature globale de la crise du crédit et ses implications au niveau mondial. Ainsi, un pays comme la Pologne, caractérisée par une économie relativement robuste et moins dépendante des exportations et une devise soutenue, semblait pouvoir offrir un refuge. C'était le cas également de la Russie, semblait-il, laquelle en dépit de sa dépendance aux exportations d'énergie, pouvait s'appuyer sur des réserves de change dépassant les 500 milliards de dollars.

La dégradation progressive de l'économie et du système financier américains, culminant avec l'effondrement de plusieurs institutions majeures, notamment la faillite de Lehman Brothers, a fait ressortir un tel niveau d'aversion au risque que les prêts interbancaires en ont été réduits de moitié. On a ensuite assisté à une réaction en chaîne d'interventions de la part de gouvernements et de banques centrales du monde entier, sous la forme de renflouements, de nationalisations ou d'augmentations de capital dans le secteur bancaire, l'objectif étant de maintenir l'économie et le système financier à flot. Pour leur part, en réponse à une perte de confiance et de liquidités, les investisseurs ont commencé à se retirer de la plupart des marchés dès qu'ils en ont eu la possibilité, les marchés émergents européens n'en sortant pas indemnes. Un dollar américain et un yen japonais plus forts ont amplifié cette tendance et ont incité les investisseurs endettés du monde entier à inverser leurs opérations de portage.

**Les marchés émergents européens ont largement bénéficié des entrées de capitaux de ces dernières années.** Grâce à une croissance solide, l'appréciation de leur devise et des taux d'intérêt élevés, ces pays ont attiré les investisseurs pendant de nombreuses années. Des capitaux importants ont été investis dans le système bancaire, mais ils ont également fait grimper les prix immobiliers et le marché boursier, expliquant en partie les taux de croissance exceptionnels de ces économies ces dernières années. Les devises locales plus fortes (ou un dollar et un yen plus faibles) ont rapidement motivé les entreprises à souscrire des prêts dans des devises étrangères. Les prêts hypothécaires en devises étrangères ont eu un énorme succès également auprès des consommateurs locaux, à la recherche de financements meilleur marché pour répondre à leurs achats impulsifs.

C'est l'Islande qui a fait sortir les investisseurs de leur torpeur concernant la région. Alors que bon nombre de pays émergents européens sont parvenus à maintenir des bilans micro-économiques relativement sains pendant les années d'essor, le tarissement des entrées de capitaux les fait aujourd'hui prendre conscience de la facture à payer. Certains pays de la deuxième couronne et certains marchés frontaliers sont particulièrement confrontés à des difficultés. C'est le cas des états baltes, de l'Ukraine, du Kazakhstan, de la Roumanie et de la Bulgarie, dont l'économie a été gonflée d'entrées de capitaux spéculatifs pendant les années de croissance et qui a désormais de plus en plus de difficultés à trouver de nouveaux financements, d'où une pression sur la devise, sur la croissance et le prix des actifs. Les principaux pays des marchés émergents européens, c'est-à-dire ceux inclus dans l'indice de référence MSCI, ont également été touchés, malgré de meilleurs fondamentaux ; ils offrent en effet de meilleurs niveaux de liquidité et il est plus facile de s'en défaire.

La **Hongrie**, qui a enregistré d'importants déficits au cours des dix dernières années et n'a jamais montré la volonté politique de résoudre le problème, peut mesurer aujourd'hui l'étendue de la facture à payer. Avec une croissance plus timide, la devise est sous pression, avec pour conséquence le relèvement des taux d'intérêts de la part de la banque centrale et des particuliers et des entreprises surexposés à leur passif en devises étrangères. Une situation qui vire au cauchemar.

En Europe centrale, la **Pologne** et la **République tchèque** présentent un profil plus défensif mais ne devraient pas rester longtemps à l'abri au vu du ralentissement et du resserrement du crédit qui touchent toute la planète.

La **Turquie** enregistre un déficit de sa balance des paiements et est lourdement endettée, mais elle peut toutefois se refinancer largement au niveau local et elle présente un excédent budgétaire primaire. Les entreprises turques ont une faible exposition aux devises étrangères à découvert, de telle sorte qu'une livre turque plus faible ne devrait pas trop en pâtir. Le pays a fait face à des situations de crise par le passé et est peut-être mieux préparé que d'autres pays de la région.

La **Russie**, le plus grand pays de la zone, est d'une nature bien plus complexe. Alors que ses importantes réserves de change (plus de 500 milliards de dollars US) et l'existence d'un fonds mis en place pour les mauvaises périodes (augmenté régulièrement durant les années fastes) peuvent donner l'impression qu'il y aurait là un refuge, mais la croissance du pays, qui est très dépendante des prix énergétiques, fait croître la nervosité dans la conjoncture actuelle. Des prix du pétrole inférieurs et le niveau relativement élevé de l'endettement en devises étrangères pour les entreprises (l'état russe n'est quasiment pas endetté) incitent certains investisseurs à remettre en cause la capacité des entreprises à refinancer leur dette à court terme. Le gouvernement tente activement de soulager ces préoccupations en apportant son soutien au secteur bancaire et en continuant à défendre activement le rouble (et ayant les moyens de le faire), d'où la nervosité de certains quant au rôle accru que va désormais jouer l'état dans l'économie.

La perception de la Russie à l'étranger pâtit grandement de l'absence de maturité de ses marchés boursiers, obligés de suspendre les transactions jusqu'à trois fois par jour en raison d'une volatilité extrême, elle-même due à un manque de confiance total entre les intervenants. Concernant les valorisations cependant, la plupart des « blue chips » se négociant à des niveaux plus jamais vus depuis la situation de défaut de 1998 et intégrant la plupart des risques, à l'exception peut-être d'un chaos global. La majorité des actions russes s'échangeant 2 à 3 fois les bénéfices attendus, et certaines aux faibles niveaux d'autrefois, le marché semble même souhaiter intégrer une dévaluation du rouble. Bien que celle-ci ne soit pas à exclure, notamment si la faiblesse des prix des matières premières vient à persister, voire à s'amplifier, elle ne nous semble pas probable à court terme.

Pendant ce temps, le marché russe et la plupart des autres pays de la région offrent une valeur attrayante pour tout investisseur tolérant un certain risque, même en décomptant le ralentissement global auquel la région est confrontée. Il est probablement trop tôt pour que les investisseurs se risquent sur ces marchés turbulents et il est sans doute préférable de laisser passer la tempête actuelle et d'attendre que le calme revienne. **Toutefois, les marchés d'Europe centrale et d'Europe de l'Est peuvent à l'avenir se révéler très attrayants pour prendre des positions ou cumuler des opportunités. Signalons que la volatilité devrait y rester élevée pendant encore quelques temps et que les craintes d'une récession devraient encore planer sur ces marchés pendant plusieurs trimestres.**