

## Des dragons, des tigres et des Brics

**Antoine van Agtmael**, nous rappelle l'économiste Étienne de Callatay, a été le premier à regrouper des pays sous l'appellation d'émergents. Il y a eu au fil du temps d'autres regroupements du même type, reprenant en leur sein des pays en voie de développement industriel, à fort potentiel de croissance, pour diverses raisons. À commencer par une main-d'œuvre bon marché comme ce fut le cas avec les pays asiatiques dénommés "dragons asiatiques". Mais aujourd'hui, le Japon ou la Corée du Sud ne sont plus vraiment des pays en voie de développement. Plus tard vinrent les "tigres celtiques" réputés pour leur fiscalité attrayante, puis les Brics (Brésil, Russie, Inde, Russie et Afrique du Sud). **P.V.C.**

■ Les opérateurs craignent un effet de contagion des crises financières au sein des pays émergents.

■ Mais est-ce le cas ?  
Qu'est-ce qu'un pays émergent ?  
Et les entreprises belges cotées sont-elles exposées ?

# La crise des pays émergents est une crise de marchés

Analyse Patrick Van Campenhout

**F**aut-il avoir peur de la crise des pays émergents ? La question a du sens : la Turquie s'enfonce dans la crise monétaire, la livre turque ayant déjà perdu plus de 40% face au dollar depuis le début de cette année. En cause, les tensions politiques avec les États-Unis. L'Argentine est au bord du gouffre et l'on évoque même un défaut du pays sur sa dette, en dépit du soutien du FMI. Ici, le peso a reculé de 50% face au dollar et aux autres monnaies fortes. Dans la foulée, le marché se défie aussi du rand sud-africain, de la roupie indienne et d'une série de monnaies "exotiques". On parle désormais d'un risque de contagion aux économies émergentes ou d'une crise des émergents. Est-ce une réalité ? Pour l'économiste Étienne de Callatay (Orcadia Asset Management), "il faut d'abord dissiper le mythe des émergents. On a mis ensemble sous cette appellation des pays très différents. Quel est le point commun entre l'économie du Brésil, de l'Inde ou de la Turquie ? On a inventé au fil du temps des appellations, par facilité, comme les Brics (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud), ou encore les "cinq fragiles", recouvrant le Brésil, la Turquie, l'Inde, l'Afrique du Sud et l'Indonésie. Ces appellations donnent un sentiment d'homogénéité, mais elles recouvrent une grande hétérogénéité..."

### Réalité objective et réalité de marché

Est-ce à dire que, si cette entité émergente aux contours flous n'existe pas, il ne faut pas en avoir peur ? Ici, Étienne de Callatay est plus nuancé. "À l'analyse, si la livre turque dérape, il n'y a aucune raison objective à ce qu'il y ait une contagion au real brésilien, ni à la roupie indienne. Mais, en pratique, les lois de marché s'imposent. Si une majorité d'opérateurs décide que le real doit aussi baisser lorsque recule la livre turque, il est impossible de s'opposer à la tendance. Les

uns se positionnant par rapport aux autres. Si tout le monde crie à la contagion, tout le monde va le croire."

Il y a quand même des fondamentaux communs pour expliquer le recul des devises "exotiques". Pour Étienne de Callatay, "il y a effectivement dans plusieurs cas une sensibilité aux tensions commerciales. C'est le cas de la Turquie mais ce n'est pas encore celui de la Chine, frappée par un flot de taxes américaines à l'exportation. C'est ce que montre, en tout cas, l'accroissement significatif du déficit commercial américain avec la Chine le mois passé. Mais, objectivement, il y a une réalité : la remontée des taux d'intérêt aux États-Unis, le resserrement de la politique monétaire (hausse des taux à très court terme, NdR) de la Réserve fédérale américaine créent des flux financiers vers les États-Unis. Si les taux grimpent sur les actifs en dollar, pourquoi en effet prendre le risque d'investir en Inde".

### Un risque bien réel pour les multinationales

Il y a évidemment le risque "devises"... qui n'affecte pas que les investisseurs. Et ce risque est accru par le comportement moutonnier des cambistes. "Oui, c'est le mécanisme de la peur qui fait que l'on vend la roupie alors que l'économie indienne est en pleine croissance, avec des réformes économiques de fond, une TVA et une nouvelle devise. Mais pour les entreprises actives à l'international, il y a clairement des risques liés à cette tendance de marché. Elles peuvent être soumises au risque devise, au risque économique local ou aux deux. Si une entreprise de la zone euro libelle ses coûts en dollars et ses bénéfices turcs en livres turques, elle est mise sous pression avec un dollar qui monte, une livre qui baisse et un recul des ventes lié à la déprime économique locale. C'est le cas de l'entreprise belge Deceuninck, notamment, qui rapatrie ses bénéfices en euros. On évoque aussi dans le marché une entreprise incluse dans le Bel 20, Ontex, qui réalise une part de ses bénéfices au Brésil."

Il y a quand même des fondamentaux communs pour expliquer le recul des devises "exotiques", à commencer par l'effet dollar.

## Umicore

### Incontournable et star du Bel 20

**Diversification.** La société belge Umicore est une vraie star de l'indice Bel 20. Présente à l'international, jusqu'en Corée, elle est en partie exposée au risque des variations des devises dites émergentes. Mais elle s'inscrit avant tout dans des créneaux de marché où la demande actuelle et le potentiel sont tellement importants que l'on ne peut lui imaginer un destin funeste. Pourtant, l'action a reculé depuis son sommet à la fin juillet. Et les analystes commencent à passer de recommandations à l'achat vers des avis plus conservateurs. Mais, à y regarder de plus près, ces avis n'ont aucun lien avec l'exposition d'Umicore au risque des émergents. En réalité, le titre avait tellement grimpé, au vu des espoirs des analystes sur le potentiel des métaux précieux recyclés, du marché prometteur des batteries et des autres activités porteuses du groupe, que le moment d'une révision des cibles de cours devait arriver. Depuis le début de cette année, alors que l'indice Bel 20 affiche un recul marqué, l'action Umicore conserve encore une avance de près de 20 % ! Certes, certains avancent que la présence en Chine pourrait s'avérer dangereuse dans le cas d'un accroissement des tensions entre ce pays et les États-Unis. Mais ce n'est pas le cas pour le moment et, jusqu'à présent, on a souvent vu les menaces de Donald Trump s'effacer suite au processus de négociation. Le marché chinois demeure d'ailleurs en soi extrêmement prometteur, au vu de la croissance de la demande intérieure. **P.V.C.**

## Solvay

### Importation de l'émergent

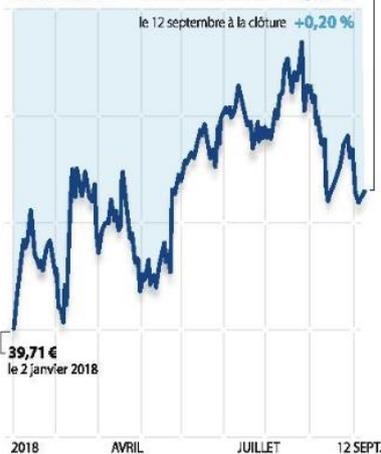
**Fusions et cessions.** Solvay, nous rappelle l'analyste Xavier Servais, "avait entamé un processus de cession de ses activités les moins rentables pour se concentrer sur des produits à haute valeur ajoutée. Ceci permet à l'entreprise belge d'imposer ses prix quel que soit le marché où elle les commercialise". Le groupe belge s'est aussi désengagé en Argentine ou encore en Thaïlande. Le risque émergent est donc faible. Ce que l'on peut dire, en revanche, c'est que le groupe a récupéré une part d'exposition aux marchés émergents suite à la fusion avec le groupe français Rhodia dont un tiers des activités dépendait de l'Asie. Encore une fois, les produits du groupe sont très diversifiés, dans le cadre des matériaux avancés et de la chimie de spécialité. L'action n'est donc pas menacée et elle n'est pas très chère, à un peu plus de douze fois les bénéfices. Le titre a suivi le mouvement de l'indice Bel 20 mais en traînant les pieds, ce qui lui fait afficher depuis le début de l'année un recul limité à 1,7 %, sans tenir compte des dividendes versés dont le rendement s'élève actuellement à quelque 3 % bruts. La suite des opérations n'a pas l'air d'inquiéter les analystes, dans la perspective d'une poursuite de la croissance des ventes et des bénéfices, et dès lors que l'action est relativement bon marché. **P.V.C.**

## AB InBev

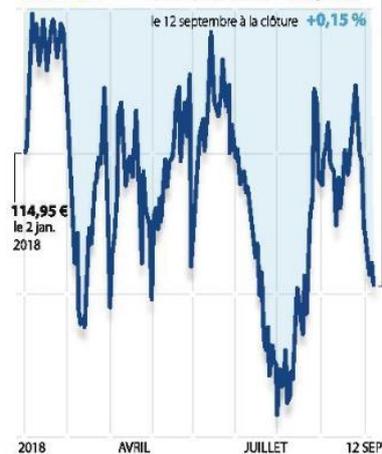
### L'action est au plus bas

**Déprime.** L'action AB InBev ne se porte pas bien en ce moment. Alors qu'il cote aujourd'hui à 75,72 euros, le titre du premier brasseur mondial n'était plus descendu aussi bas depuis le 27 mars 2014 ! L'action, qui commençait tout juste à reprendre un peu de vigueur après une période compliquée de deux ans, se prend la crise des marchés émergents en pleine figure. Une récente analyse de la banque Berenberg résume bien les problèmes du mastodonte de la bière. Premièrement, les devises de trois marchés clés du groupe (Afrique du Sud, Mexique, Brésil) ont fortement baissé. Or AB InBev est particulièrement exposé aux devises des marchés émergents : 70 % de ses ventes sont libellées en devises émergentes. A contrario, 90 % de la dette du groupe est libellée soit en euros, soit en dollars. Le deuxième gros problème pointé par Berenberg est le rythme de désendettement trop lent du roi du houblon. La banque recommande d'ailleurs au brasseur de permettre à ses actionnaires de se faire payer leur dividende en actions, ce qui libérerait du cash pour réduire son endettement. Le broker pointe un autre problème qui frappe l'ensemble du secteur brassicole, le prix des matières premières. Les conditions climatiques ont notamment fait grimper le prix de l'orge, ce qui réduira les marges de champions comme AB InBev, Carlsberg et Heineken. En effet, selon Berenberg, même un géant comme AB InBev ne sera pas capable de répercuter entièrement la hausse de ses coûts de production sur le consommateur. **L.Lam.**

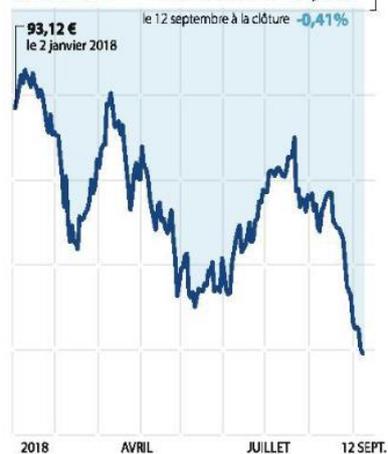
**UMICORE** EURONEXT BRUXELLES **46,34 €**



**SOLVAY** EURONEXT BRUXELLES **110,45 €**



**AB INBEV** EURONEXT BRUXELLES **75,76 €**



## Le poids de la défiance des gestionnaires pèse sur l'indice Bel 20

Le baromètre de la Bourse de Bruxelles n'est pas au beau fixe cette année. L'indice Bel 20, qui regroupe les vingt stars cotées chez nous, a reculé de sept bons pourcents depuis le 1<sup>er</sup> janvier. Et il faut bien reconnaître que son principal poids lourd, AB InBev, est responsable pour une bonne part de ce recul : cette valeur pèse un peu plus de 10 % dans l'indice. Plus gênant, comme de nombreux fonds et produits dérivés sont indexés sur le Bel 20, lorsqu'AB InBev titube, tous ces fonds trinquent. Et, c'est une réalité, AB InBev est effectivement exposée à deux facteurs : le risque devise dans les pays dits émergents

et la déprime économique qui y pèse sur la consommation des ménages. Pour Xavier Servais (société de conseil en investissement Delande), "la baisse de l'indice est aussi liée à des facteurs totalement indépendants de la pression sur les devises émergentes, ING par exemple qui a subi la pression du marché pour des raisons particulières comme la très lourde sanction qui vient de lui être imposée par les autorités financières néerlandaises. On est donc très loin ici du cas d'AB InBev ou d'entreprises étrangères, comme les banques ou les groupes de distribution, qui ont une exposition directe, locale à la baisse de la devise et de la consommation". C'est le cas de l'en-

treprise belge Deceuninck qui subit une telle exposition. "Certes, Deceuninck s'est installée en Turquie pour en faire sa tête de pont dans son extension à l'est de l'Europe. Et il est vrai que l'entreprise subit à la fois la hausse des prix du PVC, liée à l'évolution du dollar, la baisse des revenus locaux et le retour des bénéfices en euro. Mais le semestre écoulé s'est traduit par une petite progression du chiffre d'affaires, ce qui montre que l'entreprise se bat pour tenir le choc. Ontex connaît le même sort, avec une présence au Mexique et au Brésil. La plupart des entreprises belges se sont toutefois préparées à ces écueils." **P.V.C.**