

bulletin

Le magazine du Credit Suisse | www.credit-suisse.com/bulletin | Été 2004

SPECIAL

Interview

**Hans-Dietrich Genscher sur
la nouvelle Europe**

Profil

**Chances et risques en Inde,
en Russie, au Mexique et en Chine**

Cahier spécial

**Comment investir dans
les marchés émergents**



Placements

Focus sur les marchés émergents

Jetzt im Netz



Schneller als die Post:
www.finanzundwirtschaft.net



Finanz und Wirtschaft AG, Hallwylstrasse 71, Postfach, 8021 Zürich
Telefon 01 298 35 55, Fax 01 298 35 00, abo@fuw.ch

finanzundwirtschaft.net



Pourquoi les marchés émergents ?

Les marchés émergents sont des pays dont l'économie traverse une phase de transformation. De tels changements recèlent toute une série de chances et de risques d'ordre économique, social et politique. Plus tôt les investisseurs analyseront ces développements, plus élevés seront les rendements qu'ils pourront réaliser sur ces marchés. Au vu de la croissance relativement modeste des grandes nations industrielles, les investisseurs recherchant la performance seront, tôt ou tard, obligés de se tourner vers les marchés émergents.

Certains de ces pays viennent de faire leur entrée dans l'Union européenne (UE). Si on considère le développement économique d'anciens « marchés émergents » comme l'Irlande, l'Espagne ou la Grèce, il n'est pas difficile d'imaginer le potentiel que représentent les nouveaux pays membres.

Au cours des prochaines années, divers facteurs créeront dans ces pays une dynamique économique exceptionnelle dont les investisseurs pourront tirer avantage.

Quelques exemples :

- Les niveaux de salaire inférieurs (jusqu'à 80%) et la suppression du contrôle des mouvements de capitaux stimuleront

les investissements étrangers et soutiendront dans un premier temps les marges bénéficiaires dans les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre.

- Si les taux d'intérêt de ces pays continuent de baisser jusqu'au niveau de l'UE, l'épargne perdra de son attrait et la consommation privée s'en trouvera stimulée.

- L'intégration des marchés d'actions locaux dans les indices boursiers internationaux drainera automatiquement des flux de capitaux passifs en provenance des fonds indiciels ou des investisseurs institutionnels.

- L'institut économique allemand IFO estime que dans les années à venir, les nouveaux pays de l'UE connaîtront une croissance moyenne deux fois plus élevée que celle du reste de l'Union, ce qui est tout à fait réaliste étant donné la base de croissance plus faible.

Par ailleurs, les corrections enregistrées au printemps sur les marchés émergents peuvent être considérées comme positives après la surchauffe des mois précédents. Raison de plus pour se pencher à nouveau sur ces marchés et consacrer un numéro spécial à ce sujet passionnant.

Bonne lecture!

Burkhard Varnholt, Head of Financial Products



Bulletin spécial

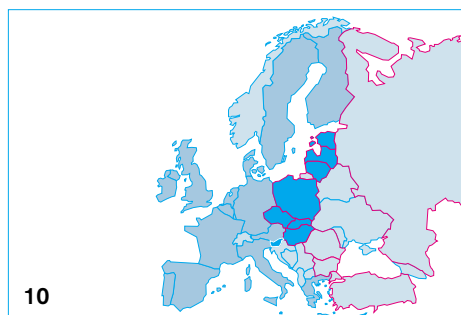
Editeur Credit Suisse, case postale 2, 8070 Zurich, téléphone 01 333 11 11, fax 01 332 55 55 **Rédaction** Daniel Huber (dhu) (direction), Marcus Balogh (ba), Ruth Hafen (rh), e-mail redaktion.bulletin@credit-suisse.com, Internet www.credit-suisse.com/emagazine **Marketing** Veronica Zimnic, téléphone 01 333 35 31 **Réalisation** www.arnolddesign.ch : Karin Bolliger, Adrian Goepel, Urs Arnold, Alice Kälin, Michael Suter, Monika Isler (planning et exécution) **Adaptation française** Anne Civel, Michèle Perrier **Annonces** Yvonne Philipp, Strasshus, 8820 Wädenswil, téléphone 01 683 15 90, fax 01 683 15 91, e-mail yvonne.philipp@bluewin.ch **Impression** NZZ Fretz AG/Zollikofer AG **Reproduction** autorisée avec la mention «Extrait du Bulletin du Credit Suisse».

Half our life is spent trying to find something
to do with the time we have rushed through life
trying to save.

Will Rogers

BANK **H**OFMANN

Distinctly Personal



Bulletin spécial Placements

6 Marchés émergents

Quand le potentiel compense les risques

10 Europe orientale

L'élargissement n'est pas encore achevé

14 Concours

Le Razor Z81, un notebook à la pointe de la technique



16 Hans-Dietrich Genscher

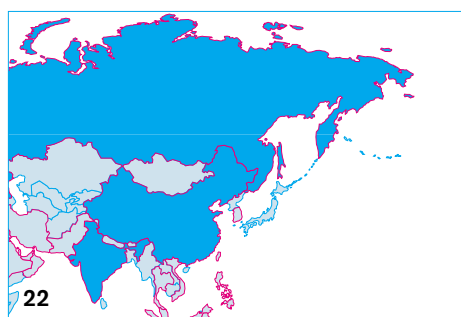
L'Europe doit contribuer au nouvel ordre mondial

18 Roumanie

L'heure est à un optimisme prudent

20 Bulgarie

L'élève modèle se transforme en tigre



22 Russie, Chine, Inde

Trois bonnes raisons de regarder vers l'est

36 Carlos Slim et le Mexique

Le milliardaire patriote qui souhaite plus de réformes

40 Amérique latine

La reprise s'étend du Mexique à la Terre de Feu



26 Produits

27 Fonds : Chine

La croissance à long terme ouvre de belles perspectives

28 Fonds : Russie

Les réformes préparent le chemin de la croissance

29 Fonds : Inde

Un contexte dynamique élargit l'éventail d'opportunités

30 Produits dérivés

Des produits défensifs pour des régions prometteuses

32 Devises

Le panier équilibré mise entièrement sur l'Asie

33 Actions

Qui garde la tête froide accroît ses chances de succès

34 Obligations

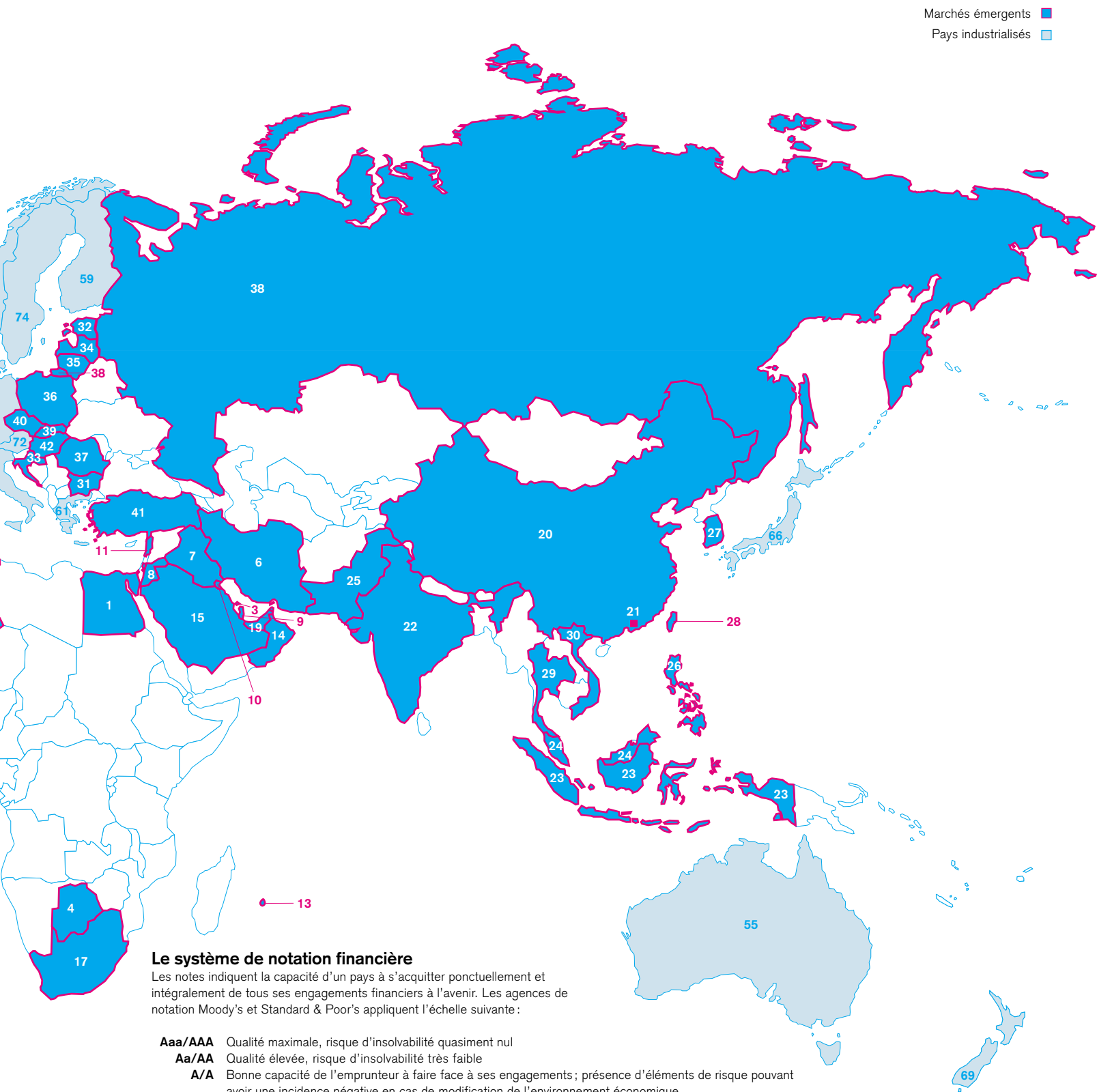
Les risques de crédit sont toujours plus déterminants



Les marchés émergents ont le vent en

Si les investisseurs se sont souvent brûlé les doigts sur les marchés émergents au cours des années 1990, les perspectives sont actuellement favorables, d'autant que les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. **Cédric Spahr**





Le système de notation financière

Les notes indiquent la capacité d'un pays à s'acquitter ponctuellement et intégralement de tous ses engagements financiers à l'avenir. Les agences de notation Moody's et Standard & Poor's appliquent l'échelle suivante :

- Aaa/AAA** Qualité maximale, risque d'insolvabilité quasiment nul
 - Aa/AA** Qualité élevée, risque d'insolvabilité très faible
 - A/A** Bonne capacité de l'emprunteur à faire face à ses engagements ; présence d'éléments de risque pouvant avoir une incidence négative en cas de modification de l'environnement économique
 - Baa/BBB** Bonne capacité de l'emprunteur à faire face à ses engagements ; présence d'éléments spéculatifs ou protection insuffisante contre les modifications de l'environnement économique
 - Ba/BB** Capacité moyenne de l'emprunteur à faire face à ses engagements ; présence d'éléments spéculatifs
 - B/B** Faible capacité de l'emprunteur à faire face à ses engagements
 - Caa/CCC** Risque important de non-remboursement
 - Ca/CC** Insolvabilité ou quasi-insolvabilité ; possibilité que le service des intérêts et de la dette soit tout de même assuré
 - C/C** Cas d'insolvabilité, faible probabilité que le service des intérêts et de la dette soit assuré
 - SD/DDD** En défaut ou en faillite
 - NR** «Not Rated»/pas d'évaluation
- +/-/-1, 2, 3
Les signes +/- et les chiffres 1, 2, 3 indiquent la position à l'intérieur d'une catégorie de notation, 1 signifiant la limite supérieure d'une catégorie (par exemple Aa1) et 3 la limite inférieure (par exemple Aa3).

► Pour de nombreux investisseurs, les marchés émergents sont synonymes de crises financières et monétaires, d'instabilité politique et de volatilité des cours boursiers. Si l'on considère la période allant de 1990 à 2002, les actions suisses ont effectivement produit un rendement annuel de 13% (en francs) pour une volatilité de 23%, alors que les Bourses des marchés émergents n'ont progressé que de 7% par an avec une volatilité de 29%. Les investisseurs ayant opté pour les actions suisses peuvent donc se frotter les mains. L'expérience montre toutefois que les données du passé ne constituent pas une base de prévision fiable pour les performances à venir. Ainsi, le Morgan Stanley MSCI Emerging Markets Index a enregistré une progression de plus de 40% depuis mai 2003 (MSCI Emerging Markets Standard Annualized Historical Returns, Local Currency). L'essor a été particulièrement spectaculaire en Asie, où des plus-values supérieures à 100% ont été enregistrées sur certaines périodes.

Les excès ont été corrigés

Il serait pourtant erroné d'axer totalement son portefeuille sur les marchés émergents. Dans le contexte économique actuel, une certaine prudence est de mise, et l'application d'une politique restrictive par les autorités monétaires américaines pourrait pénaliser les marchés d'actions des pays émergents au cours des six à neuf prochains mois. Mais à plus long terme, le potentiel de rendement de ces marchés demeure intact. Les crises économiques et financières ont entraîné de profondes réformes structurelles dans les pays concernés. Il y a aujourd'hui moins d'imbrication entre la politique, l'industrie et la finance, et les excès d'endettement au sein du système bancaire ont été corrigés, créant les bases d'une croissance plus solide. La Corée, par exemple, a assaini et recapitalisé son système bancaire en l'espace de quatre ans, et les pays d'Europe centrale et orientale ont lancé des réformes structurelles que des ténors de l'Union européenne (UE) comme l'Allemagne ou la France commencent seulement à entreprendre, après maintes hésitations.

Aussi bien les bailleurs de fonds étrangers que les entreprises et gouvernements des régions émergentes ont tiré les leçons des différentes crises. Grâce à une plus grande

Le flux continu d'investissements directs étrangers a étonnamment bien résisté aux crises

stabilité macroéconomique et à des avantages substantiels en termes de coûts, les pays émergents bénéficient depuis le milieu des années 1990 d'un afflux continu d'investissements directs étrangers. Ces investissements ont étonnamment bien résisté aux crises et représentent aujourd'hui la plus grande partie des flux nets de capitaux.

Les investissements sur les marchés boursiers de pays émergents se justifient également par la forte croissance économique de ces pays, induite par les investissements directs étrangers ainsi que par l'augmentation du niveau de vie de la population. Le facteur démographique renforce encore l'attrait des marchés émergents,

d'autant que le déséquilibre de la pyramide des âges s'accroît dans les pays industrialisés en général et en Europe occidentale en particulier, ce qui risque d'affecter le potentiel de croissance des marchés d'actions de ces régions. Pour leur part, les pays émergents ont une population plus jeune, mais aussi de mieux en mieux formée. La stabilisation du système politique et l'instauration d'une politique économique raisonnable sont les conditions préalables à l'exploitation du potentiel de croissance des pays en question. Cette évolution favorise la montée d'une classe moyenne de plus en plus prospère qui devrait représenter un facteur de croissance non négligeable.

Risque de rechute limité

Les dix à quinze prochaines années seront caractérisées par une industrialisation accélérée du «deuxième monde», d'où une demande croissante de matières premières et d'énergie qui profitera aux pays exportateurs de matières premières tels que le Canada, la Russie, l'Afrique du Sud et le Brésil. De plus, la tendance à la globalisation et l'adhésion croissante de pays comme la Chine et l'Inde aux principes de l'économie de marché devraient empêcher le retour des turbulences des années 1990. Des crises locales peuvent certes encore survenir, mais elles ne provoqueront sans doute pas un embrasement généralisé comme ce fut le cas durant la dernière décennie. ■

Marchés émergents: un concept aux contours flous

Il n'existe pas de définition officielle des «marchés émergents». Sont généralement considérés comme tels des marchés inachevés sur le plan de l'infrastructure financière, mais porteurs de fortes opportunités de croissance. La limite supérieure fixée par la Banque mondiale est un revenu annuel par habitant de 9 656 dollars américains. Outre le produit national brut, les principaux critères de délimitation des marchés émergents sont la situation géographique et le degré d'endettement. Ces marchés correspondent en outre à l'une (ou à plusieurs) des affirmations suivantes:

- **Le pays a amorcé une libéralisation de son économie, que ce soit sous la forme d'une diminution du rôle de l'Etat dans les questions économiques, d'une privatisation d'entreprises publiques ou de l'ouverture des marchés financiers aux investisseurs étrangers.**
- **Le pays a obtenu un rééchelonnement de sa dette publique ou n'était plus en mesure de s'acquitter du service de sa dette.**
- **Le système politique a été démocratisé et favorise une participation accrue des citoyens.**
- **Le pays n'est pas encore membre de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE).**



Packend wie ein Krimi.

Wirtschaft ist Krimi, Drama und Soap. Entdecken Sie mit der BILANZ, dem führenden Schweizer Wirtschaftsmagazin, wie spannend der Blick hinter die Kulissen der Wirtschaft ist. Monat für Monat.

☐ **Ich bestelle ein Probeabonnement der BILANZ mit 4 Ausgaben für nur Fr. 30.-.** Ersparnis im Vergleich zum Einzelverkauf Fr. 18.-.

Im Preis inbegriffen sind die Hör-BILANZ und der Zugriff auf das Online-Archiv der BILANZ.

SG 001 G13 004 001

☐ **Ich bestelle ein Jahresabonnement der BILANZ mit 12 Ausgaben für Fr. 132.-.** Im Preis inbegriffen sind alle BILANZ-Specials, die Hör-BILANZ sowie der kostenlose, unlimitierte Zugriff auf das Online-Archiv der BILANZ.

FG 001 G13 004 001

Vorname, Name

Strasse, Nr.

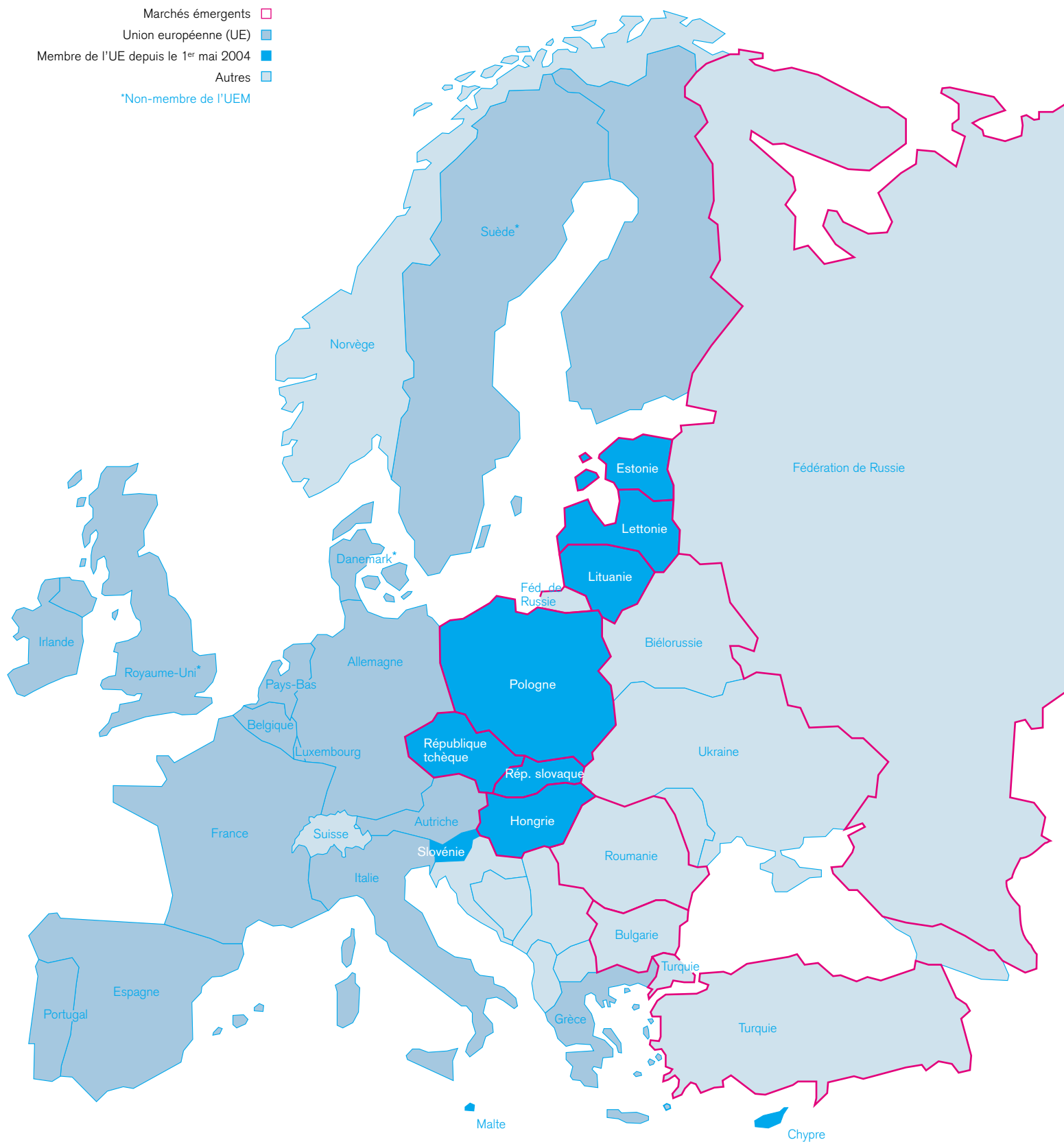
PLZ, Ort

Telefon

Angebot gültig bis 31. 12. 2004. Preis Inland (inkl. MwSt.). Auslandpreise unter www.bilanz.ch

Coupon einsenden oder faxen an: BILANZ, Jean Frey AG, Aboservice, Postfach, 8021 Zürich, Telefon 043 444 55 22, Fax 043 444 50 91, aboservice@bilanz.ch

- Marchés émergents
- Union européenne (UE)
- Membre de l'UE depuis le 1^{er} mai 2004
- Autres
- *Non-membre de l'UEM



L'élargissement se poursuit

A peine la tranche à ce jour la plus nombreuse de l'élargissement de l'Union européenne (UE) est-elle achevée que déjà pointent les prochaines étapes. Les nouveaux membres cherchent la voie de l'euro, d'autres candidats à l'adhésion sont sur les rangs. **Hans-Peter Wäfler, Economic & Policy Consulting**

► En cette Journée du travail chômée un peu partout, l'Europe était en liesse. Le 1^{er} mai 2004, en effet, dix pays ont adhéré à l'UE, des Etats de l'Est anciennement communistes pour la plupart. Les festivités marquant l'acte d'élargissement officiel ont scellé pour l'Europe la réunification de l'Est et de l'Ouest. Une journée historique que ce 1^{er} mai, donc, et pourtant un bien bref intermède dans une entreprise de longue haleine. Quelques jours plus tard, le ministre allemand des Affaires étrangères, Joschka Fischer, le rappelait à Zurich : « Le traitement de ce processus d'élargissement va prendre du temps. »

Point de répit, il y a du pain sur la planche. L'une des étapes qui attendent les adhérents frais émoulus est l'instauration de

la monnaie unique, l'euro. Si ces pays ne participent pas encore à l'Union économique et monétaire (UEM), ils n'en sont pas moins tenus de se préparer à l'euro ; pour eux, pas de clause d'exception comme pour le Royaume-Uni et le Danemark, autorisés à vivre durablement en marge de l'UEM.

Une question de rythme

Et d'ailleurs, les nouveaux pays membres n'ont pas exigé de clause d'exception, au contraire : ils espèrent que l'euro contribuera à affermir leurs économies en rapide croissance (voir graphique ci-dessous). Mais les dix pays qui sont entrés de concert dans l'Union n'adopteront pas simultanément l'euro. Ils n'avancent pas au même rythme vers l'UEM et sont jugés individuellement

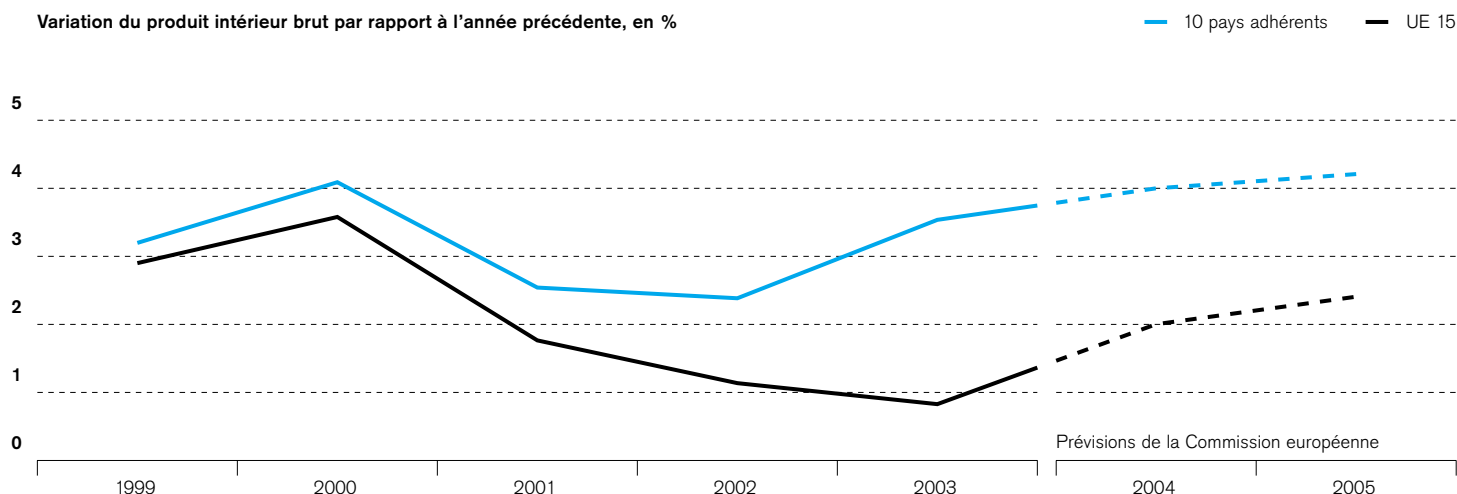
sur la foi des fameux critères de convergence de Maastricht : situation solide des finances publiques, faible inflation, bas niveau des taux d'intérêt et deux années consécutives de stabilité des cours de change face à l'euro, dans le cadre du mécanisme de change européen (MCE II). La marge de fluctuation normale prévue est de plus ou moins 15% et peut être resserrée pour certains pays. Le critère du cours de change sert à veiller à ce qu'il s'écoule au moins deux ans entre les adhésions à l'UE et à l'UEM. Aussi l'élargissement de l'UEM ne devrait-il se concrétiser qu'à partir de 2007.

Tous les nouveaux adhérents ne seront pas prêts aussi tôt pour la monnaie unique, et tous ne le souhaitent d'ailleurs pas.

Des économies dynamiques

Les dix pays qui viennent d'adhérer à l'UE connaissent une croissance économique plus rapide que les anciens membres. L'Europe centrale et orientale apparaît comme la région la plus dynamique du continent. Sources : Commission européenne, Eurostat

Variation du produit intérieur brut par rapport à l'année précédente, en %



Mais adopter le bon rythme pour se rapprocher de l'euro est la difficulté qui attend chacun des nouveaux venus. Car si l'intégration au sein de l'UEM permet d'abaisser les coûts de transaction dans les échanges commerciaux avec les partenaires, elle implique aussi de renoncer à une politique monétaire autonome et à la marge de manœuvre en découlant. Cela alors même que les Dix traversent un processus de rattrapage économique : un regain de croissance a tendance à provoquer la hausse de l'inflation, et des besoins d'investissement importants et permanents entravent la consolidation des finances publiques.

Les petits pays compteront probablement parmi les premiers à adopter l'euro. Ainsi, la Lituanie ou l'Estonie satisfont d'ores et déjà à la plupart des critères de convergence (voir tableau ci-dessous). Plus difficile à appréhender est le calendrier des trois plus grands adhérents : pour la Pologne, la République tchèque et la Hongrie, le principal défi à relever réside dans la réduction des déficits budgétaires. L'adhésion de ces pays à l'UEM ne sera guère envisageable avant la fin de la décennie ; la République tchèque pense adopter l'euro d'ici à 2009 ou 2010. En raison d'une convergence insuffisante, la Banque centrale européenne (BCE) elle-même met en garde contre une participation précipitée au mécanisme de change II, antichambre de l'UEM. Avant

«Le but est de tisser des liens d'amitié de la Russie jusqu'au Maroc»

Romano Prodi, président de la Commission

cette démarche, «des ajustements politiques radicaux, comme la libéralisation des prix, et des projets de consolidation budgétaire crédibles doivent être avancés», comme l'a souligné le président de la BCE, Jean-Claude Trichet. Le premier rapport de convergence de la BCE, qui fera le point des préparatifs des nouveaux membres, doit paraître en octobre 2004.

Anciens et nouveaux aspirants à l'UE

Cela étant, les nouveaux venus ne sont pas les seuls à attendre des innovations importantes pour la fin de l'année. La tension règne dans les pays candidats qui n'ont

pas encore franchi le cap de l'adhésion à l'Union : la Bulgarie, la Roumanie et la Turquie. La Commission européenne présentera à l'automne ses rapports intermédiaires annuels destinés aux pays candidats. La Bulgarie et la Roumanie espèrent un signe positif en vue d'une adhésion en 2007. Sur la base du rapport concernant la Turquie, l'UE décidera s'il y a lieu d'entamer des négociations concrètes, qui devraient s'étendre sur plusieurs années.

D'autres pays pourraient donc rejoindre l'Union avant la Turquie. La Croatie et la Macédoine ont déposé des demandes d'adhésion. La Commission a d'ores et déjà recommandé l'ouverture de négociations à propos de la Croatie, signalant ainsi que l'avenir des Balkans se situe bien au sein de la Communauté.

Au-delà, vers l'Est et le Sud, l'UE est plus circonspecte. Le président de la Commission, Romano Prodi, qui achève son mandat, s'exprimait en ces termes le 1^{er} mai : «Le but est de tisser des liens d'amitié de la Russie jusqu'au Maroc.» Ce serait en quelque sorte «une autre conception de l'élargissement – un élargissement sans participation à nos institutions». Bref, une intégration qui ne doit pas nécessairement déboucher sur une adhésion à l'UE : toujours plus vaste, l'Union cherche ses frontières sans créer de nouvelles lignes de démarcation en Europe. **I**

Conditions préalables à l'adoption de l'euro

Comme les Etats fondateurs de l'Union économique et monétaire, les nouveaux membres devront satisfaire aux critères de convergence de Maastricht avant de pouvoir adopter l'euro. Sources : Eurostat, Credit Suisse

			Critères de convergence de Maastricht				
PIB 2002 mrd EUR	PIB par habitant % de la moyenne de l'UE 15		Budget Déficit/excédent en % du PIB	Etat de la dette % du PIB	Taux d'inflation* %	Taux d'intérêt** A long terme, en %	
			Valeur de référence 2003	-3,0	60,0	2,7	6,34
Estonie	6,9	40	2,6	5,8	1,4	4,75	
Lettonie	8,9	35	-1,8	15,6	2,9	5,07	
Lituanie	14,7	39	-1,7	21,9	-1,1	4,81	
Malte	4,4	69	-9,7	72,0	2,5	4,71	
Pologne	202,3	41	-4,1	45,4	0,7	6,76	
République slovaque	25,7	47	-3,6	42,8	8,5	5,42	
Slovénie	23,3	69	-1,8	27,1	5,7	5,27	
République tchèque	78,2	62	-12,9	37,6	-0,1	4,80	
Hongrie	68,9	53	-5,9	59,0	4,7	8,24	
Chypre	10,8	77	-6,3	72,2	4,0	4,75	

* Taux d'inflation moyen annuel, ne dépassant pas de plus de 1,5% le taux d'inflation des trois pays de l'UE les plus stables en matière de prix

** Rendement moyen des emprunts d'Etat à long terme, ne dépassant pas de plus de 2% le taux des trois pays de l'UE les plus stables en matière de prix.

Le chemin tortueux vers l'euro

L'évolution des monnaies des nouveaux Etats membres dépend non seulement de la stabilité politique et macroéconomique, mais aussi de la crédibilité de la politique monétaire. Les investisseurs ne devraient donc pas considérer uniquement les avantages de taux de ces monnaies. **Marcus Hettinger, Forex Analysis & Strategy**

► Ces dernières années, l'espoir d'une entrée prochaine dans l'UE a entraîné une convergence des taux d'intérêt, car une adhésion ultérieure à la zone euro et l'adoption de la monnaie unique devraient logiquement rapprocher le niveau des taux locaux de celui des Douze. C'est ainsi que les écarts de rendement entre les emprunts d'Etat en monnaie locale et les mêmes emprunts allemands se sont réduits. Supérieur à celui de la zone euro, le niveau des taux d'intérêt rehausse l'attrait des marchés obligataires locaux, mais il ne faut pas perdre de vue l'incidence des fluctuations de change sur le rendement global. Les deux années passées ont montré que les monnaies de l'Est subissent des variations considérables qui peuvent réduire à néant la perspective de rendement positif des obligations.

Sur cinq ans, le zloty polonais (PLN) et le forint hongrois (HUF) ont perdu respectivement 15 et 5% contre l'euro (voir graphique). En revanche, les couronnes tchèque (CZK) et slovaque (SKK) ont progressé de 7 et 5% par rapport à la monnaie européenne. Mais à plus court terme, les monnaies sont soumises à des variations plus fortes. Ainsi, le zloty, le forint et la couronne tchèque se sont parfois massivement dépréciés face à l'euro depuis le début de 2002. La fermeté de la monnaie unique durant cette période en est sans doute la raison. Cela dit, un certain nombre de paramètres économiques intérieurs peuvent avoir une incidence déterminante sur l'évolution des monnaies, et les investisseurs doivent en tenir compte.

Déficit budgétaire et déficit courant

La situation budgétaire s'est détériorée au cours des dernières années. Les déficits croissants des finances publiques amènent à multiplier les offres d'obligations d'Etat, ce qui a tendance à pousser les taux d'intérêt à la hausse. Cette hausse peut, certes, influencer positivement sur la monnaie, mais si elle est due également à une prime de risque

substantielle, la monnaie subit alors des pressions. Les facteurs politiques, comme la volonté du gouvernement de consolider le budget de l'Etat, sont tout aussi importants. Depuis quelques années, le déficit budgétaire est souvent allé de pair avec une aggravation massive du déficit de la balance courante. Ce dernier résulte de ce que l'épargne nationale (générée par les pouvoirs publics et les ménages) ne suffit pas à financer les investissements. D'où un découvert qu'il faut combler par un afflux de capitaux étrangers (investissements directs ou flux de portefeuille en actions ou obligations). Les flux de portefeuille, en particulier, réagissent plus vite aux mutations de l'environnement politique ou macroéconomique et ont donc une plus grande incidence sur la monnaie. Aussi l'ampleur du déficit de la balance courante et la structure de son financement jouent-elles un rôle décisif dans l'évolution des taux de change.

Outre la politique budgétaire, la crédibilité de la politique monétaire est un autre fac-

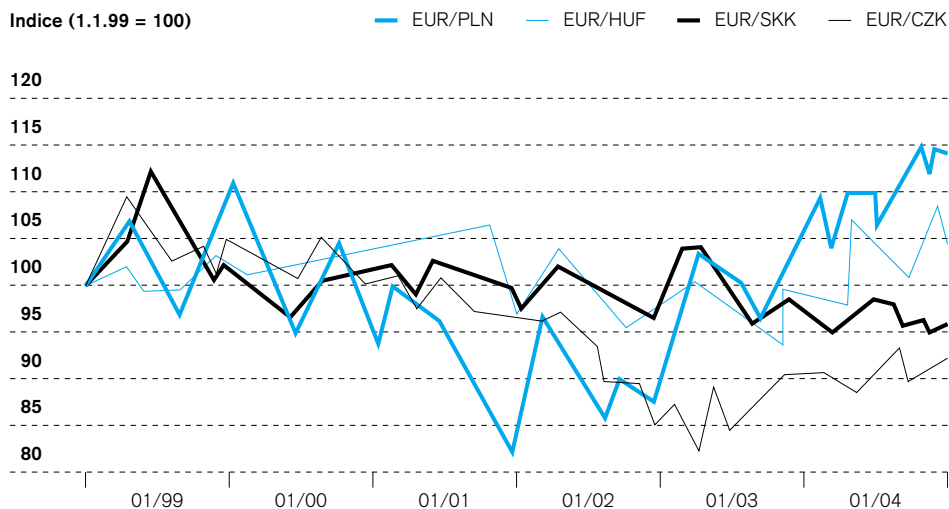
teur essentiel. Certains pays, comme la Pologne, axent leurs efforts sur l'inflation et s'accommodent de taux de change fluctuants. Or, l'admission dans le mécanisme de change européen (MCE II) consacrera la primauté de la stabilisation du cours de change dans la fourchette fixée par ce mécanisme.

Prédominance de la politique de change

Les crises qu'a connues le système monétaire européen en 1992 (Italie, Royaume-Uni, Suède) viennent rappeler qu'en rejoignant le MCE II, les pays devront subordonner leurs objectifs de politique économique intérieure (budget, emploi, etc.) à la politique de change afin d'éviter les turbulences sur les marchés financiers. Quant aux investisseurs, ils se doivent d'être attentifs au fait que même dans les limites de la fourchette fixée pour ce mécanisme, les monnaies des nouveaux pays membres pourront subir des variations de cours marquées face à l'euro.

Fortes fluctuations des taux de change

Alors que le forint et le zloty se sont dépréciés face à l'euro ces dernières années, les couronnes tchèque et slovaque sont aujourd'hui plus fermes qu'en 1999 Sources : Bloomberg, Credit Suisse



La Bourse à portée de main

Direct Net est un important canal de distribution en ligne du Credit Suisse, qui permet d'accéder facilement, via Internet, à divers services dans les domaines bancaire et boursier. **Daniel Huber**

Grâce aux technologies modernes de l'informatique et de la communication, le monde de la finance est devenu un village global. L'utilisateur de la version «navigateur» (HTML) de Direct Net a seulement besoin d'un accès Internet, que ce soit chez lui, sur un PC raccordé au réseau fixe, ou en voyage, à partir d'un ordinateur portable branché sur un «hot spot». Avec Direct Net, il n'est pas nécessaire de télécharger ou d'installer des programmes auxiliaires.

Les clients en ligne du Credit Suisse peuvent ainsi accéder 24 heures sur 24 à leur guichet bancaire personnel dans le monde entier et se servir de Direct Net pour consulter leurs comptes ou effectuer leurs

paiements. En outre, ils bénéficient d'un service étendu pour la gestion de leur dépôt: Direct Net affiche l'état actuel du dépôt et la liste des positions, et un simple clic sur un titre suffit pour obtenir des informations détaillées sur l'évolution du cours de ce titre.

Le service en ligne permet également d'accéder à toute heure du jour et de la nuit aux principales Bourses mondiales. Des écrans de saisie d'une grande convivialité facilitent considérablement le négoce de titres. Avec Direct Net, les clients peuvent acheter et vendre eux-mêmes des actions, des fonds ou des obligations depuis leur ordinateur portable. Ils disposent aussi, par le biais d'une plate-forme de négoce personnelle, d'une

vaste offre d'informations financières et boursières englobant des rapports complets et des estimations d'analystes. Enfin, diverses options de recherche permettent de consulter des informations ciblées sur certains titres.

Direct Net est non seulement souple et rapide, mais aussi indépendant des horaires d'ouverture. Et pour l'exécution de paiements et d'opérations boursières, les utilisateurs de Direct Net bénéficient de tarifs réduits par rapport aux ordres bancaires traditionnels.

Pour plus d'informations sur les services en ligne de Direct Net (y compris lien vers les formulaires d'inscription), rendez-vous sur www.credit-suisse.com/directnet.



Gagnez un notebook

Pour vous permettre de participer à tout moment et en ligne à la vie de la Bourse, nous mettons en jeu un notebook Razor Z81 en collaboration avec la société Littlebit Technology AG, Hünenberg. Les composants utilisés dans le Razor Z81 (processeur, carte graphique, carte réseau et module LAN sans fil) reflètent les derniers progrès de la technologie des ordinateurs portables. Grâce à son autonomie de cinq heures et à son poids de 2,45 kg, le notebook convient parfaitement aux personnes qui voyagent beaucoup.

Questions du concours

Question 1 Sur quel site obtient-on plus d'infos sur Direct Net ?

Question 2 Quel est le poids du notebook Littlebit Razor Z81 ?

Inscrivez les réponses sur le bon ci-joint, dans les cases prévues à cet effet. Date limite d'envoi: 30 septembre 2004.

Prix du concours

Notebook Littlebit Razor Z81

- Technologie mobile Intel Centrino
- Processeur Intel Pentium M
- Ecran TFT 15 pouces SXGA
- Carte graphique ATI Mobility Radeon 9600
- LAN sans fil 54 Mbps avec GigaLAN
- Windows XP Professional et MS Office
- Sacoche PORT




emagazine

Votre lien vers notre savoir-faire:

www.credit-suisse.com/emagazine



**CREDIT
SUISSE**



Profitez du savoir-faire et de l'expérience de nos experts. emagazine propose chaque semaine des articles de fond, des vidéos et des interviews sur des thèmes économiques, culturels et sportifs. Abonnez-vous dès maintenant à la newsletter gratuite de emagazine pour rester en phase avec l'actualité.

«Même après l'élargissement, l'UE doit continuer à aller de l'avant»

Hans-Dietrich Genscher, ancien ministre allemand des Affaires étrangères, en est convaincu : l'élargissement à l'est constitue un jalon historique mais non la fin d'un processus.

Interview : Marcus Balogh

Marcus Balogh L'élargissement de l'Union européenne permet aux pays d'Europe centrale et orientale de réintégrer le giron européen. Quelles réflexions cette «réunification» vous inspire-t-elle ?

Hans-Dietrich Genscher Il s'agit d'une étape véritablement historique, notamment parce que l'Union européenne (UE) compte depuis le 1^{er} mai 450 millions d'habitants. S'il existe un «miracle européen», c'est à mon avis le fait qu'au sortir de la Seconde Guerre mondiale, les peuples d'Europe – à commencer par les six Etats fondateurs – se sont peu à peu regroupés afin de prendre leur destin en main.

L'élargissement pèsera-t-il économiquement sur l'UE dans les années à venir ? Cet élargissement a été planifié de longue date et les principaux aspects économiques ont été anticipés, particulièrement pour la Pologne, la Slovaquie, la République tchèque et la Hongrie. Je pense que de belles perspectives s'offrent aussi bien aux anciens membres qu'aux nouveaux.

L'UE a créé le marché intérieur, introduit l'euro... A l'avenir, selon vous, s'agira-t-il plutôt de consolider les réalisations communes ou de développer de nouvelles initiatives ? L'UE ne peut pas se contenter de ce qu'elle a réalisé jusqu'à ce jour. Au contraire : elle doit continuer à faire preuve de courage et à aller de l'avant. Je suis d'ailleurs convaincu qu'elle le fera.

Quelles sont donc les tâches auxquelles l'UE doit s'atteler ? Avant toute chose, l'UE doit se concentrer sur l'achèvement de l'unification européenne. Le 1^{er} mai constitue une première étape importante dans ce sens. Ensuite, il faut également que l'Union participe activement à la création d'un nouvel ordre mondial.

«Nous ne pouvons laisser un profond fossé politique, écologique ou encore économique se creuser aux frontières de l'Union européenne»

Hans-Dietrich Genscher

Qu'entendez-vous par «nouvel ordre mondial» ? Les frontières à l'échelle mondiale sont en train de s'estomper ; une coopération toujours plus étroite implique une interdépendance accrue. Dans ce contexte, il n'y a plus de développements dits nationaux qui n'aient d'impact sur le reste du monde. Nous ne pouvons donc pas rester indifférents aux événements économiques, écologiques, politiques – ou, pis, militaires – qui surviennent dans le monde et perturbent le cours des choses. La question est de savoir comment l'Europe peut contribuer à ce nouvel ordre mondial.

A quoi pensez-vous en particulier ? De par sa structure, qui repose sur le principe de la coopération équitable entre petits et grands Etats membres, sur des valeurs communes et sur des responsabilités partagées, l'Union européenne pourrait jouer

un rôle de modèle. Autre facteur, capital : le comportement des Etats-Unis, en tant que pays le plus puissant du monde. Sans oublier la Chine et ses 1,3 milliard d'habitants : cet acteur économique pèse de plus en plus lourd, non seulement au titre d'exportateur de biens de consommation, mais aussi comme importateur de postes de travail. Il serait faux d'exclure un pays de ce poids des organes décisionnels qui débattent de l'avenir de la planète.

Prenez le G8 : on y trouve la France et le Royaume-Uni, l'Italie et l'Allemagne, le Canada et les Etats-Unis, le Japon et la Russie. Mais quid de la Chine ? Ou de l'Inde, la plus grande démocratie du monde avec son milliard d'habitants ?

L'Europe doit-elle s'engager en faveur de ces pays ? A long terme, notre bien-être sera lié à celui de nos voisins. Par conséquent, nous ne pouvons laisser un profond fossé politique, écologique ou encore économique se creuser aux frontières de l'Union. Nous devons participer à l'instauration d'un ordre mondial auquel nous pourrions encore souscrire le jour où nous ne serons plus le centre du monde et où d'autres régions auront gagné en importance. Qui plus est, nous devons veiller à ce que cet ordre mondial soit basé non pas sur la confrontation, mais sur la coopération, cette dernière étant en effet toujours plus bénéfique pour tous.

Et qu'en est-il du rôle futur de la Suisse ? Si j'étais suisse, je m'interrogerais pour savoir si je préfère subir ou participer. J'ai toujours dit que sans la Suisse, l'Union européenne n'était pas complète. Quant à savoir si la Suisse peut se passer de l'UE, c'est à elle de voir. Elle n'a nul besoin de conseils extérieurs pour en décider !



La Roumanie veut redorer son image

Au cours des dernières années, la Roumanie a subi des revers spectaculaires. La corruption, le commerce d'enfants et les vestiges de l'économie planifiée ont régulièrement fait les gros titres. Mais pour la première fois depuis 1989, un optimisme prudent renaît. **Phelim McAleer, journaliste économique en Roumanie**

► Si vous allez manger dans un des nombreux restaurants internationaux de Bucarest, peut-être y croiserez-vous des visages familiers. Par exemple des stars hollywoodiennes comme Andy Garcia, Liz Hurley et Dennis Hopper, qui ont récemment séjourné dans la capitale roumaine à l'occasion d'un tournage. Ou Nicole Kidman et Jude Law, les deux acteurs principaux de «Retour à Cold Mountain», un drame épique sur la guerre de Sécession presque entièrement tourné en Roumanie. Car le pays a beau souffrir d'une

mauvaise réputation à l'étranger, ses paysages incomparables et son personnel à la fois qualifié et bon marché offrent aux producteurs de cinéma des conditions idéales pour réaliser un film.

La présence de l'usine à rêves américaine témoigne néanmoins des changements, encore largement méconnus, qui sont intervenus en Roumanie ces dernières années. Après la révolution sanglante de 1989 et la chute du communisme, l'image du pays a pâti du problème de l'immigration clandestine,

de la situation des orphelins et de l'extrême pauvreté d'une grande partie de la population. Cette image négative, qui n'était déjà pas méritée à l'époque, ne correspond plus du tout à la réalité d'aujourd'hui.

Risque de surchauffe

Grâce à sa stabilité politique et à une économie florissante, la Roumanie est parvenue à une croissance durable pour la première fois depuis la fin du régime communiste. Avec une moyenne d'environ 5% par an au cours des dernières années, elle enregistre même l'un des taux de croissance les plus élevés d'Europe. Sa politique économique, qui a longtemps suscité des inquiétudes à l'échelle internationale, vient enfin de recevoir l'approbation du Fonds monétaire international (FMI). Après cinq tentatives infructueuses depuis 1989, la Roumanie a pu mener à terme en 2003 un premier programme du FMI, ce qui, avec l'adhésion à l'OTAN, constitue une étape importante vers l'intégration à l'Union européenne (UE), prévue pour 2007.

Il est évident que la reprise a eu des répercussions sur la vie des Roumains. L'inflation, qui atteignait autrefois des taux à trois chiffres et s'élevait encore à 50% ces dernières années, devrait enfin passer en dessous de la barre des 10% en 2004 grâce au contrôle des dépenses publiques. Quant à la consommation, soutenue par l'augmentation des salaires et l'assouplissement des règles en matière de crédits, elle connaît un véritable boom. Elle a entraîné une explosion du nombre de restaurants, de constructions et de rénovations ainsi que des ventes de biens de consommation durables, les Roumains s'équipant massivement en réfrigérateurs, machines à laver et téléviseurs.

Compte tenu de la persistance de la croissance, la Banque centrale, pour la première



« Nous sommes très satisfaits des employés et de leur travail »

Ueli Forster, CEO de Forster Rohner AG

Depuis quand Forster Rohner AG a-t-elle une usine en Roumanie ?

Inter-Spitzen AG, société de participation de Forster Rohner AG, a ouvert en 1996 une filiale à Lugoj, une ville de près de 70 000 habitants dans l'ouest de la Roumanie. L'entreprise fabrique des broderies et emploie environ 550 personnes. Nous sommes très satisfaits globalement de nos employés roumains et de la qualité de leur travail. D'ailleurs, nous réalisons actuellement un nouveau projet d'extension.

Comment se passe la collaboration avec les autorités roumaines ?

Nous n'avons pas rencontré de grandes difficultés, au contraire. Les autorités se montrent efficaces et rapides, même si elles réagissent parfois de manière bureaucratique.

A quoi doit veiller une entreprise étrangère s'installant en Roumanie ?

Il est important d'entretenir de bons rapports avec les autorités, qui sont bien entendu favorables à la création d'emplois dans leur pays. L'ouest de la Roumanie offre des opportunités intéressantes aux investisseurs étrangers. Ceux-ci doivent particulièrement veiller à ce que leurs opérations s'effectuent dans les règles.

Quel est le prochain obstacle que doit franchir la Roumanie ?

L'inflation traditionnellement élevée commence à être maîtrisée. Le gouvernement doit poursuivre les réformes en vue de l'adhésion à l'UE, et notamment réduire sa dette extérieure. Nous comptons beaucoup sur une entrée rapide dans l'Europe. Et nous espérons un renforcement de la lutte contre la corruption. (ba)

fois depuis 1989, a mis en garde contre le risque d'une surchauffe de l'économie et relevé les taux d'intérêt pour ralentir la demande – sans parvenir pour autant à freiner la frénésie de dépenses.

Progrès dans la protection de l'enfance

Dans les années 1990, le monde découvrait avec stupeur la situation des enfants abandonnés en Roumanie. A cet égard aussi, les choses ont bien changé entre-temps. Un système de protection de l'enfance fondé sur le modèle occidental a été mis en place. Il prévoit l'aide sociale aux familles en situation précaire, le placement des enfants chez d'autres membres de la famille, le retrait de la garde ou l'adoption dans le pays. Avec le soutien de l'UE, la Roumanie a également suspendu les adoptions internationales tout en préparant la mise en place de contrôles stricts.

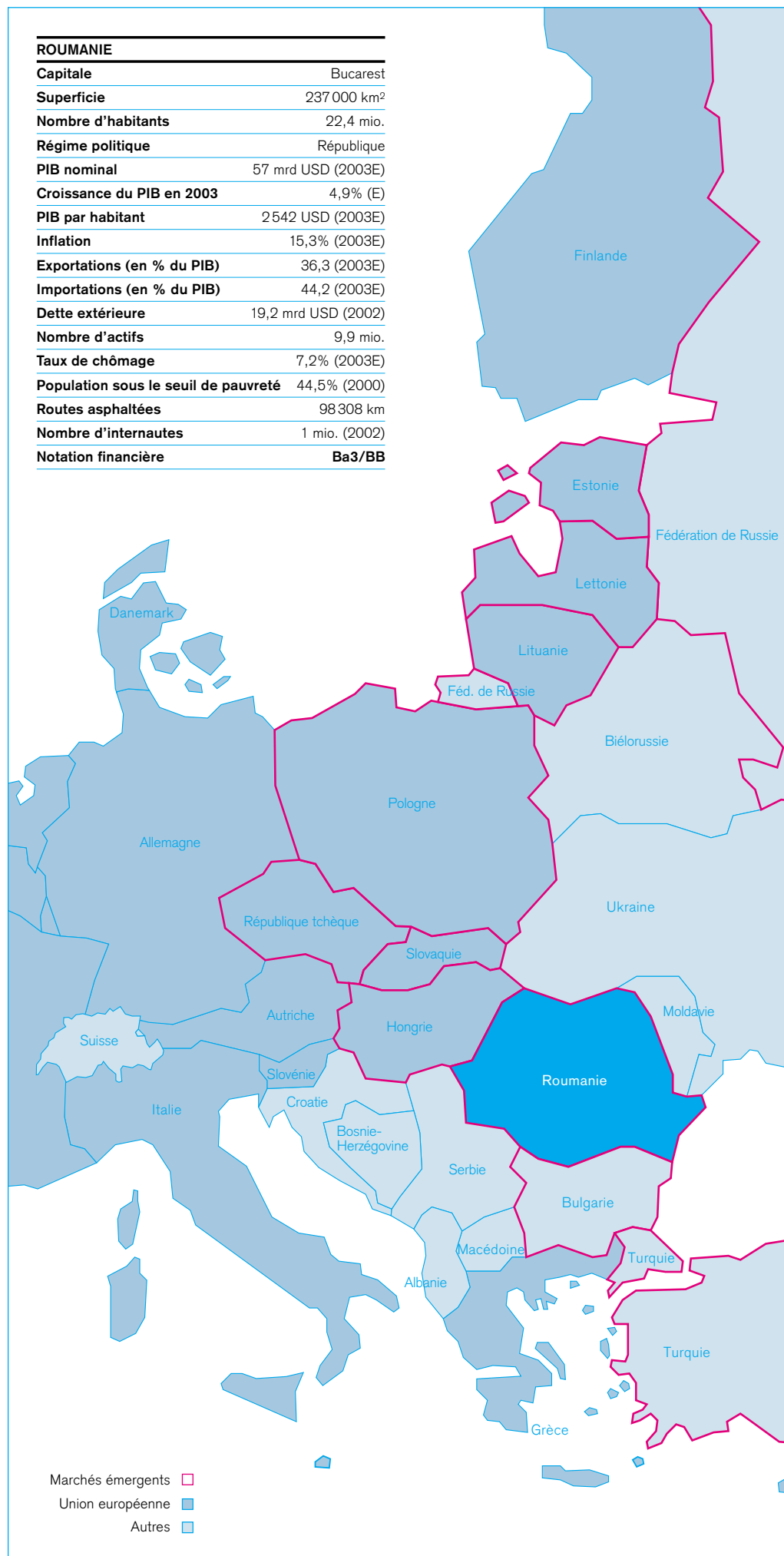
Cependant, la politique rigoureuse du gouvernement roumain ne fait pas l'unanimité. Les Etats-Unis et d'autres pays occidentaux, dans lesquels se trouvent des parents adoptifs potentiels, tentent d'obtenir la reprise des adoptions internationales. Mais la plupart des Roumains y sont opposés, estimant que leur pays n'en est plus à devoir exporter ses enfants.

Entre désespoir et optimisme

Nombre de Roumains sont désespérés de voir persister la mauvaise réputation du pays à l'étranger malgré les progrès réalisés ces dernières années au prix de bien des sacrifices. Bien sûr, ils sont conscients des problèmes qu'il reste à régler. La corruption ronge toujours la Roumanie et la pauvreté demeure importante en dehors des grandes villes. Il existe encore des entreprises publiques qui produisent des biens dont personne ne veut. Ces dinosaures industriels permettent certes de sauvegarder des emplois dans les régions fortement touchées par le chômage, mais pèsent lourdement sur les caisses de l'Etat.

En dépit de tout cela, l'optimisme renaît en Roumanie. C'est un sentiment que le pays n'avait pas connu depuis 1989. Les Roumains veulent une économie en bonne santé et sont prêts à soutenir de nouvelles réformes en ce sens. Et ils sont nombreux à croire que, pour la première fois depuis 1989, toutes les conditions sont réunies pour y parvenir. ■

ROUMANIE	
Capitale	Bucarest
Superficie	237 000 km ²
Nombre d'habitants	22,4 mio.
Régime politique	République
PIB nominal	57 mrd USD (2003E)
Croissance du PIB en 2003	4,9% (E)
PIB par habitant	2 542 USD (2003E)
Inflation	15,3% (2003E)
Exportations (en % du PIB)	36,3 (2003E)
Importations (en % du PIB)	44,2 (2003E)
Dette extérieure	19,2 mrd USD (2002)
Nombre d'actifs	9,9 mio.
Taux de chômage	7,2% (2003E)
Population sous le seuil de pauvreté	44,5% (2000)
Routes asphaltées	98 308 km
Nombre d'internautes	1 mio. (2002)
Notation financière	Ba3/BB





BULGARIE	
Capitale	Sofia
Superficie	111 000 km²
Nombre d'habitants	7,7 mio.
Régime politique	République
PIB nominal	20,3 mrd USD (2003E)
Croissance du PIB en 2003	4,5% (E)
PIB par habitant	2 633 USD
Inflation	2,3% (2003E)
Exportations (en % du PIB)	52,0 (2003E)
Importations (en % du PIB)	61,4 (2003E)
Dette extérieure	13,1 mrd USD (2003E)
Nombre d'actifs	3,8 mio.
Taux de chômage	13,5% (2003E)
Population sous le seuil de pauvreté	12,6% (2001E)
Routes asphaltées	35 049 km
Nombre d'internautes	585 000 (2001)
Notation financière	Ba2/BB+

- Marchés émergents
- Union européenne
- Autres

Un nouveau «tigre» en Europe du Sud-Est?

La Bulgarie est volontiers qualifiée de «tigre de l'Europe du Sud-Est». En matière de politique extérieure et de politique économique, le pays est cité en exemple par les institutions internationales. Cependant, les progrès économiques sont loin de profiter à tous. **Urs Fitze, journaliste indépendant**

► Nous sommes dans la ville touristique de Bansko, au sud-ouest du pays. A l'ombre d'un bosquet, des femmes alignent sur une corde de chanvre des feuilles de tabac fraîchement cueillies afin de les faire sécher. Elles sont employées par Ivan Kehajov, ancien directeur de kolkhoze reconverti dans la production de tabac. L'entrepreneur se plaint avec véhémence de Bulgartabak, le holding tabacatier encore propriété de l'Etat, et de la bureaucratie toute-puissante qui finira par le ruiner. Il paie ses employées cinq francs par jour, pour douze heures de travail. L'installation de séchage automatisée, achetée à l'Ouest à grands frais, n'a pas pu être mise en service car les quantités de production fixées par une commission étatique ont été réduites du jour au lendemain. En conséquence, seuls dix hectares sont exploités sur les cinquante que compte l'exploitation, et un tel niveau de production ne permet pas de rentabiliser l'utilisation de la machine de séchage. C'est pourquoi Ivan Kehajov fait appel à ces femmes, pour qui tout salaire, aussi maigre soit-il, est le bienvenu. Leurs maris sont au chômage pour la plupart, et les familles vivent principalement de ce qu'elles cultivent sur leurs lopins de terre. La culture du tabac leur procure un petit supplément de revenus pour acheter le nécessaire : farine, riz et autres produits alimentaires non cultivés sur place. Mais guère plus. Car environ 40 000 francs sur les 80 000 que rapporte chaque année la vente du tabac finissent dans la poche de Kehajov. Les cinquante saisonnières qui travaillent pour celui-ci se partagent le reste.

Treize ans après

Cet exemple illustre bien les difficultés que connaît la Bulgarie treize ans après la chute

du régime communiste. L'euphorie est retombée. Aucun gouvernement n'est encore parvenu à atténuer les dures conséquences de la restructuration économique, que subissent des pans entiers de la population. La Bulgarie a perdu presque tous ses partenaires économiques traditionnels à l'Est et se tourne à présent vers l'Occident. Revenu au pouvoir en 2001, même le Mouvement national de l'ancien tsar Siméon II (chassé en 1946 par les communistes) n'a rien pu faire pour adoucir les maux des habitants, surtout dans les régions rurales. Le produit national brut (PIB) de la Bulgarie reste inférieur à son niveau du début des années 1980. Selon les données de la Banque mondiale, un huitième de la population vit en dessous du seuil de pauvreté et l'écart entre riches et pauvres ne cesse de se creuser. Des centaines de milliers de Bulgares ont quitté le pays. Mais malgré l'ampleur des problèmes sociaux, les progrès économiques sont considérables. Depuis le tournant du millénaire, on enregistre des taux de croissance de 4 à 5%, ce qui vaut à la Bulgarie son surnom de «tigre de l'Europe du Sud-Est». Le taux de chômage baisse régulièrement : il est actuellement de 13,5%. Toutefois, ce boom se concentre surtout sur les grands centres économiques que sont les villes de Sofia, Varna, Plovdiv, Burgas et Sandanski, tandis que des régions entières au nord et au sud-ouest du pays s'enfoncent dans la pauvreté.

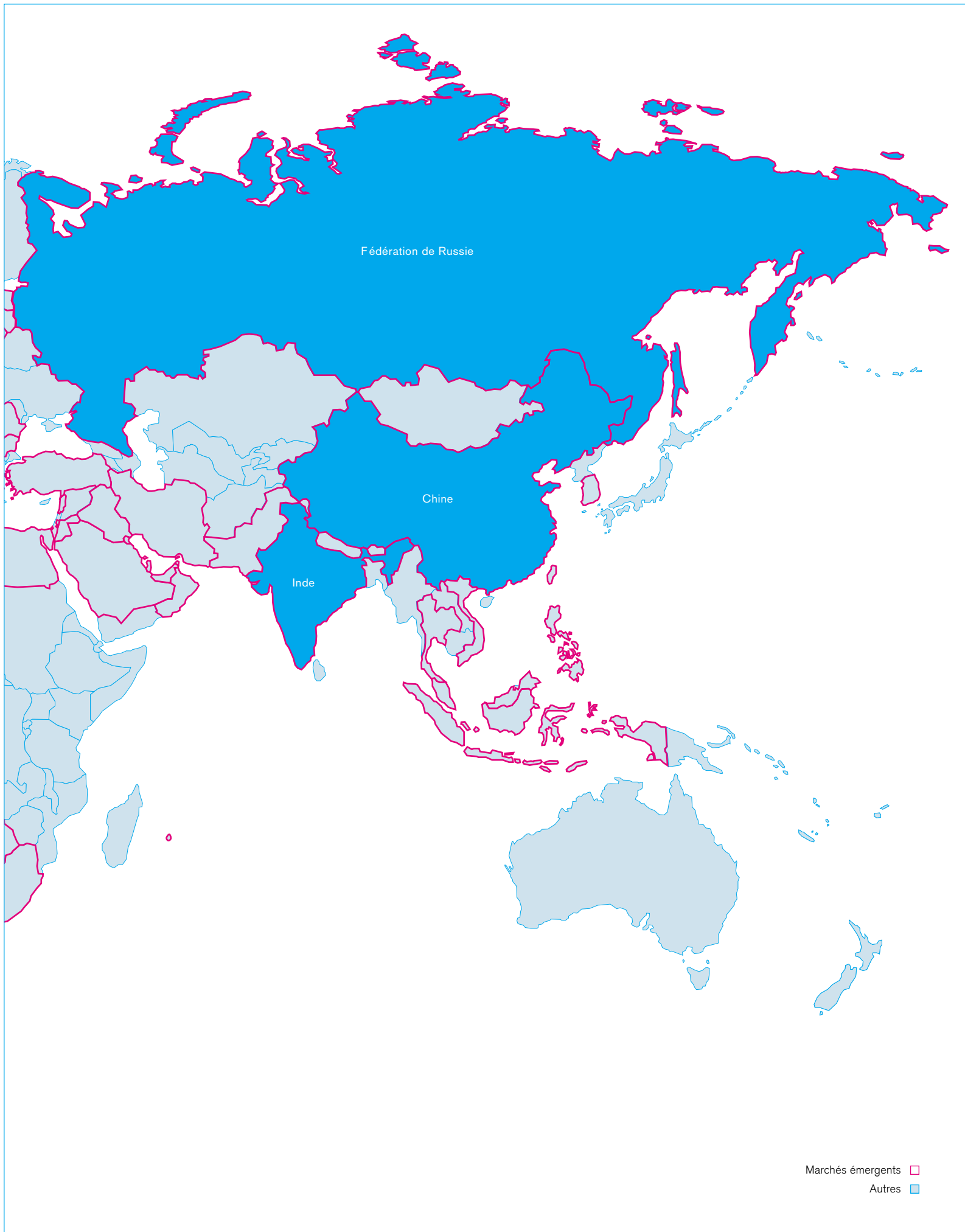
Le gouvernement se pose en élève modèle

Les négociations d'adhésion sont en bonne voie avec l'Union européenne (UE), qui atteste à la Bulgarie une «économie de marché fonctionnelle», et plus personne ne

doute que l'Etat balkanique deviendra membre en 2007. Sur les 30 chapitres de l'«acquis communautaire», 25 sont déjà clos. La perspective de l'entrée dans l'UE est devenue un atout politique auquel le gouvernement ne renoncerait pour rien au monde. Celui-ci se pose en élève modèle en matière de politique économique, sous le regard bienveillant des institutions internationales. Et si la corruption n'a pas totalement disparu de la vie quotidienne, elle est bien moins répandue que par le passé. Selon l'indice de corruption de «Transparency International», le pays occupe la 54^e position, aux côtés de la République tchèque, ce qui le place au-dessus de la moyenne des 133 pays examinés.

Garder le cap sur l'Union européenne

Pourtant, les chances de réélection du gouvernement lors du scrutin de l'an prochain sont minces. Les couches de la population qui sont victimes de la paupérisation voyaient en Siméon II un espoir. Aujourd'hui, elles se détournent de lui. Le Mouvement national est redescendu au niveau des petits partis dans les sondages. Pourtant, ce rejet politique ne devrait pas vraiment éloigner la Bulgarie de la voie qu'elle s'est tracée. Le prochain gouvernement – probablement socialiste – poursuivra la politique de rapprochement avec l'Union européenne, tandis que le marchandage des meilleurs postes et positions dominera la politique intérieure : c'est la conception bulgare de la normalisation. A ceux qui sauront composer avec ces règles du jeu, la Bulgarie, pays porteur d'espoir dans les Balkans déchirés par des années de guerre, réserve un avenir plutôt prometteur. **I**



Les marchés émergents sous les feux de la rampe

Avec une population globale de 2,4 milliards d'habitants, la Russie, la Chine et l'Inde disposent d'un énorme potentiel de croissance et pourraient devenir les locomotives de la conjoncture mondiale. Quelles sont leurs possibilités actuelles et leurs perspectives de développement ?

Svetlana Le Gall, gestionnaire du fonds Clariden Russia Equity Fund, Andrea Schulzke et Jiannan Wang, Fund Selection Credit Suisse

Quels sont les atouts de la Russie, de la Chine et de l'Inde par rapport à d'autres pays émergents ?

Russie

Après avoir surmonté en 1998 une grave crise économique qui avait duré trois ans, la Russie a voulu être reconnue comme un interlocuteur à part entière dans le concert des nations industrialisées.

Pour réaliser cet objectif ambitieux et augmenter le niveau de vie de la population, il fallait instaurer une politique économique axée sur une croissance durable. La stabilisation du climat politique apparaissait également

nécessaire. En revanche, le pays pouvait compter sur d'énormes richesses naturelles et sur un excédent commercial dans la plupart des secteurs économiques.

D'innombrables opportunités s'offraient aux investisseurs étrangers, car des pans entiers d'activité – du secteur bancaire aux services en passant par les biens de consommation – prenaient leur envol. La politique économique a favorisé l'essor des petites et moyennes entreprises (PME) afin d'asseoir la croissance sur des bases solides. Une fois de plus, l'économie russe a pu profiter du bon niveau de formation de la population. Et le secteur des PME, jusque-là négligé, a élargi considérablement

les possibilités d'investissement. 1998 a indiscutablement marqué un tournant historique pour la Russie.

Chine

Depuis 1978, le Céleste Empire se modernise et applique un système de réformes économiques inédit – et efficace puisque le produit intérieur brut (PIB) par habitant a triplé en douze ans, passant de 352 dollars à 1 091 dollars entre 1991 et 2003. La population chinoise, forte de 1,3 milliard d'âmes, représente près du quart des habitants du globe et son niveau de formation s'élève progressivement. Le pays est non seulement devenu une importante base de

	FÉDÉRATION DE RUSSIE	CHINE	INDE
Capitale	Moscou	Pékin	New Delhi
Superficie	17 075 200 km ²	9 596 960 km ²	3 287 590 km ²
Nombre d'habitants	142,8 mio.	1,3 mrd	1,0 mrd
Régime politique	République présidentielle	République populaire socialiste	République fédérale
PIB nominal	441 mrd USD (2003E)	1 564,9 mrd USD (2003E)	542,4 mrd USD (2003E)
Croissance du PIB	7,3% (2003E)	9,1% (2003E)	4,3% (2003E)
PIB par habitant	3 007 USD (2003E)	1 091 USD (2003E)	559,7 USD (2003E)
Inflation	13,7% (2003E)	1,2% (2003E)	4,5% (2003E)
Exportations	139,7 mrd USD (2003E)	548,0 mrd USD (2003E)	59,0 mrd USD (2003E)
Importations	95,9 mrd USD (2003E)	527,6 mrd USD (2003E)	76,9 mrd USD (2003E)
Dette extérieure	123,5 mrd USD (2003E)	200,0 mrd USD (2003E)	100,0 mrd USD (2003E)
Nombre d'actifs	71,8 mio.	744 mio.	406 mio.
Taux de chômage	8,6% (2003E)	10,0% (2002)	8,8% (2002)
Population sous le seuil de pauvreté	25 %	10 % (2001)	25 % (2002)
Routes asphaltées	358 833 km	314 204 km	1 517 077 km
Nombre d'internautes	18 mio. (2002)	45,8 mio. (2002)	7 mio. (2002)
Notation financière	Baa3/BB+	A2/BBB+	Baa3/BB

production à l'échelle planétaire, mais représente également un débouché important pour les produits du monde entier.

Inde

Le sous-continent indien enregistre une forte croissance de son potentiel de consommation, grâce notamment à l'émergence de la classe moyenne. A cela s'ajoute une jeune génération bien formée, qui bénéficie des investissements considérables de l'Etat au niveau universitaire. Les connaissances acquises dans les domaines de la recherche pharmaceutique, du développement de logiciels, de l'ingénierie, des mathématiques et de l'analyse financière correspondent aux normes internationales. Les exportations ainsi que la consommation soutenue par le marché domestique sont les moteurs d'une croissance rapide. De plus, les infrastructures présentant encore un niveau de qualité insuffisant sont en voie d'amélioration. Et enfin, les relations avec la Chine et le Pakistan se sont nettement réchauffées.

Où résident les principaux changements des dernières années ?

Russie

L'économie russe a affiché une croissance régulière de 6,5% par an au cours des 36 derniers mois, avec un environnement politique et économique sensiblement raffermi. Le succès de la réforme fiscale a incité les contribuables à faire preuve d'une discipline plus stricte, ce qui a eu une incidence favorable sur les recettes. Les conditions de vie se sont beaucoup améliorées et la Russie connaît un véritable boom de la consommation. Par ailleurs, les dirigeants d'entreprise font preuve de compétences accrues, la fuite de capitaux a diminué et l'économie a investi dans les technologies modernes.

Chine

Depuis son ouverture, la Chine attire toujours plus d'investissements directs étrangers, au point qu'elle en est devenue le principal pays d'accueil, avec un flux de quelque 500 milliards de dollars. Le secteur privé contribue désormais pour plus de la moitié au PIB chinois et une nette séparation est intervenue entre l'Etat et l'économie.

Inde

Au niveau des entreprises, l'endettement a été fortement réduit et l'accent porte davantage sur la rentabilité opérationnelle, le rendement des fonds propres et le cash-flow libre. D'importants progrès ont été réalisés dans les secteurs des services et de la production et un nombre croissant d'entreprises s'efforcent d'augmenter leur capacité bénéficiaire par le biais d'exportations et d'externalisations. A l'échelon macroéconomique, la tendance est à la privatisation d'entreprises publiques et à la réduction des subventions au secteur privé, lequel contribue toujours plus largement à la croissance économique. Le gouvernement s'efforce en outre de lever les barrières bureaucratiques pour les investisseurs étrangers.

Quelle est l'ampleur de la croissance ?

Russie

L'économie russe a progressé en moyenne de 6,5% ces trois dernières années et devrait rester à ce niveau en 2004 en dépit de l'estimation plutôt conservatrice du gouvernement (4,5%). Au cours du premier trimestre 2004, le taux de croissance s'est élevé à 8%.

Chine

L'expansion de l'économie chinoise a atteint 7,5% en 2001, 8% en 2002, 9,1% en 2003 et 9,8% au premier trimestre 2004. Pour les trois prochaines années, les prévisions de croissance se situent à quelque 8% par an.

Inde

L'économie indienne a connu un taux de croissance de 4,4% en 2001, de 5,6% en 2002 et de 4,3% en 2003. Le rythme de l'expansion devrait atteindre 7,5% en 2004 et des valeurs équivalentes sont attendues pour les deux années suivantes.

Quels sont les piliers de la croissance ?

Russie

La croissance est principalement alimentée par les investissements nationaux, la

construction et la consommation intérieure. Les matières premières et le pétrole contribuent pour une large part au PIB (un tiers pour le pétrole et le gaz). Mais d'autres branches comme les services, le secteur bancaire et les biens de consommation connaissent également un essor rapide et gagneront vraisemblablement en importance dans un proche avenir.

Chine

Les investissements directs étrangers ont créé des emplois et donné un sérieux coup de pouce à la conjoncture (42% du PIB). De ce fait, les revenus ont nettement augmenté, avec un impact positif sur la consommation intérieure. Les industries traditionnelles qui formaient l'ossature économique du pays (automobile, pétrole et gaz, matières premières, électricité) conserveront toute leur importance eu égard à la croissance durable de la Chine.

Inde

La consommation intérieure est le principal pilier de la croissance économique en Inde, puisqu'elle représente 77% du PIB. Les 23% restants proviennent des investissements directs étrangers, qui ont atteint 5 milliards de dollars en 2003 (contre 54 milliards de dollars pour la Chine). Les trois principaux secteurs représentés dans l'indice MSCI India sont l'énergie (23%) la finance (17%) et les technologies de l'information (16%). Compte tenu du résultat des dernières élections, le secteur de l'énergie, qui a largement profité des mesures de privatisation, pourrait perdre de l'importance ces prochaines années au profit de secteurs moins exposés aux influences politiques, comme les technologies de l'information et l'industrie pharmaceutique.

Qu'en est-il de l'endettement et des réserves monétaires ?

Russie

Le rapport entre la dette et le PIB est passé de 90% à 30% entre 1999 et 2003. La banque centrale de Russie continue à constituer des réserves, qui atteignent maintenant 84 milliards de dollars. L'an dernier, le gouvernement a constitué un fonds

de stabilisation alimenté par les bénéfices du secteur pétrolier, et qui se chiffre actuellement à 12 milliards de dollars. Son but est de compenser ainsi les dettes résultant d'un éventuel effondrement des prix de l'or noir.

Chine

Le déficit budgétaire atteint 40 milliards de dollars, soit 6,8% des recettes de l'Etat. La dette publique, quant à elle, représente 12,6% du PIB. Et les réserves en devises de la Chine – les deuxièmes au niveau mondial – s'élèvent à 440 milliards de dollars.

Inde

A 76% du PIB, la dette publique pèse lourd sur le développement de l'économie indienne. Une part importante de cette dette est imputable aux appareils étatiques. Les réserves en devises se montent aujourd'hui à 118 milliards de dollars.

La stabilité politique et économique est-elle assurée ?

Russie

La restructuration de l'appareil de l'Etat – première décision prise par Vladimir Poutine après son accession à la présidence en 2000 – et la majorité absolue acquise par le parti pro-Kremlin lors des élections parlementaires de décembre 2003 étaient nécessaires pour assurer le renforcement de l'environnement politique. Le gouvernement veille actuellement à encourager les réformes structurelles, y compris dans des secteurs sensibles. Il est composé de politiciens et d'économistes renommés qui ont à cœur de mener à bien ces réformes. Mais le soutien parlementaire est indispensable pour que le programme de réformes puisse être mis en œuvre dans les délais – indépendamment des pressions exercées par les milieux économiques et par certains groupements politiques extra-parlementaires.

Chine

Le climat politique est resté stable après la passation de pouvoirs entre Jiang Zemin et Hu Jintao au début de l'an dernier. Taïwan demeure la plus grande préoccupation chinoise en matière stratégique et les incer-

titudes subsistent quant à l'évolution de la situation. Depuis son adhésion à l'Organisation mondiale du commerce, la Chine a lancé un important programme de réformes et de libéralisation qui se traduit notamment par une transparence accrue du marché d'actions et de la réglementation de celui-ci.

Inde

L'économie est robuste, mais la situation politique reste floue. En outre, il est difficile d'évaluer les conséquences politiques d'une éventuelle alliance du parti du Congrès avec les communistes.

Quels seront les prochains obstacles à surmonter ?

Russie

La croissance économique dépend de la capacité du gouvernement à mettre en œuvre les mesures annoncées. Les secteurs non rentables comme l'électricité, le gaz et les transports doivent être restructurés. Assurément, le chemin de la stabilité passe par une protection gouvernementale des droits de la propriété et l'instauration de conditions favorables à l'afflux de capitaux étrangers.

Chine

Parmi les interventions les plus urgentes figurent la réforme du système bancaire et financier ainsi que la résolution du problème des débiteurs douteux, l'augmentation de la rentabilité opérationnelle des entreprises d'Etat, l'amélioration des instruments de gestion macroéconomique et le nivellement des inégalités entre régions riches et régions pauvres.

Inde

L'Inde doit encore améliorer son système politique et lancer de nouvelles réformes économiques. Pour le moment, nombre d'entreprises indiennes sont peu compétitives à l'échelon international. La lutte contre la pauvreté est un défi majeur qui occasionnera automatiquement d'importantes dépenses d'infrastructures. Mais elle est nécessaire, car la pauvreté constitue une entrave à la croissance.

En Focus



Total Return



Core-Plus



Inflation-Protected



Energy

Les Fonds Clariden.
Qui s'y connaît,
les connaît.

Clariden Bank.

a CREDIT SUISSE GROUP company

www.clariden.com

Placements **Produits**

Sommaire : dossier produits marchés émergents

- | | |
|----|--|
| 27 | Fonds : Chine
La Chine rejoint le marché mondial |
| 28 | Fonds : Russie
La Russie attend l'envol de la croissance |
| 29 | Fonds : Inde
La croissance indienne reste dynamique |
| 30 | Produits dérivés
Des perspectives prometteuses en Europe orientale |
| 32 | Devises
La monnaie, un tremplin pour les investisseurs |
| 33 | Actions
Une pause s'impose |
| 34 | Obligations
Des préjugés balayés |

HSBC GIF Chinese Equity Fund

La Chine rejoint le marché mondial

La Chine se profile toujours davantage comme une superpuissance économique. Affichant la plus forte croissance du monde, l'économie chinoise offre des opportunités uniques aux investisseurs étrangers. **Jiannan Wang, Fund Selection**

« Les Chinois ont réussi en vingt ans ce qui aurait pris deux siècles à bon nombre d'autres pays », a déclaré dans une interview le président de la Banque mondiale, James Wolfensohn. Effectivement, les investissements directs étrangers, par exemple, croissent à un rythme vertigineux depuis l'adhésion de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce en 2001. C'est le secteur privé qui a profité le plus de cette évolution, avec un taux de croissance nettement supérieur à celui des entreprises publiques. Le marché chinois des capitaux connaît également une expansion fulgurante. En dépit du contrôle de l'Etat, le marché des actions a rejoint les places mondiales, par l'intermédiaire des actions dites « B », conçues à l'intention des investisseurs étrangers mais accessibles aux Chinois depuis trois ans, ainsi que des actions « H », cotées à la Bourse de Hongkong. Et le marché intérieur (actions « A ») s'ouvre lui aussi aux étrangers, avec quelques restrictions il est vrai. Les actions chinoises présentent un profil risque-rendement séduisant et une faible corrélation avec d'autres marchés. Ce sont surtout les actions « H », conformes aux normes de publication occidentales, qui offrent des opportunités de croissance.

Les interventions actuelles du gouvernement chinois en vue de tempérer l'économie se concentrent sur les industries en surchauffe et à forte intensité capitalistique, comme l'automobile, l'aluminium, l'acier, le ciment et l'immobilier. A court terme, le marché des actions pourrait sérieusement pâtir de réactions excessives, mais il est assez improbable que l'économie de la Chine s'en ressente durement. Le marché des actions est bien positionné pour enregistrer de nouveaux gains de cours.

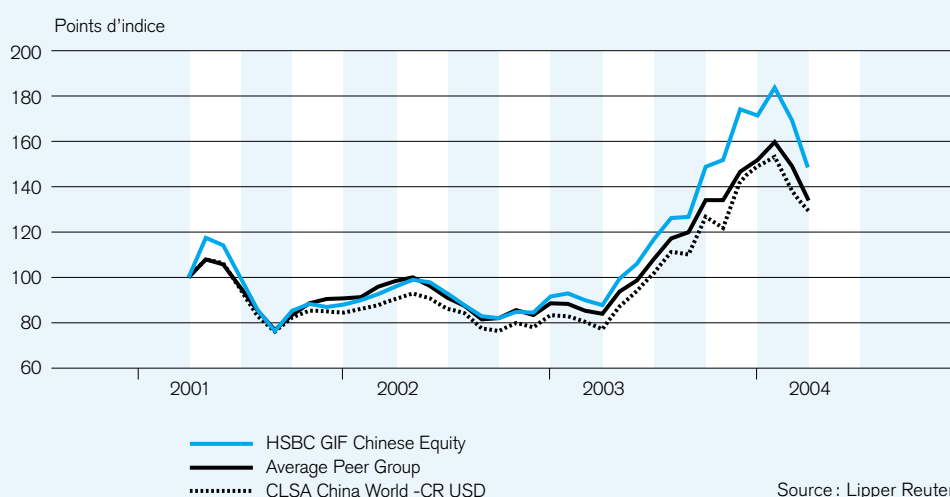
Le cycle et le secteur sont déterminants

Implanté en Chine de longue date, HSBC Group (Hongkong and Shanghai Banking

Performance du fonds sur trois ans

Les opportunités de croissance demeurent intactes

Le gouvernement chinois tente de préserver certains secteurs d'une surchauffe, mais il est assez improbable que l'économie s'en ressente durement. Le marché est bien positionné pour enregistrer de nouveaux gains de cours et les gestionnaires du HSBC GIF Chinese Equity Fund misent sur une croissance à long terme en Chine.



Corporation Ltd) mise sur la croissance à long terme du pays. Le HSBC GIF Chinese Equity Fund investit pour l'essentiel dans des actions « H » et les « red chips » (entreprises domiciliées à Hongkong et dont les actions sont détenues principalement par des organisations de Chine continentale, où elles réalisent aussi une bonne part de leurs bénéfices).

Le gestionnaire du fonds combine une analyse top-down du portefeuille global appliquant la stratégie de placement et une analyse bottom-up à Hongkong. A la concentration sur place des ressources de HSBC, avec des équipes de placement expérimentées, s'ajoute l'appui fourni par d'autres unités de ce géant bancaire. HSBC considère que certains secteurs et industries obtiennent des résultats meilleurs que d'autres dans une phase déterminée du cycle conjoncturel.

La sélection des titres est axée sur les aspects suivants : capitalisation du marché, dynamique/qualité de la croissance bénéficiaire, qualité du management, sensibilité aux variations de taux, liquidité et volatilité des titres. L'équipe de gestionnaires suit en permanence les fluctuations du marché chinois des capitaux et l'évolution du pays au regard du contrôle prudentiel, ainsi que leurs incidences sur les Bourses de Chine et de Hongkong.

Valeur	238957
Monnaie du fonds	USD
Rendement annuel moyen (3 ans)	14,8% (USD)
Volatilité annuelle (3 ans)	33%
Volume du fonds	1 509 mio. USD
Gestionnaire du fonds	Richard Wong

La Russie attend l'envol de la croissance

Grâce à la stabilité politique après la réélection du président Poutine, à l'amélioration du contexte économique général et surtout à l'accélération de la consommation, la Russie se trouve au début d'une phase d'expansion. **Jiannan Wang, Fund Selection**

Les récents déboires du groupe loukos ont eu également des répercussions sur la Bourse de Moscou. Les corrections observées sont dues, d'une part, à la volatilité croissante des marchés mondiaux et, d'autre part, à la situation financière du géant pétrolier. Car, malgré la diversification considérable de l'économie russe au cours des dernières années, le marché des actions reste fortement axé sur l'or noir. Les sociétés pétrolières constituent plus de 75% de la capitalisation boursière. C'est pourquoi la performance générale du marché dépend surtout, à court terme, de facteurs déterminants pour les prix des secteurs pétrolier et gazier. De plus, la Bourse russe présente une liquidité inférieure à la moyenne et est donc défavorisée par le climat mondial des marchés d'actions. Nous sommes convaincus, cependant, que la forte croissance économique, tirée par la consommation et les dépenses de construction, va redonner un élan positif au marché des actions. Depuis des années, la Russie est l'un des pays émergents présentant l'évolution la plus favorable. Même après les avancées considérables de ces dernières années, le marché des actions dispose encore d'un potentiel de hausse. La plupart des réformes en cours, notamment dans les secteurs bancaire, agricole et administratif, ainsi que les processus de restructuration du secteur de l'énergie auront un effet bénéfique sur les structures économiques comme sur la Bourse.

Une position dominante est indispensable

Le Clariden Russia Equity Fund investit dans un portefeuille privilégiant les grands titres liquides des secteurs de l'énergie, des télécommunications, de l'approvisionnement et de la métallurgie. La part accordée au pétrole et au gaz représente actuellement 55% environ du portefeuille global. De l'avis de Svetlana

Performance du fonds sur trois ans

Des facteurs nationaux et internationaux en faveur du fonds

Les réformes bancaire, agricole et administrative ainsi que les processus de restructuration du secteur de l'énergie auront un effet bénéfique sur l'économie et sur la Bourse. La consommation et les dépenses de construction donnent également un élan positif au marché. De plus, le fonds mise sur des entreprises bien positionnées à l'international.



Le Gall-Voronova, gestionnaire du fonds, l'industrie pétrolière russe demeure bien positionnée malgré des corrections importantes et une volatilité accrue à court terme.

La gestionnaire du fonds applique une stratégie d'investissement active, fondée sur son expertise et sa bonne connaissance du marché russe des actions. Elle sait quels sont les secteurs les plus importants pour son portefeuille et s'efforce d'identifier les différents leaders dans chaque branche. Elle investit avant tout dans les branches où les entreprises jouissent d'une position dominante sur le marché mondial, par exemple la métallurgie, l'industrie minière et le secteur gazier. Si Svetlana Le Gall-Voronova pratique une stratégie top-down pour le choix des secteurs, sa sélection de titres se fonde

quant à elle sur une approche ascendante. Son choix s'arrête de préférence sur les entreprises bien positionnées, au fort potentiel de croissance et implantées dans des régions d'avenir. Pour la gestionnaire du fonds, les principaux facteurs à considérer sont les suivants : gestion orientée sur la valeur actionnariale, marché étendu et dynamique, produits compétitifs, ratios financiers solides et évaluation attractive.

Valeur	603364
Monnaie du fonds	USD
Rendement annuel moyen (3 ans)	45,6% (USD)
Volatilité annuelle (3 ans)	31,9%
Volume du fonds	223 mio. USD
Gestionnaire du fonds	Svetlana Le Gall-Voronova

JF India Fund et HSBC GIF Indian Equity Fund

La croissance indienne reste dynamique

L'économie indienne présente une grande vitalité. Avec environ 6 000 titres cotés et 128 ans d'existence, la Bourse indienne offre aux gestionnaires de fonds un large éventail de possibilités d'investissement dans des entreprises compétitives à l'échelle mondiale. **Jiannan Wang, Fund Selection**

Après une solide avancée en 2003, le marché indien des actions est actuellement sous pression. La volatilité s'explique principalement par l'incertitude au lendemain des élections de mai ainsi que par un déluge de nouvelles émissions. Les inquiétudes concernant les prochaines annonces de résultats par les entreprises pèsent également sur le climat boursier. En cette période post-électorale, les observateurs sont sceptiques quant à la poursuite par le nouveau gouvernement des programmes de réforme, en particulier le programme de privatisation, la réforme agraire et les réformes relatives aux subventions, par exemple sur le marché du travail. Une chose est sûre cependant: l'Inde est, après la Chine, la deuxième économie du monde en termes de dynamisme, et cette tendance de croissance rapide va se poursuivre. Soulignons à cet égard l'objectif de croissance du PIB de 10% par an que s'est fixé le parti du Congrès. L'Inde est considérée comme le «centre de compétence» asiatique en matière de logiciels et est devenue un des sites d'implantation privilégiés pour les services d'assistance délocalisés des entreprises internationales.

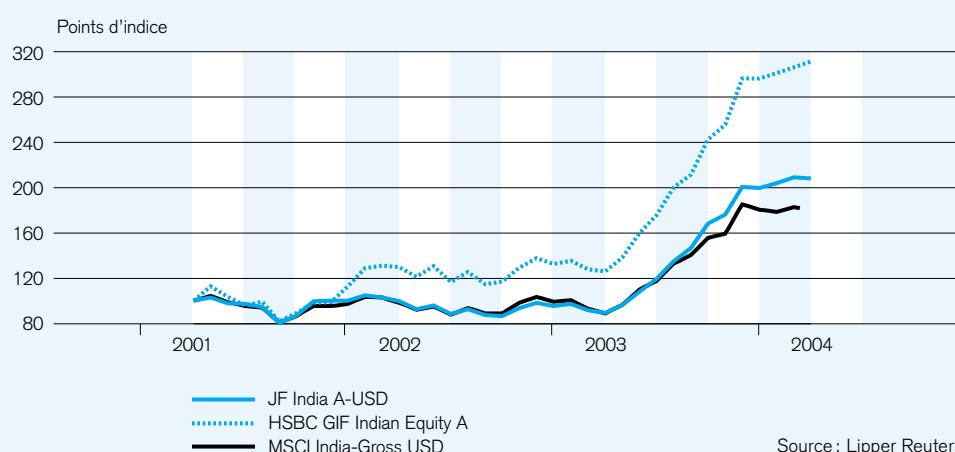
JF India Fund

La gestion du JF India Fund se fonde sur la compétence technique des experts internes de JPMF en Inde. La sélection des titres n'est pas liée à l'indice de référence, et le portefeuille peut donc présenter des écarts importants par rapport à cet indice. Dans le portefeuille actuel, par exemple, les secteurs de l'industrie et des matières premières sont fortement surpondérés, tandis que ceux de la finance et des biens de consommation non cycliques sont sous-pondérés. Au vu des facteurs de risque qui caractérisent le marché indien des actions, la stratégie du fonds consiste à minimiser ces risques

Performance des fonds sur trois ans

Malgré les incertitudes actuelles, l'optimisme reste de mise

Le JF India Fund et le HSBC GIF Indian Equity Fund se distinguent par leurs priorités d'investissement: le JF India Fund surpondère nettement l'industrie et les matières premières pour le moment, tandis que le fonds HSBC mise sur les logiciels, l'industrie pharmaceutique et le secteur automobile.



tout en s'efforçant d'identifier de nouvelles opportunités d'investissement. La hausse du marché a encore accru la sensibilité du gestionnaire du fonds à l'égard des problèmes d'évaluation. Malgré une aversion grandissante au risque, la stratégie du fonds reflète dans l'ensemble une attitude positive. La fortune du fonds demeure entièrement investie et le portefeuille ne contient pas de titres particulièrement défensifs.

HSBC GIF Indian Equity Fund

Le processus d'investissement du HSBC GIF Indian Equity Fund s'inspire du concept des cycles conjoncturels, selon lequel ceux-ci

sont les déterminants de la génération de valeur. Le gestionnaire du fonds considère l'Inde comme une économie encore relativement fermée, mais qui s'expose de plus en plus aux mouvements des marchés mondiaux. Les processus de réforme jouent également un rôle important, car ils sont souvent les catalyseurs des fluctuations sur le marché des actions. Le gestionnaire mise sur des entreprises industrielles leaders présentant des avantages compétitifs à l'échelle internationale en termes de coût du travail et de niveau technologique. Le fonds se positionne plus spécifiquement dans les secteurs des logiciels, de la pharmacie et de l'automobile.

Fonds	JF India Fund	HSBC GIF Indian Equity Fund
Valeur	401 213	417 871
Monnaie du fonds	USD	USD
Rendement annuel moyen (3 ans)	27,5% (USD)	45,8% (USD)
Volatilité annuelle (3 ans)	23,6%	28,5%
Volume du fonds	513 mio. USD	1 489 mio. USD
Gestionnaire du fonds	Rukhshad Shroff	Sanjiv Duggal

Les nouveaux venus passent à la vitesse supérieure

A ce jour, la décision d'adhérer à l'Union européenne a toujours gratifié les pays candidats d'un développement impressionnant. Il en ira très certainement de même pour les dix nouveaux venus. Les produits décrits ici ne sont que deux exemples parmi les multiples structures envisageables pour associer les entrants à ce développement. **Lars Kalbreier, Trading Strategy, Florence Schnydrig et Daniel Shashoua, Structured Derivatives Team**

Si l'on calcule la performance des indices des anciens candidats à l'adhésion, on constate une surperformance régulière de 76% dans les deux ans suivant la décision de rejoindre l'Union européenne (UE). Pour étayer la comparaison, nous avons observé la période écoulée entre la confirmation de leur adhésion par les pays concernés et l'intégration officielle de ceux-ci dans l'UE. C'est ainsi qu'à peine deux ans après l'admission de l'Espagne, l'indice IBEX battait le

DAX de 40%. On pourrait en dire de même des indices du Portugal, de la Grèce, de la Suède ou de la Finlande.

Un eldorado pour les investisseurs

A l'heure actuelle, les nouveaux membres d'Europe de l'Est font encore figure de pays émergents aux yeux des investisseurs. Mais il est probable qu'ils seront bientôt assimilés à des régions de placement occidentales et que leurs actions feront leur entrée dans

l'allocation sectorielle de la zone euro, comme ce fut le cas de l'Espagne, du Portugal et de la Grèce dans les années 1990. Il est en outre permis de penser que le produit intérieur brut par habitant va augmenter chez les entrants, que les indices boursiers de ces pays vont gagner en liquidité à mesure que les placements internationaux croîtront et que bon nombre de lois locales et de restrictions nationales aux investissements étrangers vont disparaître.

Certificat Plus: Europe centrale et orientale

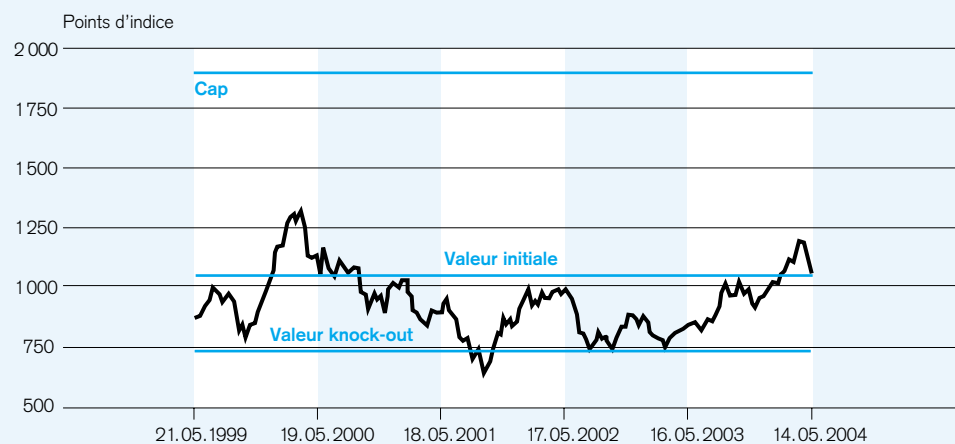
Investir dans les nouveaux pays membres de l'UE, c'est être confronté à des marchés assez peu liquides. Une excellente alternative à un placement direct dans les indices de ces pays est l'indice CECE. Conçu pour l'Europe centrale et orientale et introduit dès 1999, l'indice est pondéré des capitalisations. Il est libellé en euros et englobe toutes les actions cotées dans le Czech Traded Index, le Hungarian Traded Index et le Polish Traded Index.

Le Certificat Plus en euros qui a été récemment lancé sur l'indice CECE associe la pleine participation à l'évolution future de ces marchés et une protection «conditionnelle» du capital. Avec ce certificat d'une durée de cinq ans, l'investisseur, à l'échéance, est associé à 100% (donnée indicative) à l'évolution positive de l'indice, sachant que le remboursement maximum est limité à 185%. Au demeurant, celui-ci est garanti à un minimum de 100%, même en cas d'évolution négative de l'indice. Mais la protection du capital est conditionnelle en ce sens qu'elle tombe si l'indice sous-jacent perd 40% de sa valeur initiale pendant la durée du certificat. Dans cette hypothèse, le produit

Evolution du cours de l'indice CECE depuis son lancement en 1999

Protection conditionnelle du capital pour l'investisseur

Le remboursement maximum se situe à 185%, le seuil (knock-out level) est fixé à 60%. Même si l'indice baisse jusqu'à ce seuil, la participation de 100% à la performance positive reste acquise.



Source : Credit Suisse

est exposé intégralement à une évolution négative du sous-jacent. La participation à l'évolution positive de l'indice reste toutefois à 100%, même si l'indice atteint sa valeur knock-out.

Nouveau venu parmi les dérivés structurés, le Certificat Plus convainc par sa simplicité. Il s'adresse tout spécialement aux investis-

seurs qui misent sur une hausse des marchés boursiers dans les nouveaux pays membres de l'UE que sont la Pologne, la République tchèque et la Hongrie. Les conditions relatives au seuil sont ajustées aux perspectives engageantes de croissance économique et aux espoirs de performance de ces marchés.

Nous avons donc tout lieu de croire que les actions des nouveaux pays de l'Union européenne passeront de l'indice MSCI Marchés émergents d'Europe de l'Est à l'indice MSCI UEM dans les années à venir et que les grandes agences telles que Moody's, Standard & Poor's et Fitch relèveront les notations des entrants. En effet, ces pays ont entrepris d'assainir leurs finances publiques pour remplir les critères de Maastricht, ils restructurent leur économie en abolissant les restrictions de placement et adoptent la législation européenne sur le commerce, plus libérale. Enfin, l'appui que leur garantit la Banque centrale européenne réduit les risques de change.

De meilleures perspectives de croissance

Pour toutes ces raisons, les économies des nouveaux membres devraient croître deux

fois plus vite que celles des anciens. Nous suivons la performance de leurs indices depuis le 1^{er} octobre 2002, date à laquelle la Commission européenne a publié officiellement la liste des candidats à l'élargissement. Dans l'intervalle, la Pologne a battu l'indice Europe Stoxx 50 de 75%, la République tchèque affichant +98% et la Hongrie +69%. A notre avis, ces pays sont capables de faire mieux encore.

C'est dire si les pays d'Europe de l'Est, grâce à leur préparation à l'adhésion, ont des atouts pour surclasser leurs concurrents d'Europe occidentale, et nous recommandons par conséquent d'investir dans leurs actions. Malheureusement, des problèmes de liquidité font qu'il n'existe actuellement que trois indices négociables : le WIG 20 (polonais), le Budapest Index (hongrois) et le Prague PX 50 (tchèque).

Les chances des nouveaux membres

Dans l'Union élargie, les nouveaux pays adhérents tirent de divers facteurs des atouts déterminants pour les investisseurs :

- **Le bas niveau des taux d'intérêt est un gage de placements accrus en actions.**
- **Les activités des entreprises d'Europe occidentale se déplacent vers l'Est, où les coûts salariaux sont inférieurs des deux tiers.**
- **L'UE fournit une aide financière aux Dix.**
- **Les nouveaux membres doivent satisfaire aux critères de Maastricht, ce qui les contraint à engager de nombreuses mesures pour redresser leur situation.**
- **La charge fiscale des entreprises en Hongrie, en Pologne et en République tchèque est inférieure de 50% en moyenne à celle qui pèse sur les sociétés allemandes.**

CPU Multi Plus: la Grande Chine

Le CPU (Capital Protected Unit) Multi Plus sur le panier Greater China Index est une solution de rechange défensive à un placement direct sur les marchés d'actions asiatiques. Il convient surtout aux investisseurs qui escomptent une évolution positive de ces marchés pour les quatre années à venir.

Le panier Greater China Index se compose des indices FTSE Xinhua China 25, MSCI Taiwan et Hong Kong Hang Seng, tous de pondération égale. D'une durée de quatre ans, le CPU Multi Plus est libellé en dollars américains.

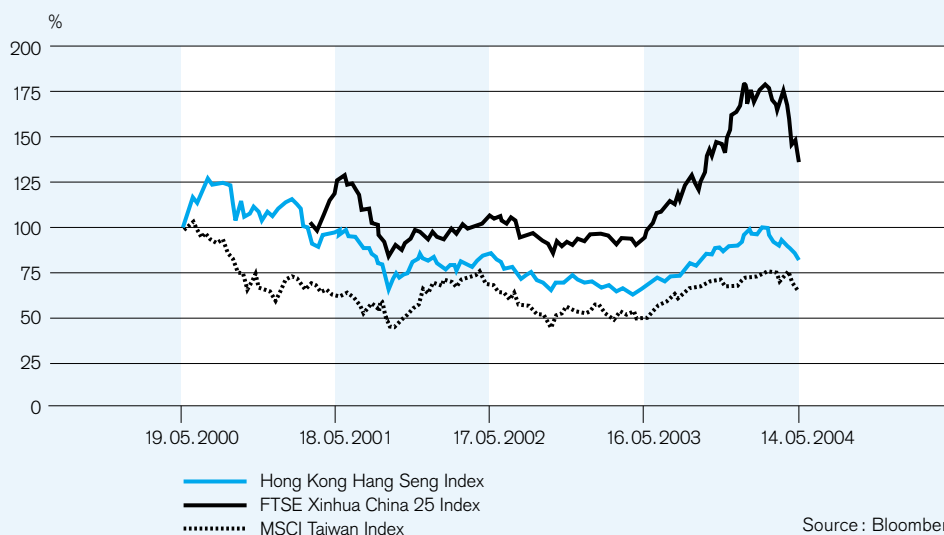
Ce dérivé structuré innovant assure une protection du capital de 106% à l'échéance ; autrement dit, l'émetteur garantit sur toute la durée un rendement minimum de 6%. De plus, l'investisseur est associé comme suit à la performance de ce panier d'indices :

La durée de quatre ans se subdivise en seize trimestres et le panier est repondéré tous les trois mois. L'investisseur participe sans limite à la performance du panier, sauf pour les trimestres durant lesquels tous les indices affichent une performance positive. Si tel est le cas, la performance du panier

Evolution du cours des trois indices sous-jacents au CPU Multi Plus

Rendement minimum garanti à l'échéance

Le panier Greater China Index est composé des indices ci-dessous. Même en cas d'évolution défavorable à l'investisseur, le remboursement du capital est garanti à 106% à l'échéance, d'où un rendement minimum de 1,46% par an.



est remplacée par une valeur de 6%, quand bien même la performance globale des trois indices tomberait en deçà de 6%.

La performance globale du CPU Multi Plus est calculée par multiplication des rendements trimestriels, compte tenu de l'effet des intérêts composés.

Le CPU Multi Plus n'est pas dépourvu de risques. Pendant sa durée, le dérivé peut coter nettement au-dessous du prix d'émission. A l'échéance, cependant, le remboursement est toujours de 106% au minimum.

La monnaie, un tremplin pour les investisseurs

L'Asie est considérée comme le marché de croissance des années à venir. Le USD Timer Note on Asian Currency Basket permet de prendre part à cet essor. **Anke Haux, FX Products & Cash Management Solutions**

L'Extrême-Orient continue de se distinguer par une croissance impressionnante. Malgré le SRAS, le produit intérieur brut (PIB) y a progressé l'an dernier de 7%, ce qui représente environ 50% de la croissance économique mondiale. Les prévisions conjoncturelles étant bonnes dans l'ensemble et la demande asiatique soutenue, un essor vigoureux est anticipé aussi pour 2004. Le rôle de locomotive est surtout assumé par la Chine, qui dispose à la fois d'un gigantesque marché intérieur et d'un marché d'exportation en expansion. Si nous ajoutons à cela les gros progrès accomplis sur le plan structurel et la transformation du pays en un site économique offrant toujours plus d'infrastructures et de sécurité aux investisseurs étrangers, nous pouvons considérer que les conditions sont aujourd'hui plus propices à une croissance durable qu'elles ne l'étaient ces cinq dernières années.

La situation n'est pas la même partout

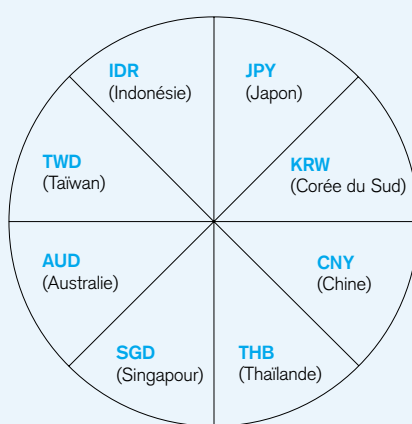
La croissance hors pair que connaît la Chine montre de plus en plus clairement qu'à la longue, l'ancrage du yuan au dollar n'est pas un atout pour l'économie chinoise. Dans le pire des cas, il existe même un risque de surchauffe. Au vu de la parité des pouvoirs d'achat, les experts jugent le yuan sous-évalué d'environ 10 à 25% face au dollar. Pour jouir d'une croissance stable alliée à une faible inflation, la Chine doit de plus en plus impérativement trouver la voie d'un régime de change plus souple et accepter que le yuan s'apprécie.

Les pays limitrophes sont dans une situation analogue : l'économie thaïlandaise continue de croître avec une inflation faible, à l'instar de la Malaisie, où inflation et chômage se maintiennent à un bas niveau malgré la forte reprise de l'activité. En Indonésie, la consommation privée soutient une croissance

USD Timer Note on Asian Currency Basket

Structure équilibrée et bonnes perspectives de rendement

Les monnaies composant le USD Timer Note on Asian Currency Basket sont représentées à raison de un huitième chacune. Sur une période de cinq ans, cette structure crée les meilleures perspectives de rendement.



Source : Credit Suisse

modérée ; l'inflation a reflué et la consolidation budgétaire produit un effet bénéfique. Là aussi, les réformes des domaines bancaire, légal et judiciaire ainsi que la politique monétaire stable des banques nationales appellent de plus en plus un assouplissement de la structure rigide des changes. Singapour, le modèle des pays de l'ASEAN, a montré la voie : sa réputation de sécurité en tant que site d'implantation, conjuguée à une politique monétaire stricte, crée un environnement idéal pour les investissements étrangers tout en favorisant durablement la croissance intérieure.

La situation est différente au Japon et en Corée du Sud. Ces dernières années ont été dures pour les deux économies, mais celles-ci tirent néanmoins parti de la tendance positive alimentée par la Chine, comme le confirment les chiffres les plus récents : le PIB japonais a crû de 5,6% au premier trimestre 2004, marquant une nette progression d'une année à l'autre. L'évolution de l'économie nipponne s'annonce donc positive.

Capital protégé avec le USD Timer Note

Comme les investissements sur les marchés asiatiques des actions sont encore problématiques et que les indices manquent de pertinence, le USD Timer Note on Asian Currency Basket propose de participer à la croissance de l'ensemble de la zone économique par le biais de la hausse des monnaies asiatiques. Ce produit est assorti d'une protection du capital de 103,25% pour une durée de cinq ans. L'investisseur bénéficie à 100% de l'appréciation des monnaies asiatiques et a en outre la possibilité de prendre son bénéfice avant terme s'il le désire.

Placement	USD
Sous-jacent	Panier de devises asiatiques (USD)
Durée	5 ans
Prix d'exercice	Correspond au cours au comptant lors de la cotation initiale
Participation	100%
Protection du capital	103,25%
Coupages	1000 USD (placement min. 10000 USD)

Actions

Une pause s'impose

En phase d'expansion, les marchés émergents affichent les meilleures performances. Mais une fois le zénith atteint, les pays industrialisés reprennent la tête. **Cédric Spahr, Equity Strategy**

Depuis le début de l'année, les marchés d'actions des pays émergents sont moins performants que ceux des pays industrialisés. Le MSCI Emerging Markets a perdu 3,9% en francs suisses, alors que le SMI (+3,8%) et le S&P 500 (+4,0%) ont enregistré un rendement certes faible, mais positif. Le MSCI Emerging Markets s'est néanmoins bien comporté. Pour la période allant de début 2003 à fin avril 2004, il présente une performance cumulée de 37,9% en francs suisses, largement supérieure à celles du SMI (23%) et du S&P 500 (15,2%). Ces résultats illustrent deux constats empiriques bien connus: les performances des marchés émergents sont meilleures que celles des pays industrialisés en phase d'expansion; mais elles sont inférieures à la moyenne dès que le zénith est atteint. Nous sommes clairement dans le second cas de figure depuis avril, comme le prouvent l'indice américain des directeurs d'achat ISM et les indicateurs avancés des pays du G7.

Outre ce modèle cyclique, des facteurs structurels majeurs ont joué un rôle. La Chine s'est hissée pour la première fois au rang de pilier de l'économie mondiale, faisant grimper le prix de nombreuses matières premières. Le phénomène a également été attisé par des placements spéculatifs dans des instruments tels que les hedge funds. La perspective d'un durcissement de la politique monétaire américaine et d'un ralentissement de la croissance en Chine a poussé ces investisseurs à liquider massivement leurs positions à partir de mars/avril.

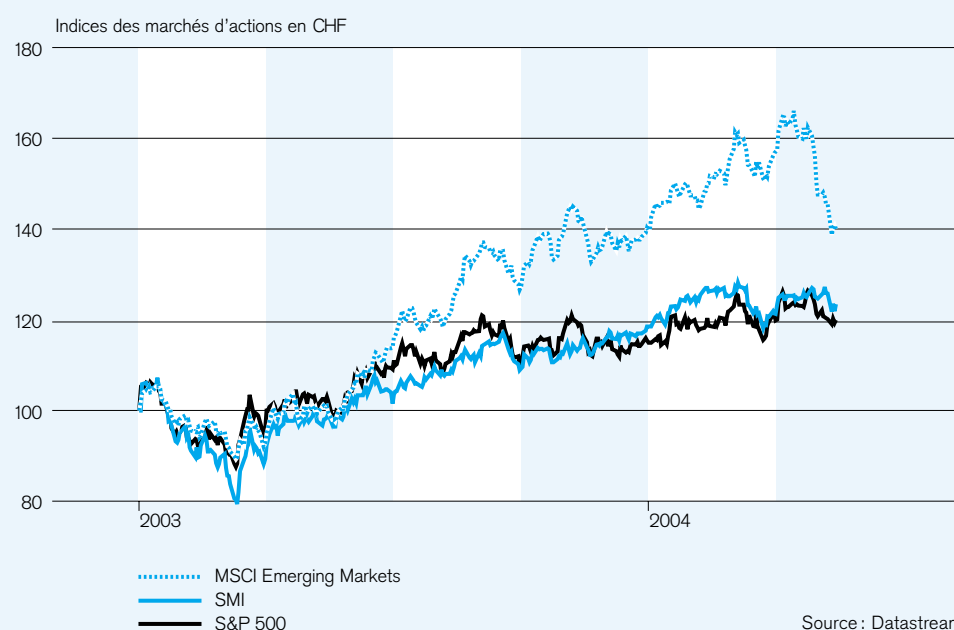
Des risques politiques inévitables

Dire que les pays émergents ne brillent pas par leur stabilité ou leur prévisibilité politiques est pour le moins un euphémisme. En Russie par exemple, le gouvernement a provoqué une correction du marché en augmentant la pres-

Comparaison des indices boursiers MSCI, SMI, S&P 500

Corrections sur les marchés émergents

Le MSCI Emerging Markets s'est nettement démarqué des indices des pays industrialisés au cours de la dernière phase d'expansion. Mais il a également subi un recul plus important depuis avril.



sion sur le groupe pétrolier loukos. Un abandon des principes capitalistes est cependant peu probable. Les récents événements sont plutôt la conséquence d'une lutte de pouvoir entre le Kremlin et d'anciens membres de l'oligarchie établie durant l'ère Eltsine. En Corée, la procédure de destitution engagée contre le président Roh a été suspendue à la suite de la victoire écrasante du parti gouvernemental lors des dernières élections législatives. Ce genre de risques politiques est inévitable dans les pays émergents mais n'a en principe qu'une faible incidence à moyen terme sur un portefeuille suffisamment diversifié.

Davantage de corrections

Les marchés d'actions des pays émergents continuent de bénéficier d'une évaluation

favorable malgré les importants gains de cours, ce qui réduit quelque peu les risques de retournement. Plusieurs facteurs positifs (démographie, croissance, systèmes financiers plus stables) nous semblent indiquer le maintien d'une hausse durable sur ces marchés. Nous privilégions à l'heure actuelle les marchés asiatiques, sur lesquels nous recommandons un renforcement des positions à partir du milieu de l'année; l'Amérique latine est plus touchée que l'Asie par le recul des prix des matières premières et ne devrait entrer à nouveau en ligne de compte qu'en 2005. En Europe centrale, le processus de convergence avec l'Europe de l'Ouest est pratiquement achevé; nous recommandons donc un allègement des positions.

Des préjugés balayés

Les emprunts des pays émergents constituent un secteur restreint mais néanmoins apprécié du marché obligataire. En termes de rentabilité et de volatilité, ils se situent à mi-chemin entre les actions et les obligations traditionnelles de premier ordre. **Walter Mitchell, Credit Research**

Les emprunts des marchés émergents représentent environ 7% du marché mondial des titres à revenu fixe. Ils comprennent les obligations domestiques et étrangères de gouvernements et d'entreprises de pays non industrialisés ou en développement. La plupart des emprunts étrangers sont émis en dollars américains ou en euros, mais un petit nombre d'entre eux sont proposés en livres sterling, en francs suisses ou en yens japonais.

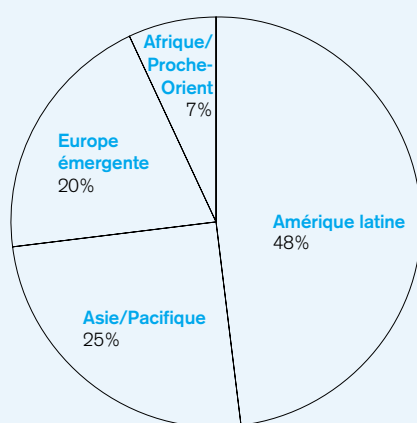
Un marché en croissance

Le marché obligataire des pays émergents n'a cessé de se développer au cours des dix dernières années. Il a notamment bénéficié du recul persistant des taux d'intérêt dans les pays du G7 (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, France, Italie, Japon et Allemagne), qui a incité les investisseurs à rechercher des placements plus rentables. Près de 50% des obligations étrangères en circulation émises par les marchés émergents proviennent d'Amérique latine, environ 25% d'Asie et 20% d'Europe. Traditionnellement, la plupart

Parts du marché obligataire des pays émergents

Répartition inégale

Le graphique suivant porte sur les emprunts étrangers en circulation, aussi bien d'Etat que privés (banques et entreprises).



Source: Merrill Lynch

des emprunts de ces pays étaient notés en dessous de l'investissement grade (note inférieure à BB+ d'après le système de rating de Standard & Poor's). Or la note moyenne attribuée aux débiteurs des marchés émer-

gents s'est améliorée ces dernières années et la majorité des titres en circulation obtiennent aujourd'hui une note égale ou supérieure à BBB.

Des rendements intéressants

Au cours de la dernière décennie, les obligations en dollars américains des pays émergents ont enregistré un rendement annuel moyen de 11%. Une telle performance a de quoi séduire les investisseurs, mais elle comporte aussi des risques. Du point de vue des revenus et de la volatilité, ce type de placement se situe à mi-chemin entre les actions et les obligations traditionnelles de premier ordre. Les emprunts des pays émergents affichent ainsi depuis dix ans un ratio de Sharpe (voir encadré page 35) plus élevé que les actions américaines mais légèrement inférieur à celui des obligations à haut rendement émises par des sociétés de premier ordre.

Amélioration du profil de risque

Les obligations des pays émergents offrent des perspectives de revenus inégales. Les données fondamentales relatives aux crédits s'étant améliorées, le risque et la volatilité des emprunts ont diminué. Mais ces titres sont, par la même occasion, devenus plus chers du point de vue du rendement absolu et aussi de l'écart de rendement (spread). Des performances en baisse sont annonciatrices de revenus plus faibles à l'avenir, ce qui est acceptable tant que le profil de risque d'une grande partie des débiteurs issus des pays émergents continue de s'améliorer. Les investisseurs désirant acquérir des titres moins bien notés, voire inférieurs à l'investissement grade, ont tout intérêt à compléter leur portefeuille obligataire par des emprunts de pays émergents. Ceux-ci présentent en effet une faible corrélation avec les obligations

Le monde de A à C

Les agences de notation indépendantes tiennent une place importante dans le secteur financier. Les plus connues sont Standard & Poor's et Moody's. Standard & Poor's est née en 1941 de la fusion des sociétés Standard Statistics et Poor's Publishing Company. Moody's a été fondée en 1900. Les deux agences proposent aujourd'hui aux sociétés financières une multitude de services, parmi lesquels les notations. Celles-ci, en provenance des Etats-Unis, n'ont été importées en Europe que récemment. Les méthodes de notation s'appliquent aussi bien aux pays qu'aux entreprises ou aux titres tels que les obligations et permettent une évaluation précise des facteurs de succès et de risque. A partir d'une série d'analyses complexes, on obtient une valeur qui fournit une indication sur la capacité financière, l'adhésion aux règles juridiques et la volonté du débiteur de rembourser ses emprunts intégralement et dans les délais. Les notes (ou ratings) supérieures ou égales à Bbb (Moody's) ou BBB- (Standard & Poor's) sont qualifiées d'investissement grade et les notes inférieures à Bbb/BBB- de non-investment grade ou speculative grade. (Les catégories de notation sont expliquées plus en détail page 8.)

investment grade (de 20 à 40%) et sont donc susceptibles d'accroître la performance du portefeuille sans trop en augmenter les risques.

Le rôle clé des risques de crédit

Ces dernières années, le recul du rendement des obligations et le rétrécissement des marges ont favorisé les emprunts à long terme et à haut risque. Nous pensons que cette phase est maintenant terminée. Dans le contexte actuel, étant donné les perspectives d'une hausse des taux d'intérêt américains, nous recommandons aux investisseurs

Ratio de Sharpe

Le ratio de Sharpe compare le rendement et le risque d'un placement. Plus le rendement augmente et le risque diminue, plus le ratio de Sharpe est élevé. Les investisseurs enclins à prendre des risques considèrent généralement le seul rendement, tandis que les investisseurs plus prudents se réfèrent au ratio de Sharpe.

de réduire le risque de taux en privilégiant les obligations à plus court terme, arrivant à échéance entre 2006 et 2008. Les risques de crédit devraient en outre jouer à nouveau

un rôle déterminant sur la performance des obligations, car la progression des rendements résultera alors de la possible réduction du spread plutôt que du recul des taux d'intérêt exempts de risques. Il est donc préférable de se concentrer sur les débiteurs de pays émergents présentant un profil de risque stable ou en amélioration, comme le Brésil (B2/B+), le Mexique (Baa2/BBB-) ou la Russie (Baa3/BB+), et d'éviter les obligations de pays au profil de risque incertain ou en dégradation, comme l'Equateur (Caa1/CCC+) ou le Venezuela (Caa1/B-).

ANNONCE

Disponible gratuitement auprès de votre conseiller:

investment ideas 2/2004

Tout sur les fonds de placement. Et bien plus encore.

Quatre fois par an, Investment Ideas vous permet de vous plonger dans le monde fascinant des fonds de placement et des autres produits financiers. Chaque édition de ce magazine vous propose, sur 36 pages, des rapports sur les thèmes d'actualité, un tour d'horizon du marché, des recommandations et des conseils pratiques sur Fund Lab.

Demandez la dernière édition à votre conseiller ou adressez-vous à la succursale du Credit Suisse la plus proche.





Le roi Midas du Mexique

Carlos Slim est l'homme le plus riche d'Amérique latine. Ce Mexicain, fils d'un immigré libanais, parle à peine l'anglais, n'a pas d'ordinateur et travaille quatorze heures par jour. Son credo : acheter bon marché et croître rapidement. Slim transforme en or tout ce qu'il touche. **Peter Ruch, journaliste économique à Mexico**

► Agé aujourd'hui de 64 ans, Carlos Slim Helu a posé les bases de sa fortune dès son enfance en vendant des sucreries à ses frères aînés pendant le week-end. A 15 ans, il possédait 44 actions de Banamex (à l'époque, la plus grande banque du Mexique) et un capital de 5 523 pesos. Quand il a commencé ses études à l'Université autonome du Mexique (Unam), à 17 ans, son compte affichait déjà 31 900,26 pesos. Slim a une mémoire des chiffres phénoménale. Lors de l'assemblée générale d'une entreprise dans laquelle il détenait une participation minoritaire, il fit une intervention devenue légendaire : il établit de tête les comptes de fin d'année, se trompant seulement d'un millièmème de point !

En 1990, Carlos Slim réalisa une affaire absolument décisive en reprenant, avec d'autres investisseurs, la compagnie de téléphonie mexicaine Telmex, alors entreprise d'Etat. L'entreprise, qui jouissait d'un monopole sur le réseau fixe de la plus grande puissance économique d'Amérique latine, avait été estimée entre 10 et 12 milliards de dollars par des experts-comptables indépendants. Slim obtint l'adjudication pour 1,7 milliard de dollars. Il paya alors l'action environ 80 cents. Fin avril 2004, le titre Telmex cotait plus de 30 dollars.

Faire jouer ses relations

La reprise de Telmex fit beaucoup de bruit, et pas seulement au Mexique. On reprocha à Carlos Slim d'entretenir des relations très amicales avec le président de l'époque, Carlos Salinas de Gortari. Un autre exemple, actuel celui-là, confirme que Slim entretient d'excellents rapports avec les hommes politiques, et qu'il sait en tirer avantage : l'an dernier, il a dépensé 50 millions de dollars

La capitalisation boursière de l'empire de Carlos Slim dépasse 60 milliards de dollars

pour la rénovation de la vieille ville de Mexico. Le maire de la ville, Andres Manuel Lopez Obrador, lui a garanti en échange un droit de préemption sur divers bâtiments du centre-ville. Grâce aux restaurations financées par les millions de Carlos Slim, ces meubles valent plusieurs fois le montant d'origine investi par celui-ci. « Amlo », comme Andres Manuel Lopez Obrador est surnommé au Mexique, n'est pas seulement un ami intime de Slim ; c'est aussi le candidat actuel le plus sérieux aux présidentielles de l'été 2006, qui désigneront le successeur de Vicente Fox.

Toutes les affaires de Carlos Slim n'ont pas cet arrière-goût un peu étrange, bien au contraire : le Mexicain a la réputation d'être brillant et fut plusieurs fois élu « meilleur manager d'Amérique latine » ces dernières années. Bien sûr, la reprise de Telmex y est pour beaucoup : son crédit fut soudain illimité. Mais Slim est également un précurseur. Telmex a été l'une des premières entreprises de téléphonie du monde à proposer des raccordements ADSL (en état de marche) à ses clients. L'été dernier, lors de la conférence de l'Organisation mondiale du commerce à Cancun, toute la zone était équipée de « hot spots », des points d'accès

sans fil à Internet. Slim, qui ne possède pas lui-même d'ordinateur, distribue presque gratuitement du matériel informatique avec connexions Internet. Pour lui, la clientèle, surtout jeune, doit pouvoir accéder facilement aux prestations de Telmex.

Si la majeure partie des recettes de Slim provient encore de la téléphonie classique, celui-ci ne prévoit pourtant pas un avenir sans nuages au réseau fixe. L'avenir, c'est Internet, dans le tiers-monde également. Mais Slim mise encore plus gros sur la téléphonie mobile : sa société America Movil lui garantit une position de choix. Fondée en septembre 2000, elle se place déjà juste derrière l'espagnol Telefonica, le premier opérateur mobile d'Amérique latine, avec quelques points d'écart seulement. Et, contrairement à ses concurrents, America Movil n'a pas l'intention de débours des prix élevés par abonné. Il n'y a pas longtemps, l'espagnol Telefonica a payé à BellSouth nettement plus de 500 dollars par client existant pour la reprise de l'ensemble du segment latino-américain, devenant ainsi, avec 40,6 millions d'abonnés, le numéro un de l'Amérique du Sud, juste devant America Movil (40,4 millions d'abonnés).

L'accès au marché brésilien

C'est l'an dernier, en reprenant le brésilien BCP, que Slim a payé son prix maximum par client existant, soit 368 dollars. Or cette société de téléphonie mobile est très solidement implantée dans la mégapole de Sao Paulo, le marché le plus lucratif du Brésil.

Pour ce qui est de la discipline de travail, Carlos Slim montre parfaitement l'exemple : il a la réputation de travailler quatorze heures

Suite page 39 ►

La reprise économique malgré l'absence de réformes

Le Mexique figure parmi les économies les plus ouvertes d'Amérique latine. 80% de ses exportations sont destinées aux Etats-Unis. De ce fait, le Mexique tire parti, avec un certain délai, de la reprise américaine. Mais des réformes importantes peinent à être mises en œuvre. **Walter Mitchell, Credit Suisse**

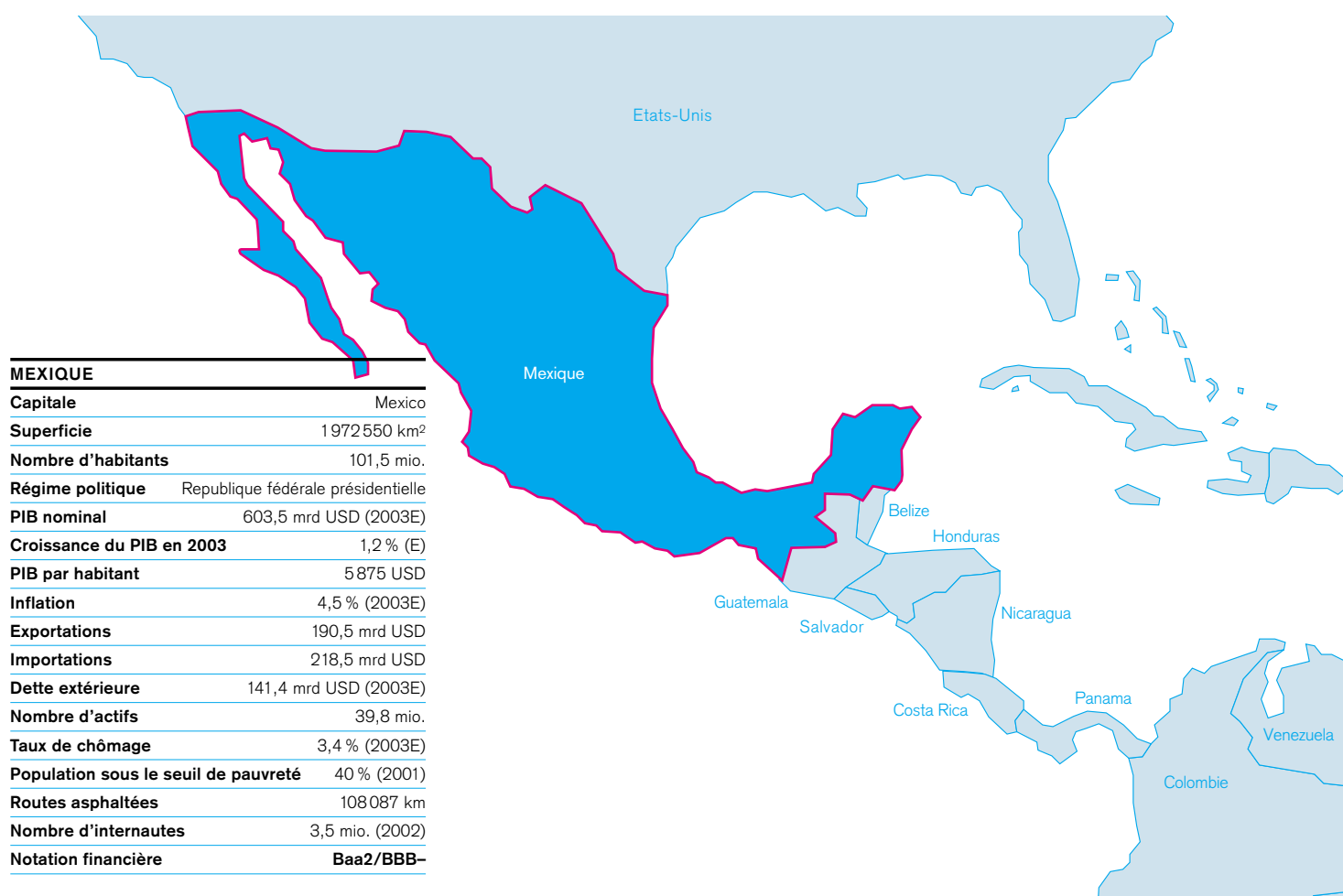
Après trois ans de croissance médiocre, la reprise économique se dessine enfin au Mexique. Pour cette année, on attend une croissance du produit intérieur brut (PIB) réel de 3,5%, un taux très supérieur à la moyenne de 0,6% enregistrée entre 2001 et 2003. Le Mexique se distingue comme l'une des économies les plus ouvertes de l'Amérique latine. Les exportations y représentent 30% du PIB. Plus de 80% d'entre elles sont destinées au marché américain, ce qui reflète la très forte interpénétration commerciale des deux pays. La reprise américaine se répercute peu à peu sur le Mexique et renforce le rebond propre à celui-ci. Les prévisions économiques pour 2005 sont également positives; toutefois,

selon la durabilité de la croissance américaine et les conséquences de la hausse des taux d'intérêt (tant aux Etats-Unis qu'au Mexique), la croissance du PIB mexicain pourrait ralentir. Pour lutter contre les tensions inflationnistes, la banque centrale mexicaine a dû, par trois fois depuis février, prendre des mesures restrictives de politique monétaire. Fin 2003, l'inflation atteignait 4% en comparaison annuelle, mais une augmentation est prévue pour 2004. De plus, le pétrole joue un rôle important dans l'économie mexicaine, et l'évolution de son prix aura une influence sensible sur le cours futur de l'économie.

La stagnation du programme de réformes gouvernementales constitue un autre fac-

teur déterminant des perspectives de croissance à moyen terme du Mexique. A la moitié de son mandat de six ans, le président Vicente Fox n'est pas parvenu à mettre en œuvre ses réformes de manière satisfaisante pour stimuler la croissance.

Jusqu'ici, le parti d'opposition, le PRI, n'a pas cessé de recourir à son droit de veto contre les projets de loi de réforme concernant l'énergie, la fiscalité et le droit du travail. On voit mal pourquoi cela changerait d'ici aux élections présidentielles de 2006, de sorte que la croissance devrait un peu ralentir et le taux de change s'affaiblir. Ces deux dernières années, le peso mexicain a enregistré une baisse de valeur nominale de 20% environ.



► par jour. Dans les situations de stress, qui n'ont pas été rares dans sa vie, il se nourrit presque exclusivement de gros cigares. Et, selon un ancien collaborateur suisse, Slim ne se gêne pas pour réunir ses bras droits à quatre heures du matin si cela lui semble opportun. Tout récemment encore, son quartier général se réduisait à un bâtiment discret et peu représentatif, son bureau étant à peine plus grand que celui d'un employé quelconque. Slim occupe aujourd'hui une résidence plus adaptée à l'homme le plus fortuné d'Amérique latine. Mais il a en horreur les manières de nouveaux riches dont sont affectés nombre de ses homologues. Le seul ornement qui accompagne Carlos Slim Helu est le parfum du succès.

La famille de Carlos Slim possède toutefois une extraordinaire collection d'œuvres d'art. Rassemblée par son épouse Soumaya, décédée il y a quatre ans, celle-ci comporte, outre quelques Degas et Monet, la plus grande collection d'œuvres de Rodin en dehors du Musée Rodin à Paris. Et l'on dit que la collection d'objets d'art aztèque dépasse en qualité celle du Musée anthropologique de Mexico.

Mais Slim n'amasse pas l'argent pour son seul profit ou celui de ses héritiers. Ses deux principales fondations d'utilité publique disposent d'actifs dépassant le milliard de dollars. L'an dernier, il a attribué plus de 20 000 bourses d'étudiants, versé environ 5 000 cautions pour des jeunes mineurs arrêtés pour la première fois, leur évitant ainsi d'attendre leur procès pendant des années, et payé 11 000 opérations de chirurgie réparatrice à des enfants défigurés.

Carlos Slim, qui ne partage pas les idées de l'actuel président, Vicente Fox, se considère comme un patriote et veut donc le bien de son pays. Ses trois fils ont fait leur études au Mexique et non dans une université américaine renommée. Ils travaillent tous dans les diverses entreprises familiales, car Slim vend aussi des livres, des pneus, des cosmétiques, du tabac, des maisons, des assurances, du crédit, etc. Carlos, Marco Antonio et Patrick déchargent certes leur père de certaines tâches à l'heure actuelle, mais le patriarche est loin de songer à abdiquer. En revanche, il consacre désormais plus de temps à son loisir favori, la culture des bonsaïs. ■



L'excellence du maintien quelle que soit la position.

Depuis 10 ans, **Modus Executive** est synonyme de forme, de fonctionnalité et d'ergonomie. Accoudoirs, dossier et assise sont recouverts d'un cuir ultra-raffiné. Ils assurent une assise d'un confort haut de gamme.

www.wilkhahn.com



Le fragile équilibre de la croissance

L'Amérique latine bénéficiera cette année d'une nette reprise de la croissance économique. Mais sa dépendance vis-à-vis des capitaux étrangers l'expose à de nouvelles crises. **Walter Mitchell, Credit Research**

► Après trois ans de récession, l'Amérique latine retrouve l'espoir. Son produit intérieur brut (PIB) réel devrait progresser d'environ 3,8% cette année, ce qui représenterait le plus fort taux de croissance depuis 2000 (voir graphique ci-dessous). Cet essor, qui touche toutes les régions depuis le Mexique jusqu'à la Terre de Feu, est la conséquence de la reprise économique mondiale, des prix élevés des matières premières et de l'augmentation de l'afflux net de capitaux. Reste à savoir s'il s'agit d'une évolution durable ou si la relance sera stoppée par des facteurs intérieurs ou extérieurs avant que la population n'ait vu son niveau de vie s'améliorer.

Processus d'adaptation salubre

Quoi qu'il en soit, l'Amérique latine vient de traverser une phase d'adaptation difficile, déclenchée par l'hémorragie des capitaux

étrangers consécutive aux crises russe et asiatique. Après avoir atteint un niveau record de 105 milliards de dollars américains en 1997, l'afflux net de capitaux s'est progressivement tari pour s'établir à 19 milliards de dollars en 2002, entraînant l'effondrement du taux de croissance et forçant le Brésil, en 1999, et l'Argentine, en 2001, à abandonner la parité fixe de leur monnaie.

Mais l'Amérique latine sort renforcée du processus drastique d'adaptation de ces trois dernières années. Les balances des opérations courantes affichent de bien meilleurs résultats, l'inflation et les déficits publics ont reculé dans de nombreux pays. La reprise est toutefois le fruit d'une combinaison de facteurs extérieurs: un contexte extrêmement favorable, la hausse des cours des matières premières et le niveau histori-

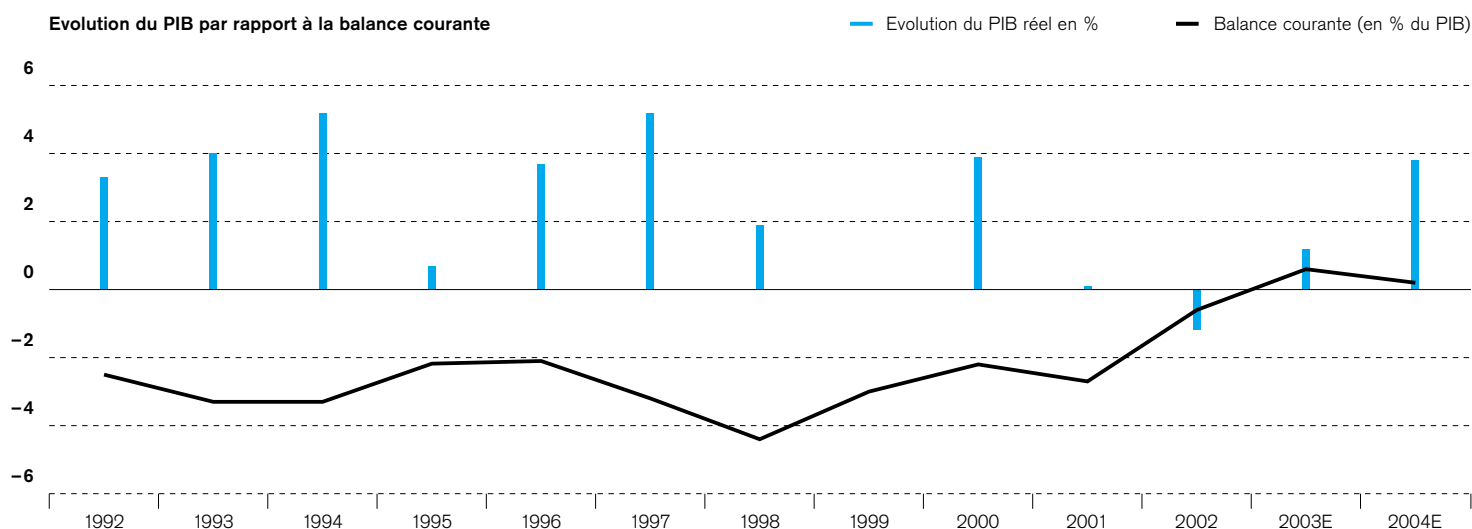
quement bas des taux d'intérêt dans les pays industrialisés, qui réduit le coût des emprunts et attire les capitaux vers le Sud. Une situation propice qui ne durera pas éternellement.

Un risque persistant

Malgré les progrès réalisés dans la maîtrise de l'inflation et des finances publiques, tout risque d'un choc affectant les balances des paiements n'est pas écarté en Amérique latine – à l'exception peut-être du Chili et du Mexique. Que ce choc soit le résultat de facteurs extérieurs ou intérieurs n'est pas le plus important. Le fait est que la région reste dépendante des capitaux étrangers, s'exposant ainsi aux fluctuations des flux financiers internationaux. Cette dépendance s'explique par le faible niveau du taux d'épargne et par le manque d'ouver-

Adaptation encourageante de la balance courante au PIB

En 1998, la balance des opérations courantes présentait un déficit de 4,4%; en 2003, elle affichait un excédent de 0,6%. Tout semble indiquer que la récession est terminée et que la reprise amorcée sera durable. Source: Institute for International Finance (IIF)



ture des économies latino-américaines. Les entreprises privées et les gouvernements sont donc contraints de faire appel à des sources de financement étrangères. Or dans le même temps, les exportations de la plupart des pays sont insuffisantes pour rapporter les devises nécessaires au remboursement de ces emprunts, ce qui place l'ensemble de la région en position débitrice nette.

Les exportations à la traîne

La progression des exportations constatée ces dernières années est uniquement attribuable à la hausse du prix des matières premières. Par rapport à leurs homologues asiatiques et européens, les pays latino-américains restent à la traîne. Avec des exportations représentant respectivement 58% et 34% du PIB, le Panama et le Chili font preuve de la plus grande ouverture commerciale. Dans le reste de l'Amérique latine, la part des exportations ne dépasse pas 30% du PIB, contre 52% pour les marchés émergents d'Asie et 45% pour l'Europe.

Le Brésil est particulièrement vulnérable aux facteurs extérieurs. Malgré un excédent commercial record de 25 milliards de dollars américains en 2003, ses exportations ont représenté à peine 17% du PIB, tandis que sa dette extérieure s'élevait à 44% du PIB à la fin de l'année. S'il parvient à assumer le financement de sa dette en période faste, le Brésil rencontre des difficultés dès

Brésil: Lula résistera-t-il aux pressions?

Après un an et demi de mandat, le président Lula maintient le cap de sa politique macroéconomique favorable aux marchés. Il a refusé de revaloriser les salaires minimums de plus de 8% (taux d'inflation attendu) malgré les fortes pressions en faveur d'un relèvement plus substantiel. Sourd à tous les appels le poussant à assouplir sa politique fiscale, il s'en tient à l'objectif d'un excédent primaire de 4,25% du PIB. Cependant, son passé d'homme de gauche le rattrape. Rien ne garantit qu'il ne changera pas subitement d'avis, cédant aux nombreuses pressions qui réclament une intervention politique. L'incertitude des marchés à ce sujet tire les taux d'intérêt vers le haut et freine quelque peu la croissance économique, provoquant un scénario erratique qui fonctionne tant que le contexte économique demeure favorable. Mais si les taux d'intérêt s'envolent ou que les prix des matières premières (du soja notamment) s'effondrent, la pression sur les finances publiques et la monnaie s'accroîtra, et la banque centrale ralentira le rythme de l'assouplissement de sa politique monétaire. Le gouvernement doit donc tenir fermement la barre, surtout si la situation économique se dégrade.

que les flux de capitaux diminuent pour une raison ou pour une autre. Sa dépendance vis-à-vis des capitaux étrangers s'est manifestée au cours des dernières semaines, avec les liquidations massives sur le marché obligataire et la dépréciation du real, la monnaie nationale (voir encadré ci-dessus).

La population à bout de patience

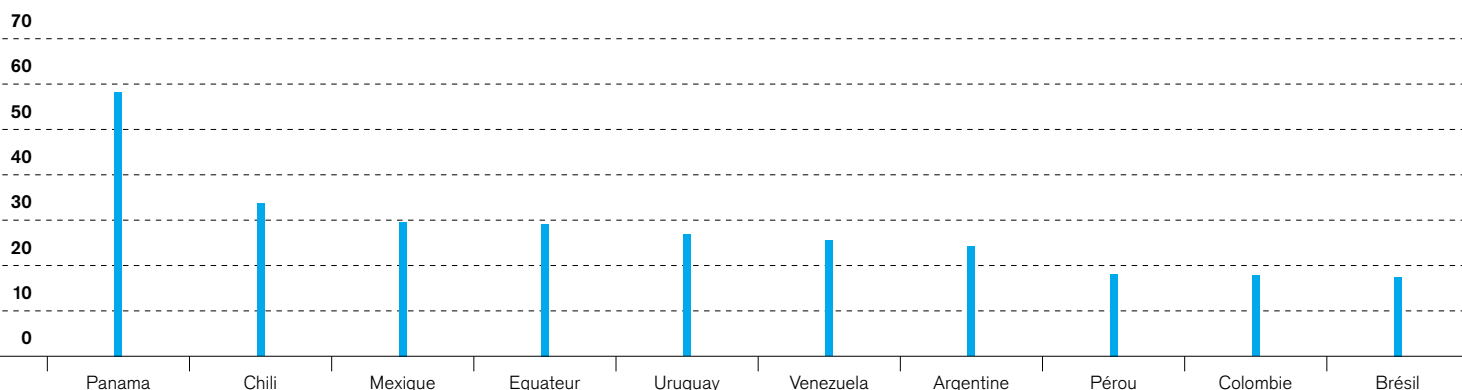
Que peut faire l'Amérique latine pour réduire sa dépendance vis-à-vis des capitaux étrangers et augmenter ainsi ses chances de parvenir à une croissance durable? La solution permettant une moindre exposition aux facteurs extérieurs passe par le développement massif des exportations; si celles-ci augmentent, en effet, le pays disposera de

davantage de devises pour le service de la dette. Les gouvernements doivent également veiller à rendre la région plus attractive pour les investissements directs étrangers (en actions) en améliorant la protection des droits de propriété et le contexte politique. Enfin, ils doivent poursuivre la réduction des déficits budgétaires afin de maîtriser l'inflation et de permettre aux acteurs privés d'accéder plus facilement à des sources de financement nationales. La plupart des gouvernements d'Amérique latine ont déjà engagé des réformes dans ce sens. Mais le redressement de la balance des opérations courantes ne produira ses effets qu'à long terme, et les populations les plus pauvres pourraient bien perdre patience. ■

L'Amérique latine trop repliée sur elle-même

Dans la majorité des pays d'Amérique latine, la part des exportations dans le produit intérieur brut est nettement inférieure à celle des autres marchés émergents, en Asie par exemple. Source: CSFB

Exportations en % du PIB (2004E)



Les meilleurs fonds sur Internet.

**CREDIT
SUISSE**



Fund Lab vous propose plus de 2300 fonds de placement de divers prestataires internationaux. Grâce aux filtres et aux possibilités de recherche, il vous suffit de quelques clics pour comparer des titres. Et si vous faites partie de la clientèle Direct Net, vous pouvez même investir en ligne dans les fonds de votre choix. De plus, qu'il s'agisse de fonds du Credit Suisse ou d'autres promoteurs, la commission d'émission est la même et il n'y a aucune commission de rachat.

N'hésitez pas à consulter le site **www.credit-suisse.com/fundlab** Vous pouvez aussi vous renseigner auprès de votre conseiller, qui vous aidera volontiers à sélectionner vos fonds.

THE TICK-TOCK YOU FEEL INSIDE



BAUME & MERCIER
GENEVE • 1830

www.baume-et-mercier.com



HAMPTON