

# market

GÉOPOLITIQUES  
UKRAINE : UNE CRISE  
SOUS INFLUENCE

18 LEADER(S)  
ANGELA  
MERKEL OU LE  
LEADERSHIP  
POSTMODERNE

61 INVESTIR  
OPPORTUNITÉS  
SUR LE MARCHÉ  
RUSSE

32 INVITÉ  
FREDERIK  
PAULSEN

96 MARCHÉ DE L'ART  
LES ARTISTES  
URBAINS  
S'EMARENT  
DU MARCHÉ

44 FINANCE  
LES OBLIGATIONS  
ONT-ELLES  
DE L'AVENIR ?

86 CULTURE(S)  
LA CULTURE  
RUSSE : UNE  
FORCE VITALE



DOSSIER

## *SUISSE-RUSSIE : 200 ANS DE DIPLOMATIE*

8 CHF

15



9 771661 934966



## BONS BAISERS DE RUSSIE



MARC ZOSSO, CIO et Partner, Prisminvest SA

COMME IL EXISTE UN « CHINA BASHING » IL EXISTE UN « RUS-SIA BASHING » VOIRE MÊME UN « EMERGING MARKETS BASHING ». SANS DOUTE EST-IL DE BON TON ET, MORALEMENT ACCEPTABLE, DE CRITIQUER ET DE NE CONSIDÉRER QUE LES FRAGILITÉS DE CES PAYS.

Les faiblesses de la Russie sont nombreuses : outre sa structure politique largement critiquable, l'organisation de son économie et le manque de compétitivité de ses exportations hors énergie ne parlent guère en sa faveur. De plus, la consommation des ménages est en berne à cause d'une décélération des salaires, aggravée par un accès au crédit limité puisqu'on ne dénombre qu'une vingtaine de millions de cartes de crédit pour une population de 140 millions d'habitants. Enfin, le climat des affaires se classe parmi les plus mauvais au monde : 112<sup>e</sup> pays selon la Banque mondiale<sup>1</sup> en 2012, 92<sup>e</sup> en 2013. Néanmoins, Vladimir Poutine a récemment rendu public son objectif de revenir dans le top 20 d'ici 2020 ! Bien que des réformes soient incontournables et que l'économie ait besoin d'un redémarrage des investissements, plusieurs

facteurs donnent, non seulement un réel espoir d'amélioration, mais aussi des arguments suffisamment solides pour investir dans ce pays.

### LA CLARTÉ DES ABYSSES

Des changements radicaux sont possibles et Sberbank en est un bon exemple. D'entreprise étatique, cette banque s'est métamorphosée pour devenir, en quelques années, une valeur de croissance dotée d'un management de qualité. Elle est aujourd'hui un leader incontesté du secteur bancaire, un domaine encore fragmenté et à un stade intermédiaire de développement. Il est évident que des entreprises telles que Gazprom ou Lukoil devraient emprunter la même voie mais, pour des raisons stratégiques, cette mue n'est pas encore à l'ordre du jour.

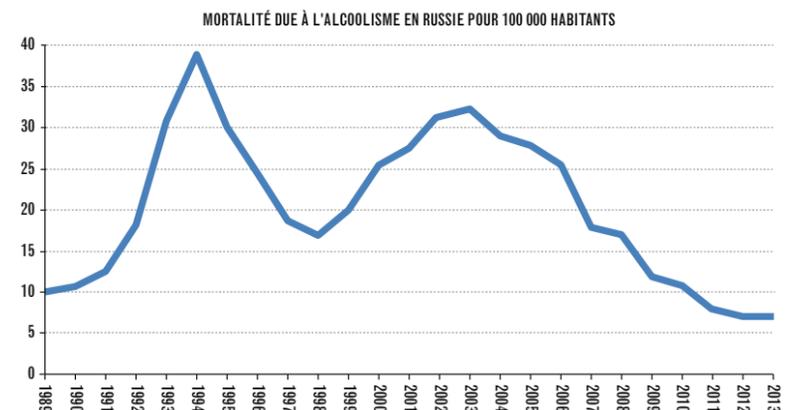
Il est néanmoins intéressant de comparer le secteur pétrolier russe avec son concurrent américain. Examinons Lukoil et Exxon, entreprises représentatives du secteur dans leur pays respectif : leur différence extrême en termes de valorisation n'est absolument pas justifiée. Lukoil est certes pénalisée par une gouvernance qui laisse à désirer et par un État trop gourmand au niveau de la fiscalisation des cash-flows, mais il convient tout de même de rappeler que, sur les trois dernières années, les compagnies russes ont réussi à maintenir des bénéfices stables et à doubler leurs dividendes, même si, dans le cas de Gazprom, cette générosité a été rendue possible par un emprunt.

Depuis 2007, Lukoil a affiché des bénéfices plus stables et quasi de même ampleur qu'Exxon et pourtant sa sous-performance relative se monte à 40 %. Le rendement du dividende de Lukoil a varié entre 2 % et 5 % alors que celui de son homologue américain n'a été que de 1,5 %-2,2 %. On ne parle même pas de la comparaison de leurs ratios cours/bénéfices ! Il est donc évident que cet « abîme » en termes de valorisation, va devoir se résorber, d'autant plus que, depuis 2007, la gouvernance n'a pas empiré, l'État n'est pas devenu plus intrusif et la taxation ne s'est pas alourdie.

### UNE IMPLOSION QUI N'AURA PAS LIEU

L'entrée de la Russie dans l'OMC, bien qu'encore un peu chaotique, va certainement l'amener dans le cercle des pays crédibles, à l'instar de la Chine en 2001. La récente baisse du rouble est positive pour ses exportations et, de plus, elle est contenue grâce à la balance positive des comptes courants (1,6 % du PIB en 2013). La Russie est peu endettée et ses réserves lui donnent un levier important. En outre, les banques disposent d'une importante marge de manœuvre pour augmenter les crédits, les consommateurs russes comptant parmi les moins endettés au monde. Ils sont créditeurs nets dans la balance du secteur bancaire : les dépôts moyens par habitant se montent à 3500 dollars alors que les crédits ne sont que de 2100 dollars.

Mais l'élément le plus positif depuis 1989 est probablement celui de la croissance démographique, repartie à la hausse en 2007. Or, le vieillissement inéluctable de la population russe compte probablement parmi les préjugés les plus enracinés dans les mentalités : un ouvrage<sup>2</sup> publié en 2013 et souvent cité dans la presse anglo-saxonne, donne une image apocalyptique de la démographie russe et envisage la probabilité d'une invasion des Chinois sur les territoires de l'est russe. Quel non-sens ! La chute de l'URSS qui, pour beaucoup, a été un soulagement, s'est également traduite par une déstabilisation sociale et son corollaire,



une natalité en baisse par crainte d'un futur dans lequel la protection de l'État ne serait plus assurée. Aussi depuis 1990, la population russe a-t-elle décliné année après année. Un tournant est intervenu en 2006-2007, marqué par une hausse de la natalité, couplée à une baisse du taux de mortalité des 50 ans et plus, laquelle est liée à la diminution de la consommation d'alcool (précisons que le revirement de tendance en matière de natalité est également dû à une baisse drastique des avortements, méthode de contraception sous les Soviétiques). Quand on sait que la croissance démographique explique en grande partie la croissance d'un pays, on ne peut qu'être optimiste quant à l'avenir de la Russie.

### UN RATTRAPAGE INÉLUCTABLE

Enfin, un phénomène touchant tous les pays émergents mais, plus particulièrement la Chine et la Russie, est à mettre en exergue. Durant

ces trois dernières années, la croissance en dollars du PIB russe a été de 39 % et celui de la Chine de 49 %. Les performances des indices actions russes et chinois, mesurés respectivement par le RTSI et du MSCI Zhong Hua, ont été de -18 % et -8 %. Cette forte divergence entre croissance et performances boursières

**QUAND ON SAIT QUE LA CROISSANCE DÉMOGRAPHIQUE EXPLIQUE EN GRANDE PARTIE LA CROISSANCE D'UN PAYS, ON NE PEUT QU'ÊTRE OPTIMISTE QUANT À L'AVENIR DE LA RUSSIE.**

ne peut pas être expliquée par un recul des bénéfices puisqu'il ne s'est pas produit, bien au contraire. En effet, sur cette période, les seules perdantes parmi les entreprises russes ont été les entreprises du secteur des mines et des métaux. Dans le secteur gazier, Gazprom a maintenu ses bénéfices au même niveau alors que Novatek les a doublés. Et malgré une faible croissance des secteurs du pétrole, des transports et des télécommunications, les bénéfices des entreprises ont augmenté depuis 2010. Et, dans la distribution, à l'image de Magnit, ils ont pratiquement « explosé ». L'écart entre économie et bourse peut d'autant moins se maintenir que la première est clairement appelée à croître. Et le rattrapage pourrait bien se traduire par une hausse fulgurante, un « bon baiser de Russie ».

2) « Implosion : The End of Russia and What It Means for America », Ilan Berman, Vice-Président du American Foreign Policy Council, Heritage Foundation.

1) Ease for Doing Business 2012.