

ANALYSES

Le continent offre des opportunités PAR R. GEISS ET J.-P. MVOGO (*)

Investir sur le marché de la dette en Afrique

La bonne tenue financière des marchés émergents devrait attirer un nombre croissant d'investisseurs. Les pays africains sont bien placés pour développer leur marché de la dette, comme le montre certaines initiatives.

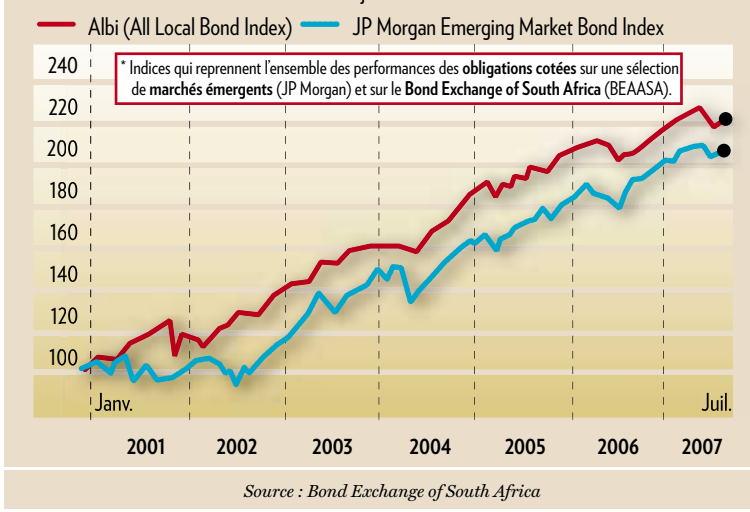
Face aux incertitudes liées à la crise des subprimes, l'insolente rentabilité des marchés émergents constitue une formidable opportunité dont les pays africains pourraient profiter pour développer leurs marchés obligataires et, partant, combler une de leurs faiblesses structurelles : la rareté des ressources locales allouées au financement des projets d'investissement à long terme.

L'incapacité à mobiliser de tels financements (moins de 3 % des investissements en Afrique de l'Ouest et centrale), alors que le continent jouit d'un flux de liquidités sans précédent (400 milliards de dollars en 2006), constitue le talon d'Achille des économies africaines, en pénalisant de nombreux investissements vitaux à leur développement (infrastructures de communication par exemple). Et l'alternative est souvent hasardeuse pour les entrepreneurs : mécanismes crisogènes (utilisation de crédits à court terme) ou recours aux marchés internationaux de capitaux, option risquée qui les expose au risque de change.

Cercle vicieux. Depuis quelques mois, des initiatives menées par des bailleurs de fonds avec des partenaires privés essaient de briser ce cercle vicieux en tentant de favoriser l'essor des marchés locaux de capitaux. Une première réponse a été apportée par la Banque mondiale en décembre 2006 avec l'émission d'un emprunt obligataire d'un montant total de 44,6 millions de dollars libellé en monnaie locale à la BRVM (Bourse régionale de valeurs mobilières, basée à Abidjan et couvrant les huit marchés de l'Union économique et monétaire de l'Ouest africain). D'une maturité de cinq ans, les titres émis (*kolas bonds*) ont permis de financer des infrastructures industrielles (caoutchouc, ciment) et touristiques en Côte d'Ivoire et au Sénégal.

Afin de répliquer ce succès, la Banque mondiale a décidé, début octobre 2007, de créer le fonds Gemloc (Global Emerging Markets

LA COMPARAISON DES PERFORMANCES DES INDICES JP MORGAN EMBI ET BEASSA ALBI* indice rebasé 100 en janvier 2001



Local Currency Bond Fund), visant à mobiliser près de 5 milliards de dollars, principalement auprès d'investisseurs institutionnels (fonds de pension, banques centrales, fonds souverains). Un tel montant représente une aubaine pour les entreprises africaines, mais son impact dépendra des stratégies mises en œuvre pour rendre le continent attractif, les fonds étant investis sur les marchés obligataires de différents pays émergents.

Face à ceux qui jouissent déjà d'une excellente réputation (Brésil, Chine, Mexique, Argentine), seuls deux pays africains (Afrique du Sud, Égypte) seraient susceptibles de figurer parmi la vingtaine de candidats ciblés pour le démarrage du Gemloc. Néanmoins, la Banque mondiale a prévu d'aider les pays d'Afrique subsaharienne à améliorer l'efficacité de leurs marchés pour accroître leurs chances d'être retenus.

L'essor de ces marchés passe aussi par des solutions de couverture pour les prêts en monnaie locale. Ainsi, à l'initiative de la banque néerlandaise de développement (FMO, Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden), un nouveau fonds — le TCX (The Currency Exchange) — compte introduire des instruments de couverture du risque de change, en s'appuyant sur des swaps de devises et d'intérêts. Les fonds (près de 400 millions d'euros), rassemblés par des acteurs tant publics que privés (ABN-Amro et Ernst & Young), leur permettront de développer une série de financements en monnaie locale et de combler une partie du « financing gap africain ».

Ces initiatives peuvent se révéler structurantes pour les économies africaines : les émissions obligataires constituent une alternative à la fuite des capitaux en offrant des placements sûrs et rentables sur les marchés financiers locaux. Cela contribue à l'allongement de la courbe des taux et offre une dimension pédagogique auprès des intermédiaires financiers (sociétés de gestion et de conseil en Bourse notamment) qui peut exercer des effets d'imitation pour les entreprises locales.

Mutualisation des risques. Ces initiatives peuvent aussi être attractives pour leurs promoteurs : en mutualisant les coûts d'investissement (frais de courtage...) et les risques (grâce à la diversification et aux mécanismes de couverture), les fonds mis en œuvre rendent les marchés africains plus accessibles aux investisseurs. Et en associant la longue expérience de terrain des partenaires publics à la forte capacité d'investissement des partenaires privés, ils augurent d'importantes synergies.

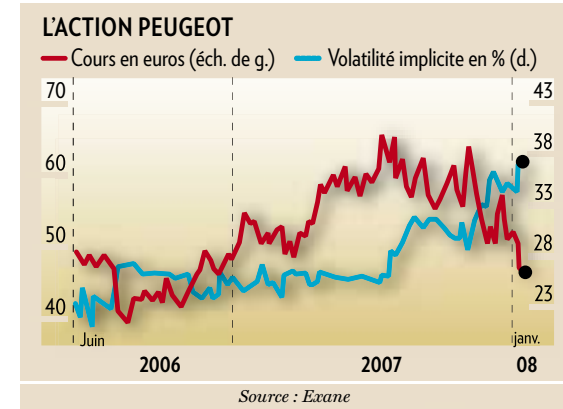
Mais attention ! Dans un contexte économique semblable à celui du boom des matières premières dans les années 1970, il faut éviter que ne se répète le même scénario infernal : abondance de liquidités attirées par de fortes rentabilités, dilapidation capitalistique dans des projets peu viables et enfin... crise financière au premier retournement conjoncturel. À condition de respecter cette mise en garde, les financements en monnaie locale sur le continent africain se révéleront tout aussi prometteurs pour les investisseurs que ceux réalisés dans les économies émergentes très dynamiques, en Asie ou en Amérique latine.

(*) Membres de CAPAFrique, think-tank spécialisé sur l'Afrique (www.capafrique.org).

La chronique de la volatilité

PAR LAURENT ROUSSEL (*)

Peugeot, plus visible dans le brouillard



Le début d'année n'a pas été clément pour le secteur automobile, qui a vu une grande partie de ses gains de 2007 fondre, les investisseurs lui préférant des valeurs plus défensives dans le brouillard économique actuel. Les craintes formulées par Toyota sur le marché américain ont créé un électrochoc qui n'a épargné personne dans le secteur. Pas même Peugeot, dont le cours a dévissé de plus de 11 % sur une semaine. Cette nervosité est directement perceptible sur le marché des dérivés. Ainsi, la volatilité implicite du constructeur français, observée sur les

options à trois mois, gagne près de 4 points sur la période pour s'établir à 37,5 %, en ligne avec la moyenne du secteur. Peugeot est pourtant absent des États-Unis et n'affiche pas les objectifs de croissance des volumes les plus ambitieux de sa classe en 2008. Le plan Cap 2010 se veut réaliste en se concentrant sur la diminution des coûts. Selon les analystes d'Exane BNP Paribas, moins d'un point de gain de parts

SI LE PLAN EST RÉALISÉ, LA VALORISATION DU GROUPE POURRAIT ATTEINDRE 75 EUROS, SOIT UN POTENTIEL DE HAUSSE DE PRÈS DE 60 %.

de marché en Europe est nécessaire au groupe pour atteindre ses objectifs et aucun renforcement des ventes hors d'Europe n'est exigé. Même si une bonne surprise peut venir des marchés émergents, représentant déjà 30 % des ventes (en unités) fin 2007. Selon leurs calculs, sur les 2 milliards d'euros d'amélioration de la marge opérationnelle entre 2006 et 2010, 1,5 milliard devrait provenir de la seule réduction des coûts, lui assurant une bonne dynamique de résultats d'ici à 2010. Le constructeur français est également le premier de sa classe verte, particulièrement bien positionné pour respecter les plafonds d'émissions de CO₂ exigés par la Commission européenne avant 2012. Et, si le management réalise son plan, la valorisation du groupe pourrait atteindre 75 euros, soit un potentiel de hausse de près de 60 %. Le scénario *worst case* des analystes d'Exane BNP Paribas retient un cours de 45 euros, très proche du niveau actuel, conférant à l'action un profil performance/risque des plus intéressants dans le secteur. Pour autant, le consensus des analystes attribue encore peu de crédibilité au plan du nouveau président, sentiment qui pourrait évoluer à l'occasion de la publication des résultats le 13 février...

(*) Directeur adjoint de la recherche sur dérivés chez Exane Derivatives

LA VOLATILITÉ DES INDICES

Indice	Volatilité implicite 3 mois (%)	Variation de la VI sur 1 semaine (pts)	Volatilité historique 3 mois (%)
CAC 40	22,5	1,7	17,1
Euro Stoxx 50	21	1,6	14,3
FTSE 100	24	2,6	19,6
Nasdaq 100	23,5	-0,1	26,7
S&P 500	23,2	0,3	20,8
Nikkei 225	25,9	3,6	21,1

Données au 10 janvier 2008.

Source : Exane Derivatives