

Fortis Investments Paradigm Shift



La publication de recherche de Fortis Investments

Janvier 2007

La révolution russe

Résumé

En moins d'une décennie, la Russie est passée d'une situation de défaut de paiement au statut "investment grade". Son économie et ses marchés ont connu une véritable révolution depuis la crise du rouble et de la dette russe de 1998. La Russie est aujourd'hui un créancier net ; son économie croît de plus de 6% par an et le pays est de plus en plus intégré à l'économie mondiale grâce à ses importants gisements de matières premières. Ceci est attesté par la performance de ses marchés. Les investisseurs qui se seraient risqué à acheter des emprunts souverains et des actions russes il y a dix ans auraient vu leur investissement s'apprécier respectivement de 344% et de 678%¹.

L'aspect le plus problématique d'une révolution est de faire en sorte que les progrès accomplis soient durables. Dans le cas de la Russie, cette nouvelle révolution ayant été suscitée par une hausse des prix des matières premières, l'économie risque-t-elle désormais de pâtir de la baisse des cours pétroliers ? Compte tenu du niveau relativement élevé des valorisations après la hausse spectaculaire du marché ces dernières années, celui-ci recèle-t-il encore un potentiel haussier ? La lenteur des réformes structurelles contrastant avec la vigueur de la croissance, un investissement à long terme sur le marché russe peut-il s'avérer rentable ?

A notre avis, les progrès réalisés par la Russie sont durables et les investisseurs pourront continuer de bénéficier de sa transformation — vive la révolution !

Emmy Labovitch, CFA
Global Head of Product Specialists
Tél : +33 1 53 67 26 54
emmy.labovitch@fortisinvestments.com

Marchés émergents

¹ Performance en USD des indice JPEMBI Russia et MSCI Russia, source Bloomberg

Paradigm Shift La révolution russe

Redressement économique

Les indicateurs économiques de la Russie confirment l'impressionnant redressement intervenu depuis la "crise russe" de 1998 : vigueur de la croissance économique, de la consommation et de l'investissement, baisse significative des taux d'intérêt, très nette amélioration de la balance commerciale et diminution tout aussi spectaculaire de la dette extérieure.

Principaux indicateurs économiques russes

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Real GDP .% y-o-y	-5.3	6.4	10.0	5.1	4.7	7.3	7.2	6.4	6.6
Ind. prod. real, % y-o-y	-5.2	11.0	11.9	4.9	3.7	7.0	7.3	4.0	4.7
Private coms., real, % y-o-y	-3.4	-2.9	7.3	10.1	8.5	7.5	11.3	11.1	11.0
Gross fixed inv., real, % y-o-y	-12.4	6.4	18.1	10.2	2.8	12.8	10.8	10.7	11.0
Budgetbalance/GDP, %	-4.4	-1.2	2.4	3.0	1.8	1.7	4.2	7.7	6.5
Stabilization fund, \$bn	-	-	-	-	-	3.7	18.8	43.7	84.0
CPI year end, % y-o-y	84.4	36.5	20.2	18.6	15.1	12.0	11.7	10.9	9.0
Average commercial, lending rate, %	41.0	39.7	24.4	17.9	15.7	13.0	11.4	10.7	10.0
Un employment rate, %	11.6	11.1	10.0	8.8	8.1	8.6	8.2	7.6	7.4
Average gross monthlywage, R'000	1.1	1.5	2.2	3.2	4.4	5.5	6.8	8.6	11.0
Trade balance, \$bn	16.4	36.0	60.2	48.1	46.3	59.9	85.8	118.3	148.8
FDI, \$bn	2.8	3.3	2.7	2.7	3.5	8.0	15.4	14.2	25.0
Monetary reserves (excl. gold), \$bn	7.8	8.5	24.3	32.5	44.1	73.2	120.8	164.7	271.0

Sources : Banque centrale de la Fédération russe, CIT Finance Investment Bank

Certains points faibles subsistent : l'économie continue de subir des pressions inflationnistes, la production industrielle ne croît que lentement et le pays peine toujours à attirer les investisseurs étrangers. Si la bonne performance de l'économie russe est une conséquence de la hausse des cours du pétrole et des matières premières, ces points faibles sont en grande partie imputables au rôle prépondérant du secteur pétrolier dans l'économie russe. Le niveau élevé de l'inflation résulte en partie d'un afflux de capitaux étrangers non stérilisés, alors que l'importance accordée à la production d'énergie et de matières premières a suscité la disparition d'autres formes de production industrielle.

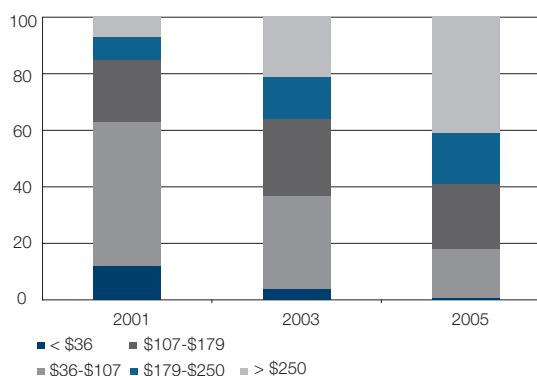
"Nous nous devons avant tout de diversifier notre économie".
Déclaration du Président Poutine
lors d'une conversation téléphonique du 25 octobre 2006

S'il reste des ombres au tableau, les progrès réalisés n'en sont pas moins impressionnants. La Russie n'a pas gaspillé les richesses que lui procurent ses gisements de pétrole mais les a utilisées pour rembourser une partie de sa dette. Le pays qui, il y a moins de dix ans n'était plus en mesure d'honorer sa dette, prête désormais des fonds à d'autres pays. La Russie s'est également constitué d'énormes réserves de devises étrangères dans le but de pouvoir faire face à toute baisse des marchés mondiaux ou à tout effondrement des cours des matières premières. Les fondamentaux de la Russie sont très solides et le pays mérite sa notation "investment grade". La Russie a également utilisé ses recettes pétrolières pour moderniser ses infrastructures, une étape indispensable de son futur développement économique.

L'émergence du consommateur russe

A notre avis, la croissance de la consommation privée est un important indicateur. Même si de nombreux progrès restent à accomplir – le PIB par habitant de la Russie était inférieur à 7 000 dollars US en 2006 – la consommation progresse depuis 1998, à la faveur d'une hausse des salaires, du revenu disponible, des dépenses publiques et du crédit dans le secteur privé. En termes réels, l'inflation salariale devrait atteindre plus de 10% par an en 2006 et 2007. En outre, la distribution de plus en plus homogène des revenus suggère que la consommation continuera de croître.

Distribution des bénéfices par tranches de revenus, en % du total



Sources : Goskomstat, estimations de Goldman Sachs

Les progrès réalisés par la Russie ne se mesurent pas uniquement en termes macroéconomiques. Bien que le pays tarde à mettre en place les réformes structurelles dont il a besoin, on dénote quelques améliorations dans la façon dont ses entreprises sont gérées ; récemment Standard & Poor's considérait que 48% d'entre elles satisfaisaient désormais ses critères de transparence, contre 36% précédemment².

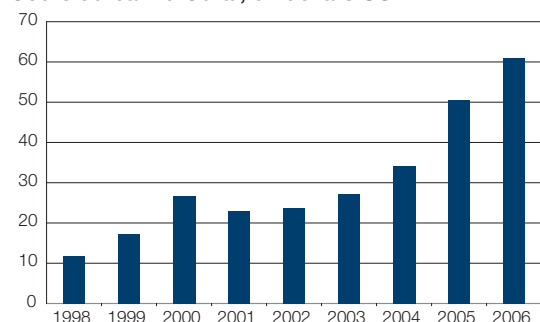
Les progrès réalisés en termes macroéconomiques et de gouvernement d'entreprise ont redonné confiance aux investisseurs internationaux et aux citoyens russes. Le niveau des dépôts bancaires a augmenté de manière significative et, fait plus important, les dépôts en roubles représentaient 80% des dépôts totaux à la fin du mois d'octobre 2006. Les Russes n'essaient plus désormais de placer leurs roubles à l'étranger, ou tout au moins de les convertir en dollars ; ils semblent avoir repris confiance en leur économie et disposer d'une épargne importante, susceptible d'être investie directement sur les marchés financiers. Les épargnants russes semblent certainement devenir plus sophistiqués. Les chiffres de Goldman Sachs attestent d'un changement majeur dans la structure des dépôts bancaires : en 2000, largement plus de la moitié de ces dépôts concernaient des placements à moins de six mois, alors qu'aujourd'hui, plus de la moitié d'entre eux se présentent sous forme de placements à long terme (c'est-à-dire dont l'échéance est supérieure à un an).

² Source : UBS EMEA Earlybird 13 octobre 2006

La baisse des cours du pétrole ne constitue par forcément une menace

Aussi impressionnants soient-ils, les progrès accomplis par la Russie ont été réalisés pendant une période de hausse des cours pétroliers. Le prix d'un baril d'Oural est passé de 12 dollars US à 60 dollars US entre 1998 et 2006 (le prix d'un baril d'Oural est légèrement inférieur à celui d'un baril de WTI). La stabilisation actuelle et, qui sait ? la future baisse des cours pétroliers risquent-elles de compromettre le redressement de l'économie russe ? A notre avis, les fondamentaux économiques de la Russie sont désormais si solides que le pays pourrait résister à une baisse des cours du pétrole. Cela étant, un effondrement brutal des cours pourrait s'avérer dangereux.

Cours du baril d'Oural, en dollars US



Source: Troika Dialog

Quelques chiffres³ permettent d'apprécier le poids du secteur pétrolier dans l'économie russe : les hydrocarbures représentaient 65% des exportations russes au premier semestre 2006 (une progression de 38% depuis 1999) et 52,2% des recettes budgétaires en 2006. Dans ses projections budgétaires pour 2007, la Douma prend comme hypothèse un cours spot du baril d'Oural de 61 dollars US ; elle suppose également que les dépenses budgétaires et l'excédent budgétaire représenteront respectivement 17,5% et 4,8% du PIB.

Les recettes budgétaires de la Russie sont très sensibles à l'évolution des cours pétroliers. Goldman Sachs a calculé qu'une baisse de 10 dollars US du cours spot du baril de WTI ampute l'excédent budgétaire du pays de 1,5%. Quoiqu'il en soit, il faudrait que le cours spot du baril de brut baisse de façon significative – à un niveau de 37 dollars US, en fait – pour que l'excédent budgétaire de la Russie se résorbe entièrement.

En outre, même si l'excédent budgétaire disparaît, le Fonds de stabilisation continuera de croître. Ce fonds, qui est alimenté par les recettes découlant de la taxe sur la production de ressources naturelles et d'un impôt sur les exportations de pétrole, atteint déjà un montant colossal (environ 84 milliards de dollars). Pour que les finances publiques de la Russie pâtissent d'une baisse des cours pétroliers, il faudrait donc que cette baisse soit très prononcée.

Effect on 2007 budget	WTI					
	40	50	60	75	100	61
Revenues	225	243	261	287	358	279
Spending	219	219	219	221	245	219
Balance	7	24	42	66	113	60
% GDP	0.6	2.2	3.6	5.5	9.1	5.2
Stabilization fund growth	16	34	51	78	149	69.2

Source : Recherche économique de Goldman Sachs

Cela ne signifie pas pour autant que l'économie n'en serait pas du tout affectée. L'excédent de liquidité dont bénéficie la Russie depuis quelques temps a permis de compenser l'inefficacité relative de son système bancaire, mais une baisse prononcée des cours pétroliers réduirait cet excédent ; elle entraînerait également un durcissement des conditions de crédit et une augmentation des taux de défaut.

Le compte courant pâtirait certainement ; la balance des opérations en capital serait probablement affectée par un recul de l'investissement étranger et par une nouvelle fuite de capitaux. Les marchés d'actions et de crédit seraient à leur tour touchés et le rouble subirait des pressions même si la Banque centrale dispose de réserves suffisantes pour défendre le taux de change.

Une baisse des cours pétroliers pourrait également avoir un impact positif. Elle pourrait accélérer la diversification de l'économie russe et réduire l'influence de l'Etat sur le secteur privé ; elle pourrait encourager une plus grande efficacité du secteur bancaire. Son impact global dépendrait de la rapidité et de l'ampleur de l'évolution des cours pétroliers. Une baisse progressive n'aurait aucune incidence significative sur l'économie à court terme et serait probablement bénéfique à long terme.

Marchés financiers

Les autorités russes encouragent le développement des marchés de capitaux locaux. Parmi les mesures prises pour améliorer la transparence et la liquidité locales figurent : l'entière convertibilité du rouble ; l'obligation imposée aux entreprises notées A1 cotées au RTS (l'épargne retraite et les réserves des compagnies d'assurance ne peuvent être investies que dans les actions de ces sociétés) de produire des états financiers conformes aux normes GAAP ou IAS ; l'obligation de placer au moins 30% des actions d'entreprises introduites en bourse sur le marché domestique.

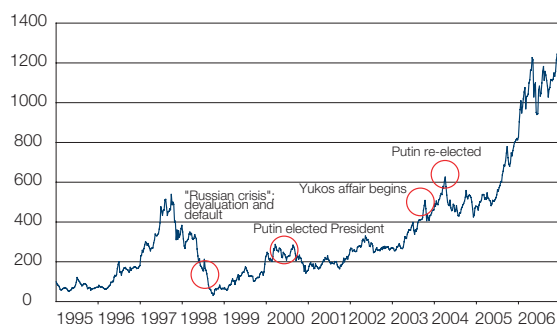
Marché d'actions

Le marché d'actions russe a connu une hausse spectaculaire depuis dix ans. Cette hausse peut-elle durer encore dix ans ? C'est un scénario probable, à notre avis.

³ Sources : Recherche économique de Goldman Sachs, numéro 06/19, 28 septembre 2006

Paradigm Shift La révolution russe

Performance de l'indice MSCI Russia 1995-2006 (base 100 01/06/1995)



Sources : Bloomberg, Fortis Investments

Plusieurs raisons nous incitent à anticiper une hausse du marché :

- Les valorisations restent attractives, notamment en dehors du secteur des matières premières. Le consensus table sur un PER prospectif à 12 mois de 11,7x, contre 13,4x pour les bourses d'Europe centrale⁴.
- A la fin du mois de septembre 2006, les investisseurs internationaux continuaient de sous-pondérer la Russie de 200pb selon les estimations. Suite à l'augmentation de la pondération de Gazprom dans les indices MSCI en 2006, la pondération de la Russie dans les indices de référence internationaux est égale à celles de la Chine et du Brésil et les investisseurs internationaux devront ajuster leurs portefeuilles en conséquence.
- La liquidité locale reste élevée.
- La diversification et la déréglementation de l'économie.
- Le rouble devrait s'apprécier.

Certains facteurs pourraient également susciter la baisse du marché.

- L'évolution des marchés mondiaux devrait peser sur le marché.
- La mise en place de réformes structurelles s'avère très lente.
- Les nombreuses introductions en bourse susceptibles d'avoir lieu prochainement pourraient entraîner une baisse temporaire des valorisations.

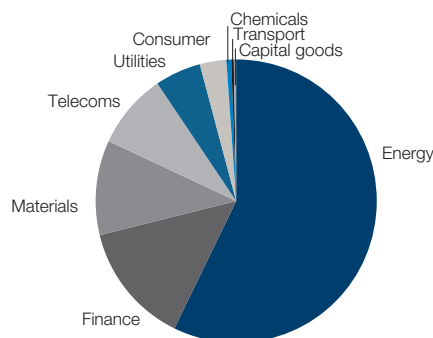
Globalement cependant, nous sommes convaincus que les facteurs de hausse sont plus nombreux que les facteurs de baisse, et notamment que la Russie est suffisamment riche pour résister à toute dégradation de la conjoncture mondiale.

Aperçu du marché d'actions

La hausse amorcée en 1996 a en grande partie concerné les valeurs pétrolières – à l'instar de l'économie russe, le marché d'actions russe est lui aussi dominé par les secteurs de l'énergie et des matières premières qui représentent respectivement 57% et 11% de la capitalisation de l'indice RTS. Si ce déséquilibre risque d'affecter le marché d'actions en cas de baisse des cours pétroliers, rappelons que les résultats des

compagnies pétrolières russes sont moins vulnérables à une baisse des prix de l'or noir que ceux de leurs concurrentes occidentales : en effet, compte tenu de la taxe sur les exportations de pétrole versée au Fonds de stabilisation, les recettes que perçoivent les compagnies pétrolières sur leurs exportations de pétrole sont en fait plafonnées à 27 dollars US le baril. Même en cas de baisse des cours pétroliers, les prévisions de BPA (bénéfice par action) ne devraient donc pas être révisées à la baisse de façon significative.

Ventilation sectorielle de l'indice RTS (en %)



Sources : RTS, Décembre 2006

En fait, les nombreuses introductions en bourse qui auront lieu au cours des prochains mois devraient entraîner une diversification du marché : 72 opérations de ce type sont prévues ou pourraient avoir lieu dans les trois ans qui viennent. Toutes n'auront pas forcément lieu – et il reste à prouver que le marché est capable de faire face à un besoin de liquidité aussi important – mais même si une trentaine d'entre elles voient le jour, il en résultera une diversification significative du marché. (Actuellement, l'indice MSCI Russia est composé de seulement 21 valeurs).

Parmi les sociétés les plus susceptibles de faire appel au marché figurent celles appartenant à des secteurs permettant de profiter directement de l'expansion de l'économie russe, de la croissance des dépenses de consommation et de la revitalisation du secteur bancaire. Comme nous avons déjà pu le constater dans les autres pays européens émergents, la banque, la distribution, l'assurance, les biens de consommation et l'immobilier figurent parmi les secteurs les mieux placés pour tirer les fruits de la "normalisation" d'une économie. La Russie ne fait pas exception à la règle mais tous ces secteurs sont actuellement sous-représentés sur le marché russe.

La libéralisation de l'économie devrait également créer de nouvelles opportunités d'investissement. A titre d'exemple, le gouvernement encourage actuellement la libéralisation du secteur des services aux collectivités. Les mesures envisagées prévoient la libéralisation des prix du fioul domestique, l'abolition partielle du monopole dont jouit RAO Unified Energy Systems et l'introduction en bourse des compagnies d'électricité régionales, baptisées GKO.

⁴ Source : ING, Novembre 2006

⁵ Source : ING, EPFR Novembre 2006

Valeurs de consommation

S'il est particulièrement difficile de profiter de la croissance des dépenses de consommation en Russie en investissant sur le marché d'actions de ce pays, il sera plus facile de le faire à partir de cette année.

Les distributeurs russes cotés en bourse ont vu le cours de leurs actions s'apprécier fortement en 2006, mais compte tenu de l'amélioration de leur potentiel de croissance, leurs valorisations restent raisonnables par rapport à celles des distributeurs européens.

Introductions en bourse susceptibles d'avoir lieu dans le secteur des biens de consommation en 2007

Name	Activity	Turnover \$ m	IPO terms
Dixie	General retail	860	\$250m for 23% of shares
Arbat Prestige	Perfumery	240	\$70-80m for 20% of shares
Farmstandard	Pharmaceuticals	210	\$300-525m for 20-25% of shares
Lenta	General retail	227	\$300m for 49% of shares
Nutritek	Dairy/Baby foods	212	\$80-130m for 15% of shares
Nidan	Fruit juice	778	\$120-175m for 20-25% of shares
Evroservis	Agri-business	175	unspecified

Sources : CIT Finance Investment Bank, Décembre 2006

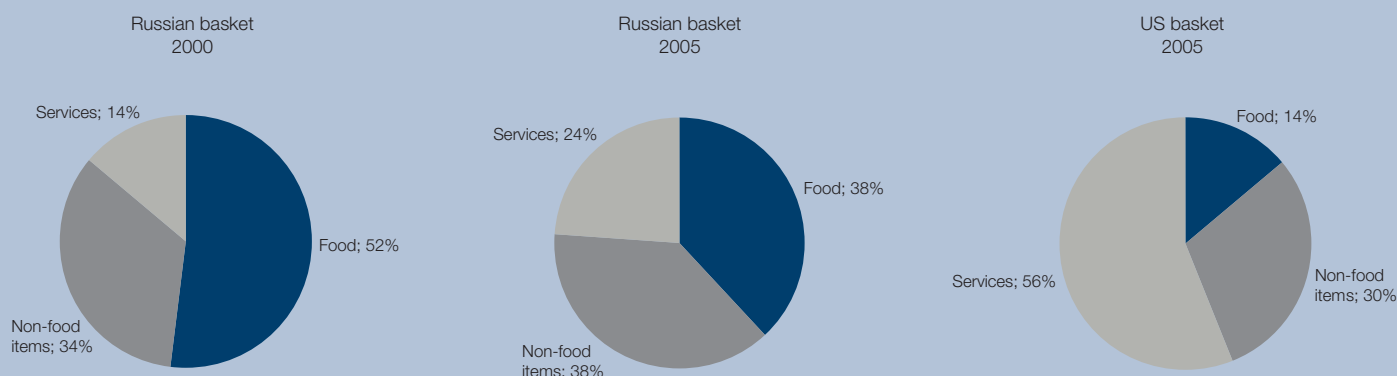
Ratio Cours-Bénéfice sur croissance des distributeurs russes et européens

	2006F	2007F	2008F
Magnit	0.87	0.60	0.56
Seventh Continent	1.64	1.52	1.29
Pyaterochka	0.99	0.66	0.51
Pharmacy Chain 36'6	neg	neg	neg
Average for Russian retailers	1.17	0.93	0.79
Median for Russian retailers	0.99	0.66	0.56
Average for European retailers	4.75	4.29	3.99
Median for European retailers	1.52	1.18	1.07

Source : Recherche économique de Goldman Sachs Global Investment

Le chiffre d'affaires des distributeurs russes est passé de 84 milliards de dollars en 2000 à près de 245 milliards de dollars en 2005⁶, alors que la part des services dans les dépenses réalisées dans ce secteur ne cesse de croître.

Comparaison de paniers de biens de consommation types en Russie et aux Etats-Unis



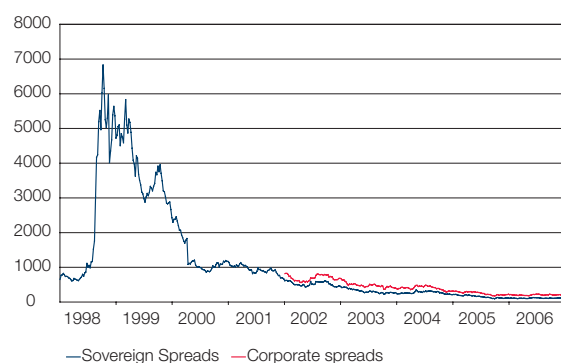
Sources : CIT Finance Investment Bank, Décembre 2006

Paradigm Shift La révolution russe

Marchés obligataires

Le redressement de l'économie russe s'est accompagné d'une transformation concomitante des marchés obligataires du pays. En 2000, le ratio dette publique extérieure sur PIB était proche de 50% et la dette de la Russie était notée B-. Aujourd'hui, la dette publique extérieure représente moins de 6% du PIB et la dette de la Russie est notée BBB+.

Evolution des spreads des emprunts souverains et des obligations d'entreprises entre 1998 et 2006 (en pb)



Source : Bloomberg

La Russie ayant remboursé une partie de sa dette souveraine (celle qu'elle devait au Club de Paris a été intégralement remboursée en août dernier), les investisseurs étrangers investissent désormais dans des obligations d'entreprises. Ces dernières représentent aujourd'hui l'essentiel de la dette extérieure du pays. A l'instar de ce que l'on constate sur le marché d'actions, les volumes d'émission sur le marché obligataire sont élevés. En 2006, plus de 35 milliards de dollars d'obligations d'entreprises ont été émis. Ces montants concernaient quasiment à part égale des emprunts libellés en dollars et des emprunts libellés en roubles.

Les obligations d'entreprises russes sont globalement attractives dans la mesure où leurs spreads sont souvent plus élevés que ceux d'autres instruments obligataires de notation équivalente. C'est notamment le cas des emprunts émis par Evraz, le plus important sidérurgiste russe. Le cashflow de la société croît plus rapidement que celui de ses concurrents internationaux, ses coûts sont moins élevés (compte tenu du montant particulièrement faible de sa facture énergétique et de son intégration verticale), de même que son endettement. Bien que les besoins d'investissement d'Evraz soient importants, la société bénéficie du dynamisme du marché russe et de barrières à l'entrée élevées.

Evraz permet également d'apprécier les différences qui existent entre la Russie et les marchés européens en termes de gestion d'entreprise, puisque les principaux dirigeants de la société détiennent l'essentiel de son capital social. Il est courant que les PDG de sociétés russes détiennent une part significative du capital, et un certain nombre d'entreprises ne possèdent aucun conseil d'administration indépendant. Ceci souligne

l'importance que revêt pour les investisseurs la recherche effectuée sur le terrain et la connaissance locale tant sur les marchés d'actions que sur les marchés obligataires russes pour comprendre les facteurs locaux de la croissance bénéficiaire et pour évaluer la qualité des équipes dirigeantes.

Risques Nationalisme et nationalisation

Comme tous les autres marchés émergents, la Russie présente non seulement des opportunités mais également un certain nombre de risques. Les investisseurs internationaux s'inquiètent surtout de la montée apparente du nationalisme au sein de la classe politique russe et de la nationalisation d'un nombre croissant de sociétés.

L'actualité politique est manifestement décevante. Quatre opposants réputés du gouvernement ont été assassinés au cours des derniers mois. Ce constat confirme clairement que les progrès réalisés en termes économiques ne se sont pas accompagnés d'autres changements dans des domaines tout aussi fondamentaux.

En ce qui concerne plus directement les investisseurs, le Kremlin donne l'impression de vouloir renationaliser un certain nombre de secteurs stratégiques. Plusieurs renationalisations ont eu lieu à intervalles réguliers depuis 2005 et leur rythme s'accélère. Ceci conduit les investisseurs à s'interroger sur les droits des actionnaires minoritaires.

Renationalisations phares

"Early" Nationalisations		
Jul-01	Media Most (NTV)	Acquired by Gazprom
Dec-04	Yuganskneftegas	Rosneft bought 76.8%
Buying Under-managed assets		
Aug-04	Guta Bank	Vneshtorgbank bought 86%
Oct-05	Avtovaz	Rosoboronexport bought 62%
Establishing state control over strategic assets		
Sep-04	Promstroybank (SpB)	Vneshtorgbank bought 25% +1 share
Jun-05	Izvestia	Controlling stake bought by Gazprom-Media
Oct-05	Sibneft	Gazprom raised its stake to 72.6%
Nov-05	OMZ	Gazprombank bought 42.16%
Dec-05	Power Machines	RAO UES acquired 22.43% stake + additional voting rights
May-06	Udmurtneft	Rosneft concluded optin deal with Sinopec to buy 51%
Aug-06	VSMPO-Avisma	Rosoboronexport bought more than 51%

Source : Recherche obligataire de Dresdner Kleinwort, Fortis Investments

A notre avis, il existe deux façons de minimiser les risques de nationalisation. La première est de privilégier les secteurs "non stratégiques", beaucoup moins susceptibles de pâtir de l'ingérence du gouvernement. De fait, ces secteurs tendent à être les plus attractifs sur la base d'autres critères. C'est notamment le cas des biens de consommation et de la distribution. Il faut également noter que lors des renationalisations les plus récentes, les actionnaires minoritaires n'ont pas été lésés.

La seconde approche consiste à exploiter toute "reprivatisation partielle" — le gouvernement russe se démarque des gouvernements d'autres pays émergents dans la mesure où il a commencé à reprivatiser certaines des sociétés qu'il avait nationalisées.

Reprivatisations phares

Completed		
Jul-06	Rosneft	13% sold in IPO
Nov-06	RAO UES (OGK-5)	UES sold 12.7% of OGK-5 in an IPO
Planned		
2006	Vneshtorgbank	Plans to sell 25% in an IPO
2007	RAO UES (OGK, TGK)	UES plans to sell stakes in other OGK, TGK
Pledged		
Q2 2007	VSMPO-Avisma	Rosoboronexport may sell less than 10% to the public
2007	Svyazinvest	May be privatised, if taken off list of strategic enterprises
2007	Aeroflot	May be privatised, if taken off list of strategic enterprises
2008	United Aviation Corp	May be privatised, provided that it is actually created

Source : Recherche obligataire de Dresdner Kleinwort, Fortis Investments

La réalité en chiffres

- Le sous-sol de la Russie contient le quart des gisements d'hydrocarbures de la planète.
- Les gisements de Shtokman renferment environ 3 500 milliards de mètres cubes de gaz naturel, 31 millions de tonnes métriques de gaz à condensat et 27 millions de tonnes métriques de pétrole.
- La valeur des échanges commerciaux de la Russie avec le reste du monde est plus élevée que celle des échanges commerciaux de la Chine.

Source : The Heritage Foundation

Situation politique

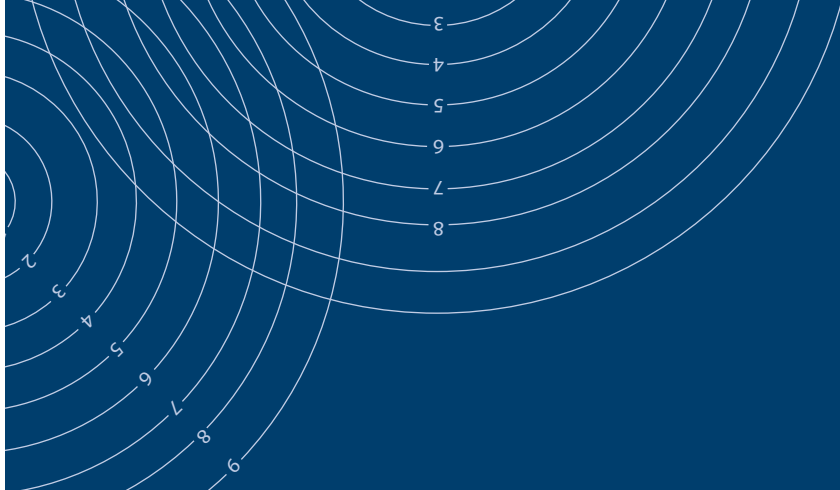
La situation politique — notamment les incertitudes concernant l'issue des élections de l'an prochain — constitue une autre menace potentielle. La Russie a encore de gros progrès à faire en termes de réformes sociales et politiques mais nous espérons que la rapidité de sa croissance permettra à ce pays de se doter d'institutions plus conformes à celles des pays développés dans ces deux domaines. Nous ne nous attendons à ce que ce processus soit achevé du jour au lendemain — contrairement à ses voisins d'Europe de l'Est, la Russie ne cherche pas à adhérer à l'Union européenne — mais le système politique actuel ne nous semble pas non plus constituer une menace sérieuse.

2007 et 2008 seront deux années électorales en Russie : les élections à la Douma se tiendront en décembre 2007 et des élections présidentielles auront lieu en mars 2008. La plupart des observateurs prédisent que ces élections se dérouleront sans incident et que la transition entre le président actuel et le président sortant sera soigneusement gérée — compte tenu de sa popularité, M. Poutine est bien placé pour "nommer" son successeur. A l'approche de l'élection du nouveau président, le marché devrait être beaucoup moins volatil que lors des scrutins précédents.

Les investisseurs doivent toutefois avoir à l'esprit certains facteurs politiques. Bien que les propriétaires minoritaires d'actifs financiers jouissent d'une protection de plus en plus importante, les systèmes réglementaires couvrant les marchés financiers n'ont été mis en place que récemment et n'ont pas encore été testés. A titre d'exemple, pour ce qui est du marché des titres adossés à des actifs (Asset Backed Securities), la Russie a adopté en bloc les contrôles réglementaires mis en place en Allemagne — une mesure particulièrement encourageante pour les investisseurs. En revanche, aucun conflit significatif entre un émetteur, un investisseur et une tierce partie n'ayant été constaté jusqu'à présent, il est difficile de savoir si les autorités russes respecteront à la lettre les principes sur lesquels est fondé le système allemand. Nous recommandons fortement aux investisseurs qui s'intéressent à ce marché de collaborer avec un partenaire local capable d'interpréter les clauses écrites en petits caractères.

Conclusion

La Russie est la 10^{ème} plus grande économie du monde en termes de PIB. D'un point de vue macroéconomique, le pays a connu une véritable métamorphose depuis la "crise russe" de 1998 et a vu son marché d'actions et ses marchés obligataires s'envoler. Ces progrès résultent en grande partie d'un contexte mondial favorable et notamment de la forte hausse qu'ont connue les marchés de l'énergie et des matières premières. Mais des louanges doivent également être adressées à la Russie pour l'attitude responsable qu'elle a su adopter lorsqu'il s'est agi de gérer cette manne. Grâce aux excédents budgétaires et courants colossaux qu'elle a accumulés, la Russie est désormais assurée de pouvoir résister à toute diminution de la liquidité mondiale. En outre, l'accélération de la demande intérieure devrait créer des opportunités d'investissement supplémentaires en Russie. Ces nouvelles opportunités apparaîtront probablement en dehors du secteur de l'énergie et devraient refléter la normalisation progressive de l'économie russe.



Qu'entend-on par "Paradigm Shift" ?

Dans son livre *The Structure of Scientific Revolution* (1962), Thomas Kuhn a défini et popularisé le concept de "**Paradigm Shift**". Selon Kuhn, le progrès scientifique n'est pas le fruit d'un processus évolutif mais plutôt d'une "série d'interludes paisibles ponctués de révolutions intellectuelles violentes" et lors desquelles "une vision du monde est remplacée par une autre".

Chez **Fortis Investments**, nous pensons que le monde de l'investissement est un monde dynamique, soumis à une multitude de facteurs de changement. Ce qui implique que nos clients soient régulièrement confrontés à de nouveaux problèmes et les développements au sein du monde de l'investissement signifient que de nouvelles solutions sont possibles. Nous nous efforçons d'être parmi les premiers à identifier les processus de transformation du "**Paradigm**" et de jouer un rôle innovateur dans le développement de solutions d'investissement appropriées afin de permettre à nos clients de faire face à ces changements.

En tant que publication de recherche de Fortis Investments, "**Paradigm Shift**" tente d'identifier les changements récents ou imminents au niveau des principaux concepts d'investissement et qui ont des implications directes pour nos clients. Ce faisant, nous visons à souligner les principes soutenant nos processus d'investissement et à défendre nos solutions novatrices.

La présente publication vous est communiquée à titre purement informatif et ne constitue 1) ni une proposition, ni une offre d'achat ou de toute autre transaction portant sur les instruments financiers qui y sont visés et 2) ni un conseil en placement. Il convient de prendre toute décision d'investissement dans les instruments financiers visés dans le présent document après avoir pris connaissance de la version la plus récente du prospectus (disponible gratuitement auprès de Fortis Investments *). Les futurs investisseurs sont tenus d'entreprendre les démarches nécessaires afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation de leur investissement, en fonction des considérations légales, fiscales et comptables qui leur sont applicables. Les opinions contenues dans le présent document peuvent être modifiées sans avis préalable.

Les investisseurs sont tenus de veiller à disposer de la dernière version disponible du présent document.

Les performances et réalisations du passé ne constituent en rien une garantie pour des performances actuelles ou à venir. Les données de performance ne prennent pas en compte les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts.

Si vous souhaitez obtenir des informations complémentaires, contactez-nous à l'adresse suivante : fortisfunds@fortisinvestments.com

*Fortis Investments est le nom commercial de l'ensemble des entités du groupe Fortis Investment Management. Ce document a été publié par Fortis Investment Management Belgium S.A./NV. (adresse : Avenue de l'Astronomie 14, 1210 Bruxelles, Belgique, RPR/RPM 0882 221 433)