

VOYAGE A VARSOVIE (15-16 MARS 2007)

Compte-rendu

Au sein des pays du groupe de Visegrad (Pologne, Hongrie, Tchéquie, Slovaquie), la Pologne est celui qui présente les fondamentaux macroéconomiques les plus équilibrés. Paradoxalement, c'est le seul dont la monnaie ne s'est pas appréciée depuis le début de l'année 2006. Nos travaux sur les devises montrent que le zloty est la monnaie de la zone qui dispose du plus fort potentiel d'appréciation.

Un des intérêts de ce voyage était de trouver des éléments qui expliquent le retard pris par le zloty sur les autres monnaies de la zone. Organisé par une de nos contreparties habituelles, ce voyage nous a donné l'occasion de rencontrer les personnes suivantes :

1. Katarzyna Zajdel-Kurowska, sous-secrétaire d'Etat au ministère des finances.
2. Messieurs Rosenberg et Sierhej, du FMI.
3. Piotr Szpunar, directeur de la recherche à la Banque Nationale de Pologne.
4. Dariusz Filar et Halina Wasilewa-Trenkner, membres du comité de politique monétaire de la banque centrale.
5. Jacek Kurski, député du parti Law and Justice, membre de la coalition gouvernementale.

Les réunions 2. et 3. n'ont pas apporté d'élément particulier.

- Le contact avec le ministère des finances valide l'idée d'une économie qui se porte très bien et qui n'affiche pas de déséquilibre, même si la croissance forte de la période récente n'a pas été mise à profit pour réduire davantage le déficit budgétaire.

En ce début d'année, la croissance tourne actuellement sur un rythme de 7% et est attendue à 6% pour l'ensemble de 2007. L'inflation, partant d'un niveau très bas de 0,4% en mars 2006, est proche de 2% maintenant (les prix alimentaires ont progressé assez fort l'été dernier).

Déficit budgétaire : le gouvernement prévoit une évolution qui placerait la Pologne en-dessous de 3% dans deux ans (3,9% en 2006, 3,4% en 2007, 3,1% en 2008 et 2,9% en 2009). Il y a eu un excédent budgétaire en janvier, ce qui constitue un événement digne d'être noté.

Les comptes courants présentent un déficit en augmentation, qui reste à un niveau inférieur à 2% (cette augmentation tient à la hausse de la consommation). Il est plus que financé par le FDI, important dans le secteur de l'électronique et qui bénéficie de la poursuite des privatisations.

- Les deux membres du comité de politique monétaire de la NBP sont considérés comme deux « faucons » de l'institution. Ils constatent l'évolution régulière à la hausse du CPI sans la considérer comme alarmante, considèrent que l'évolution des salaires doit maintenant être suivie de près. Les « colombes » de la NBP sont d'accord sur ce point. Un resserrement monétaire (taux directeur à 4% actuellement) devrait commencer avant la fin du printemps. Il devrait être de très faible amplitude.

- La rencontre avec un représentant du personnel politique proche des instances du pouvoir confirme l'image que la Pologne donne d'elle-même dans les débats communautaires : elle reste marquée bien logiquement par son histoire, craint encore la Russie et est avide de reconnaissance de la part de l'UE. L'argument démographique (38 millions d'habitants) revient souvent. L'adoption de l'euro sera sans doute vécue à la fois comme une opportunité et comme une soumission. En même temps, la Pologne se sent en compétition avec les autres pays membres depuis 2004 : les performances de la « petite » Slovaquie, capable d'adopter l'euro dès 2009, suscitent l'envie.

Nos conclusions :

Le zloty a pris du retard dans son parcours d'appréciation pour trois raisons principales selon nous. Tout d'abord, la banque centrale n'a pas de discours sur la monnaie. En une heure passée avec les deux membres du comité de politique monétaire, le nom du zloty n'a été prononcé qu'une fois. Par comparaison, la banque centrale tchèque a récemment indiqué que la couronne devait continuer à s'apprécier de 3% à 3,50% l'an en termes réels par rapport à l'euro. Le zloty ne bénéficie donc d'aucun encadrement en la matière.

Par ailleurs, les opérateurs domestiques composent une population volontiers négative quand il s'agit de sa propre monnaie. On retrouve là l'ambivalence présente au sein du personnel politique.

Enfin, la Pologne a éradiqué l'inflation plusieurs années après la Tchéquie et a vécu longtemps avec des taux directeurs sensiblement supérieurs à ceux de la zone euro : les opérateurs doivent s'habituer progressivement à l'idée que l'on achète du zloty non pas pour le seul « carry », mais, comme pour la couronne tchèque (ou en 2006 d'une manière spectaculaire pour la couronne slovaque) à cause des fondamentaux de l'économie.

Ces trois facteurs sont des freins à la hausse dont la force va s'atténuer progressivement, permettant au zloty de rattraper son retard par rapport aux monnaies voisines et de s'apprécier fortement par rapport à l'euro avant l'adoption de celui-ci.

Les taux directeurs sont appelés à monter de 0,50% environ d'ici la fin de l'année. Les spreads sont les titres longs sont de 120 bp. Cela implique une corrélation croissante pour les titres à dix ans et de très bonnes performances versus zone euro grâce à la compression de spread à l'horizon 2010. Les titres à quinze ans vont bénéficier de ce même phénomène dans des proportions bien supérieures.

Malgré une hausse de 31% depuis début 2006 (36% dividendes inclus), le marché polonais dans son ensemble garde un réel potentiel de hausse. Certaines valeurs comme TPSA (télécom – France Télécom actionnaire à 47,50%) bénéficient à la fois d'un potentiel de croissance élevé et d'un rendement excellent (7,90%).

Etienne Pourny – 28 mars 2006



Les informations contenues dans ce document représentent l'opinion actuelle de Stelphia Asset Management sur les points cités à la date de publication. Stelphia Asset Management s'adapte aux conditions fluctuantes du marché et cette opinion ne doit pas être interprétée comme un engagement de la part de Stelphia Asset Management ;

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et STELPHIA ASSET MANAGEMENT EXCLUT TOUTE GARANTIE, EXPRESSE OU IMPLICITE, EN CE QUI CONCERNE LES INFORMATIONS CONTENUES DANS CE DOCUMENT.

L'utilisateur est tenu d'observer la réglementation relative aux droits d'auteur applicable dans son pays. En vertu des droits d'auteur, aucune partie de ce document ne peut être reproduite, stockée, introduite dans un système d'archive ou transmise à quelque fin ou par quelque moyen que ce soit (électronique, mécanique, photocopie, enregistrement ou autre) sans la permission expresse et écrite de Stelphia Asset Management.

Mars 2007 – Stelphia Asset Management. Tous droits réservés.