



Bernard Aybran
Directeur de la multigestion
Invesco Asset Management

2010 : la crise de la dette, saison 2

C'est la saison des vœux. Que faut-il souhaiter aux investisseurs pour débiter cette nouvelle décennie ? La poursuite du rebond entamé en 2009 ? Mais, méfions-nous de ce que nous pourrions souhaiter. Les conditions et la nature du rebond multiplient les chausse-trapes pour les mois qui viennent.

L'année 2009 avait démarré au cœur d'une profonde crise de solvabilité du système financier international, largement provoquée par un excès d'endettement des grandes économies occidentales. C'est **l'intervention des Etats qui a mis fin à cette crise de la dette toutefois, un an après, le problème semble non pas résolu, mais déplacé : ce sont les Etats eux-mêmes qui se trouvent surendettés**, ce qui inquiète les marchés depuis quelques semaines comme l'exprime le recul de près de 1%, en décembre 2009, de l'indice des emprunts d'Etat de la zone euro JP Morgan EMU. Là encore, méfions-nous de ce que nous pourrions souhaiter : résoudre cette nouvelle crise de la dette reviendrait à tarir la seule source de demande qui fonctionne encore dans les grandes économies occidentales. Selon le président d'une grande banque européenne : « *les guichets de la Sécurité sociale mondiale ont fermé et laissent la planète travailler sans filet* » ⁽¹⁾.

Heureusement, dans ce contexte économique pour le moins incertain, une récente publication universitaire permet, si besoin était, de remettre quelques pendules à l'heure : la relation entre performance des marchés financiers et croissance économique n'est que très faible, voire inverse⁽²⁾. Ceci permet aux investisseurs de consacrer leur énergie à d'autres préoccupations que la divination des taux de croissance.

Par exemple, après des progressions à deux (voire trois !⁽³⁾) chiffres sur l'ensemble des grands marchés, une question s'impose : les marchés financiers offrent-ils des valorisations attrayantes ? **Comparées aux bénéfiques 2009, les valorisations actuelles restent proches des moyennes historiques, aux Etats-Unis et en Europe.** Elles sont souvent **supérieures aux moyennes du passé pour les grands émergents, mais cette différence est pleinement justifiée** par le changement de robustesse de ces économies et de statut de ces marchés. Les marchés d'actions, comme la plupart des placements, redeviennent attrayants dès lors qu'on les compare à l'actif dit sans risque : tant que les marchés monétaires ne génèrent quasiment pas de rémunération - le monétaire euro (Eonia) a progressé de 0,7% en 2009, progression très majoritairement acquise sur le premier semestre -, l'attractivité de tous les autres placements s'en trouve renforcée. De même, les taux de rendement des marchés européens, généralement supérieurs à 3%, leur confèrent une attractivité supplémentaire. Pour les épargnants français, le placement phare, le support en euros des contrats d'assurance-vie, devrait en moyenne afficher un rendement 2009 inférieur à 3,7%.

(1) Michel Cicurel, Président de la Compagnie Financière Edmond de Rothschild, Les Echos, 04/01/10

(2) « Equity Paradigms challenged », A Sittampalam, in Investment Management Review, Novembre 2009

(3) Les marchés brésiliens et russes ont respectivement progressé de 136% et 123%, performances en euros des indices Bovespa et RTS, source Bloomberg



Allocation d'actifs

Janvier 2010

Les obligations privées qui ont rencontré un très vif succès en 2009, continuent à servir un rendement de l'ordre de 4,7%, toujours respectable au regard du monétaire (indice Merrill Lynch au 31/12/2009 représentant les émissions BBB en euros). Quant à l'autre placement star de 2009, l'or, il échappe toujours largement à la notion de valorisation : est-il cher ou bon marché à 1100 dollars par once ? La seule réponse réside dans l'opinion qu'on peut se faire des monnaies fiduciaires, et, de ce point de vue, il est probable qu'il dispose encore d'une belle marge d'appréciation.

Quant au sentiment des investisseurs, il semble **encore très partagé** entre « diseurs » et « faiseurs ». Alors que la très grande majorité des stratégies financières, sociétés de gestion ou banques d'affaires attendent des marchés actions sensiblement en hausse en 2010, les investisseurs finaux demeurent très en retrait : ce sont les produits obligataires qui ont, de très loin, recueilli les faveurs des investisseurs, privés comme institutionnels. Du côté des marchés actions, seuls les marchés émergents ont attiré les capitaux, battant des records historiques en termes de collecte. Alors que les principales préoccupations se concentrent désormais sur la dette des Etats, quel pourrait être le contrecoup d'un éventuel krach obligataire sur les marchés actions ? Les deux derniers épisodes de ce type amènent des scénarios contraires : pour des hausses de taux comparables (200 points de base sur le 10 ans français), l'année 1994 s'était soldée par une baisse des actions tandis que 1998 s'était terminée en forte hausse.

Cette publication est diffusée à titre d'information uniquement et ne constitue ni une proposition commerciale ni une incitation à souscrire. Préalablement à tout investissement décidé après lecture de ces recommandations, l'investisseur doit s'assurer que les produits proposés correspondent à son profil et ses objectifs (notamment au regard de sa situation financière, de son expérience en matière d'investissement et de l'objectif de l'investissement). Ce document est publié en France par Invesco Asset Management SA, 18, rue de Londres, 75009 Paris. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Du fait de leur volatilité, les investissements sur les marchés émergents ne doivent représenter qu'une part limitée du portefeuille. Investir dans des portefeuilles d'actions axés sur des secteurs ou des segments particuliers du marché peut induire un risque accru du fait du caractère concentré de ses investissements. Les informations et les opinions de Invesco peuvent être modifiées sans préavis. Bien que ce document soit basé sur des informations considérées comme fiables, aucune garantie ne peut être acceptée pour toute erreur, tout malentendu ou toute omission, ou pour toute action prise à la lecture de ce document. Invesco Asset Management SA propose des services d'investissement dans le respect des règles applicables en France.

Allocation d'actifs Janvier 2010		
Marchés Actions	Opinion	Thématiques privilégiées
Europe	+	Technologie Etats-Unis
Etats-Unis	-	Santé Etats-Unis
Japon	-	High Yield Corporate
Marchés émergents	+	Dette émergente devise locale

= neutre

+ surpondéré

- sous-pondéré

Sur le mois de décembre, **les portefeuilles diversifiés multigérants Invesco** ont été pilotés de manière assez distincte selon leur profil de risque. Les portefeuilles patrimoniaux, qui étaient sensiblement exposés aux marchés obligataires, ont vu leur niveau de risque réduit sur les emprunts d'Etat. Quant aux portefeuilles plus flexibles, deux nouvelles positions ont été initiées : d'une part, un achat de dollars contre euros, pour bénéficier d'un rééquilibrage en cours, conséquence directe des craintes sur les dettes de certains Etats de la zone euro. D'autre part, l'exposition aux technologies de l'information a été accrue et affinée via un investissement sur les semi-conducteurs, dont les ventes donnent des signes de vigueur retrouvée.

Pour les semaines à venir, c'est très probablement les craintes macro-économiques qui devraient diriger les sautes d'humeur des marchés qui, n'en doutons pas, devraient perdurer.

Achevé de rédiger, le 4 janvier 2010