



Bernard Aybran
Directeur de la multigestion
Invesco Asset Management

Des tendances plus claires sur les marchés obligataires ou de change

Les deux premiers mois de l'année 2010 se sont avérés difficiles pour les investisseurs sur les marchés actions. Ou bien ont-ils été plutôt bons ? Les deux opinions peuvent tout à fait se justifier, tant ce sont les devises, et non les marchés eux-mêmes, qui ont déterminé le bon comportement des portefeuilles. Tandis que l'EuroStoxx 50 chutait de 8% en deux mois, l'indice MSCI Monde en euros, représentatif des actions mondiales progressait de 2,4% sur la même période.

Depuis le début de l'année, l'euro a perdu plus de 5% de sa valeur contre le dollar et 9,5% contre le yen. Les craintes persistantes quant à la dette des Etats d'Europe du Sud, au premier rang desquels la Grèce, ont maintenu la devise européenne sous pression. Au-delà des doutes relatifs à la pérennité de la zone euro, ce **phénomène est mis à profit comme une opportunité massive de plus-value** par de nombreux investisseurs. Les positions vendeuses d'euro sur les marchés à terme atteignent des niveaux très élevés. Et la situation prend même une tournure romanesque lorsque la rumeur se répand : George Soros, vétéran des hedge funds, souhaiterait renouveler avec l'euro l'une des opérations qui avait fait sa fortune, et sa réputation, en 1992, durant laquelle il avait « attaqué » la livre sterling⁽¹⁾. **Plus que les actions, que la dette d'entreprises ou les matières premières, ce sont bien sur les devises que les mouvements les plus importants se sont déroulés sur les deux premiers mois de 2010.**

L'un des corollaires logiques à cette faiblesse de l'euro serait une dépréciation des emprunts d'Etat de la zone : bon nombre de ces gouvernements sont lourdement endettés et leurs perspectives de recettes fiscales restent pour le moins sombres. En outre, les agences de notation multiplient au fil des semaines leurs mises en garde sur la solvabilité de bon nombre de ces émetteurs. Et pourtant, au 26 février, **ce sont bien les emprunts d'Etat de la zone euro qui ressortent comme le meilleur placement de l'année**, en progressant de 1,7%⁽²⁾, soit plus que la quasi-totalité des marchés d'actions (hors effet de change), plus que la dette émergente ou le high yield corporate. Ce résultat serait-il incohérent ? Oui, si l'on considère que les marchés sont dirigés par l'économie. Non, si l'on garde à l'esprit que les prix sur un marché, financier ou pas, se déterminent *in fine* par la confrontation entre offre et demande. Et il se trouve **que la demande pour les emprunts d'Etat ne se tarit pas**. Trois quarts des institutionnels français ne comptent pas accroître le poids des actions dans leurs investissements⁽³⁾. Sur plus long terme, **deux facteurs structurels concourent à maintenir une demande soutenue pour les emprunts d'Etat** : les normes réglementaires, au premier rang desquelles *Solvency II*, ainsi que la démographie. Lorsque la part des 25-65 ans dans la population diminue, la demande d'investissement est biaisée en faveur des obligations⁽⁴⁾.

(1) cf « Hedge Funds Try 'Career Trade' Against Euro », Wall Street Journal, 26/02/2010

(2) Indice JP Morgan EMU, en euros

(3) Sondage MultiRatings publié dans Les Echos du 01/03/10

(4) Source Barclays Equity Gilt Study 2010



Allocation d'actifs

Mars 2010

Au regard de l'actualité qui a animé les devises et les obligations, les marchés actions ont pu sembler bien ternes en février. A tel point **que personne n'ose célébrer l'excellente saison des résultats qui s'achève aux Etats-Unis** : puisque trois quarts des sociétés battent les attentes non seulement en termes de résultat net, mais aussi en termes de chiffre d'affaires. Toutefois si les résultats s'avèrent meilleurs que les prévisions, il est vrai que plus des deux tiers des mêmes sociétés auront vu leurs ventes et leurs bénéfices baisser sur 2009, ce qui relativise l'ampleur des bonnes nouvelles⁽⁵⁾. Ce désintérêt pour les bons résultats des sociétés permet aux marchés actions en général de retrouver des niveaux de valorisation intéressants à bien des égards : avec un rendement de l'ordre de 3,6%⁽⁶⁾, les actions européennes rivalisent avantageusement avec des emprunts d'Etat qui rapportent moins de 3,4% sur 10 ans⁽⁶⁾.

Dans le courant du mois de février, **les portefeuilles diversifiés multigérants Invesco** ont connu une double inflexion. Tout d'abord, la prise de bénéfice initiée en janvier s'est poursuivie sur les investissements en dette de sociétés privées notées BBB ou mieux (*investment grade*). Leur qualité est bien loin d'être remise en cause puisque, bien au contraire, les perspectives de défaut sont nettement revues à la baisse. En revanche, du fait de la forte compression des spreads, le rendement moyen de la dette corporate euro s'approche à présent de 3,6%⁽⁷⁾, un niveau très proche des emprunts d'Etat à 10 ans. Du côté actions, si l'exposition globale des portefeuilles est demeurée relativement inchangée sur le mois, les positionnements les plus défensifs ont continué à être privilégiés, du point de vue sectoriel, ce qui n'a pas empêché de conserver des positions relativement importantes sur les marchés émergents, très solides, comparés à l'Europe.

(5) Source : Aurel BGC, 28/02/10

(6) Source : Morgan Stanley au 22/02/10, et OAT 10 ans au 26/02/10

(7) Indice ML EMU Corporate

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 Mars 2010		
Marchés Actions	Opinion	Thématiques privilégiées
Europe	+	Technologie Etats-Unis
Etats-Unis	-	Santé Etats-Unis
Japon	-	Dette corporate Investment Grade
Marchés émergents	+	Dette émergente devise locale

= neutre

+ surpondéré

- sous-pondéré

Pour les semaines à venir, il sera important de multiplier les sources de performance. Un rebond des actions serait justifié tant par les valorisations que par les résultats des sociétés. **Toutefois, l'absence prolongée de flux vers les actions, voire un regain de méfiance à leur égard, peut tout à fait prolonger leur chute. Des tendances bien plus claires sont établies sur les marchés obligataires ou de change. En tirer profit devrait être une partie importante des gestions de portefeuilles en 2010.**

Achévé de rédiger, le 1 mars 2010