



Bernard Aybran  
Directeur de la multigestion  
Invesco Asset Management

(1) EONIA capitalisé, source Bloomberg.  
Toutes les performances citées dans cette note sont arrêtées au 27/11/09.

(2) On parle de « carry trade »

(3) Par exemple indicateurs des Directeurs d'Achats, indicateurs de confiance

## Une nervosité persistante sur les marchés jusqu'à la fin de l'année

L'année 2009 a été particulièrement riche en rebondissements, surprises et volte-face. C'est le moins qu'on puisse dire si l'on se souvient que les grands marchés actions avaient commencé l'année par des baisses proches de 20% pour connaître ensuite des rebonds supérieurs à 50%.

Paradoxalement, c'est un chiffre très proche de zéro qui pourrait le mieux expliquer nombre de ces rebondissements : depuis le début de l'année, un placement sur les marchés monétaires euro a rapporté 0,7%<sup>(1)</sup>. **La rémunération des placements monétaires est aujourd'hui quasi nulle.** Cette situation résulte d'une politique monétaire, très proche en Europe et aux Etats-Unis, initiée il y a près d'un an, au cœur de la crise financière. La liquidité gratuite a produit l'effet escompté : le système financier international ne s'est pas effondré et la plupart des grandes banques internationales ont survécu malgré un nombre record de faillites de banques régionales aux Etats-Unis en 2009. En parallèle, un effet collatéral s'est imposé alors qu'il n'était pas forcément recherché : un rebond violent des grands marchés financiers.

La non-rémunération des liquidités constitue de fait le soutien majeur aux marchés financiers en général, toutes classes d'actifs confondues. Qu'il s'agisse de la dette des obligations privées ou d'Etats, des actions ou des matières premières, rares sont les actifs qui se sont dépréciés en 2009. A l'exception notable du dollar, qui perd plus de 7% de sa valeur contre euro : le « crédit gratuit » offert sur la dette en dollar en a fait la devise de choix pour financer les placements sur tous les autres marchés<sup>(2)</sup>. Pour gonfler d'autres bulles, diraient les esprits chagrins. A un mois d'une nouvelle année, la question est fondamentale pour les investisseurs : **des performances à deux chiffres sur les marchés financiers sont-elles justifiées dans un contexte économique qui demeure, pour le moins, difficile ?**

Tout d'abord, le rôle des marchés financiers est d'anticiper. Il est donc pleinement justifiable de les voir se stabiliser, ou rebondir, avant que les grands indicateurs économiques ne se stabilisent, voire ne s'améliorent. C'est pourquoi les économistes de marché qualifient souvent les chiffres du chômage ou de la croissance d'indicateurs retardés. En revanche, c'est **l'ampleur du rebond qui est plus inattendue.** On pourra répondre qu'elle est proportionnelle à l'ampleur de la baisse qui avait précédé. Mais les indicateurs avancés<sup>(3)</sup>, qui semblent pour la plupart sur la voie d'une amélioration depuis plusieurs mois, ne se sont toujours pas traduits par des améliorations palpables.

Tout se passe assez étrangement comme si **la justification des rebonds récents se ramenait à une question de confiance** dans des indicateurs de confiance. Un raisonnement circulaire ?



Robert Shiller, économiste enseignant à Yale, résume la situation en expliquant que c'est la méthode Coué qui peut sauver la situation économique<sup>(4)</sup>. Pour un investisseur, la question peut donc se ramener à : combien paie-t-on cette confiance, lorsque l'on achète des actions ou des obligations sur les marchés ? **Pour la plupart des grands marchés, les prix sont voisins de leur moyenne historique.** En d'autres termes, rien ne permet d'affirmer, au vu des valorisations, que des bulles se sont manifestement développées. A 15 fois les bénéfiques 2009, les actions européennes ou émergentes ne sont plus bradées mais n'intègrent pas non plus d'hypothèses de croissance euphoriques.

Dans ce contexte, **les portefeuilles diversifiés multigérants Invesco sont demeurés positionnés de manière assez défensive** sur le mois de novembre. Les principales sources de performance se sont paradoxalement trouvées aux deux extrémités de l'échelle de risque : les valeurs brésiliennes ont progressé de plus de 8% et le secteur de la santé de 6%<sup>(5)</sup>. Mais les emprunts d'Etats ont également contribué positivement, puisque les émissions 7-10 ans de la zone euro s'apprécient de plus de 0,4% sur le mois. Du côté des valeurs européennes, le repositionnement sur les grandes capitalisations s'est également avéré payant : les petites capitalisations, même si elles ont progressé sur le mois, restent en net retrait, 0,9% contre 2,3%<sup>(6)</sup>.

**Les emprunts d'Etat de la zone euro devraient être maintenus à des niveaux importants dans les portefeuilles** : ils sont parmi les très rares actifs à générer une certaine diversification lors des grands mouvements de flux et reflux de l'aversion au risque. Si les OAT ont tendance à progresser lorsque les actifs risqués se replient, elles tendent à rester proches de leurs plus hauts lorsque les actions remontent. Cette asymétrie du comportement à la hausse comme à la baisse en fait un actif particulièrement appréciable dans le contexte actuel.

Thématiques à privilégier	Actions	Obligations
<b>Etats-Unis</b>	Grandes capitalisations Valeurs technologiques Valeurs de la santé	Emprunts à haut rendement ( <i>high yield</i> )
<b>Europe</b>	Grandes capitalisations	Emprunts d'Etat
<b>Emergents</b>	Producteurs de matières premières en priorité	Dettes en devises locales
<b>Japon</b>	Pas de position	

Pour les semaines à venir, **la nervosité pourrait demeurer élevée.** La réaction au défaut de Dubai World est symptomatique à cet égard. Alors que les montants en jeu sont tout à fait modestes, de l'ordre de 3 milliards d'USD, l'annonce a déclenché des réactions très vives sur les marchés internationaux. A l'heure où la plupart des traders se préparent à terminer leur année, qui a été généralement très bonne, la faiblesse des volumes sera propice à des mouvements importants.

Achevé de rédiger, le 30 novembre 2009.

(4) Cf éditorial du New York Times, le 22/11/09

(5) Performances en euros. Source Bloomberg

(6) Indices MSCI Europe. Source Bloomberg

**Ce document est uniquement destiné aux clients professionnels, et n'est pas pour l'usage des clients non professionnels.**

Ce document est diffusé à titre d'information uniquement, et ne constitue ni une proposition commerciale ni une incitation à souscrire. 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. La valeur liquidative des fonds ainsi que leurs revenus vont fluctuer, ce qui peut partiellement être le résultat des fluctuations de taux de conversion, et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant total de leur investissement. Si les investisseurs ne sont pas certains que ce produit est adéquat pour eux, ils doivent prendre conseil auprès de leur conseiller. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Toute référence à un classement ou une récompense ne préjuge pas des performances futures. Les investissements sur les marchés émergents ne doivent représenter qu'une part limitée du portefeuille du fait de leur volatilité. Dans tous les cas, l'investisseur doit lire les prospectus simplifiés et les prospectus complets des fonds pour avoir connaissance des données relatives au degré de risque, frais, ainsi que d'autres informations. Pour tous renseignements, contactez le service client de Invesco Asset Management S.A. au 01.56.62.43.77 ou sur [www.pro.invesco.fr](http://www.pro.invesco.fr).