



Bernard Aybran
Directeur de la multigestion
Invesco Asset Management

Après le retour à la norme en mai, et avant la saison des résultats trimestriels, la nervosité des marchés devrait perdurer.

Un événement exceptionnel s'est produit au mois de mai 2009 : un retour à la norme. Depuis l'automne 2008 et la chute de la maison Lehman, les marchés s'étaient installés dans des conditions hors norme, de nervosité extrême, proches de la rupture et du risque systémique. Au mois de mai dernier, de nombreux indicateurs de cette nervosité ont retrouvé des niveaux proches de ceux qui prévalaient avant septembre, qu'il s'agisse du coût de financement des banques (la prime de risque bancaire, ou TED spread dollar, est repassée sous les 60 points de base, contre plus de 400 points au plus haut de 2008), de la volatilité des actions (VIX, indice de volatilité implicite, inférieur à 30 contre 80 en octobre dernier), ou du prix des matières premières (le baril de pétrole a quasiment doublé depuis la fin décembre).

Faut-il en déduire que le pire est passé ? Afin de répondre à cette question, économistes et financiers rivalisent de créativité pour décrire le type de reprise qu'ils envisagent : en U, en V, en L, voire en racine carrée. Si l'on s'intéresse aux perspectives de croissance économique, il semble très clair que la faiblesse chronique de demande finale a peu de raisons de disparaître rapidement. Le niveau des investissements demeure particulièrement faible et les ménages sont en phase de reconstitution de leur épargne dans de nombreux pays. Si le nombre de chômeurs aux Etats-Unis augmente moins vite qu'il y a quelques mois, cette augmentation demeure notable et le pouvoir d'achat global continue à se détériorer, sous le double effet des pertes d'emploi et du renchérissement des matières premières. La zone Euro se trouve confrontée au même type de situation : avec plus de 9,2% de chômage (derniers chiffres publiés, au 30 avril dernier), soit le plus haut niveau depuis plus de 10 ans, la consommation demeure particulièrement fragile.

Si ce sont les perspectives de marché que l'on considère, le point de vue peut s'avérer sensiblement différent. En mai comme en mars et avril, les statistiques économiques et nouvelles financières qui se sont succédées ont été accueillies avec beaucoup de bienveillance. A cet égard, le passage de General Motors sous le régime du Chapitre 11 (régime de mise en règlement judiciaire aux Etats-Unis) s'est révélé caractéristique : il a été salué par une très forte hausse de l'ensemble des marchés d'actions.

Les marchés ont continué à « escalader le mur des mauvaises nouvelles », dans un contexte très particulier d'incrédulité et de scepticisme. Les sondages et statistiques de flux sur les marchés vont dans le même sens : non seulement les hausses récentes se sont produites dans un contexte où la majorité des investisseurs en a très peu profité au regard des allocations d'actifs. Mais en outre, les intentions de retour sur les marchés ne sont toujours pas majoritaires chez les investisseurs institutionnels (cf par exemple le dernier sondage Barclays Capital paru le 1^{er} juin dernier) ; le volume des fonds monétaires américains demeure inchangé sur le mois de mai.



Allocation d'actifs

Juin 2009

Les portefeuilles diversifiés multigérants Invesco sont demeurés bien exposés aux marchés actions dans le courant du mois de mai, proches des maxima autorisés pour les profils les plus offensifs, et sensiblement au-dessus de la moyenne pour les gestions patrimoniales. Les allocations sectorielles ont été poursuivies dans la lignée du mois d'avril, avec des renforcements des positions en valeurs minières. Les positions émergentes ont été pour partie diversifiées : la Chine a été allégée au profit d'une diversification sur les émergents globaux. En effet, alors que la majorité des investisseurs demeure à l'écart des actions, le consensus autour de la Chine se généralise, ce qui rend cet investissement toujours plus sujet à correction. Par ailleurs, le niveau du risque dollar a été réduit dans le courant du mois.

Allocation d'actifs Juin 2009			
Actions	Opinion	Obligations	Opinion
Europe	=	Souverains Taux Fixe	=
Etats-Unis	=	Indexées sur l'inflation	=
Japon	-	High Yield Corporate	+
Marchés émergents	+	Dettes émergentes	=

= neutre

+ surpondéré

- sous-pondéré

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.

Du côté obligataire, la sensibilité des emprunts d'Etat a été nettement réduite dans les quelques portefeuilles où ils sont encore présents. Il est pour l'heure difficile de s'inquiéter réellement de pressions inflationnistes sérieuses, que ce soit en Europe ou aux Etats-Unis. En revanche, et Ben Bernanke l'a encore rappelé au Congrès américain le 3 juin, le financement de la relance par la dette pose problème. Du point de vue des grands équilibres économiques pour le gouverneur de la Réserve Fédérale mais aussi du point de vue des investisseurs : les montants impressionnants de dette souveraine émis chaque semaine risquent en permanence de venir saturer les capacités d'absorption des marchés. D'ailleurs, les taux se sont fortement tendus dans le courant du mois de mai. En cas d'un retour de l'aversion pour le risque, ces récents mouvements pourraient créer une opportunité de retour sur cette classe d'actifs.

Corollaire à cette hausse des taux obligataires simultanément à la hausse des marchés actions : l'attractivité relative des actions s'est vue fortement réduite, si l'on raisonne en termes de valorisation.

Pour les semaines à venir, et en attendant la saison des résultats trimestriels qui ne débutera qu'au milieu du mois de juillet, la nervosité devrait demeurer très présente sur les marchés. Les flux acheteurs semblent toujours particulièrement faibles sur les actions et les récentes hausses de taux longs pourraient rendre le placement obligataire plus attractif. Pas de répit en vue.

Achévé de rédiger, le 8 juin 2009