



Bernard Aybran
Directeur de la multigestion
Invesco Asset Management

Après un été porteur sur les marchés, une rentrée sensiblement positive sur le front économique, et après ?

C'est officiel : c'est la rentrée. Et pas uniquement dans les écoles, visiblement, puisque les déclarations se succèdent de toutes parts et vont dans le même sens : le pire est passé ⁽¹⁾. Au-delà des déclarations, les marchés ont progressé de manière importante sur la quasi-totalité des grandes places. Notre dernier commentaire mensuel, rédigé le 9 juillet, supposait que la tendance estivale serait donnée par la publication des résultats du deuxième trimestre. De fait, mi-juillet, des résultats supérieurs aux attentes ont déclenché une nouvelle phase de hausse, très rapide.

Donc, ça y est ? Le pire est passé ? Mais le pire de quoi au juste ? En premier lieu, c'est très clairement du point de vue du « sentiment » que l'amélioration est visible : le moral des entrepreneurs et investisseurs s'est très nettement redressé ⁽²⁾. Le pire est passé également (et ceci explique probablement en partie cela) pour le système financier en général : il est désormais acquis qu'aucune banque de premier plan ne fera faillite ⁽³⁾, ce qui a permis au système de retrouver un fonctionnement normal. Si l'on qualifie de « normales » les conditions qui prévalaient jusqu'à la faillite de Lehman Brothers.

Si la crise financière semble se terminer, **l'économie au sens large demeure marquée par des pressions déflationnistes fortes** et la **crise de la demande semble encore loin de se résoudre**. Tout d'abord, la consommation des ménages demeure plombée par la conjonction d'un chômage en hausse, de salaires en baisse et de la reconstitution d'une épargne de précaution. D'autre part, même si les intentions d'investissement s'améliorent, les investissements effectifs demeurent particulièrement faibles. Enfin, le crédit bancaire demeure restrictif partout dans le monde, ce qui constitue un frein supplémentaire à une hausse future des dépenses, de la part des ménages comme des entreprises.

Comment, dans ces conditions, les résultats des sociétés pour le deuxième trimestre ont-ils « surpris positivement » ? D'une part, les attentes des analystes sont devenues, au fil du temps, de plus en plus modestes et prudentes ⁽⁴⁾. Il était donc d'autant moins difficile de faire mieux. D'autre part, pour améliorer un bénéfice net, on peut, soit augmenter les ventes, soit diminuer les coûts. Et c'est cette dernière solution qui a prévalu dans la grande majorité des cas. Le résultat des réductions massives et simultanées des coûts par la majorité des entreprises est clair, à court terme : un effondrement de l'emploi et des investissements.

(1) parmi les dernières en date en provenance de personnalités particulièrement différentes, Jean-Claude Juncker, président de l'EuroGroup, dans un discours du 2 septembre ou bien Alain Olive, secrétaire général de l'UNSA lors d'une interview radio du 31 août.

(2) Cf par exemple les dernières publications d'indices des directeurs d'achat (PMI) aux Etats-Unis, en zone euro ou en Chine ; ou bien les résultats du sondage mensuel Bank of America / Merrill Lynch auprès des allocataires d'actifs.

(3) Malgré de nombreuses disparitions de petits établissements, régionaux ou spécialisés

(4) En un an, les prévisions de bénéfices ont été divisées par 2 sur le S&P 500 selon S&P



Allocation d'actifs

Septembre 2009

(5) Taux des emprunts d'Etat français, OAT

Au terme de ces hausses rapides des actions, **les valorisations de nombreux marchés sont revenues à des niveaux, sinon élevés, du moins, peu attractifs comparés aux périodes passées.** Pour ne citer qu'un exemple, aux Etats-Unis, les actions sont désormais plus chères qu'elles ne l'ont été en moyenne sur les 3 dernières années, que l'on considère les PE ou les taux de rendement. Les actions demeurent toutefois intéressantes si on les compare aux autres grandes classes d'actifs : avec des taux d'intérêt proches de 3,5% à 10 ans⁽⁵⁾, et inférieurs à 1% sur le monétaire, de nombreux investisseurs sont contraints d'aller chercher une rémunération hors des actifs « sans risque ». D'autant plus qu'une bonne partie des investisseurs, particuliers comme professionnels, a largement manqué la hausse des six derniers mois. Et c'est probablement là l'un des rares facteurs de soutien qui peut permettre aux marchés actions de poursuivre leur 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 Septembre 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

Les portefeuilles diversifiés multigérants Invesco sont demeurés investis sur des niveaux assez importants pendant la majeure partie de l'été. **Au fil des semaines, les expositions aux marchés émergents ont été allégées au profit de l'Europe et du Japon.** Ces marchés affichent en effet un retard car ils n'ont pas totalement bénéficié des progressions récentes d'autres places, en particulier émergentes. Ils ressortent à des niveaux de valorisation tout à fait raisonnables. Et la sous-exposition de la plupart des investisseurs confère à ces deux zones un potentiel de rattrapage d'autant plus important. Le risque de change contre dollar a été fortement réduit.

Pour les semaines à venir, ce sont les nouvelles macro-économiques, voire des annonces venues de la sphère politique, qui viendront rythmer les marchés. Et la plupart des investisseurs conserveront à l'esprit que, historiquement, le mois de septembre s'est avéré peu favorable aux marchés actions.

Achévé de rédiger, le 4 septembre 2009