



# Scénario Central

Le vote de CAMGESTION



Rédigé le : 04 novembre 2011

			Niveau au moment du vote	Prévisions à 3 mois	
Les Banques Centrales	<b>Europe</b>	<b>Taux Directeur :</b>	<b>1.50%</b>	<b>1.50%</b>	→
	<b>Etats-Unis</b>	Taux Directeur :	0-0.25%	0-0.25%	→
Les marchés Monétaires	<b>Europe</b>	<b>Euribor 3M :</b>	<b>1.58%</b>	<b>1.35%</b>	↘
	<b>Etats-Unis</b>	Libor 3M USD :	0.43%	0.45%	→
Les Marchés Obligataires	<b>Europe</b>	<b>OAT 10 ans :</b>	<b>3.12%</b>	<b>3.15%</b>	↗
	<b>Etats-Unis</b>	T-note 10 ans :	2.06%	2.15%	↗
	<b>Japon</b>	JGB 10 ans :	1%	1%	→
Les Marché des Changes		<b>Parité Euro-Dollar :</b>	<b>1.38</b>	<b>1.38</b>	→
		Parité Dollar-Yen :	78	78	→
Les Marchés Actions	<b>Europe</b>	<b>CAC 40 :</b>	<b>3096 points</b>	<b>3200 points</b>	↗
	<b>Etats-Unis</b>	S&P 500 :	1218 points	1280 points	↗
	<b>Japon</b>	Nikkei :	8640 points	9000 points	↗



## Contexte Economique

La décision d'organiser un référendum en Grèce a rouvert la boîte de Pandore après que le plan du 27 octobre eut pourtant réussi à calmer une partie des inquiétudes sur la capacité des Etats de la zone à s'extraire de l'enlèvement de la dette. Quelle que soit l'issue de cette décision, véritable référendum ou effet de manche ubuesque sans lendemain, elle remet surtout sur le devant de la scène un contexte européen bien maussade. Les dernières données macro de l'eurozone font état d'une dégradation généralisée de l'environnement économique : PMI en berne, dépenses en décélération, chômage en hausse... Le risque de contagion s'étend à l'Italie et un risque de dislocation sociale à l'échelle continentale s'amplifie. Le serpent se mord la queue : le ralentissement économique s'autoréalise par le jeu d'une confiance dégradée. L'effet de ciseau privé-public opère ; les sociétés réduisent la voilure des investissements tandis que les Etats mettent en place des plans d'austérité à double tranchant...

**La sinistrose est en passe d'envahir l'Europe. Les ménages sont pris en étau entre l'inflation et la baisse ou stagnation de leurs revenus. Les réponses politiques au défi de la dette se mettent progressivement en place mais ne satisfont pas encore les investisseurs. Balloté de toutes parts, le paquebot européen tangué face aux enjeux majeurs qui le tiraillent. Si son horizon s'assombrit, il semble encore en mesure de redresser la barre avant de toucher l'iceberg. L'Europe devra alors apprendre de l'Amérique le pragmatisme économique et politique. Car quoi qu'on en dise, les Etats-Unis n'ont toujours pas la tête sous l'eau. La croissance du PIB au troisième trimestre atteint 2,5% en rythme annualisé. Le chômage diminue. La consommation des ménages rebondit. La productivité explose. Les commandes industrielles progressent. Le tableau est loin d'y être rose mais au-delà des querelles partisans, la majorité des agents économiques tentent de tirer dans le même sens...**

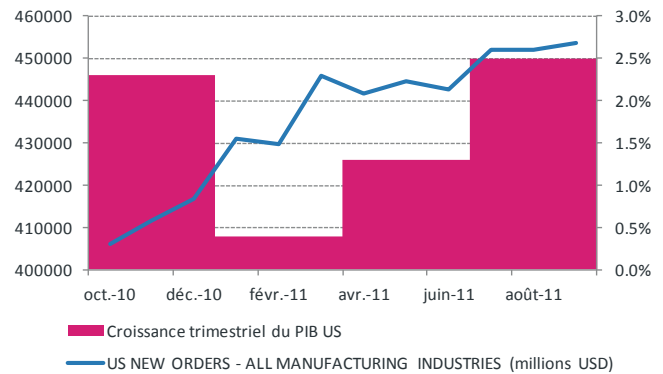
## Marché de Taux

La Federal Reserve n'a pas vraiment surpris son monde en indiquant que les perspectives de croissance assombries l'amenaient à maintenir une politique monétaire accommodante. Il faut dire qu'en dépit de données macro moins noires qu'attendues, son observation du chômage domestique et de la situation en Europe ne l'incite pas à un optimisme béat. Un nombre grandissant d'observateurs s'attendent désormais tôt ou tard à un QE3 après que Ben Bernanke eut indiqué que la Fed était prête à faire encore davantage en matière de relance.

Laissant de côté ces problématiques de relance parce qu'accaparée par la gestion de sa dette, l'Europe pare au plus pressé. Le nouveau plan de sauvetage du 27 octobre a rassuré tout en laissant songeur telle la capacité d'intervention du FESF qui a été portée à 1 000 milliards d'euros via la mise en place d'un effet de levier de 4 à 5. Le président de la Bundesbank, Jens Weidmann, n'en oublie pas pour autant de maintenir la pression en indiquant qu'il « serait dévastateur qu'on ait l'impression que, pour résoudre les problèmes financiers d'un Etat, on ne mise pas sur les efforts de celui-ci mais sur les aides d'autres pays ». En d'autres termes, la solidarité européenne ne supprime heureusement pas la nécessité impérieuse de se prendre en main d'autant que c'est dorénavant l'Italie qui inquiète. Le 10 ans italien à 6,33% est à son plus haut depuis août et son spread avec le Bund à 450 points à un plus haut depuis l'instauration de l'euro malgré l'intervention manifeste de la BCE sur le papier transalpin. Les rachats de la BCE restent trop modestes pour apaiser un marché très crispé. Le Bund rallye logiquement (40bp en quelques séances) alors que le spread sur l'OAT bat également des records (de stress) à 126 bp.

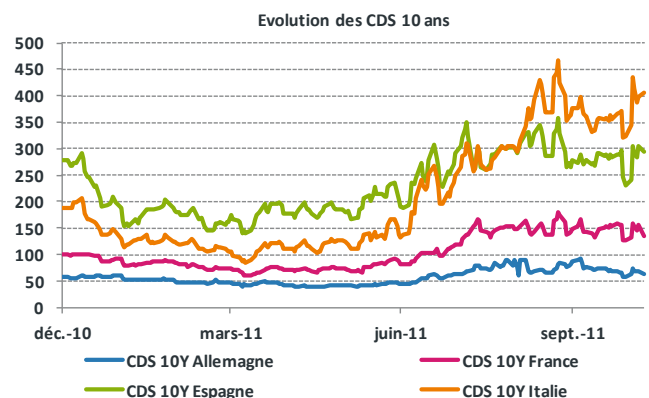
**Baptême du feu pour le nouveau gouverneur de la BCE, Mario Draghi. Dans ce fort contexte d'incertitude macroéconomique, la pression s'accroît pour une baisse des taux directeurs de la BCE. L'implication de la banque centrale dans le dossier de la dette sera aussi déterminant tant que les mécanismes de sauvetage resteront flous et les gouvernements de la zone susceptibles de coups d'éclats politiques... Notre Comité anticipe un destress du dossier et par voie de conséquence une légère remontée des taux d'ici 3 mois avec l'OAT à 3,15% et le T-note à 2,15%.**

### L'activité américaine se révèle plus soutenue qu'attendue



Source : Datastream

### Les CDS s'écartent de nouveau



Source : Datastream



## Marchés Actions

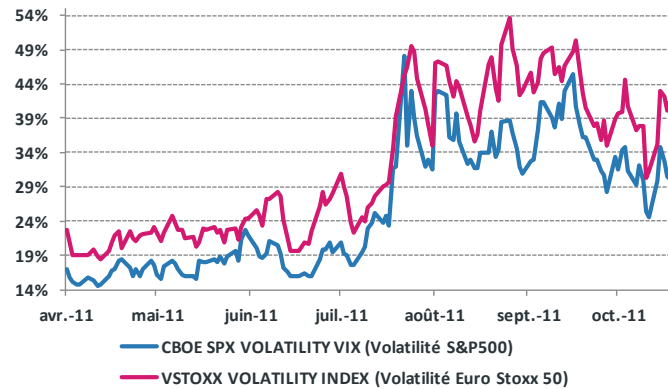
Le rebond automnal des marchés d'actions aura-t-il été un feu de paille? Avec une hausse de 10,8% en octobre, le S&P 500 a réalisé sa meilleure performance mensuelle depuis 20 ans tandis que le CAC 40 prenait 8,75%. Après un été cataclysmique, les principaux indices développés et notamment européens ont ainsi fortement remonté dans le sillage de données macro américaines moins mauvaises que prévues, de résultats micro solides et d'une perspective d'amélioration de la crise de la dette dans l'eurozone.

Las, l'annonce d'un référendum en Grèce le jour d'Halloween résonne comme un mauvais film d'horreur que peu de scénaristes auraient osé écrire. Plongeant les marchés dans une circonspection puis un désarroi destructeurs, ces nouvelles circonvolutions politiciennes ont fait violemment dévisser les indices actions au cours des séances suivantes au point de reperdre la majorité des gains engrangés en octobre. On continuera donc de guerre lasse à regretter ces atterroissements qui gangrènent la crédibilité de la gouvernance de la zone et la précipitent plus près du précipice à chaque fois...

Cette annonce incompréhensible est d'autant plus dommageable que la classe actions retrouvait progressivement des facteurs de soutien. Les dernières données micro n'ont pas fait écho au catastrophisme ambiant. Comme souvent, la dernière saison des résultats n'a pas déçu le consensus avec près de 80% des résultats américains supérieurs aux attentes. Aux cours actuels, les entreprises américaines sont valorisées seulement 12,2 fois les bénéfices contre une moyenne historique de 16-17. Les bons résultats sont souvent accueillis par des hausses sensibles, démontrant des lors que les multiples de valorisation ne sont pas surévalués malgré des inquiétudes sur les « guidances ». Les marchés d'actions pourraient bénéficier d'un rallye de fin d'année et d'une repondération favorable début 2012 après un exercice 2011 particulièrement usant pour ces actifs.

**La nervosité domine et la volatilité explose. Pour autant, l'important rebond du mois d'octobre montre que les marchés d'actions gardent sous le pied un net potentiel de réappréciation si les inquiétudes s'estompaient. La bonne tenue micro et un apaisement sur certaines données macro nous incitent à être prudemment optimistes. Nous voyons le CAC 40 à 3200 points à fin janvier et le S&P 500 à 1280.**

Les niveaux de volatilité restent sur des points hauts



Source : Datastream

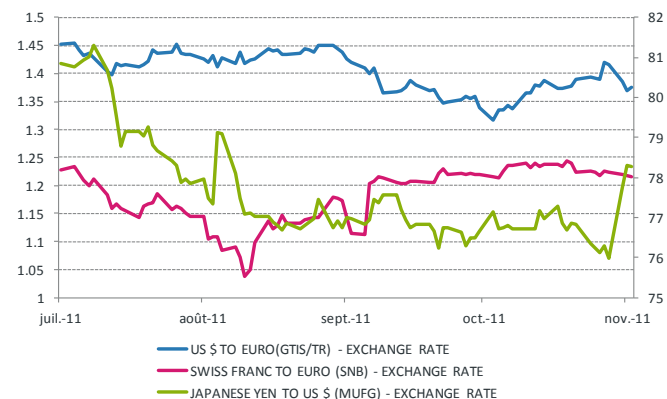
## Marché des Changes

Les soubresauts de la crise de la dette en zone euro ont été largement ingérés par la monnaie unique ces dernières semaines et surtout ces derniers jours. Adoptant une évolution mimétique calquée sur les espérances ou les déceptions causées par ce qui est devenu autant un dossier financier que politique voire politicien, l'euro a d'abord profité d'un rebond vers son point pivot des 1,41-1,42 avant de retomber en ligne droite sur les 1,36 après l'annonce d'un référendum en Grèce. La faillite de MF Global, très exposé à la dette de l'eurozone et le ralentissement de l'activité en Chine, que certains attendent comme le cavalier blanc de la zone, n'ont pas non plus contribué à renforcer la devise européenne.

Pendant ce temps, le yen contre dollar battait son plus haut historique fin octobre durant 4 séances d'affilée en se rapprochant inexorablement des 75 yens pour 1 dollar avant de refluer sur les 79,55 en séance. La Banque du Japon (BoJ) a du en effet sortir l'artillerie lourde en réalisant la plus grande intervention de son histoire (consensus de 8000 milliards de yens contre 4500 milliards en août) afin de tenter de calmer une nouvelle fois les ardeurs d'investisseurs prenant la devise nipponne comme une valeur refuge incontournable. Car au grand dam des Japonais, les mouvements de l'autre principale devise refuge, le franc suisse, sont désormais limités par la nouvelle politique de la Banque Centrale helvète qui a déjà instauré explicitement et concrètement un taux plafond face à l'euro. Echaudés par la puissance financière suisse, les cambistes se reportent donc en partie sur un yen pour lequel les interventions précédentes de la BoJ n'ont jamais réussi à endiguer longtemps la force d'attraction...

**L'euro semble condamné à errer dans le désert des Tartares tant que le contexte européen (dette souveraine et croissance anémique) restera aussi peu porteur. Il devrait ainsi évoluer entre 1,35 et 1,42 avec un statu quo à 1,38 pour fin janvier.**

Evolution contrastée des devises depuis cet été



Source : Datastream

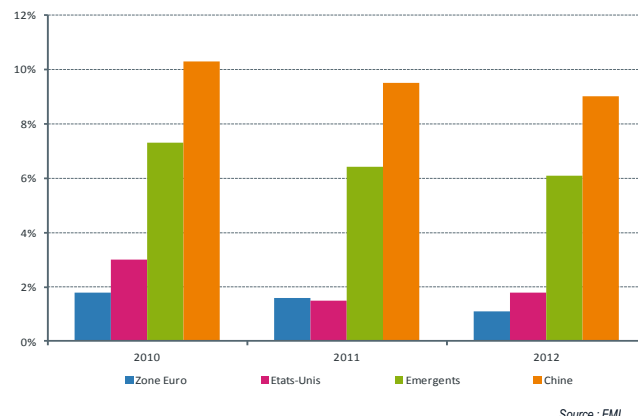


## Marchés Emergents

Les places émergentes ont fortement rebondi courant octobre pour rattraper une partie du retard qu'elles avaient accumulé sur les marchés occidentaux depuis le début d'année. Cette surperformance sur un mois est notamment à mettre au crédit de la zone Asie (Chine) et du LATAM (Brésil). La hausse concomitante des devises émergentes semble illustrer le relatif soulagement des investisseurs au sujet de leurs données macroéconomiques alors qu'à l'inverse, les pays occidentaux subissent de nouveau une défiance accrue sur leurs perspectives économiques et leur capacité à s'extraire du cercle vicieux du surendettement. La Chine change d'ailleurs de braquet en la matière en privilégiant dorénavant une politique pro-croissance (facilité du crédit aux TPE et PME accrue...) plutôt qu'une politique anti-inflationniste. Via son plan de développement quinquennal, l'Empire du Milieu vise même une croissance domestique soutenue davantage qu'une croissance tirée par les exportations.

**Les indices émergents ont été bien soutenus en octobre malgré la persistance des rachats sur les fonds actions exposés à ces zones. La nouvelle est rassurante et illustre la capacité de rebond intrinsèque de cette classe d'actifs attrayante. Malgré une décélération, les anticipations de croissance des émergents sont en effet toujours largement favorables et la visibilité des perspectives en amélioration. L'allègement des politiques monétaires dans nombre de pays, sans être trop accommodant pour autant, devrait ainsi redynamiser l'activité intérieure sans trop obérer la lutte contre l'inflation.**

Prévisions des taux de croissance des pays émergents et développés



## Allocation d'Actifs

Les marchés d'actions commencent à faire preuve d'une (très) relative stabilité depuis leur violent sell-off d'août où ils sont allés jusqu'à implicitement valoriser une récession mondiale et surtout un éclatement de la zone euro. Forts d'un important rebond en octobre, ils fluctuent désormais dans un canal entre 15 et 25% supérieur à leurs points bas estivaux. Si la volatilité demeure très forte au sein de cette fourchette, cette relative stabilité traduit un apaisement salutaire des indices actions, dorénavant capables de s'affranchir de facteurs d'inquiétude persistants comme le chômage. Sur les niveaux de valorisation actuels, il nous semblerait alors contre-productif de réduire son exposition actions alors que le gros morceau de la tempête pourrait être passé. Un distress probable des cas grec et italien serait même de nature à catalyser les marchés à la hausse. Notre Comité d'allocation d'actifs accroît ainsi légèrement sa pondération actions pour la porter à 53% de notre portefeuille modèle équilibré.

Dans ce contexte, le psychodrame hellénique ne fait finalement plus paniquer outre mesure les marchés de taux qui réagissent sans surprise par un flight to quality toujours plus sélectif et une dégradation importante des périphériques et de l'Italie. Sur les emprunts privés, la cherté du crédit se détermine de plus en plus en fonction de la qualité des signatures. Au-delà des ratings, le pays de l'émetteur est maintenant scruté à la loupe. Si les plus beaux émetteurs sont donc très chers avec une prime de risque de seulement 100 bp sur l'eurobor, les opportunités ne manquent toutefois pas aux investisseurs sélectifs et vigilants.

**Notre Comité augmente le poids de la poche actions à 53% de son portefeuille modèle équilibré 50-50. La classe actions nous semble devoir profiter d'un apaisement du contexte macro et recèle un potentiel de poursuite de son actuel rebond. Parallèlement, nous réduisons la poche obligataire à 43% du poids total. Les taux des emprunts d'Etat allemands, américains et français sont à des niveaux inconsidérément faibles à cause des tensions en zone euro. Si un distress global devrait profiter en premier lieu aux périphériques (absents par construction de notre portefeuille modèle), il pénaliserait a priori les emprunts refuges comme le Bund et le T-note. Nous diminuons donc en conséquence notre allocation sur l'ensemble des sous-catégories obligataires, en premier lieu la dette américaine. Nous maintenons enfin 4% d'instruments monétaires dans le portefeuille.**

Allocation de notre portefeuille modèle équilibré 50-50

