



Scénario Central

Le vote de CAMGESTION

Rédigé le 22 décembre

			Niveau au moment du vote	Prévisions à 3 mois	
Les Banques centrales	Europe	Taux Directeur :	0.05%	0.05%	→
	Etats-Unis	Taux Directeur :	0-0.25%	0-0.25%	→
Les marchés monétaires	Europe	Euribor 3M :	0.08%	0.10%	→
	Etats-Unis	Libor 3M USD :	0.24%	0.30%	↗
Les marchés obligataires	Europe	OAT 10 ans :	0.91%	0.90%	→
	Etats-Unis	T-note 10 ans :	2.10%	2.30%	↗
	Japon	JGB 10 ans :	0.38%	0.40%	→
Le marché des changes		Parité Euro-Dollar :	1.24	1.23	↘
		Parité Dollar-Yen :	118.3	120	↗
Les marchés actions	Europe	CAC 40 :	4056 points	4150 points	↗
	Etats-Unis	S&P 500 :	2005 points	2050 points	↗
	Japon	Nikkei :	17099 points	17600 points	↗

Ce document, émis par CAMGESTION, n'est produit qu'à titre d'information. Les informations et les opinions contenues dans ce document ont été obtenues, entre autres, auprès de sources publiques considérées comme fiables, mais aucune attestation ou garantie, expresse ou tacite, n'est donnée quant à la fiabilité ou au caractère complet de ces informations qui ne doivent pas être exploitées comme telles. Les opinions contenues dans ce document expriment le jugement de CAMGESTION au moment indiqué dans le document et sont susceptibles de changer sans avis préalable. CAMGESTION n'assume aucune responsabilité pour les pertes subies, directement ou indirectement, suite à l'utilisation de tout ou partie de ces informations.

www.camgestion.fr



CAMGESTION
GROUPE BNP PARIBAS

A BNP Paribas Investment Partner



Contexte économique

Aux Etats-Unis, l'économie gagne en dynamisme, avec un PIB en progression de +3,9% en rythme annualisé au 3^{ème} trimestre. L'activité semble en outre bien orientée pour la fin d'année. Le moteur principal de l'économie américaine, la consommation des ménages, repart de l'avant car les ménages américains sont plus confiants. Ils bénéficient non seulement de la baisse du prix de l'essence (-40% sur un an) qui leur a redonné du pouvoir d'achat mais aussi d'un marché de l'emploi dynamique. L'accélération de la croissance alimente en effet une amélioration notable du marché de l'emploi. Le taux de chômage reste bien ancré sous les 6% à 5,8% en novembre et plus de 300 000 emplois ont été créés au cours du mois. En outre des tensions sur les salaires commencent à apparaître dans certains états. Le deuxième moteur de l'économie américaine, les investissements des entreprises, réaccélère et en particulier, les dépenses en équipements et logiciels qui progressent de +11% au 3^{ème} trimestre. Les directeurs d'achats sont par ailleurs plus que confiants avec un ISM manufacturier qui reste sur des niveaux élevés à 58,7 en novembre. Les autres moteurs de la croissance sont peut être un peu en retrait. Le marché de l'immobilier continue certes à bénéficier des taux de crédit hypothécaires qui restent bas mais pourrait pâtir d'une future hausse des taux. Les exportations, quant à elles, pourraient ralentir sous le double effet de l'appréciation du dollar par rapport aux autres monnaies et de l'atonie de la croissance en Europe et au Japon.

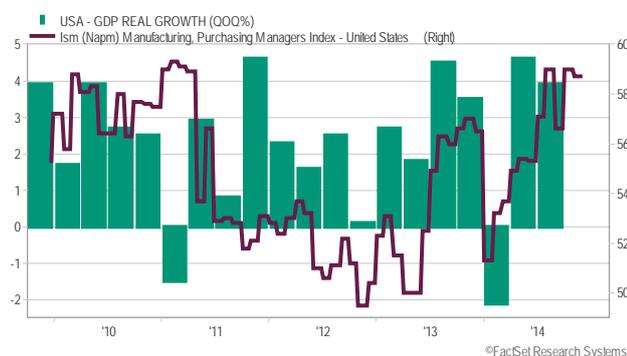
En zone euro, la croissance économique reste molle avec une progression de +0,2% au 3^{ème} trimestre. L'Allemagne souffre des difficultés de ses partenaires économiques; la conjoncture déprimée en zone euro, la crise ukrainienne, la récession en Russie, le ralentissement en Chine pèsent sur l'activité économique. Après une contraction de l'activité de -0,1% au 2^{ème} trimestre, la croissance reste molle avec une progression du PIB de +0,1% au 3^{ème} trimestre. En France, l'activité a certes progressé de +0,3% au 3^{ème} trimestre, après une légère contraction au trimestre précédent, mais cette hausse est en trompe l'oeil. La consommation publique et un phénomène de restockage (deux moteurs non pérennes) expliquent l'essentiel de cette hausse, la consommation des ménages et encore plus l'investissement privé restant pour l'instant à l'arrêt. Des mesures de relance sont ainsi plus que nécessaires pour redonner de la vigueur à l'activité économique et à l'investissement productif, ce dernier ayant reculé de -15% en zone euro entre 2007 et 2013. Les instances européennes l'ont désormais bien compris. La Commission Européenne a ainsi présenté un plan d'investissements public-privé de 315 milliards d'euros sur trois ans destiné à financer des projets d'infrastructure énergétique, numérique ou de transport. La Banque centrale, de son côté, met en place une politique monétaire très accommodante et incite de plus en plus les pays européens à se réformer structurellement pour soutenir ses efforts. Ainsi, tous les acteurs semblent désormais mobilisés pour éviter à tout prix un scénario de stagnation économique. L'affaiblissement de l'euro face au dollar et la baisse des cours du pétrole devraient en outre venir soutenir la croissance. En cas de maintien des cours du pétrole au niveau actuel, la zone euro bénéficiera d'un transfert de revenu massif et devrait voir son niveau d'activité rehaussé de 0,3 point de PIB en 2015.

Marchés de taux

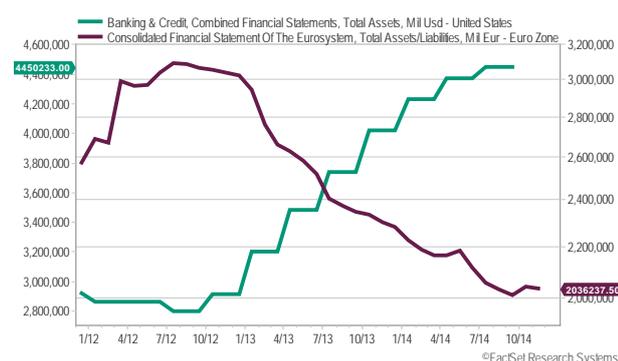
Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale ralentit son soutien à une économie maintenant dynamique. Elle a ainsi effectué ses dernières injections de liquidités en octobre et entame depuis un changement de cycle monétaire « en douceur » en stabilisant le niveau des liquidités sur les marchés et donc la taille de son bilan. La Réserve Fédérale offre toujours relativement peu de visibilité sur l'entame et le rythme de la hausse de ses taux directeurs. Lors de sa réunion de politique monétaire du 17 décembre, elle a ainsi précisé, qu'elle sera patiente avant de commencer à relever ses taux d'intérêt, ce qui n'est pas beaucoup plus explicite que le discours qu'elle tenait précédemment, à savoir que les taux resteraient inchangés pour une période de temps considérable. Les marchés anticipent actuellement une première hausse des taux pour la mi 2015. L'anticipation de ce changement de cycle monétaire, des inquiétudes sur la croissance mondiale puis la violente baisse des cours du pétrole ont généré des flux importants sur les actifs perçus comme les plus sûrs et les plus liquides. Le rendement de la dette américaine à 10 ans a ainsi fortement reculé entre fin juin et mi-décembre passant de 2,60% à 2,10%. Nous anticipons un taux de 2,30% à un horizon trois mois, qui serait plus en adéquation avec une hausse des taux à venir mi 2015.

La politique de la Banque centrale européenne diffère totalement de celle de la Réserve fédérale. Elle doit en effet intensifier son soutien à une économie convalescente et faire face à une inflation beaucoup trop basse. Elle se lance donc dans une politique monétaire de plus en plus accommodante et annonce qu'elle souhaite augmenter la taille de son bilan de 1000 milliards d'euros. Les mesures déjà adoptées - programmes de refinancement ciblés sur le secteur privé (TLTRO), plans d'achats d'ABS et de « covered bonds » - ne suffisant pas à atteindre cet objectif, elle envisage désormais de mettre en place un programme d'achats de dettes souveraines et devrait l'annoncer début 2015, lors du comité de la BCE de mi janvier ou de celui de fin mars. Il s'agit donc, enfin diront certains, d'un programme de « Quantitative Easing » à l'Européenne. Autant l'efficacité théorique d'un tel plan est sujet à débat, notamment la transmission des liquidités à l'économie réelle. Autant l'effet « signal » apparaît plus évident, le lancement d'un QE montrant la détermination de la BCE à relancer l'économie et l'inflation. Les marchés de taux européens ont bien évidemment salué ces développements. La dette française à 10 ans a ainsi inscrit un plus bas historique à 0,90% mi-décembre. Nous anticipons un maintien sur ces niveaux à horizon trois mois, la croissance molle et le lancement d'un QE plaident pour un maintien des taux à des niveaux très bas.

Aux Etats-Unis, l'économie gagne en dynamisme



Le bilan de la BCE s'est allégé depuis 2012 tandis que celui de la Fed n'a cessé de croître ces deux dernières années





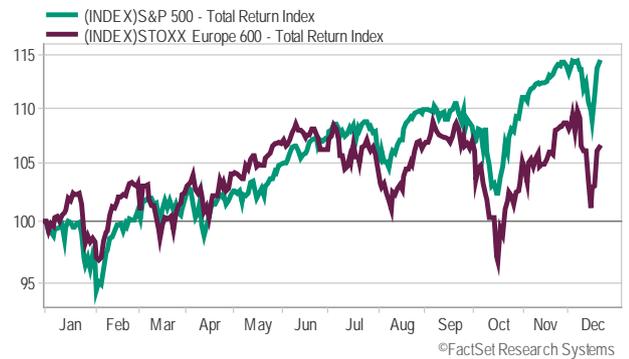
Marchés actions

Le parcours des marchés actions n'a pas été de tout repos en cette fin d'année 2014. Le changement de cycle monétaire de la Réserve fédérale rend en effet les marchés bien plus vulnérables aux mauvaises nouvelles. Les marchés ont ainsi violemment réagi par deux fois. Tout d'abord une succession de mauvais chiffres économiques début octobre a déclenché une crainte d'un ralentissement économique mondial. Puis l'accélération de la baisse des cours du pétrole début décembre a fortement inquiété les marchés actions. Par deux fois, la Réserve fédérale est venue rassurer les marchés en précisant qu'elle sera très attentive à ne pas mettre en danger la reprise américaine par un retrait des liquidités ou une hausse des taux trop rapide. Les autres banques centrales prennent en outre le relai de la Fed: la Banque du Japon a ainsi annoncé fin octobre un nouveau plan d'achats d'actifs pour 2015 et la BCE envisage de plus en plus de suivre cette voie.

Le marché américain (S&P 500) a ainsi corrigé puis rebondi par deux fois au cours du 3^{ème} trimestre. Au 19 décembre, il est de retour vers les plus hauts historiques établis début décembre. Sur ces derniers mois, il a bénéficié à plein du dynamisme de l'économie américaine. Il progresse ainsi de +14% depuis le début d'année. Les résultats des entreprises ont été très solides au 3^{ème} trimestre, tant en termes de chiffres d'affaires que de bénéfices. Citons notamment le secteur industriel où 90% des entreprises ont publié des bénéfices supérieurs aux attentes. Les perspectives sont par ailleurs bien orientées pour les trimestres à venir et les analystes anticipent une poursuite de la progression des bénéfices de 8,5% en 2015 comme en 2014. Enfin les opérations de fusions acquisitions et de rachats de titres continuent à soutenir les cours. La valorisation actuelle à 15,5x les bénéfices 2015 est cependant un peu au-dessus de la moyenne historique et il nous semble difficile que ce multiple progresse encore. Ainsi la hausse des cours devrait être corrélée à la hausse des bénéfices. Nous anticipons une hausse de 2% du S&P 500 à horizon trois mois.

Le marché européen (Stoxx Europe) a également corrigé puis rebondi par deux fois en moins de trois mois. Il reste cependant en retrait du marché américain, avec une progression de +7% depuis le début d'année. Les deux corrections ont en effet été plus violentes en Europe qu'aux Etats-Unis, du fait de la grande faiblesse de la croissance et de l'inflation en zone euro. Du côté des entreprises, les publications de résultats pour le 3^{ème} trimestre ont été globalement de qualité. La baisse de l'euro commence en effet à redonner de la compétitivité aux entreprises européennes et devrait permettre aux entreprises exportatrices d'afficher de meilleurs résultats dans les trimestres à venir. Les analystes anticipent ainsi une accélération de la croissance des bénéfices en 2015 à 10% pour le Stoxx Europe contre 6% en 2014. Les valorisations sont cependant un peu au-dessus de la moyenne historique à 13,5x les bénéfices 2015 et la dynamique de croissance en zone euro est bien molle. Nous anticipons ainsi une légère progression de +2% pour le Stoxx Europe à horizon trois mois. Nous surpondérons les valeurs cycliques, notamment l'automobile et la construction, car la croissance économique pourrait surprendre positivement en zone euro, grâce à la baisse des coûts énergétiques. Nous sommes plutôt positifs sur le secteur bancaire. Les banques de la zone euro sont en effet en bonne santé et la mise en place d'un programme de « QE » par la BCE devrait venir soutenir les cours même si les élections en Grèce pourrait peser sur les cours à court terme. Nous réduisons le poids des valeurs non-cycliques qui sont un peu chères actuellement. Nous sous-pondérons le secteur de l'énergie, les compagnies pétrolières étant sévèrement impactées par le violent recul du prix du pétrole.

Le parcours des marchés actions n'a pas été de tout repos en cette fin d'année



Marchés des changes

Début mai, la confirmation par la BCE qu'elle allait annoncer des mesures, afin de lutter contre une inflation faible et tenter de relancer l'économie de la zone euro, a enfin permis d'enclencher le recul de l'euro face au dollar. La tendance baissière s'est accéléré pendant l'été, l'euro passant de 1,39 dollar pour un euro début mai à 1,25 fin septembre. Ce renchérissement du dollar par rapport à l'euro, mais aussi par rapport au yen et autres principales devises (livre, franc suisse, dollar canadien et australien) est cohérent avec des fondamentaux favorables à la devise américaine. Le différentiel de croissance économique entre les Etats-Unis et les autres pays développés s'est creusé durant l'été; les rendements obligataires à long terme sont bien supérieurs aux Etats-Unis et surtout la Réserve fédérale entame un changement de cycle monétaire, alors que la BCE et la Banque du Japon se lancent dans une politique monétaire de plus en plus accommodante.

Face à ce mouvement fort de renchérissement du dollar, la FED a sans doute voulu calmer le jeu et freiner la hausse de sa devise en communiquant début octobre sur les risques d'un ralentissement mondial sur son économie. Certains investisseurs ont ainsi pris des profits et l'euro est revenu vers 1,28 mi-octobre. Le mouvement de baisse a repris en 2^{ème} quinzaine d'octobre et l'euro s'est ensuite stabilisé autour de 1,24 mi-décembre. Nous pensons cependant que le mouvement de baisse n'est pas terminé et anticipons un euro à 1,23 dollar à horizon trois mois.

L'euro s'est stabilisé autour de 1,24 mi-décembre





Marchés émergents

Après deux violentes corrections début octobre et début décembre, les marchés actions émergents ont rebondi timidement et restent en retrait par rapport aux marchés développés. Les mouvements de flux en réaction au changement de cycle monétaire entamé par la Réserve fédérale américaine semblent peser, tout comme le ralentissement de la Chine et la violente baisse des cours du pétrole. La Chine continue à susciter des inquiétudes. Au 3^{ème} trimestre, le PIB n'a en effet progressé que de +7,3% en rythme annuel, soit la plus faible progression depuis cinq ans. L'activité économique montre de nouveau des signes de décélération avec un léger recul de la production industrielle et un PMI manufacturier HSBC indiquant une légère contraction de l'activité (à 49,5 en décembre). Dans le but de redonner de l'allant à l'économie, la Banque Populaire de Chine a annoncé fin novembre la baisse de son taux de prêt à un an de 40 points de base à 5,6%. Cette annonce devrait marquer le début d'un cycle de politique monétaire plus accommodante qui pourrait se poursuivre jusqu'à fin 2015, avec deux nouvelles baisses des taux. La banque centrale devrait par ailleurs injecter des liquidités sur les marchés d'ici fin 2014 et avant le nouvel an chinois (19 février) pour contenir le risque de liquidité pesant sur l'économie du pays. Ce contexte de ralentissement de la croissance chinoise pèse sur le marché action qui ne progresse que de +1% depuis le début d'année (MSCI China) au 19 décembre. En Russie, l'accélération de la baisse des cours du pétrole début décembre aura eu raison du marché action (RTS) et du rouble qui ont capitulé. En décembre, le marché actions russe (RTS) a ainsi de nouveau baissé (-29% en deux semaines), portant le recul à -50% depuis le début d'année. Afin d'enrayer la chute de la devise (-19% en deux jours), la Banque centrale russe a décidé mi-décembre de relever ses taux de 650 points de base à 17%. L'économie déjà mise à mal par la crise russo-ukrainienne et les sanctions imposées par les Etats-Unis et l'Union Européenne, est désormais en très grande difficulté. La demande domestique devrait en outre se contracter très fortement sous l'effet des fuites de capitaux, des sanctions financières et de taux d'intérêt étrangeant de plus en plus l'économie. Il semble quasi certain que la Russie sera à l'arrêt en 2014, voire en récession en 2015, certains économistes estimant même le recul du PIB à -4,5% en 2015 si les cours du pétrole se maintiennent à 60 dollars le baril.

Au Brésil, l'économie reste à l'arrêt alors que l'inflation continue de progresser malgré plusieurs hausses des taux d'intérêt par la Banque centrale. Le PIB a progressé de seulement +0,1% au 3^{ème} trimestre, alors qu'il s'était contracté de -0,6% au trimestre précédent. L'économie brésilienne étant sensible aux exportations de matières premières, la décélération de la Chine continue de peser. Réélue à la présidence du Brésil à l'issue d'une élection serrée, Mme Rousseff s'est engagée à promouvoir une réforme politique et à combattre la corruption. Elle doit regagner la confiance des milieux d'affaires et d'une partie de la classe moyenne. Le marché actions brésilien (Bovespa) qui avait fortement progressé en anticipation d'une probable alternance politique, pâtit désormais du fort recul des cours des matières premières et du scandale de corruption qui secoue Petrobras. Le marché brésilien (Bovespa) est ainsi en recul de -4% depuis le début d'année.

En Inde, l'économie qui avait fortement décéléré ces trois dernières années au point de passer sous le seuil des 5% a retrouvé des taux de croissance supérieurs depuis le 2^{ème} trimestre avec +5,7% puis +5,3% au 3^{ème} trimestre. Cette accélération de la croissance a été favorisée par le rebond des secteurs manufacturiers et miniers. Les capitaux étrangers reviennent, attirés par les réformes promises par le nouveau Premier ministre M. Modi. Celui-ci a présenté durant l'été les grandes orientations budgétaires de la nouvelle équipe au pouvoir: plus grande ouverture aux investisseurs étrangers, maintien du déficit budgétaire à 4% et augmentation des dépenses en infrastructure. L'Inde a en effet plus que besoin de mesures de relance pour redynamiser la croissance. Une réforme du secteur bancaire est également au programme avec un désengagement de l'état qui réduirait ses participations dans une trentaine de banques publiques de 80% à 50% d'ici 2019. Le marché action (MSCI India) a fortement progressé jusqu'à l'été (+23% depuis le début d'année), porté par le changement de majorité et les espoirs de réformes.

Les marchés actions émergents ont rebondi timidement et restent en retrait par rapport aux marchés développés.



Allocation d'actifs

Nous faisons le choix d'une surexposition modérée sur les actions, le contexte étant plus favorable aux actions qu'aux taux. Nous sommes ainsi investis à 52% sur cette classe d'actifs.

Au sein de la poche actions, nous surpondérons les valeurs cycliques, notamment l'automobile et la construction, car la croissance économique pourrait surprendre positivement en zone euro. Nous sommes plutôt positifs sur le secteur bancaire. Les banques de la zone euro sont en effet en bonne santé et la mise en place d'un programme de « QE » par la BCE devrait venir soutenir les cours même si les élections en Grèce pourrait peser sur les cours à court terme. Nous réduisons le poids des valeurs non-cycliques qui sont un peu chères actuellement. Nous sous-pondérons le secteur de l'énergie, violemment impacté par le recul des cours du pétrole.

Notre exposition taux est de 48%. Il y a encore selon nous de la valeur sur le crédit car il n'y a pas eu d'écrasement des spreads. Les notations de la famille AAA nous apparaissent trop chères, nous privilégions les signatures BBB et quelques BB. Les primes offertes restent généreuses sur les dettes subordonnées.

Allocation de notre portefeuille modèle équilibré 50-50

