



Scénario Central

Le vote de CAMGESTION



Rédigé le : 20 janvier 2012

| | | | Niveau au moment du vote | Prévisions à 3 mois | |
|--------------------------|-------------------|----------------------|--------------------------|---------------------|---|
| Les Banques Centrales | Europe | Taux Directeur : | 1.00% | 1.00% | → |
| | Etats-Unis | Taux Directeur : | 0-0.25% | 0-0.25% | → |
| Les marchés Monétaires | Europe | Euribor 3M : | 1.21% | 1.00% | ↘ |
| | Etats-Unis | Libor 3M USD : | 0.56% | 0.55% | → |
| Les Marchés Obligataires | Europe | OAT 10 ans : | 3.02% | 3.15% | ↗ |
| | Etats-Unis | T-note 10 ans : | 1.89% | 2% | ↗ |
| | Japon | JGB 10 ans : | 0.97% | 1% | → |
| Les Marché des Changes | | Parité Euro-Dollar : | 1.28 | 1.28 | → |
| | | Parité Dollar-Yen : | 76.8 | 77.5 | → |
| Les Marchés Actions | Europe | CAC 40 : | 3284 points | 3350 points | ↗ |
| | Etats-Unis | S&P 500 : | 1289 points | 1330 points | ↗ |
| | Japon | Nikkei : | 8466 points | 8600 points | ↗ |



Contexte Economique

2012 sera-t-elle une annus mirabilis? Après un ralentissement mondial assez marqué l'année dernière, les statistiques économiques de ces dernières semaines semblent confirmer une amélioration de la situation aux Etats-Unis, mais aussi dans les pays émergents. Les données macro donnent enfin l'impression que les mesures prises commencent à porter leurs effets. Le secteur immobilier est en voie de stabilisation sur ses points bas (progression des ventes de logements, indice NAHB en hausse, etc.). Les nouvelles demandes d'allocation chômage et les demandes continues sont en recul tout comme le taux de chômage. La production industrielle, l'utilisation des capacités et les commandes industrielles s'améliorent. L'industrie repart, semblant indiquer qu'une dynamique positive s'enclenche. Les indices de confiance font état d'un sentiment d'optimisme grandissant... loin, bien loin du pessimisme ambiant régnant en Europe.

Car pendant que l'Amérique se relève, le vieux continent s'enlise dans la crise. A première vue, le schisme grandit entre une Europe du Sud meurtrie et une Europe du Nord plus vaillante. Le tableau se révèle pourtant moins idyllique. Pour exemple révélateur la remontée historique de 32 points du ZEW en Allemagne, remontée en trompe l'œil car il reste négatif. La locomotive européenne décélère alors que son moteur exportateur est touché par le ralentissement mondial. On réentend dès lors des discours anglo-saxons de découplage économique entre des Etats-Unis capables de générer 2-3% de croissance par an et une Europe en stagnation voire en récession comme en 1993-1994. On ne peut ainsi y attendre une activité soutenue à court terme alors que la focalisation des agents économiques se fait surtout sur des problématiques de déficits et de plans d'austérité...

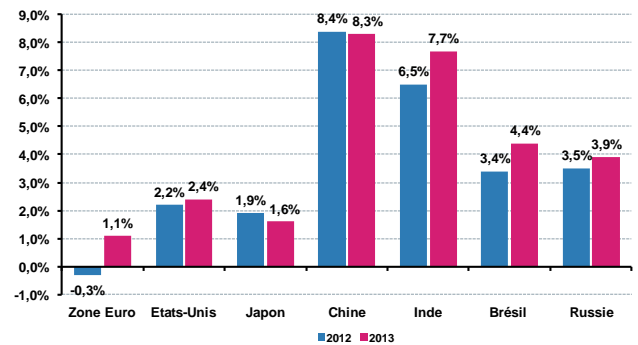
A l'instar de nombreux organismes internationaux, la Banque Mondiale revoit ses prévisions de croissance mondiale 2012 en baisse à 2,5% contre 3,6%. La plupart des régions économiques connaîtront des taux de croissance inférieurs à 2011. Dans ce contexte, les Etats-Unis pourront-ils conserver le même rythme de consommation domestique et d'exportation alors qu'elles ont été 2 des principaux moteurs du redémarrage de l'économie? Si les dernières données macro permettent d'être raisonnablement optimiste à l'échelle globale, il conviendra de rester prudent face à certains éléments de fragilité et de contagion comme l'évolution à court terme d'une Europe malade de sa dette.

Marchés de Taux

Annoncé un vendredi 13, le derating massif de nombreuses dettes souveraines européennes n'aura finalement pas tourné à la douche froide. La dégradation d'un seul cran de la France, de AAA à AA+ aura finalement rassuré des investisseurs qui avaient anticipé cette (non) nouvelle depuis des semaines. Les taux ont réalisé un rallye contenu. Si le record de spread nominal entre les taux à 10 ans français et allemand est légèrement remonté sur les 130 points de base, il reste en effet bien loin de son record à plus de 200 bp en novembre. Le différentiel de taux avec l'Allemagne est ainsi davantage la conséquence du rallye allemand que de la dégradation de la France comme l'illustre l'écart de 70 bp sur les taux swap. Parmi les illustrations de ce distress, les marchés primaires parviennent à écouler facilement leurs monceaux de dette, qu'elle soit espagnole, italienne ou française. Pour exemple la dernière adjudication espagnole pour du 12 à 18 mois pour près de 5 milliards d'euros qui est sortie avec un taux divisé par 2 par rapport à l'adjudication précédente. Pendant ce temps, la conséquence inéluctable d'une dégradation de la France est la dégradation subséquente du Fonds Européen de Stabilité Financière à AA+. Là aussi, plus de peur que de mal : à ce jour, les marchés en sont restés de marbre. La dernière adjudication s'est faite depuis avec un ratio de couverture supérieur à 3 et à l'adjudication réalisée en décembre.

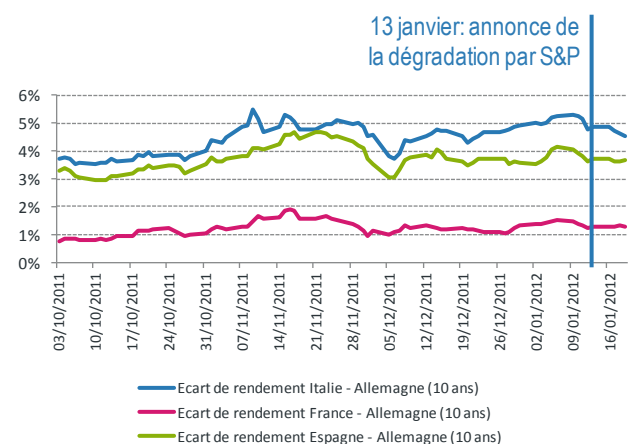
La BCE est devenue l'acteur central des marchés de taux européens en relais de politiques nationales en panne forcée. L'arrivée de Mario Draghi a visiblement ouvert une ère de plus grand pragmatisme comme le fait par essence la Federal Reserve. Double baisse des taux directeurs, refinancement illimité des banques... la BCE se permet d'intervenir malgré une inflation légèrement tendue. Aussi pourrions-nous estimer à 50% la probabilité d'une baisse supplémentaire des taux directeurs si la situation économique européenne devait se compliquer davantage. D'ici là, une amélioration du contexte économique global devrait inciter les taux à 10 ans à se tasser sur les 3,15% en France et les 2% aux Etats-Unis pour notre horizon d'avril.

Perspectives de croissance des PIB en 2012 et 2013



Source : Datastream

Les spreads se resserrent après les dégradations de S&P



Source : Datastream



Marchés Actions

Les marchés d'actions ont paradoxalement repris leur phase d'ascension vers leurs sommets annuels depuis la dégradation des dettes souveraines européennes. Le constat n'est pas si surprenant, les rumeurs de dégradation avaient été largement intégrées par les marchés d'actions et les marchés de taux. Les niveaux de volatilité sur le S&P 500 (VIX) et l'Euro Stoxx 50 (V2X) ont ainsi reflué vers leur moyenne historique, confirmant bien un « distress » général des investisseurs et une plus grande appétence au risque. Dès lors, les valeurs cycliques ont repris des couleurs, notamment les valeurs du secteur automobile, suite à de bons chiffres d'immatriculation aux Etats-Unis, et les valeurs liées aux matières premières qui profitent des espoirs suscités par un assouplissement de la politique monétaire chinoise et plus généralement des émergents.

Les marchés d'actions semblent aujourd'hui tractés par les bonnes nouvelles macroéconomiques aux Etats-Unis et dans les émergents alors qu'ils voyaient le verre à moitié vide jusqu'à récemment. Ils semblent ainsi en capacité de poursuivre leur rebond sur le court terme à mesure que les statistiques s'éclaircissent et que les publications de résultats micro rassurent. Nous anticipons en conséquence un CAC 40 à 3350 points fin avril et un S&P 500 à 1330 points. Au-delà, une poursuite de la tendance haussière sera d'abord liée à l'évolution du contexte politique et économique en Europe sur lequel les investisseurs ne manqueront pas de se focaliser de nouveau en l'absence d'autres catalyseurs...

Marché des Changes

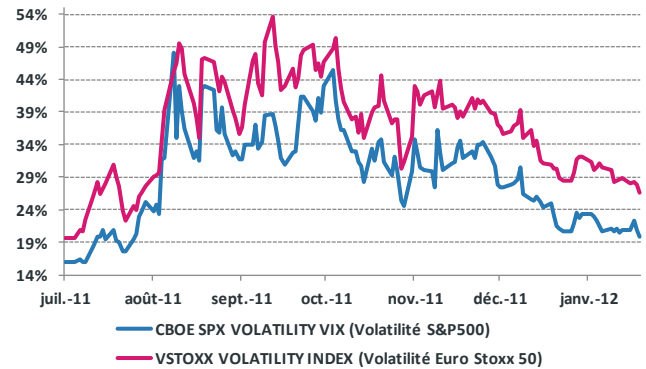
L'euro n'a pas connu de baisse marquée depuis l'annonce officielle de la dégradation de nombreux Etats européens, au contraire. La monnaie unique a ainsi touché un plus bas depuis 2010 à 1,2624 contre dollar le jour même de la dégradation, mais avant l'annonce. Elle a ensuite testé ce nouveau point dès la séance suivante, sans parvenir à le toucher et à l'enfoncer, puis est remontée progressivement en direction du seuil psychologique des 1,30. Les rumeurs de derating avaient en effet déjà nettement pesé sur l'euro au point que ce secret de Polichinelle a eu l'effet inverse : un (léger) distress alors qu'une dégradation de 2 crans de la France était redoutée. Les dernières adjudications d'emprunts d'Etat, notamment espagnols et italiens, auront également rassuré les cambistes et contribué à détendre la pression sur la devise européenne.

L'effritement de l'euro ces dernières semaines aura toutefois marqué une claire inversion de tendance. C'est bien l'enclenchement d'une baisse de l'euro face au dollar à laquelle nous assistons et non un renforcement intrinsèque du dollar. Pour preuve la poursuite de la baisse de la monnaie européenne face aux grandes devises internationales alors que le dollar baisse moins ou s'est stabilisé face aux mêmes devises. On notera pour exemple non isolé le yen à un plus haut de 11 ans contre l'euro.

La tectonique des plaques de change est en effet en perpétuel mouvement comme l'illustre aussi la baisse des réserves de change de la Chine pour la première fois depuis 1998. Cette baisse symbolique, 21 milliards sur 3180 milliards de réserves, est le résultat d'une réduction de l'excédent commercial et de sorties de capitaux de fonds spéculatifs. Mais au-delà de la cause réelle, le symbole politique est fort. Il servira surtout de prétexte aux autorités chinoises pour repousser les revendications de pays tiers les exhortant à réévaluer le yuan...

L'apaisement possible sur l'euro à court terme pourrait être renforcé par un statu quo des politiques monétaires des 2 côtés de l'Atlantique. Le léger sursaut de la devise européenne depuis la dégradation massive ne doit pas cacher pour autant ses fondamentaux toujours négatifs (différentiel de croissance avec les Etats-Unis, etc.). Notre Comité s'attend dès lors à une stabilité relative de la parité phare au cours des 3 prochains mois avec un objectif à 1,28 pour fin avril. On s'amusera enfin des discours cyclothymiques entourant en permanence la monnaie unique : trop chère jusqu'en novembre, elle pénalisait nos exportateurs, trop affaiblie aujourd'hui, elle renchérit les prix du pétrole et autres matières premières...

La volatilité des indices actions se réduit nettement



Source : Datastream

Le cours de l'euro remonte après avoir enfoncé son point bas 2011



Source : Datastream



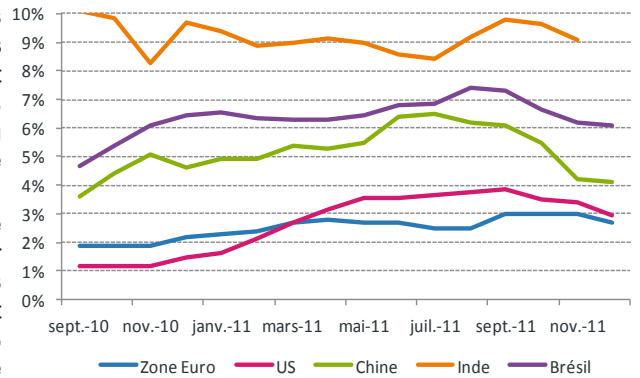
Marchés Emergents

L'année 2011 aura été particulièrement noire pour les places émergentes qui auront creusé leur performance négative tout au long de l'année. Des politiques monétaires restrictives face à de forts taux d'inflation et des perspectives économiques assombries par la crise en Europe et aux Etats-Unis ont réduit sensiblement l'appétence des investisseurs pour ces marchés. Or, tout un symbole, la Chine va fêter son nouvel an et rentrer dans l'année zodiacale du dragon, une année intense promise à de grands changements selon l'astrologie chinoise. Symbole de l'empereur, le dragon est attendu avec joie par une écrasante majorité de Chinois. On regardera donc avec un œil intéressé les statistiques macroéconomiques des prochains mois...

Le second semestre 2011 aura en tout cas été annonciateur d'une décélération de l'inflation. Le pic d'inflation est dépassé dans de nombreux pays ce qui devrait leur permettre de modérer leurs politiques monétaires restrictives voire d'engager des politiques plus expansionnistes en faveur de l'activité. Les dernières statistiques montrent d'ailleurs une amélioration du contexte économique. Le PIB chinois a progressé de 9,2% sur 2011, en diminution par rapport au 10,40% de 2010 mais supérieur aux attentes de ces derniers mois. Les PMI, manufacturier et surtout non manufacturier, sont en nette hausse en Chine. La production industrielle repart aussi de l'avant en Inde, au Brésil et en Chine tandis que les ventes au détail en hausse au Brésil et en Chine augurent d'une reprise de la demande domestique.

Les pays émergents semblent arriver à un tournant. Leur reprise en main de l'inflation et de la politique monétaire leur libère progressivement des marges de manœuvre pour soutenir l'activité économique. La pérennité de leur modèle de croissance est toutefois remise en cause par l'effet de propagation de la crise en Europe. De bonnes données macro (production industrielle, consommation, etc.) sont contrebalancées par des données moins vigoureuses (croissance en ralentissement, exportations en diminution, etc.). L'année du dragon ne sera pas de tout repos. De nouveaux défis naissent ainsi à mesure que les émergents se développent. Pour la première fois, le nombre d'urbains a dépassé le nombre d'habitants ruraux en Chine, soulevant des interrogations sur la capacité des autorités à gérer l'enjeu du développement... mais suscitant aussi énormément d'espoir et d'opportunités pour ceux qui sauront capter les marchés créés par ces changements majeurs.

L'inflation montre une nette décélération



Source : Datastream

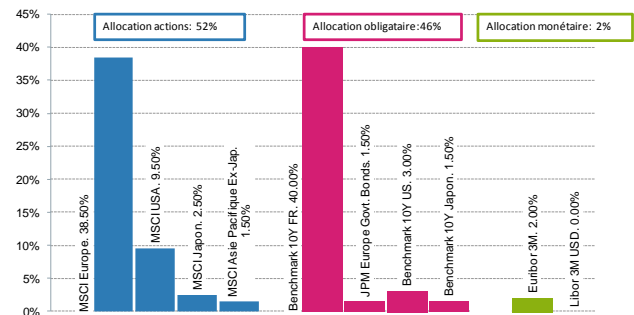
Allocation d'Actifs

Les marchés de taux et d'actions se sont légèrement destressés ces dernières semaines après la levée de l'incertitude sur la dégradation des Etats européens et une amélioration perceptible des données macro aux Etats-Unis et dans les émergents. Les investisseurs ont ainsi commencé à montrer une plus grande appétence au risque sous l'égide de la nouvelle année et de la recomposition des allocations stratégiques. Les liquidités qui se concentraient vers les actions américaines semblent en effet se répandre également sur les autres zones géographiques. Dans ce contexte de propension au risque plus favorable, il nous apparaît opportun de ne pas sous-pondérer la classe action même si les problèmes de fond sont loin d'être résolus. Aussi relevons-nous le poids de cette poche à 52% de notre portefeuille modèle équilibré 50-50.

Les marchés obligataires proposent actuellement une diversité intrinsèque assez riche, en termes de ratings, de pays, de crédit, d'emprunts d'Etat, de rang de subordination, pour receler des opportunités de rendement intéressantes malgré la cherté relative de certains gisements. Aussi diminuons-nous logiquement le poids de la poche monétaire pour conserver notre exposition obligataire.

Nous augmentons avec prudence notre capacité à capter l'optimisme actuel des marchés d'actions en relevant cette poche à 52% de notre portefeuille modèle équilibré 50-50. En parallèle nous maintenons la poche obligataire à 46% et réduisons donc le monétaire à une simple poche assurantielle de 2%.

Allocation de notre portefeuille modèle équilibré 50-50



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.