

# Anticipations Mensuel



**Philippe Waechter**

Directeur de la  
Recherche Économique  
Natixis Asset Management

**Après avoir enregistré un rythme de croissance plus modéré à partir de l'été, l'activité mondiale semble s'être sensiblement accélérée à la fin de l'année 2010. Les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise ont en effet révélé une progression rapide de l'activité dans l'ensemble des régions, à l'exception du Japon. Cette accélération, après la pause de l'été, traduit davantage une dynamique endogène de l'activité que la réponse à une impulsion de politique budgétaire. Cela peut refléter une plus grande autonomie et une plus grande pérennité du processus de croissance.**

## □ Notre analyse macroéconomique

Dans les pays développés cependant, la reprise de l'activité se révèle insuffisante pour générer une amélioration significative du marché du travail. Ceci a conduit les banques centrales à maintenir des politiques monétaires très accommodantes. Dans les pays émergents, en revanche, la forte reprise de l'activité a engendré des tensions sur l'appareil productif forçant les banques centrales à adopter ainsi des politiques monétaires un peu plus rigoureuses afin de réduire les pressions inflationnistes.

**Les États-Unis** retrouvent une dynamique interne plus robuste. La consommation des ménages s'est accélérée au 4<sup>e</sup> trimestre, à un rythme qui devrait s'établir à 4 % (en annualisé), après avoir plafonné à 2 % depuis la fin de la récession, en juin 2009. Les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise ont par ailleurs révélé une progression soutenue de l'activité. Mais cette reprise se révèle fragile compte tenu du maintien à un niveau très élevé du taux de chômage et des risques de déflation. Dans ce contexte, la politique monétaire de la Fed doit rester très accommodante. L'accord fiscal adopté pour l'année 2011 par la Maison Blanche

et le Congrès, portant sur des réductions de prélèvements (sur les cotisations sociales notamment) sera un support fort de la demande des ménages pour soutenir l'expansion.

**En Asie**, l'activité s'accélère à nouveau en Corée du Sud et à Taïwan en raison du rebond de la Chine. Celle-ci avait connu une inflexion de son activité au printemps et au début de l'été. Progressivement, elle a retrouvé une dynamique interne plus porteuse. Cela bénéficie à l'ensemble de la région. Seul le Japon reste à l'écart de l'amélioration globale en raison du ralentissement de ses exportations et de la fin des mesures fiscales prises en faveur de la consommation des ménages. Le plus grand dynamisme de la zone Asie devrait progressivement permettre au Japon de connaître une évolution plus favorable.

**En Europe**, les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise ont révélé une nette amélioration de l'activité dans le secteur manufacturier. Mais la situation reste très contrastée. L'Allemagne se démarque du reste de la zone avec une forte croissance (3,6 % en 2010) liée au dynamisme de ses exportations. Celles-ci ont pleinement bénéficié de la forte demande asiatique et permis d'enclencher une dynamique vertueuse. La hausse rapide des exportations a provoqué une reprise de l'investissement, une amélioration du marché du travail puis de la consommation.

En France et en Italie, la reprise de l'activité se fait à un rythme beaucoup plus modéré, ne permettant pas de rattraper le niveau qui prévalait avant la récession. Enfin, les pays dits "périphériques" retrouvent une dynamique un peu plus favorable à l'exception de la Grèce. L'activité a cessé de se dégrader pour se stabiliser en Irlande et en Espagne. Elle progresse sensiblement au Portugal. Ces pays restent néanmoins très fragilisés par le déséquilibre important de leurs finances publiques.

Des progrès sont faits pour définir le cadre institutionnel dans lequel fonctionnera la zone euro et qui permettra de réduire fortement la probabilité d'occurrence de situations telles que celles observées actuellement. Cela passera par une mutualisation plus marquée des risques et une surveillance renforcée des situations de chacun des pays afin d'éviter des divergences durables et coûteuses.

## □ Notre analyse des marchés

### ■ Le marché monétaire

La forte hausse du prix des matières premières ne devrait avoir qu'un impact transitoire sur l'inflation. Le risque d'emballlement de l'inflation nous paraît limité même si les chiffres seront un peu plus forts que ce qui était attendu il y a quelques mois pour 2011. Les politiques monétaires vont ainsi rester très accommodantes en raison de la fragilité de la reprise et d'une inflation qui restera contenue à moyen terme.

**Aux États-Unis**, lors de sa réunion de décembre, la Fed a réaffirmé le maintien d'une politique de taux zéro pendant une période prolongée et confirmé l'achat d'obligations d'État. L'objectif est de peser sur l'ensemble de la courbe des taux.

**En zone euro**, lors de la conférence de presse du 13 janvier, Jean-Claude Trichet a indiqué que les taux de la BCE étaient toujours au niveau approprié. Si le discours a été un peu plus orienté sur les risques inflationnistes, il considère le retour à une inflation sous la cible de 2 % d'ici la fin de l'année. C'est cette digression sur l'inflation qui a provoqué la hausse récente des taux d'intérêt au sein de la zone euro.

La BCE continue ses achats d'obligations d'État des pays "périphériques". L'objectif est d'améliorer la liquidité des marchés obligataires des pays concernés et de permettre une meilleure transmission de la politique monétaire.

La BCE maintient également l'apport abondant de liquidités. Cela est nécessaire pour une partie du secteur bancaire de la zone euro. Cette orientation sera maintenue au moins jusqu'à la publication, à la fin du printemps, des nouveaux tests sur la solidité du système bancaire.

### ■ Le marché obligataire

Après une progression très rapide depuis le début du mois de novembre, les taux d'intérêt obligataires se sont stabilisés à partir de mi-décembre avant de repartir à la hausse depuis mi-janvier en Europe.

Le premier mouvement de hausse correspondait à deux situations. La première était relative à l'annonce de la stratégie de *Quantitative Easing* de la part de la Federal Reserve. Le montant des achats était un peu inférieur aux attentes, provoquant des arbitrages au moment de l'annonce. Le second facteur est l'annonce de l'accord fiscal qui a tiré à la hausse les perspectives de croissance aux États-Unis. Les taux européens ont suivi ce mouvement haussier. Depuis mi-janvier cependant, les marchés européens connaissent une période d'anticipations haussières qui se traduit par une progression rapide des taux d'intérêt. Ce mouvement suggère que la BCE durcirait rapidement sa politique

monétaire. Ce n'est pas le scénario retenu par Natixis Asset Management qui considère que la BCE maintiendra son taux de référence à 1 % pendant l'année 2011.

Les taux obligataires des pays européens "périphériques" se sont un peu détendus à partir du 12 janvier en raison du succès remporté par leurs émissions d'obligations. Les discussions semblent par ailleurs commencer à aboutir sur la solution qui serait avancée pour trouver une issue aux turbulences récentes.

### ■ Le marché des actions

Les marchés actions se sont inscrits en hausse de part et d'autre de l'Atlantique. La publication, en fin d'année de signaux indiquant une accélération de l'activité mondiale dans un contexte de maintien de politiques monétaires accommodantes ont permis une revalorisation des marchés. Les investisseurs, notamment en Europe, ont également été rassurés par les émissions réussies d'obligations des pays "périphériques" au cours du mois de janvier. D'une manière générale, l'aversion au risque semble un peu moins marquée.

### ■ Le marché des changes

L'euro n'a pas profité du succès remporté par les émissions de dette du Portugal, de l'Espagne et de l'Irlande au cours du mois de janvier. La monnaie unique reste affectée par la difficulté des gouvernements à mettre en place une action concertée visant à faciliter, dans le long terme, la résorption de la crise de la dette souveraine.

### ■ Matières premières

Les prix des matières premières ont continué d'augmenter en raison du maintien d'une demande forte en provenance des pays émergents dans un contexte d'afflux importants de liquidités.

Rédigé le 25/01/2011



## □ Nos orientations d'allocation

Classes de risques	Sous-classes de risques	Allocation tactique*		Commentaires
		déc. 10 <sup>(1)</sup>	janv. 11 <sup>(2)</sup>	
<b>TAUX</b>		=	=	Nous restons "neutres" sur le marché obligataire. Les tensions sur les taux longs liées à l'anticipation d'une activité plus dynamique qu'escompté seront limitées par le maintien de politiques monétaires accommodantes.
<b>ACTIONS</b>		+	+	Nous demeurons "positifs". L'amélioration des perspectives d'activité va se traduire par des résultats satisfaisants au cours des prochains mois.
<b>TAUX</b>	<b>Etats-Unis</b>	=	=	Nous restons "neutres". L'engagement de la Fed à maintenir ses taux bas pendant une période prolongée limitera les tensions générées par des perspectives d'activité mieux orientées.
	<b>Euro</b>	=	=	Nous restons "neutres". Par effet de contagion, la zone euro connaîtra la même évolution sur son marché obligataire.
	<b>Grande Bretagne</b>	=	=	Nous restons "neutres". Par effet de contagion, la Grande Bretagne connaîtra la même évolution sur son marché obligataire.
	<b>Pays émergents</b>	+	+	Nous demeurons "positifs" en raison de l'importance des flux de capitaux.
	<b>Japon</b>	=	=	Nous restons "neutres". L'accentuation des pressions déflationnistes et la fragilité de la reprise vont amener la Banque du Japon à maintenir ses taux proches de zéro.
<b>EMETTEURS EURO</b>	<b>Corporate Inv. Grade</b>	+	+	Nous restons "positifs". Le niveau de valorisation des spreads est attractif.
<b>ACTIONS</b>	<b>Etats-Unis</b>	+	+	Nous restons "positifs" en raison de l'intégration de perspectives de croissance plus élevées.
	<b>Euro</b>	+	+	Nous restons "positifs". L'amélioration des perspectives de résultat et des niveaux de valorisation toujours attractifs devrait bénéficier aux marchés.
	<b>Grande Bretagne</b>	+	+	Nous restons "positifs".
	<b>Japon</b>	+	+	Nous restons "positifs" en dépit de la fragilité actuelle conjoncturelle. Le Japon devrait bénéficier d'une activité mondiale plus dynamique, surtout en provenance d'Asie.
<b>DEVISES (FACE À L'EURO)</b>	<b>Dollar</b>	=	=	La parité euro/dollar devrait se stabiliser.
	<b>Yen</b>	=	=	Le yen devrait se stabiliser par rapport à l'euro.
	<b>Livre Sterling</b>	=	=	Stabilisation attendue de la livre sterling.
<b>MATIERES PREMIERES</b>	<b>Pétrole</b>	+	+	Nous restons "positifs" en raison d'une demande plus vigoureuse.
	<b>Or</b>	+	+	Nous restons "positifs".

■ Echelle allant de -- à ++

\* Ecart de pondération par rapport à une allocation stratégique de référence d'un investisseur.

(1) Comité d'investissement du 25/11/2010.

(2) Comité d'investissement du 06/01/2011.

Rédigé le 25/01/2011

### Ce document est destiné à des clients professionnels.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier à tout moment et sans préavis les informations présentées dans ce document qui ne constitue en aucun cas un engagement de sa part. Ces informations ne peuvent pas être interprétées comme étant un conseil en investissement ou une recommandation quelconque de la part de Natixis Asset Management.

Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Ce document ne peut faire l'objet de copies qu'à titre d'information, la copie étant réservée au seul usage privé. Il ne peut pas être utilisé, reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers ou en partie, sans le consentement écrit préalable de Natixis Asset Management.