



Bulletins économiques

18 août 2015

UPDATE PERSPECTIVES ÉCONOMIE MONDIALE La conjoncture mondiale envoie des signaux mitigés

La conjoncture mondiale brosse actuellement un tableau mitigé. Alors que les États-Unis sont proches du plein-emploi et que le consommateur y joue son rôle traditionnel de moteur de l'économie, la croissance de la zone euro reste modérément positive. L'écart de croissance persiste en outre entre les différents pays de la zone euro. Il est toutefois positif de constater que l'accord sur un troisième plan d'aide écarte la menace du *Grexit*. En Chine, le fléchissement récent de l'économie est l'une des raisons qui ont incité la banque centrale à procéder à une nouvelle libéralisation de sa politique de change, ce qui a provoqué la dépréciation du renminbi. Au Japon, la contraction du PIB réel au deuxième trimestre illustre également la faiblesse actuelle des économies asiatiques. La baisse du prix du pétrole, largement consécutive à l'accord conclu avec l'Iran censé lever les sanctions commerciales internationales, est une autre note positive. Par voie de conséquence, tant les prévisions d'inflation que les taux obligataires ont baissé à l'échelon mondial. Pour les économies occidentales, le recul du prix du pétrole implique un choc positif de l'offre qui apportera un soutien supplémentaire à la croissance. Son effet modérateur sur l'inflation globale n'empêchera sans doute pas la Réserve fédérale de faire en septembre un premier pas sur la voie de la normalisation de son taux directeur.

Le consommateur américain tire la croissance économique

Les indicateurs conjoncturels récents brossent un tableau mitigé de l'économie mondiale. En fin de compte, ils confirment cependant notre scénario de reprise progressive. Alors qu'aux États-Unis, la confiance des producteurs dans l'industrie manufacturière a légèrement chuté en juillet, le rapport sur le marché du travail pour la même période a confirmé que la dynamique des créations d'emplois était intacte. En juillet, 215 000 emplois ont été créés et le taux de chômage s'est maintenu à 5,3%. Les hausses salariales nominales sont, il est vrai, restées très modérées, mais le pouvoir d'achat des ménages profite malgré tout de la basse inflation, ainsi que l'illustre notamment le fait que le consommateur américain a assuré la quasi-totalité de la croissance du PIB réel du deuxième trimestre (+0,6% non

annualisée). La contribution à nouveau légèrement positive des exportations nettes indique également que la croissance du reste de l'économie mondiale est plus robuste que prévu.

Une croissance européenne plutôt décevante

Dans la zone euro, les indicateurs récents sont mitigés avec en fin de compte une baisse marginale de la confiance des producteurs pour l'ensemble de la région. Le taux de chômage conserve, il est vrai, une tendance baissière, mais il s'est maintenu en juillet à 11,1% de la population active.

La croissance du PIB réel au deuxième trimestre n'est pas franchement mauvaise (+0,3% par rapport au premier trimestre), mais elle a quelque peu déçu. On retiendra surtout la légère accélération de la croissance allemande (à +0,4%), tirée par

la consommation et les exportations. L'économie italienne (+0,2%) a confirmé qu'elle était sortie de la stagnation dans laquelle elle s'était enfoncée jusqu'à la fin 2014. L'Espagne (+1,0%) a surpris favorablement ainsi que la Lituanie (+1,2%) qui affiche la plus forte croissance de la zone euro. La France a en revanche déçu avec une croissance zéro. Celle-ci s'explique, il est vrai, partiellement par une correction des stocks au premier trimestre. Néanmoins, la stagnation souligne les défis structurels auxquels l'économie française est confrontée.

La Chine libéralise sa politique monétaire

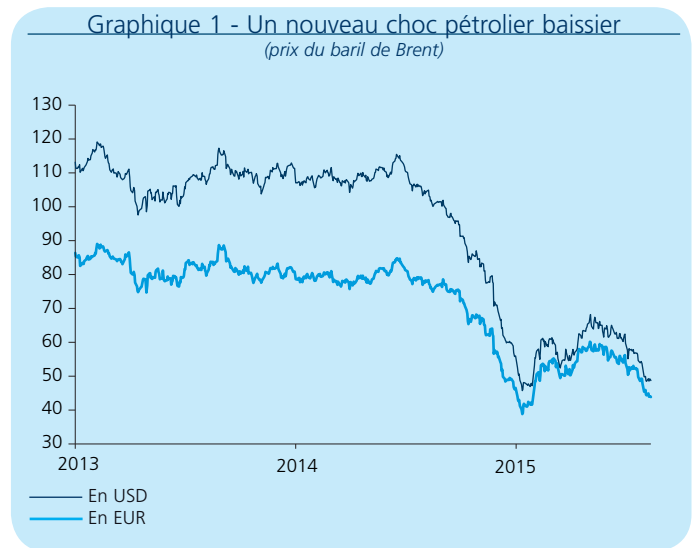
En Chine, les indicateurs de la confiance récents soulignent la fragilité actuelle de la dynamique de la croissance. Notons cependant qu'après avoir atteint 1,3% au premier trimestre, la croissance économique chinoise s'est encore accélérée à 1,7% au deuxième trimestre. Le recul de la confiance des producteurs dans l'industrie manufacturière et la croissance plus faible que prévu de la production industrielle en juillet ont notamment incité la Banque centrale chinoise à libéraliser le cours pivot du renminbi, fixé quotidiennement, par rapport au dollar américain. Celle-ci a même indiqué que le cours pivot quotidien tiendrait compte du cours de clôture du jour précédent, ce qui devrait favoriser la conformité du cours de change au marché.

Outre l'appui qu'il apporte aux exportations chinoises, l'ajustement de la politique monétaire a aussi un objectif politique. Les autorités chinoises espèrent en effet que celui-ci sera repris dans le panier de monnaies des Droits de tirage spéciaux du FMI, ce qui rehausserait son prestige et lui permettrait de prétendre au statut de monnaie de transaction internationale. Compte tenu du poids potentiel relativement limité que le renminbi aurait dans le panier, cette intégration est plutôt symbolique. La composition de ce panier est actualisée en ce moment, l'une des conditions étant que le cours de change de la monnaie candidate soit conforme au marché et librement négociable (*freely usable*). Le renforcement de la volatilité provoqué par la décision de la banque centrale y répond partiellement. Le FMI va maintenant devoir décider si le renminbi est effectivement une monnaie librement négociable.

L'ajustement de la politique monétaire chinoise vise également à faire entrer le renminbi dans le panier de monnaies des Droits de tirage spéciaux du FMI.

Les exportateurs de matières premières sont sous pression

Entre-temps, la pression s'accroît sur plusieurs autres économies émergentes. Elle s'explique notamment par le revirement imminent de la politique monétaire de la Réserve fédérale. Les faibles prix de l'énergie et des matières premières jouent des tours aux pays exportateurs de matières premières tels que le Brésil et la Russie. La contraction nettement plus marquée que prévu du PIB réel russe au deuxième trimestre illustre clairement la profonde récession dans laquelle s'est enfoncée



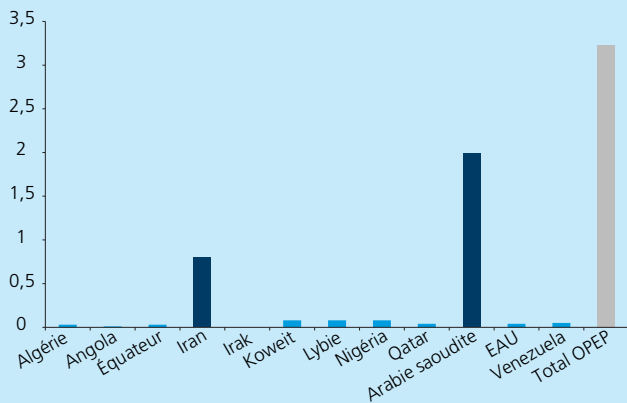
l'économie de ce pays.

Un nouveau choc pétrolier baissier

Pendant le mois écoulé, le prix du baril de Brent a conservé sa récente tendance baissière pour s'établir tout juste en deçà de 50 USD (graphique 1), la croissance soutenue ininterrompue de la production mondiale de pétrole en étant la principale explication. L'accord avec l'Iran sur le programme nucléaire iranien signé à la mi-juillet ouvre la perspective d'une levée des sanctions commerciales et d'un retour à 100% des exportations iraniennes sur le marché du pétrole. Selon les données les plus récentes de l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE), presque tous les pays de l'OPEP produisent actuellement à la limite de leur capacité, à l'exception de l'Arabie saoudite et de l'Iran. Selon l'AIE, l'Iran pourrait, malgré sa vétusté technologique actuelle, augmenter durablement sa production quotidienne de 800 000 barils sur une période de 90 jours (graphique 2). L'anticipation de cette offre supplémentaire, conjointement avec les réserves pétrolières iraniennes déjà constituées, est sans doute à l'origine de la pression baissière sur le prix du pétrole de ces dernières semaines.

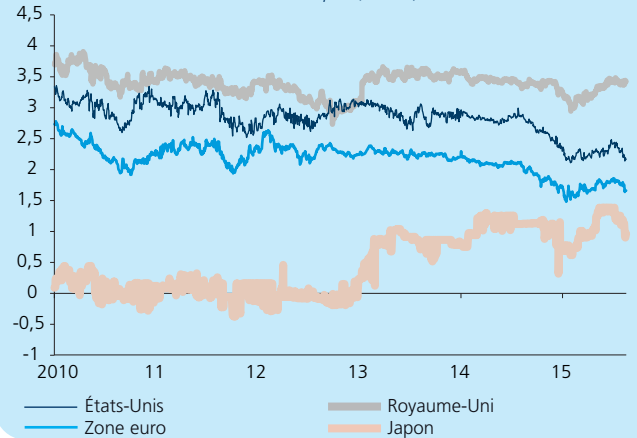
Lorsque les sanctions commerciales à l'encontre de l'Iran seront levées et que les infrastructures pétrolières pourront être modernisées grâce à la technologie importée, la capacité de production estimée par l'AIE pourrait encore être revue à la hausse. Le risque baissier pèserait alors également à moyen terme sur le prix du pétrole. Par ailleurs, lorsque le prix du pétrole est trop bas, certains gisements de pétrole (de schiste) cessent d'être rentables et stoppent leur production jusqu'à ce que les prix remontent (cycle du cochon). Le potentiel de hausse du prix du pétrole nous paraissant finalement très limité,

Graphique 2 - Capacité libre* contre production en juin 2015
(en millions de barils par jour)



* Le niveau de capacité libre peut être atteint dans les 90 jours et se maintenir durablement
Source : Agence Internationale de l'Énergie (AIE), Oil Market Report, juillet 2015

Graphique 3 - Abaissement des prévisions d'inflation consécutive à la baisse des prix de l'énergie
(inflation annuelle moyenne pour la période de cinq ans commençant dans cinq ans, en %)



nous tablons pour les prochaines années sur une fluctuation dans une fourchette assez étroite autour du niveau actuel.

La baisse du prix du pétrole plombe les prévisions d'inflation et les taux obligataires

La baisse du prix du pétrole a également provoqué le mois dernier un abaissement mondial des prévisions d'inflation globale et ce, tant à court terme qu'à long terme (graphique 3). Par voie de conséquence, les taux obligataires à dix ans ont baissé, malgré la prévision croissante d'un relèvement de taux imminent de la Fed (graphique 4). La persistance de la pression baissière sur les taux obligataires dépendra avant tout de l'évolution du prix du pétrole et de son impact sur les prévisions d'inflation. Ensuite, rien ne dit comment les marchés obligataires réagiront à un premier relèvement du taux américain, qu'ils intègrent encore trop peu actuellement.

Le revirement de la politique monétaire américaine se profile

Malgré la basse inflation globale, la Réserve fédérale va très probablement faire en septembre un premier pas vers la normalisation de son taux directeur. Avec la fin des assouplissements quantitatifs et de la stratégie d'orientation prospective se profile le revirement de la politique du taux zéro. Les deux conditions formulées par la Fed après la dernière réunion de son comité de politique monétaire semblent en effet réunies. Tout d'abord, la Fed souhaite s'assurer que l'inflation globale se rapproche à moyen terme de son objectif d'inflation de 2%. Dans cette même conférence de presse, la Fed a toutefois confirmé que cette condition était remplie. La deuxième condition est une nouvelle amélioration du marché du travail améri-

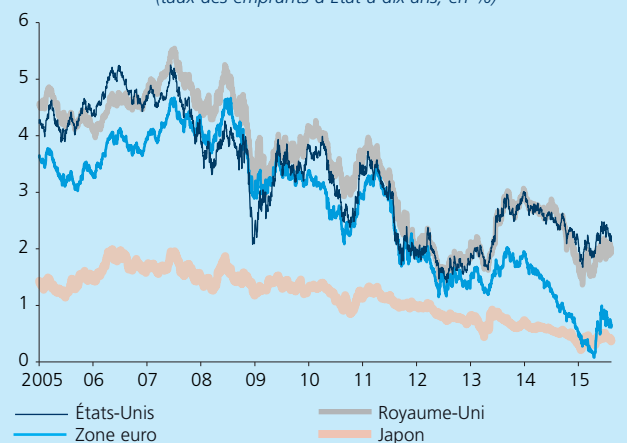
cain. Ainsi que nous l'avons dit plus haut, selon le rapport sur le marché de l'emploi de juillet, 215 000 emplois ont été créés et le taux de chômage s'est maintenu à 5,3%, juste au-dessus du niveau correspondant au plein-emploi pour la Fed. À moins que le rapport sur le marché du travail d'août ne révèle une grave détérioration, nous pouvons raisonnablement penser que cette deuxième condition de la Fed est également remplie et que rien n'empêche un premier relèvement de taux en septembre.

L'Iran pourrait, malgré sa vétusté technologique actuelle, augmenter durablement sa production quotidienne de 800 000 barils sur une période de 90 jours.

Selon la présidente de la Fed, Janet Yellen, le timing de ce premier relèvement de taux et l'évolution des taux ne sont pas liés. Le timing et l'ampleur des relèvements de taux dépendront de l'évolution de données économiques,

telles que l'inflation salariale, mais aussi de la réaction des marchés financiers. Actuellement, un premier relèvement de taux en septembre n'est pas encore totalement intégré par

Graphique 4 - L'abaissement des prévisions d'inflation enfonce également les taux obligataires
(taux des emprunts d'État à dix ans, en %)



les marchés obligataires. Un relèvement effectif pourrait par conséquent engendrer un sursaut de volatilité sur les marchés obligataires mondiaux. Le contexte inflationniste somme toute modéré laisse toute latitude à la Fed pour adopter une attitude plus attentive après septembre que lors de ses cycles de resserrement précédents.

La menace du Grexit est écartée

Le mois dernier, une solution a été trouvée à la menace existentielle qui pesait sur la zone euro : le *Grexit*. Sans aide financière extérieure supplémentaire, la Grèce n'aurait pas pu honorer en juillet ses engagements à l'égard de la BCE, ce qui aurait très probablement conduit à la fin de l'adhésion de la Grèce à l'UEM.

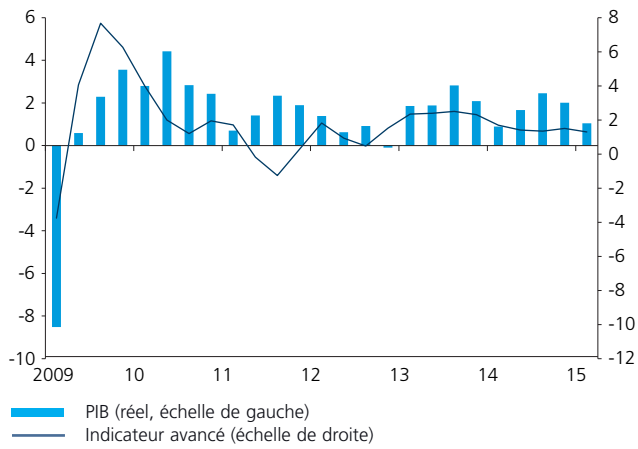
Avec la fin des assouplissements quantitatifs et de la stratégie d'orientation prospective se profile le revirement de la politique du taux zéro.

Un financement pont par le fonds d'aide de l'UE (MESF) a permis de gagner du temps et de mener de nouvelles négociations, qui ont finalement débouché sur un accord sur un troisième plan d'aide à la Grèce. Ce plan aura une durée de trois ans et un volume d'environ 86 milliards EUR. Étant donné que cette aide financière sert surtout à amortir les dettes actuelles, que la Grèce ne peut absolument pas ramener seule à un niveau tenable, une solution définitive à la problématique de la dette grecque ne passera finalement pas par un réaménagement de la dette. Sans doute prendra-t-elle la forme d'un nouvel allongement de la durée et d'un abaissement des charges d'intérêts. Les esprits politiques européens ne sont en effet pas encore mûrs pour une annulation explicite de la dette.

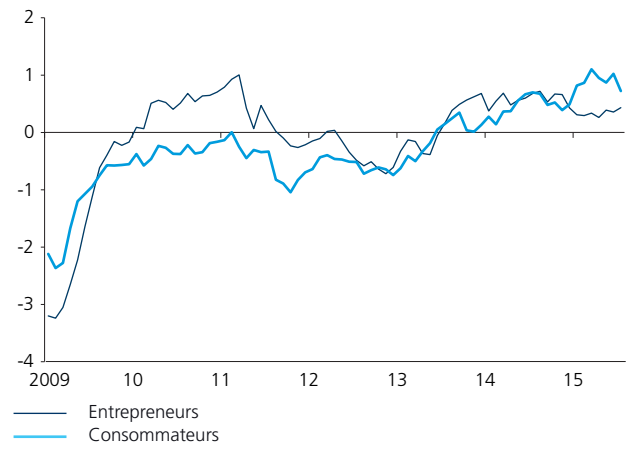


Dieter Guffens
dieter.guffens@kbc.be

Activité économique dans l'OCDE
(variation trimestrielle en base annuelle, en %)

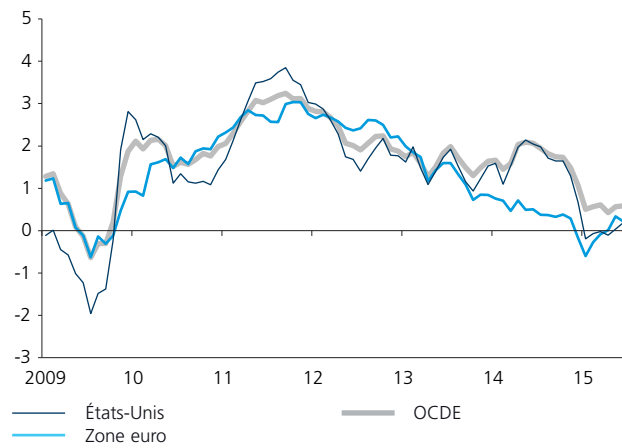


Confiance G4
(écart type de la moyenne à long terme)



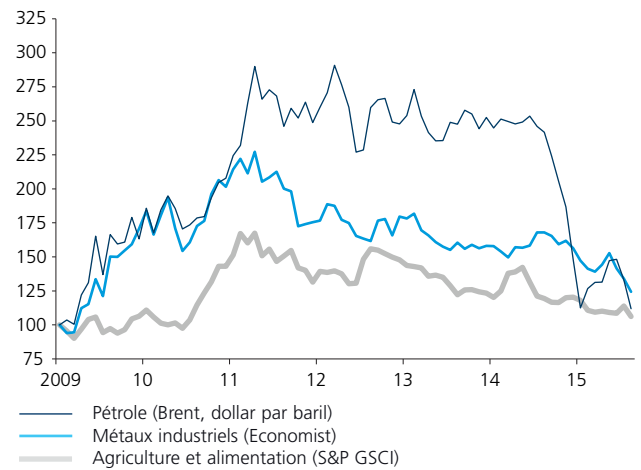
Inflation

(indice des prix à la consommation, variation annuelle en %)



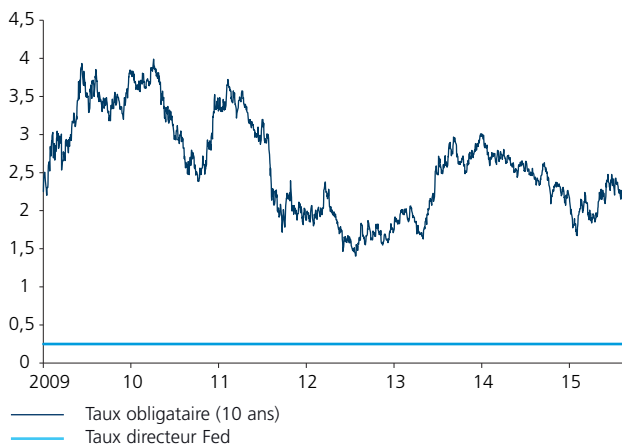
Prix des matières premières

(janvier 2009=100)



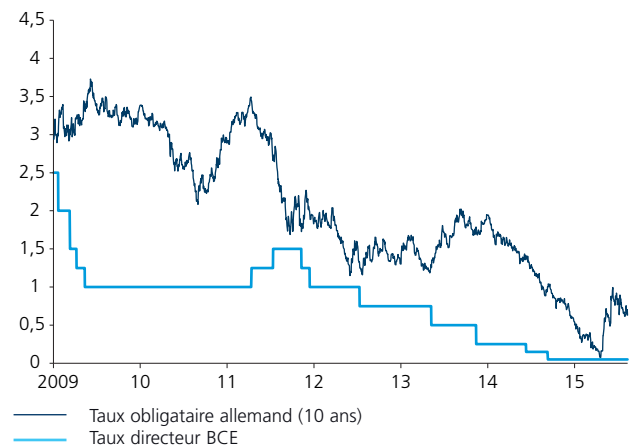
Évolution des taux États-Unis

(en %)



Évolution des taux zone euro

(en %)



	Croissance réelle du PIB		Inflation	
	2015	2016	2015	2016
États-Unis	2,3	2,8	0,3	2,5
Zone euro	1,6	1,9	0,3	1,7
Belgique	1,4	1,7	0,4	1,4
Allemagne	1,8	2,1	0,2	1,8
Irlande	5,0	4,2	0,1	1,0
Royaume-Uni	2,7	2,4	0,5	1,6
Suède	2,5	2,6	0,3	1,6
Norvège	1,6	2,1	2,2	2,3
Suisse	0,6	1,1	-1,0	0,0
Slovaquie	3,0	3,2	0,0	1,3
Pologne	3,6	3,9	-0,4	1,7
Tchéquie	4,0	2,5	0,4	1,6
Hongrie	3,1	2,5	0,5	2,8
Bulgarie	1,7	2,0	-0,3	1,0
Russie	-3,5	0,5	15,0	7,3
Turquie	3,0	3,6	7,0	6,6
Japon	0,9	1,3	0,7	1,3
Chine	6,8	6,5	1,5	2,1
Australie	2,3	2,9	1,8	2,5
Nouvelle-Zélande	2,9	2,6	0,6	2,0
Canada	2,0	2,2	1,1	2,1

	Taux directeur			
	17-08-2015	+3m	+6m	+12m
États-Unis	0,25	0,50	0,75	1,00
Zone euro	0,05	0,05	0,05	0,05
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,75	1,00
Suède	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35
Norvège	1,00	1,00	1,00	1,00
Suisse	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Pologne	1,50	1,50	1,50	1,75
Tchéquie	0,05	0,05	0,05	0,05
Hongrie	1,35	1,35	1,50	1,75
Roumanie	1,75	1,75	1,75	1,75
Russie	11,00	10,00	9,00	9,00
Turquie	7,50	7,75	8,00	8,25
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10
Chine	4,85	4,85	4,60	4,60
Australie	2,00	2,00	2,00	2,00
Nouvelle-Zélande	3,00	2,75	2,75	2,75
Canada	0,50	0,50	0,50	0,75

	Cours de change			
	17-08-2015	+3m	+6m	+12m
USD par EUR	1,11	1,05	1,00	1,00
GBP par EUR	0,71	0,69	0,67	0,66
SEK par EUR	9,44	9,50	9,40	9,20
NOK par EUR	9,14	9,00	8,75	8,50
CHF par EUR	1,08	1,10	1,10	1,10
PLN par EUR	4,17	4,12	4,07	4,03
CZK par EUR	27,01	27,10	27,10	27,00
HUF par EUR	309,61	310,00	308,00	305,00
RON par EUR	4,43	4,43	4,43	4,43
BGN par EUR	1,96	1,96	1,96	1,96
RUB par EUR	72,64	70,35	70,00	70,00
TRY par EUR	3,17	3,05	3,00	3,10
JPY par EUR	138,09	130,20	125,00	125,00
RMB par USD	6,39	6,40	6,40	6,40
USD par AUD	0,74	0,72	0,71	0,70
USD par NZD	0,66	0,65	0,64	0,63
CAD par USD	1,31	1,32	1,33	1,34

	Taux d'intérêt à 10 ans			
	17-08-2015	+3m	+6m	+12m
États-Unis	2,16	2,50	2,80	2,85
Allemagne	0,64	0,90	1,00	1,25
Belgique	0,98	1,20	1,25	1,45
Irlande	1,25	1,55	1,60	1,85
Royaume-Uni	1,83	2,15	2,30	2,40
Suède	0,67	0,90	1,00	1,25
Norvège	1,45	1,75	1,85	2,10
Suisse	-0,19	0,10	0,20	0,45
Slovaquie	0,97	1,15	1,20	1,45
Pologne	2,78	3,30	3,40	3,70
Tchéquie	0,90	1,00	1,10	1,35
Hongrie	3,56	3,70	3,60	3,75
Bulgarie	3,30	3,35	3,40	3,45
Russie	11,16	12,00	12,00	12,00
Turquie	9,70	9,80	10,35	10,65
Japon	0,39	0,50	0,55	0,60
Chine	3,54	3,30	3,10	3,10
Australie	2,75	3,10	3,40	3,45
Nouvelle-Zélande	3,36	3,90	4,20	4,25
Canada	1,37	1,90	2,20	2,25

Nos publications sont disponibles en ligne sur le site www.kbc.be/publications. Il est également possible de recevoir nos publications gratuitement par e-mail. Surfez sur www.kbc.be/ep/lettre-info/ et enregistrez vos coordonnées.

Pour toute question relative au contenu de cette publication, veuillez vous adresser à :

Dieter Guffens (32) (0)2 429.62.87 E-mail: dieter.guffens@kbc.be

Editeur responsable : Dieter Guffens, Avenue du Port 2, B-1080 Bruxelles

Adresse de correspondance & gestion des abonnements : KBC Groupe SA, STE, Avenue du Port 2, 1080 Bruxelles, E-mail: economic.research@kbc.be

La présente publication est réalisée par la section Chief Economist de KBC Groupe. Ni la mesure dans laquelle les scénarios, les risques et les pronostics présentés reflètent les prévisions du marché, ni la mesure dans laquelle ils seront corroborés par la réalité ne peuvent être garanties. Les projections sont fournies à titre purement indicatif. Les données figurant dans cette publication sont à caractère général et purement informatif. Elles ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement, conformément à la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placements. KBC ne peut pas être tenu responsable de son exactitude ou de son exhaustivité. Tous les cours historiques, statistiques et graphiques sont d'actualité jusqu'au 17 août 2015 inclus, sauf stipulation contraire. Les opinions et prévisions décrites sont telles qu'en vigueur au 17 août 2015.