



Bulletins économiques

26 mai 2015

Perspectives économie mondiale

La conjoncture mondiale s'est essoufflée au premier trimestre 2015. Atone aux États-Unis, la croissance a également été hésitante au Japon et la vulnérabilité des économies émergentes telles que la Chine est apparue au grand jour. L'économie de la zone euro a en revanche poursuivi son accélération progressive et a fondé sa croissance sur une base plus large. Grâce à une demande d'importation soutenue, l'économie allemande a enfin joué son rôle de moteur de la croissance pour le reste de l'union monétaire, l'Italie renouant enfin avec une croissance positive. Entre-temps, la hausse des prix du pétrole a fait redémarrer l'inflation plus vite que prévu. Grâce notamment au programme d'achats en cours de la BCE, les prévisions d'inflation montrent en outre que la crainte de la déflation a (provisoirement) disparu. Les taux obligataires ont par conséquent connu une forte correction haussière à partir de la fin avril. La conjoncture mondiale reste toutefois trop fragile et la pression inflationniste sous-jacente trop limitée pour une répétition à court terme du scénario de 1994.

Perspective globale

Environnement économique 2
 • La conjoncture mondiale marque une pause

Amérique

États-Unis 4
 • Un ralentissement de la croissance particulièrement marqué au premier trimestre

Europe

Zone euro 6
 • La croissance des importations allemandes tire le reste de la zone euro

Royaume-Uni 8
 • Un ralentissement temporaire de la croissance

Europe centrale 9
 • Un excellent premier trimestre

Asie - Amérique latine

Japon 10
 • La croissance économique a des ratés, mais une amélioration peut être espérée

Chine 11
 • La saga de l'assouplissement monétaire se poursuit

Marchés émergents 12
 • L'atonie de la croissance économique nécessite des réformes structurelles

Tableaux

Croissance - Inflation - Taux d'intérêt et de change 13

Environnement économique

La conjoncture mondiale marque une pause

Ces derniers mois, quelques nuages sont venus assombrir le ciel conjoncturel. La croissance américaine a déçu au premier trimestre, avec une expansion marginale de 0,1% par rapport au trimestre précédent. Cette déconvenue est, il est vrai, partiellement imputable à des facteurs temporaires, tels qu'un hiver rigoureux et les grèves dans les ports de la côte ouest, mais le rythme de la croissance a cependant déçu. Le fait que le consommateur américain a continué de livrer la plus forte contribution à la croissance malgré des rapports sur le marché du travail un peu plus modestes et la hausse du taux d'épargne des ménages nous rassure : la dynamique sous-jacente de la croissance américaine est intacte.

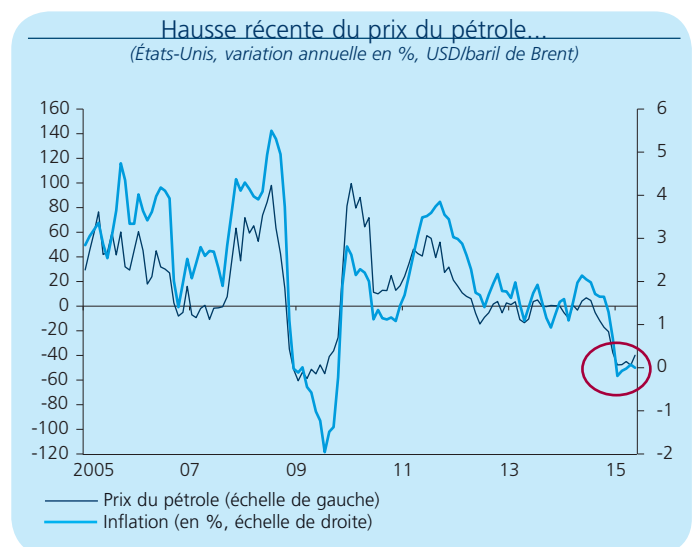
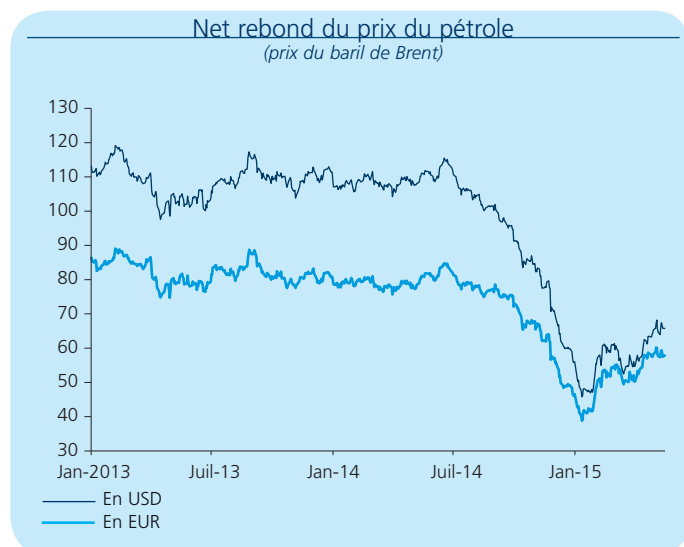
Dans la zone euro, la croissance trimestrielle s'est accélérée à 0,4%. Bien que nous ayons prévu un rythme de croissance plus soutenu, la composition de la croissance est prometteuse. Ainsi, la croissance allemande (+0,3%) a déçu à première vue. Mais derrière ce pourcentage se cache comme prévu une forte hausse de la demande intérieure, qui a engendré une augmentation sensible de la demande d'importation. Cette tendance a bien entendu comprimé la croissance allemande, mais elle a aussi stimulé la croissance des autres pays de la zone euro. Celle-ci a ainsi atteint 0,6% en France, 0,9% en Espagne et même 0,3% en Italie, où elle est enfin redevenue positive. Ce tableau est prometteur pour les prochains trimestres. L'économie allemande est en effet proche du plein-emploi avec un taux de chômage de seulement 4,7%, tout nouvel incitant de la demande intérieure devant être comblé par des importations en provenance des partenaires commerciaux (européens).

Avec le renchérissement du dollar et du pétrole pour moteur

Un moteur essentiel de cette évolution conjoncturelle est l'appréciation marquée et rapide du dollar américain par rapport à l'euro. La progression des exportations américaines a par conséquent contribué négativement à la croissance. L'évolution du cours de change a en partie engendré un glissement de la croissance économique des États-Unis vers la zone euro, qui a profité de la dépréciation de l'euro à un plancher de 1,05 USD par EUR à la mi-avril.

Entre-temps, cette appréciation s'est toutefois quelque peu inversée, mais les causes fondamentales subsistent. La BCE poursuit en effet son programme d'achats à hauteur de 60 milliards EUR par mois probablement jusqu'en septembre 2016. La prochaine étape de la Fed est en revanche le resserrement de sa politique. Seul le moment précis du premier relèvement de taux est encore sujet à discussion. Vu la récente dégradation des indicateurs conjoncturels américains et le maintien de l'inflation à 0%, les marchés ne l'attendent pas avant l'automne, ce qui explique également la récente dépréciation du dollar. Ceci n'est toutefois que partie remise : le cycle de resserrement de la Fed débutera probablement encore cette année. C'est pourquoi nous pensons que l'euro va retrouver la parité avec le dollar d'ici la fin de l'année.

La hausse des prix du pétrole est une deuxième cause importante de l'atonie conjoncturelle. Depuis son plancher atteint à la mi-janvier, le prix du baril de Brent a augmenté de près de 50%. L'anticipation d'une réduction (temporaire) de la production de pétrole américaine a joué un rôle essentiel. La contri-





Croissance réelle du PIB	2014	2015	2016
Amérique	2,1	2,1	2,6
Amérique du Nord	2,4	2,5	2,9
Amérique latine	1,5	1,1	2,2
Europe	1,4	1,2	1,7
Zone euro	0,8	1,6	2,0
Europe centrale	2,8	3,0	3,1
Asie	5,5	5,6	5,5
Japon	-0,1	1,1	1,3
Asie excl. Japon	6,5	6,4	6,3
Chine	7,4	7,0	6,7
Inde	7,2	7,5	7,5
Monde	3,2	3,2	3,6
Prix du pétrole (Brent, par baril, en USD, fin d'année)	56	70	75

La fin de la crainte de la déflation...

Outre l'impact sur la conjoncture, la flambée des prix du pétrole a sorti l'inflation plus vite que prévu de la zone négative. Ainsi, l'inflation a augmenté dans la zone euro de -0,6% en janvier à son niveau actuel de 0%. Cet effet s'est encore ressenti plus clairement dans l'évolution haussière des prévisions d'inflation. Sans doute, dans la zone euro, sera-t-il encore renforcé par la crédibilité de la politique de la BCE. Avec son programme d'achats en cours, celle-ci a, tout comme en 2012 avec son programme OMT, en quelque sorte promis qu'elle ferait le nécessaire (*whatever it takes*) pour enfin conformer l'inflation à son objectif.

...engendre la hausse des taux obligataires

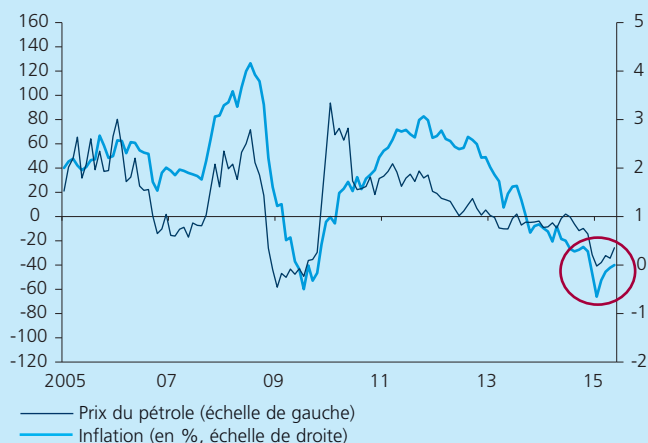
La fin définitive de la crainte de la déflation et les niveaux ridiculement bas du taux à dix ans allemand (cinq points de base) ont provoqué dès la mi-avril un sursaut des taux soudain et marqué qui a entraîné dans la foulée la hausse des taux à dix ans américain et britannique. Depuis lors, le marché obligataire cherche un nouvel équilibre et la volatilité boursière s'est renforcée. Une nouvelle hausse des taux obligataires semblable à celle de 1994 nous semble toutefois peu probable. La conjoncture mondiale est encore trop fragile pour cela et la pression inflationniste reste beaucoup trop faible. La Fed marche en outre sur des œufs car elle souhaite éviter de voir se répéter le scénario de mai 2013, lorsque le revirement éventuel de la politique monétaire avait provoqué une envolée soudaine des taux obligataires.



Dieter Guffens
dieter.guffens@kbc.be

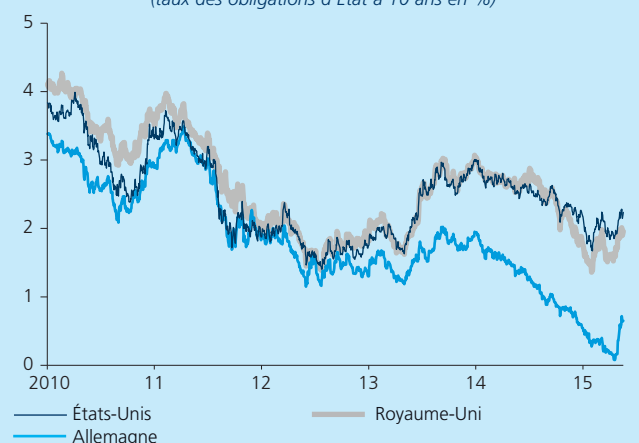
bution négative à la croissance des investissements américains dans le secteur de l'énergie s'inscrit dans ce contexte. Cela démontre que le marché pétrolier se comporte actuellement selon les règles d'un cycle du porc classique, mais cela implique également la création d'une limite supérieure naturelle pour le prix du baril de pétrole. Nous pensons par conséquent qu'il va fluctuer entre 60 et 80 USD dans un proche avenir. Le risque conjoncturel d'une envolée vers les niveaux de la première moitié de 2014, qui enfoncerait l'économie mondiale dans la stagflation, nous semble particulièrement faible.

... principal facteur déterminant de l'inflation (zone euro, variation annuelle en %, EUR/baril de Brent)



La dissipation de la crainte de déflation dope les taux obligataires

(taux des obligations d'État à 10 ans en %)



États-Unis

Un ralentissement de la croissance particulièrement marqué au premier trimestre

En s'établissant au premier trimestre à seulement 0,2% en base annuelle par rapport au quatrième trimestre 2014, l'économie américaine a connu une croissance nettement plus lente que prévu. D'une part, une série de facteurs temporaires, tels qu'un hiver rigoureux et les perturbations liées aux grèves dans les ports de la côte ouest, ont pesé sur la croissance. D'autre part, la faiblesse de la croissance s'inscrit dans le contexte plus large du fléchissement de la confiance des producteurs et du ralentissement des créations d'emplois sur le marché du travail américain.

Le consommateur résiste

La composition de la croissance apporte un peu plus de précisions sur le caractère temporaire ou non de ce ralentissement de la croissance. Outre une constitution de stocks involontaire, la croissance a de nouveau été tirée par la consommation privée. Cela a d'autant plus été évident qu'il n'est toujours pas question de hausses salariales nominales dignes de ce nom et que le taux d'épargne des ménages a augmenté au premier trimestre. Le rapport sur le marché du travail d'avril, avec à nouveau plus de 200 000 créations d'emplois, révèle en tout cas que la dynamique sous-jacente du marché du travail américain n'est pas rompue. Le taux d'épargne ne devrait en outre plus augmenter dans le contexte de la baisse constante du taux de chômage (actuellement de 5,4%). Tout indique par conséquent que le consommateur américain va pouvoir conserver son rôle de moteur de la croissance dans les trimestres à venir, surtout si l'accélération des hausses salariales attribuable à l'exigüité croissante du marché du travail dope le revenu disponible des ménages. Un recul éventuel du taux d'épargne à son niveau de la fin 2014 renforcerait encore cet effet.

Les investissements dans le secteur de l'énergie sont pris dans un cycle du porc

À l'inverse du consommateur dynamique, les investissements des entreprises ont contribué négativement à la croissance. La réduction des investissements dans le secteur de l'énergie consécutive à la faiblesse des prix du pétrole a joué un rôle. Ainsi, le prix du baril de Brent a atteint son plancher à 46 USD à la mi-janvier. Maintenant que le prix du pétrole exprimé en dollar a regagné de près de 50%, les investissements dans de nouveaux gisements de pétrole devraient reprendre dans les trimestres à venir.

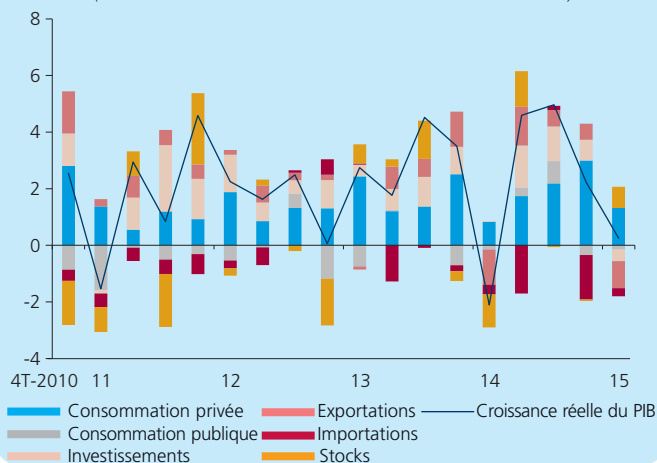
Les conditions météorologiques et la vigueur du dollar ont pesé sur les exportations

La contribution négative à la croissance la plus marquée vient toutefois des exportations brutes. Cela est frappant étant donné que depuis la fin de la Grande récession, les exportations ont toujours contribué positivement à la croissance. La seule exception est le premier trimestre 2014, qui comme en 2015, a été dominé par de mauvaises conditions météorologiques. À l'instar de 2014, le commerce international devrait donc à nouveau soutenir la croissance américaine à partir du deuxième trimestre.

La contraction des exportations américaines au premier trimestre a encore une autre explication : l'appréciation du dollar. Début 2015, le billet vert s'était déjà progressivement apprécié par rapport à l'euro et cotait à environ 1,20 USD par EUR. À mesure que l'ambitieux programme d'achats de la BCE s'est concrétisé en janvier avant d'être enfin mis en œuvre en

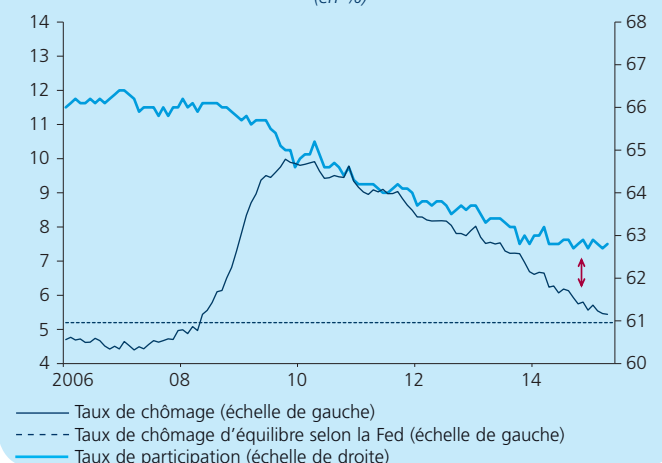
Passage à vide temporaire de la croissance au premier trimestre

(contributions annualisées à la croissance trimestrielle en %)



Poursuite de la diminution du taux de chômage sur fond de stabilité du taux de participation

(en %)





Perspectives États-Unis	2014	2015	2016
Croissance réelle du PIB	2,4	2,6	2,9
Inflation	1,6	0,5	2,7

	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
Taux directeur	0,25	0,25	0,50	1,00
Taux d'intérêt à dix ans	2,26	2,30	2,40	2,60
USD par EUR	1,11	1,05	1,00	1,00

En mars, cette appréciation s'est accélérée et le dollar a atteint à la mi-mars son niveau le plus élevé de ce cycle à 1,05 USD par EUR. L'ampleur (environ 15%) et la rapidité de cette appréciation (à peine deux mois et demi) ont fortement comprimé les volumes d'exportations américaines. Depuis lors, le dollar américain a toutefois reperdu près de 10%, ce qui nous conforte dans notre prévision selon laquelle les exportations américaines vont redémarrer à partir du deuxième trimestre.

Le revirement de la tendance à l'appréciation du dollar a surtout été lié à la politique monétaire, de la Fed cette fois. La présidente de la Fed, Janet Yellen, estimait aussi que la croissance atone du premier trimestre était partiellement temporaire. Une pression haussière subsiste toutefois sur le salaire horaire moyen du travailleur américain. Cela est d'autant plus visible que le taux de chômage a retrouvé son niveau d'avant la récession et que l'estimation de la Fed du plein-emploi se rapproche à grands pas. Cela signifie en fin de compte que l'inflation américaine ne doit pas encore préoccuper la Fed. L'inflation de base des prix à la consommation (hors alimentation et énergie) s'élève actuellement à 1,8%, soit juste en deçà de l'objectif

d'inflation de la Fed. La Banque centrale américaine peut donc attendre l'évolution conjoncturelle avant de lancer son cycle de resserrements. Par conséquent, les marchés financiers ne prévoient pas le premier relèvement de taux avant l'automne au plus tôt. L'appui des taux qui disparaîtra à court terme a contribué à la dépréciation récente du dollar américain.

Retour à la normale

La perspective d'un premier relèvement de taux par la Fed signifie que la période de politique non-conventionnelle touche progressivement à son terme. Au moment de l'éclatement de la crise financière fin 2008, la Fed avait d'abord abaissé son taux directeur à presque 0% et ensuite fait des assouplissements quantitatifs et de sa politique de communication (guidance prospective ou forward guidance) les instruments lui permettant de maintenir les taux obligataires à un bas niveau. Fin 2014, la Fed a clôturé son dernier programme d'achats (QE3). Dans le commentaire accompagnant sa dernière réunion du comité de politique monétaire, elle a en outre déclaré qu'elle réexaminait à chaque réunion l'opportunité d'un relèvement de taux sur la base des données disponibles. La guidance prospective en tant qu'instrument de politique monétaire appartient en d'autres termes au passé. Il reste donc le relèvement de taux classique. Alors que l'économie réelle américaine a apparemment vaincu les causes de la Grande récession, il semble que la politique monétaire va bientôt se normaliser elle aussi.



Dieter Guffens
dieter.guffens@kbc.be

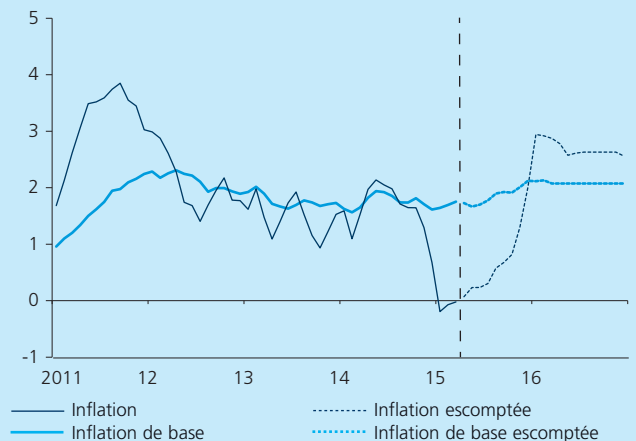
Le salaire horaire moyen ne montre pas (encore) des signes de pressions haussières sur les salaires

(variation annuelle en %)



Hausse de l'inflation de base à 1,8%

(variation annuelle en %)



Eurozone

La croissance des importations allemandes tire le reste de la zone euro

Le redressement économique de la zone euro, qui s'était amorcé prudemment au deuxième trimestre 2013, s'est poursuivi au premier trimestre 2015. Selon les données provisoires, la croissance du PIB réel a grimpé à 0,4% au premier trimestre 2015. En termes de résultats individuels, on retiendra surtout l'exploit inattendu de l'Espagne (+0,9%), de l'Italie (+0,3%) et de la France (+0,6%).

La croissance allemande (0,3%) a déçu à première vue. Une seconde analyse révèle toutefois qu'elle a surtout été tirée par une demande intérieure soutenue (tant la consommation privée que les investissements) qui a stimulé la croissance des importations de sorte que les exportations nettes ont contribué négativement à la croissance. La composition de la croissance allemande participe donc ainsi à la reprise économique des autres pays de la zone euro. La Grèce (-0,2%) a vu son PIB se contracter pour le deuxième trimestre d'affilée, retombant ainsi officiellement en récession. L'incertitude politique et financière des derniers mois continue de miner la confiance et se répercute inévitablement sur l'économie réelle.

Pour la zone euro dans son ensemble, la demande privée intérieure finale a livré au premier trimestre la plus forte contribution à la croissance, à l'instar de 2014, alors que durant les années précédentes, la reprise économique avait surtout été tirée par les exportations nettes. Ce glissement de la composition de la croissance a rendu le redémarrage de la zone euro moins dépendant de l'essor de ses partenaires commerciaux extérieurs et par conséquent, plus durable.

Un soutien à la consommation

Nous pensons qu'en 2015, la croissance économique va pour-

suivre sa progression, essentiellement tirée par un raffermissement de la consommation privée, notamment consécutif à la hausse de l'emploi et des salaires réels dans la zone euro. Le taux de chômage reste élevé (11,3%) dans la zone euro, mais il baisse progressivement. Outre l'embellie constatée sur le marché du travail, la faiblesse des prix de l'énergie et de l'alimentation et la diminution des charges d'intérêts sur les dettes en cours accroissent le revenu disponible réel des ménages, une hausse qui dope à son tour la consommation.

Des budgets plus favorables à la croissance

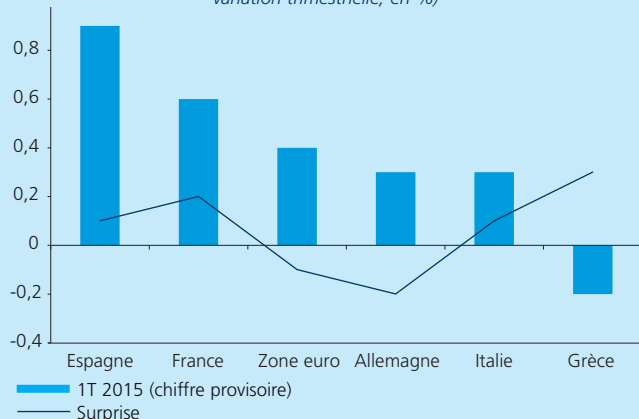
Le consensus grandissant sur une application moins stricte des règles budgétaires dans la zone euro va également stimuler la consommation publique et les investissements. La Commission européenne table sur un budget neutre pour la croissance en 2015 et sur une politique budgétaire légèrement stimulante en 2016. En ce qui concerne les investissements privés, nous attendons surtout le plan Juncker qui pourrait avoir un effet stimulant sur la croissance à partir de 2016.

La faiblesse de l'euro soutient les exportations

Dans les trimestres à venir, les exportations vont probablement s'appuyer sur la reprise de la croissance mondiale après le ralentissement des deux derniers trimestres. Cette supposition est corroborée par les indicateurs de confiance des entreprises qui annoncent une expansion du secteur global des services et de la production industrielle cette année ainsi que par la dépréciation effective réelle de l'euro. Malgré ces prévisions d'exportation positives, les exportations nettes ne contribueront probablement pas à la croissance de la zone euro cette année

Convergence de la croissance réelle du PIB dans la zone euro au premier trimestre 2015

(chiffres du PIB provisoires et surprises par rapport au sondage de Reuters, variation trimestrielle, en %)



Sursaut du taux allemand à dix ans et de l'euro au départ du récent plancher





Perspectives zone euro	2014	2015	2016
Croissance réelle du PIB	0,8	1,6	2,0
Inflation	0,4	0,2	1,5

	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
Taux directeur	0,05	0,05	0,05	0,05
Taux d'intérêt à dix ans Allemagne	0,58	0,70	0,70	0,80

étant donné que nous tablons sur une croissance encore plus importante des importations consécutive au raffermissement de la demande intérieure.

La BCE reste en mode d'assouplissement

Un incitant supplémentaire pour l'économie de la zone euro est la politique monétaire extrêmement souple de la BCE. En mars 2015, la BCE a lancé le rachat d'obligations d'État de pays de la zone euro dans une tentative de stopper le recul de l'inflation et des prévisions d'inflation. Par suite de ces achats, l'euro s'est déprécié et le taux à dix ans allemand est temporairement retombé à seulement 5 points de base. La hausse plus rapide que prévu de l'inflation et surtout des prévisions d'inflation a inversé cette tendance, avec pour conséquence l'appréciation de l'euro et une forte remontée du taux à dix ans allemand à environ 70 points de base. Cette envolée de taux a d'ailleurs été un phénomène mondial qui a également touché les taux à dix ans américain et britannique. La crainte de la déflation sur les marchés financiers a par conséquent disparu, ce qui signifie que les taux de référence ne retomberont sans doute pas à leurs récents planchers historiques. Selon nous, la divergence

croissante entre la politique souple de la BCE et le cycle de resserrements imminent de la Fed et de la Banque d'Angleterre à partir de cet automne enfoncera à nouveau l'euro en direction de la parité avec le dollar américain d'ici la fin 2015.

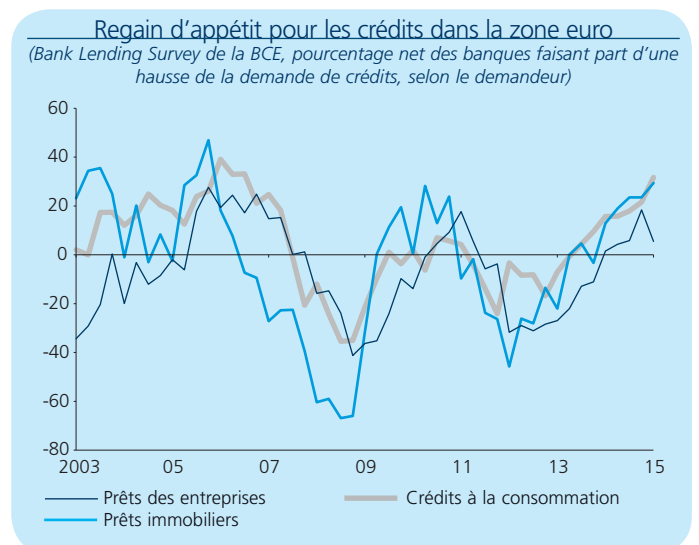
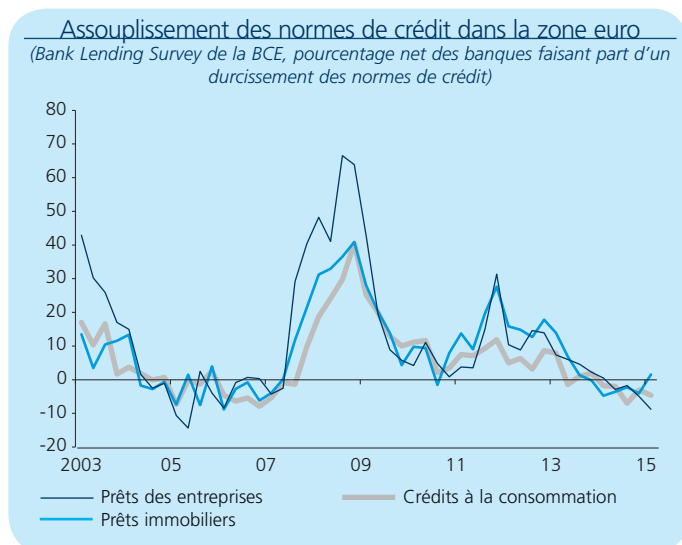
Redémarrage de l'octroi de crédits

Notamment par suite de sa politique monétaire stimulante, il ressort de la dernière Bank Lending Survey (BLS) de la Banque centrale européenne que du côté de l'offre, les conditions de crédit des banques dans la zone euro se sont à nouveau assouplies au premier trimestre, et ce, tant pour les crédits aux entreprises que pour les crédits à la consommation. L'assouplissement des conditions de crédit aux entreprises, qui s'applique tant aux grandes entreprises qu'aux PME, a été particulièrement marqué en Italie. Les banques interrogées pensent que cet assouplissement des conditions d'octroi de crédit aux entreprises va se poursuivre au deuxième trimestre 2015.

La demande de crédits aux entreprises a également augmenté au premier trimestre, essentiellement en raison de la faiblesse des taux d'intérêt. Il est toutefois décevant de constater que la demande de crédits d'investissement a contribué négativement à ce résultat. Ce constat s'inscrit dans le contexte de l'absence d'investissements dans la zone euro. Il est cependant positif de noter que pour le deuxième trimestre, les banques prévoient une nouvelle hausse de la demande de crédits des entreprises. Si cela concerne aussi les crédits d'investissement, la reprise économique de la zone euro s'appuiera alors sur une base encore plus large.



Cora Vandamme
cora.vandamme@kbc.be



Royaume-Uni

Un ralentissement temporaire de la croissance

Selon les estimations provisoires, la croissance économique britannique est retombée à 0,3% au premier trimestre 2015 par rapport au trimestre précédent. Ce fléchissement est notamment imputable à une diminution de la production d'énergie consécutive à la faiblesse des prix du pétrole et à la pression de l'appréciation de la livre sur l'industrie. Seul le secteur des services a réalisé une croissance positive de 0,5% au premier trimestre.

Il semble toutefois que la croissance britannique restera vigoureuse en 2015, tout comme ces trois dernières années. La principale contribution viendra de la consommation privée, alors que le support des exportations restera probablement absent. Ce tableau est confirmé par les récents indicateurs de confiance. Le momentum de la croissance dans le secteur des services reste robuste et est soutenu par la confiance élevée des consommateurs consécutive à l'exiguïté croissante du marché du travail. Les prévisions d'investissement et d'exportation restent faibles. Maintenant que le résultat des élections a permis aux Conservateurs de former un gouvernement de majorité stable, nous pensons que les indicateurs de confiance vont quelque peu se redresser à court terme en raison de la dissipation de l'incertitude.

Le référendum sur l'UE crée l'incertitude

À moyen terme, nous observons une intensification du risque économique consécutive à l'issue du scrutin. Après leur victoire, les Conservateurs ont en effet répété leur promesse d'organiser un référendum sur l'adhésion britannique à l'UE au plus tard fin 2017. En préparation au référendum, le Royaume-Uni souhaite mener des négociations avec les autres États membres de

Perspectives RU	2014	2015	2016
Croissance réelle du PIB	2,6	2,7	2,4
Inflation	1,5	0,5	1,6

	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
Taux directeur	0,50	0,50	0,50	0,75
Taux d'intérêt à dix ans	1,96	1,90	2,05	2,45
GBP par EUR	0,72	0,70	0,68	0,63
USD par GBP	1,55	1,50	1,47	1,59

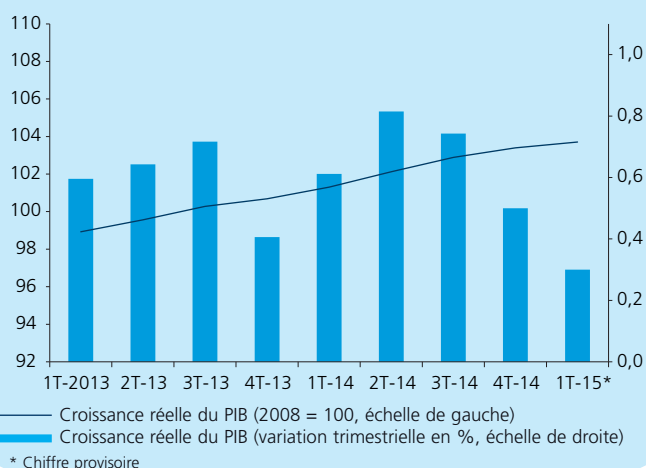
l'UE sur un assouplissement des conditions d'adhésion. Ces négociations promettent d'être animées. Les gouvernements notamment allemand et polonais ont en effet averti qu'une restriction du principe de la libre circulation des personnes était non négociable à leurs yeux.

Nous pensons qu'une majorité des Britanniques va se prononcer pour le maintien de l'adhésion à l'UE. Le Royaume-Uni a en effet beaucoup à perdre en cas de Brexit. Tout d'abord, le rôle de premier plan de la City londonienne en tant que cœur du secteur financier européen risque d'être menacé. Ensuite, le Royaume-Uni ne pourrait plus intervenir dans les règles présidant au marché unifié européen, qui est dans sa globalité son principal partenaire commercial. Enfin, les désirs d'indépendance des Écossais pro-européens pourraient se réveiller si le Royaume-Uni venait à quitter l'UE. Les Britanniques ont donc suffisamment de raisons d'essayer de parvenir à une solution pragmatique au sein de l'UE.



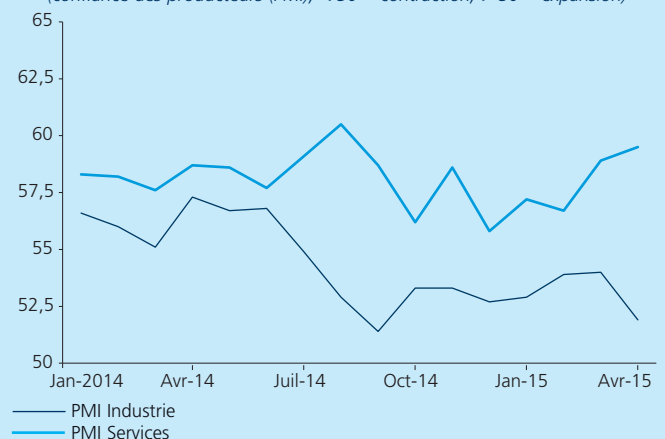
Cora Vandamme
cora.vandamme@kbc.be

La croissance du PIB décélère au premier trimestre, mais reste positive



Les entreprises britanniques prévoient une expansion dans le secteur des services et l'industrie

(confiance des producteurs (PMI), < 50 = contraction, > 50 = expansion)



Europe centrale

Un excellent premier trimestre

L'économie continue sur sa lancée

Les pays d'Europe centrale ont poursuivi leurs excellentes performances économiques ces derniers mois. La production a signalé une croissance vigoureuse du côté de l'offre. Les entreprises exportatrices profitent en outre du raffermissement de la croissance des principaux partenaires commerciaux d'Europe occidentale. Les niveaux élevés atteints par la confiance des producteurs impliquent que le contexte économique restera favorable dans un proche avenir.

La consommation a été le moteur de la croissance. Cela s'est aussi manifesté dans les niveaux élevés de la confiance des consommateurs, celle-ci étant essentiellement portée par l'évolution prometteuse du marché du travail. Le taux de chômage a baissé, alors que l'emploi a progressé. Les revenus disponibles réels ont en outre augmenté, ce qui est surtout attribuable à la faiblesse des prix du pétrole et à la hausse des salaires nominaux. Nous pensons par conséquent que la demande intérieure va rester un moteur essentiel de la croissance en Europe centrale. Ces excellentes performances se sont reflétées dans les chiffres provisoires du PIB du premier trimestre, qui se sont montrés meilleurs que prévu.

L'inflation a atteint un plancher

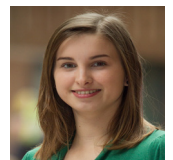
L'inflation semble avoir quitté le plancher atteint début 2015. En mars, la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé était encore négative dans la plupart des pays d'Europe centrale, mais moins qu'en février. La hausse des prix du pétrole en est la raison principale. Cela démontre l'absence de toute tendance déflationniste générale dans la région. Pour les prochains mois, nous pensons que l'inflation va encore

rester basse, mais qu'elle va augmenter progressivement. La faiblesse des prix de l'énergie et de l'alimentation empêchera toute hausse de prix trop marquée. Par ailleurs, l'exiguïté croissante des marchés du travail, l'augmentation de la demande intérieure et la politique d'assouplissement monétaire de la BCE exercent une pression haussière sur les prix.

Assouplissement monétaire et fiscal en Hongrie

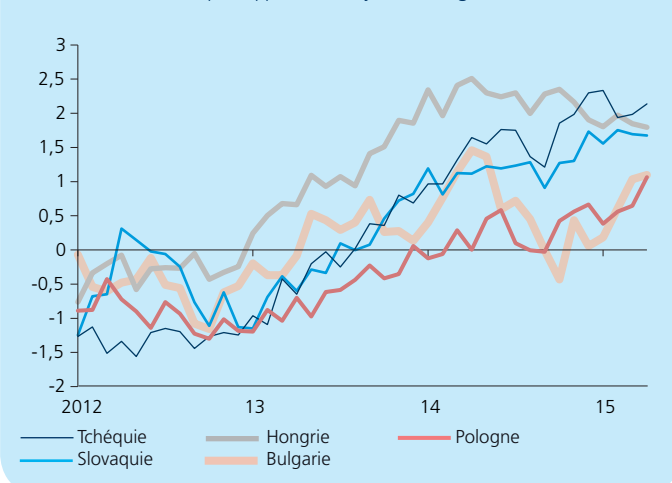
Dans la foulée de la décision de la Banque centrale polonaise début mars, la Banque centrale hongroise a revu son taux directeur à la baisse. En trois étapes de chacune 15 points de base, elle a abaissé son taux directeur de 2,10% à 1,65%. Elle a en outre souligné qu'elle poursuivrait le cycle d'assouplissement aussi longtemps que celui-ci soutiendrait la réalisation de son objectif d'une inflation de 3% à moyen terme. De nouvelles baisses de taux sont donc probables. De son côté, la Banque centrale polonaise a maintenu son taux directeur à un niveau constant, ainsi qu'annoncé après son dernier abaissement de taux. En Tchéquie également, la banque centrale n'a pas modifié sa politique de taux et de change.

Le gouvernement hongrois prévoit différents allègements d'impôts en 2016. Il va notamment abaisser l'impôt des personnes physiques et réduire la taxe bancaire tant controversée de 0,53% à 0,31% du total de bilan des banques. Légalement, cet allègement d'impôts ne sera pas lié aux conditions relatives à un octroi de crédit minimal. La banque centrale et le ministère de l'Économie s'orientent toutefois vers une autre forme de conditions visant à stimuler l'octroi de crédits intérieur.



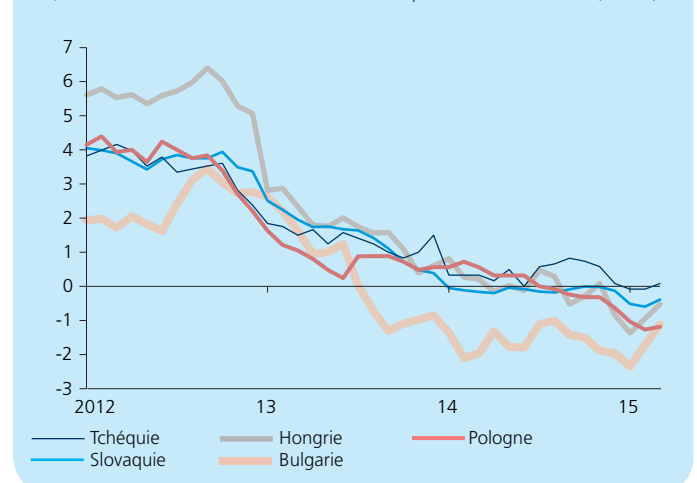
Jill Van Goubergen
jill.vangoubergen@kbc.be

Grande confiance des consommateurs
(écart par rapport à la moyenne à long terme)



L'inflation sort progressivement de l'ornière

(variation annuelle de l'indice harmonisé des prix à la consommation, en %)



Japon

La croissance économique a des ratés, mais une amélioration peut être espérée

Le moteur de la croissance continue à avoir des ratés

L'économie japonaise continuait de s'enliser. La croissance en base annuel de 2,4% au premier trimestre est surtout le résultat d'une constitution de stocks. Les performances économiques du Japon se sont surtout détériorées en février et en mars. Le ralentissement saisonnier de la croissance de ses principaux partenaires commerciaux tels que les États-Unis et la Chine en est une cause importante. La consommation privée n'a en outre pas encore montré de signes de redressement durable après la hausse de la TVA d'avril 2014. Après deux années d'Abenomics, le cycle souhaité de la consommation, des investissements et de la croissance n'a donc toujours pas démarré. L'amélioration de la confiance des consommateurs nous permet toutefois d'espérer une amélioration.

La banque centrale se donne un peu plus de temps

L'inflation a entre-temps continué de baisser, sauf récemment. Abstraction faite des effets de la hausse de la TVA en avril 2014, elle est même devenue nulle en février. Un modeste revirement a suivi en mars, essentiellement consécutif à l'évolution du prix du pétrole. La banque centrale n'est donc pas parvenue à atteindre son objectif d'inflation initial de 2% dans les délais annoncés. Elle a par conséquent reporté son délai officiel au premier semestre 2016. Tant que la banque centrale juge nécessaire de continuer à soutenir l'inflation, elle poursuivra sa politique d'assouplissement actuelle. Bien qu'il n'y ait pas encore de plans concrets, la probabilité d'un nouvel assouplissement se renforce à mesure que l'économie se dégrade. La banque centrale reste toutefois optimiste à ce sujet. À court terme,

Perspectives Japon	2014	2015	2016
Croissance réelle du PIB	-0,1	1,1	1,3
Inflation	2,7	0,7	1,3

	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
Taux directeur	0,10	0,10	0,10	0,10
Taux d'intérêt à dix ans	0,40	0,50	0,55	0,70
JPY par USD	120,88	120,00	122,00	125,00
JPY par EUR	134,43	126,00	122,00	125,00

nous ne prévoyons donc pas de nouvelles mesures monétaires.

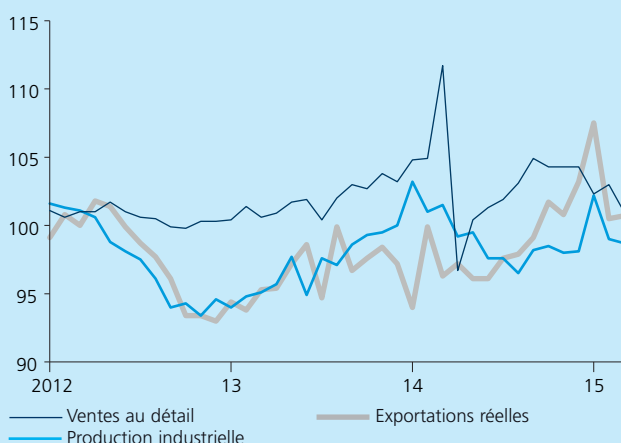
Un marché du travail étriqué

En mars, le taux de chômage a diminué à 3,4%, soit son niveau le plus faible en plus de 15 ans. Le rapport entre postes vacants et chômeurs a en outre stagné à 1,15. Une production des entreprises en hausse et la diminution de la population en âge de travailler vont encore renforcer l'exigüité du marché du travail. Dans un proche avenir, il en résultera une inflation salariale, ce qui n'est toutefois pas encore le cas jusqu'ici. Par ailleurs, le nombre élevé de travailleurs sans contrat fixe à temps plein va annuler l'inflation salariale. Nous prévoyons cependant des hausses salariales qui dépasseront l'inflation. Le pouvoir d'achat va par conséquent augmenter et la consommation privée va progressivement redémarrer. Nous tablons donc sur une accélération de la croissance en 2015 par rapport à l'année précédente. La demande intérieure jouera en outre un rôle plus important.

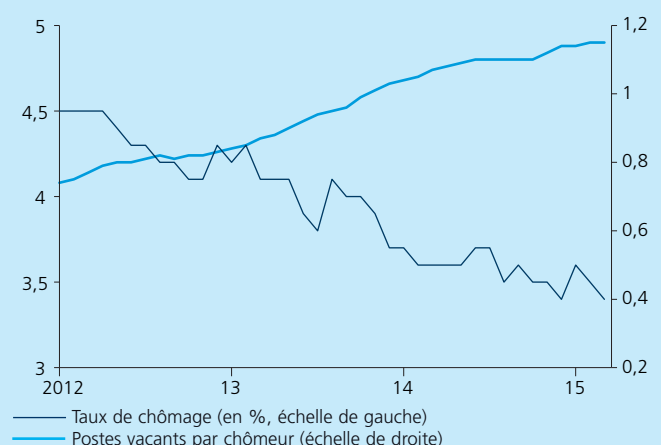


Jill Van Goubergen
jill.vangoubergen@kbc.be

Affaiblissement au premier trimestre
(2010 = 100)



Pénurie croissante de main-d'œuvre



Chine

La saga de l'assouplissement monétaire se poursuit

Le moteur chinois continue à avoir des ratés. Bien qu'au premier trimestre 2015, l'objectif de croissance de 7% en rythme annuel ait été atteint de justesse, la croissance trimestrielle de 1,3% témoigne d'une dynamique sous-jacente extrêmement faible. Non seulement les indicateurs de l'activité intérieure continuent de baisser, mais le commerce extérieur a également été mis à mal ces derniers mois. En raison de l'atonie de la demande intérieure, les importations se sont contractées au premier trimestre 2015 de pas moins de 17,6% par rapport à l'année précédente. Un contexte international encore fragile a en outre freiné la croissance des exportations.

Assouplissement monétaire

La fragilité persistante de l'économie et la basse inflation ont incité la Banque centrale chinoise à procéder à un nouvel assouplissement de sa politique monétaire. Après la révision à la baisse des exigences de réserve fin avril, les taux de référence des dépôts et des crédits ont à leur tour été abaissés début mai et ce, pour la troisième fois en six mois.

La Banque centrale chinoise se prépare d'ailleurs, au besoin, à aller plus loin dans ses assouplissements monétaires. Depuis mars, les autorités locales peuvent se financer en émettant des obligations. Début mai, il a été décidé que ces obligations d'État locales pouvaient servir de garanties aux banques commerciales pour recourir aux facilités de crédit de la banque centrale. Non seulement le financement des autorités locales sera ainsi soutenu, mais les possibilités supplémentaires d'octroi de crédits pourront aussi donner un coup de pouce supplémentaire à l'économie réelle.

Perspectives Chine	2014	2015	2016
Croissance réelle du PIB	7,4	7,0	6,7
Inflation	2,0	1,5	2,1

	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
Taux directeur	5,10	5,10	4,85	4,85
Taux d'intérêt à dix ans	3,46	3,25	3,00	3,00
RMB par USD	6,20	6,20	6,18	6,16

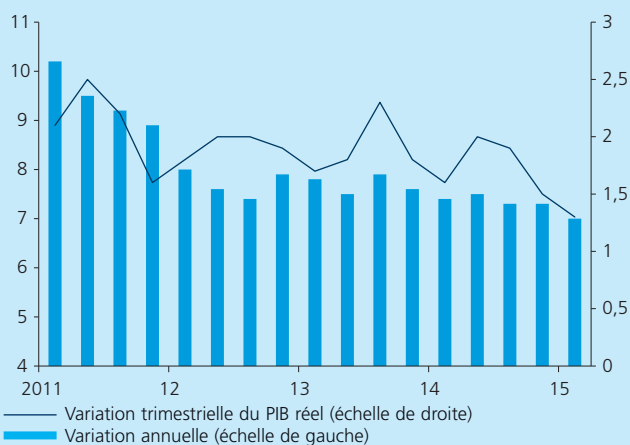
Libéralisation financière

Début mai, le plafond des taux de dépôt a également été relevé de 30% à 50% au-dessus des niveaux de référence. Nous pensons que la banque centrale procédera cette année encore à la libéralisation totale des taux de dépôt. Entre-temps, un système de garantie des dépôts a déjà été créé. La libéralisation des taux pourrait ouvrir la voie à celle du compte de capital de la balance des paiements d'ici la fin de cette année. La libéralisation des flux d'investissement transfrontaliers soutient l'ambition chinoise de voir le renminbi être intégré dans le panier de devises sur lequel est fondée la valeur des Droits de tirage spéciaux du FMI. Pour l'heure, ce panier se compose du dollar américain, de l'euro, du yen japonais et de la livre sterling. L'intégration de la monnaie chinoise lui conférerait le statut de monnaie internationale. La Chine a déjà élargi la marge de fluctuation du renminbi. D'autres mesures, telles que la libéralisation totale du cours de change, seront toutefois nécessaires si l'État chinois souhaite concurrencer les États-Unis sur la scène financière internationale.

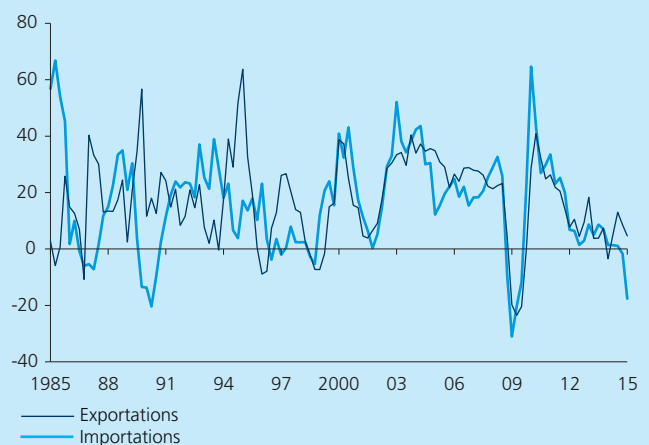


Stephanie Smet
stephanie.smet@kbc.be

L'économie chinoise perd à nouveau de son élan
(en %)



Les importations chinoises mises à mal
(variation annuelle en %)



Marchés émergents

L'atonie de la croissance économique nécessite des réformes structurelles

Les marchés émergents ont enregistré au premier trimestre 2015 leur croissance la plus faible depuis le début de la crise financière. Cet essoufflement est largement imputable au recul de la production industrielle. Le Brésil et la Russie ont vu leur activité économique se contracter pendant les trois premiers mois de 2015. En avril, la confiance des producteurs dans l'industrie manufacturière a reculé pour le deuxième mois consécutif. Presque toutes les régions sont confrontées à une dégradation du climat économique. L'Amérique latine est la région la plus durement touchée, essentiellement en raison de la croissance négative du Brésil.

La Russie et le Brésil restent sous pression

La hausse des prix du pétrole et le redressement relatif du cours du rouble ne relâchent que temporairement la pression sur l'économie russe. À l'inverse des prévisions des autorités, nous pensons que la récession va se poursuivre en 2015. La demande intérieure va continuer de pâtir de la faiblesse persistante du rouble, de l'inflation astronomique et de la baisse des salaires réels qui en découle. La situation reste en outre instable dans l'est de l'Ukraine. Cette année, la Banque centrale russe va continuer d'assouplir sa politique pour déjouer la récession malgré le niveau résolument élevé de l'inflation.

Le Brésil reste confronté à un manque de confiance dans la politique. Ces derniers mois, la banque centrale a progressivement relevé son taux directeur pour juguler l'inflation. La politique budgétaire reste toutefois confrontée à un déficit primaire, bien qu'elle vise cette année un excédent primaire de 1,2% du PIB. Des programmes tels que la "Bolsa familia" laissent peu de latitude à une réduction des dépenses publiques et les revenus peuvent

difficilement augmenter compte tenu du renforcement de la pression fiscale. Les dépenses ne peuvent plus être abaissées que par le biais des investissements publics. Bien que cela puisse suffire au maintien de la note "investment grade" du pays, cela aura de lourdes conséquences négatives pour la croissance économique.

La croissance potentielle des marchés émergents est en recul

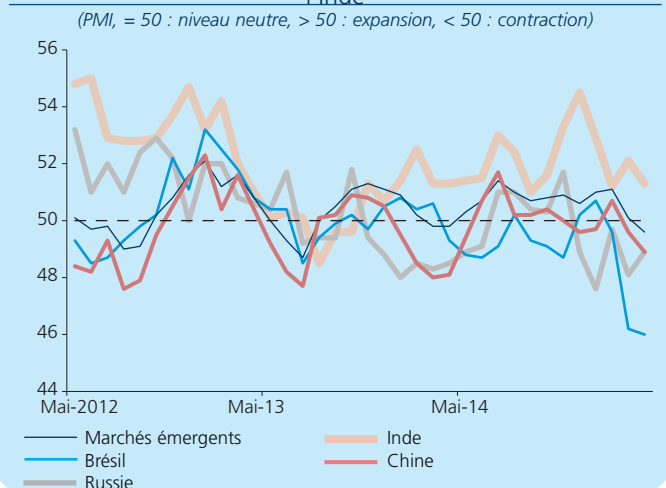
Le ralentissement récent de la croissance économique des marchés émergents n'est pas seulement cyclique. Dans ses dernières prévisions, le FMI indique que depuis l'éclatement de la crise financière, la croissance potentielle des marchés émergents accuse un recul structurel. Cette croissance potentielle pourrait en outre se ralentir davantage à l'avenir. Les changements démographiques tels que le vieillissement ralentissent en effet la croissance de la population en âge de travailler. Des conditions de financement moins favorables et la faiblesse des prix du pétrole pèseront en outre sur les investissements en biens d'équipement. La croissance de la productivité totale des facteurs dans les marchés émergents va se réduire à mesure que progresse la convergence avec la technologie occidentale.

Outre la souplesse du cadre politique, des réformes structurelles sont donc nécessaires si les marchés émergents souhaitent renouer avec leurs performances de croissance antérieures à la crise financière. Bien que la discussion sur le piège du revenu intermédiaire (*middle-income trap*) ne date pas d'hier, le FMI souligne que les actions politiques classiques seront insuffisantes pour maintenir durablement la croissance économique à un niveau suffisamment élevé.

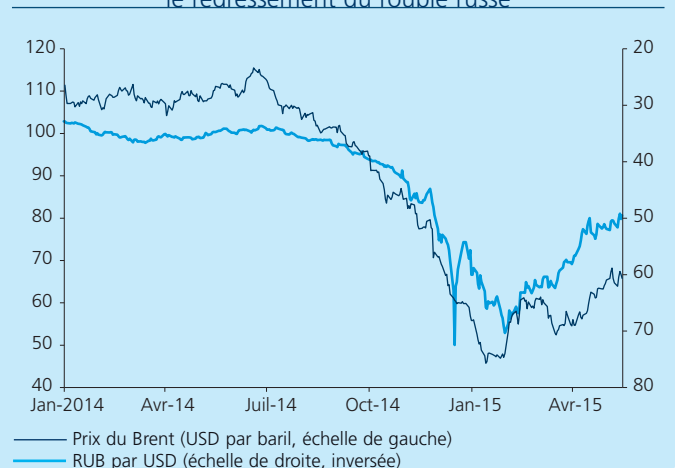


Stephanie Smet
stephanie.smet@kbc.be

Contraction de l'industrie manufacturière, à l'exception de l'Inde



La hausse du prix du pétrole explique en partie le redressement du rouble russe



	Croissance réelle du PIB		Inflation	
	2015	2016	2015	2016
États-Unis	2,6	2,9	0,5	2,7
Zone euro	1,6	2,0	0,2	1,5
Belgique	1,3	1,7	0,4	1,3
Allemagne	1,8	2,1	0,2	1,8
Irlande	4,0	3,5	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	2,8	3,2	0,2	1,5
Pologne	3,6	3,8	-0,5	1,6
Tchéquie	2,5	2,5	0,2	1,5
Hongrie	3,1	2,5	0,3	2,7
Bulgarie	1,7	2,0	-0,3	1,0
Russie	-4,0	0,5	15,1	7,3
Turquie	3,1	3,6	6,8	6,6
Japon	1,1	1,3	0,7	1,3
Chine	7,0	6,7	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			
	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
États-Unis	0,25	0,25	0,50	1,00
Zone euro	0,05	0,05	0,05	0,05
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,50	0,75
Suède	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Norvège	1,25	1,00	1,00	1,00
Suisse	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Pologne	1,50	1,50	1,50	1,50
Tchéquie	0,05	0,05	0,05	0,05
Hongrie	1,65*	1,50	1,75	2,00
Roumanie	1,75	2,00	2,00	2,00
Russie	12,50	12,50	11,00	11,00
Turquie	7,50	7,75	8,00	8,25
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10
Chine	5,1	5,10	4,85	4,85
Australie	2,00	2,00	1,75	1,75
Nouvelle-Zélande	3,50	3,50	3,50	3,75
Canada	0,75	1,00	1,00	1,25

* 26-05-2015

	Cours de change			
	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
USD par EUR	1,11	1,05	1,00	1,00
GBP par EUR	0,72	0,70	0,68	0,63
SEK par EUR	9,30	9,00	8,75	8,60
NOK par EUR	8,38	8,35	8,25	8,00
CHF par EUR	1,04	1,04	1,05	1,06
PLN par EUR	4,06	4,05	4,00	3,90
CZK par EUR	27,36	27,60	27,30	27,30
HUF par EUR	306,71	305,00	305,00	310,00
RON par EUR	4,44	4,44	4,44	4,44
BGN par EUR	1,96	1,96	1,96	1,96
RUB par EUR	55,43	51,45	48,00	47,00
TRY par EUR	2,89	2,84	2,90	3,00
JPY par EUR	134,43	126,00	122,00	125,00
RMB par USD	6,20	6,20	6,18	6,16
USD par AUD	0,79	0,70	0,70	0,70
USD par NZD	0,73	0,75	0,75	0,75
CAD par USD	1,22	1,25	1,25	1,25

	Taux d'intérêt à 10 ans			
	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
États-Unis	2,26	2,30	2,40	2,60
Allemagne	0,58	0,70	0,70	0,80
Belgique	0,88	0,95	0,95	0,95
Irlande	1,24	1,30	1,30	1,25
Royaume-Uni	1,96	1,90	2,05	2,45
Suède	0,75	0,80	0,80	0,90
Norvège	1,66	1,70	1,70	1,80
Suisse	-0,01	0,10	0,10	0,20
Slovaquie	0,87	0,95	0,95	1,05
Pologne	2,82	3,20	3,10	3,20
Tchéquie	0,79	0,60	0,60	0,80
Hongrie	3,67	3,60	3,30	3,30
Bulgarie	2,66	2,60	2,60	2,60
Russie	10,68	11,00	11,25	11,25
Turquie	8,97	8,80	9,10	9,20
Japon	0,40	0,50	0,55	0,70
Chine	3,46	3,25	3,00	3,00
Australie	2,96	2,20	2,10	2,10
Nouvelle-Zélande	3,78	3,15	3,35	3,70
Canada	1,80	1,30	1,45	1,80

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.

Editeur responsable : Dieter Guffens, Avenue du Port 2, B-1080 Bruxelles, (32) (0)2 429.62.87
E-mail: dieter.guffens@kbc.be

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

La présente publication est réalisée par la section Economic Research 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 garantis. 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 20 mai 2015 inclus, sauf stipulation contraire. Les opinions et prévisions décrites sont telles qu'en vigueur au 19 mai 2015.