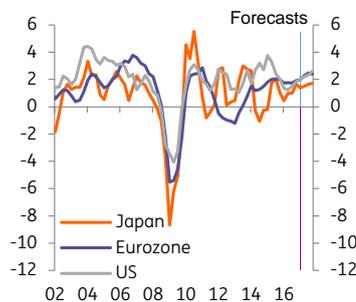


8 janvier 2018

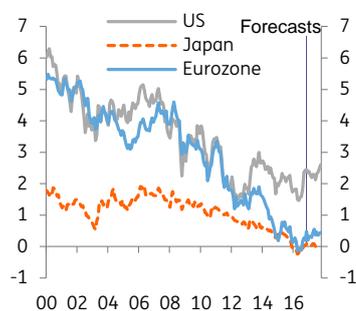
Monthly Economic Update

Le casse-tête de l'inflation

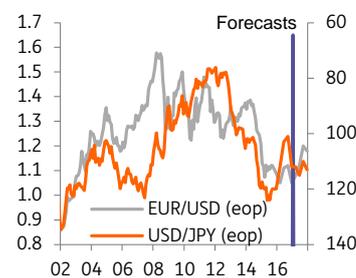
GDP growth (%YoY)



10yr bond yields (%)



FX



Source: Macrobond, ING

Mark Cliffe

Head of Global Markets Research
 London +44 20 7767 6283
 mark.cliffe@ing.com

Rob Carnell

Padhraic Garvey

James Knightley

Iris Pang

James Smith

Chris Turner

Peter Vanden Houte

Ceci est un résumé de notre publication mensuelle *Monthly Economic Update* parue le 05/01 en anglais et disponible sur notre site.

Le début 2018 est là et il semble que les nombreux risques géopolitiques continuent d'être considérés comme un bruit de fond par les marchés. Cependant, il se pourrait que la force de la reprise économique soit encore sous-estimée, ce qui implique que la grosse surprise pourrait venir de l'inflation. 2018 pourrait ainsi donner quelques indices pour résoudre ce casse-tête d'une inflation basse et d'une forte croissance.

Aux Etats-Unis, les indicateurs d'activité battent record sur record et tous les secteurs de l'économie semblent participer à la bonne performance de la croissance. Le taux de croissance pourrait donc bien doubler entre 2016 (1,5%) et 2018, d'autant que Donald Trump vient d'obtenir sa réforme fiscale au Congrès, ce qui devrait profiter à la croissance des investissements. Il semble que les marchés préfèrent regarder de ce côté plutôt que de sa rhétorique envers l'Iran, la Corée du Nord ou le Pakistan.

Les niveaux d'activité actuels devraient en tous cas déboucher sur plus d'inflation. L'inflation sous-jacente est pour l'instant limitée à 1,7% mais les tensions sur les marchés du travail et du logement devraient la ramener à 2,5% d'ici la fin de l'année. La remontée des prix du pétrole devrait faire le reste et ramener les attentes d'inflation au-dessus de l'objectif de la Réserve Fédérale. Cette dernière verra plusieurs changements en 2018 : J Powell remplacera fin février J Yellen à sa tête et deux « pro-assouplissement » cèderont leur siège à deux « anti ». Cela devrait permettre à la FED de maintenir le cap sur trois hausses de taux en 2018 à partir de juin.

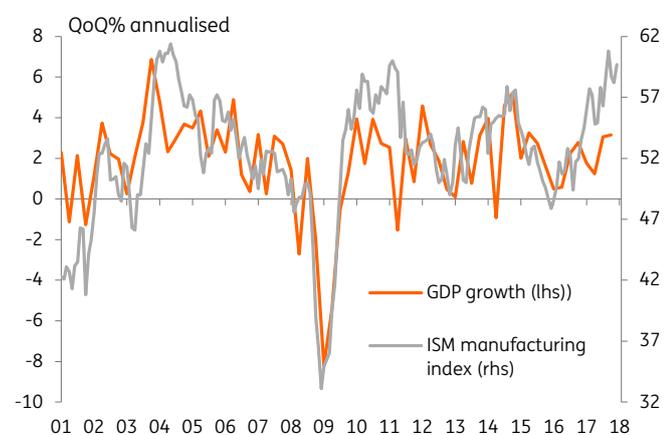
Dans la zone euro, l'accélération de croissance enregistrée au second semestre et les derniers indicateurs d'activité ont amené à des révisions à la hausse des prévisions de croissance 2018. Au lieu d'un ralentissement après 2,4% en 2017, nous attendons à nouveau 2,4% en 2018. Cette reprise profite aussi au secteur manufacturier dont l'indicateur PMI a atteint son plus haut niveau depuis qu'il est enregistré (20 ans). De manière générale, les composantes des attentes dans les principaux indices continuent d'indiquer une accélération de croissance pour la première partie de 2018. Si des risques politiques demeurent (en Allemagne, en Italie ou en Catalogne), il est peu vraisemblable qu'ils puissent interrompre cette fête de la croissance.

Toutefois, nous ne pensons pas que l'Eurozone pourra croître très longtemps plus vite que son potentiel. Il serait de plus surprenant que la volatilité basse et les faibles primes de risques subsistent très longtemps. Cela devrait faire ralentir la croissance à la fin de l'année. D'ici là, nous pensons que cette croissance supérieure au potentiel sera en mesure de maintenir l'inflation à son niveau actuel (1,4%), et ce malgré le fait qu'un euro plus fort tempère la hausse des prix de l'énergie en USD. La croissance des salaires sera l'élément clé à cet égard en 2018. Cependant, 1,4% reste très en-deçà de l'objectif de la BCE. Celle-ci ne devrait donc pas accélérer la fin de sa politique

Dès lors, la BCE peut prendre tout son temps pour sortir de sa politique monétaire accommodante. A cet égard, nous pensons que l'assouplissement quantitatif pourrait durer jusqu'à la fin 2018. Pour l'instant, il devrait en tous cas être réduit de 60 à 30 milliards d'achats par mois entre janvier et septembre. Il n'est pas exclu que des achats supplémentaires aient lieu pendant les derniers mois de l'année. De plus, la BCE va continuer de réinvestir les obligations arrivant à échéance et ses opérations LTRO à 3

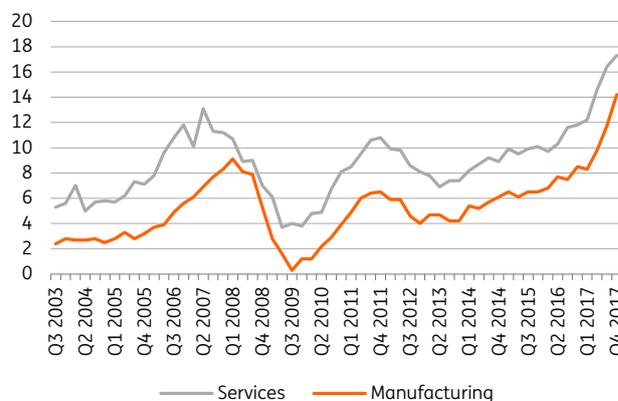
mois restent en vigueur jusqu'en 2019. Autrement dit, les liquidités excédentaires dans le système monétaire européen (elles pourraient atteindre 2000 milliards d'EUR en 2018) vont maintenir les taux à court terme en territoire négatif toute cette année et aucune normalisation n'est attendue dans les taux courts avant le début 2019. Avec la remontée progressive des taux longs (+30pb attendus en 2018), la pente de la courbe des taux devrait donc se redresser progressivement.

Gr 1 USA : la croissance devrait à nouveau s'accélérer en 2018



Source: Macrobond

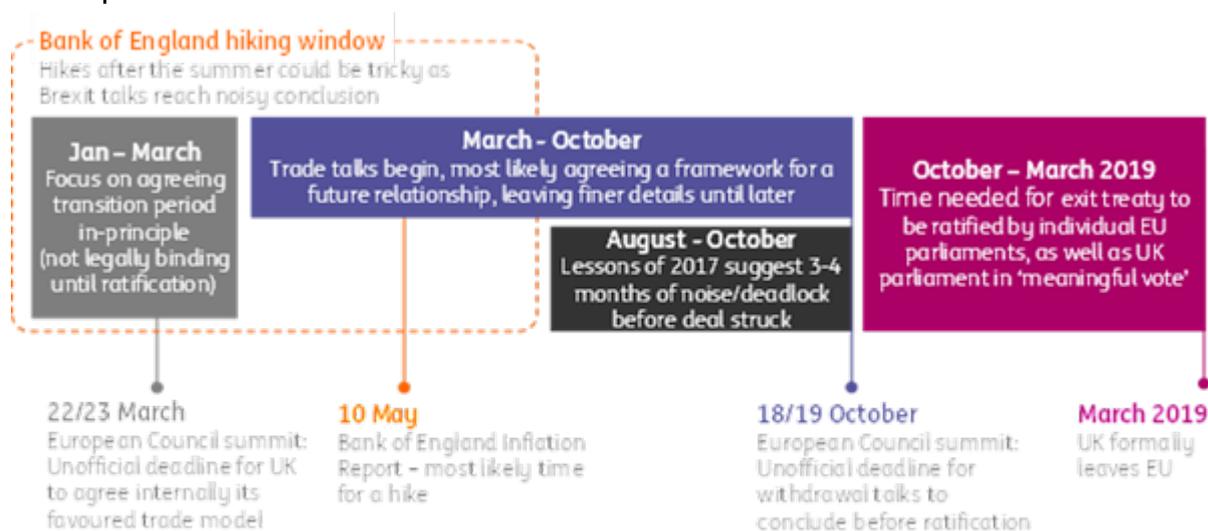
Gr 2 Zone euro: part des entreprises identifiant la rareté de la main-d'œuvre comme principal goulot de production



Source: Thomson Reuters

Au Royaume-Uni, alors que le temps imparti pour négocier le Brexit est déjà écoulé au deux tiers, les négociateurs sont parvenus à un accord important en décembre sur un premier volet comprenant les montants dont la Grande-Bretagne sera redevable, le droit des citoyens européens dans le pays et le statut de la frontière entre les deux Irlande. Un accord sur une période de transition devrait être atteint au premier trimestre (sans doute 2020/2021). Un pré-accord sur les futures relations commerciales entre l'UE et le Royaume-Uni pourrait être atteint avant le Conseil Européen d'octobre qui devrait lancer le processus de ratification. Le fait d'avoir une période de transition permettrait ainsi d'avoir plus de temps pour régler les détails d'un éventuel pré-accord commercial. Ce dernier est cependant nécessaire avant octobre prochain, sous peine de voir les relations commerciales gérées par les règles de l'OMC.

Gr 3 Les étapes du Brexit en 2018



Source: ING

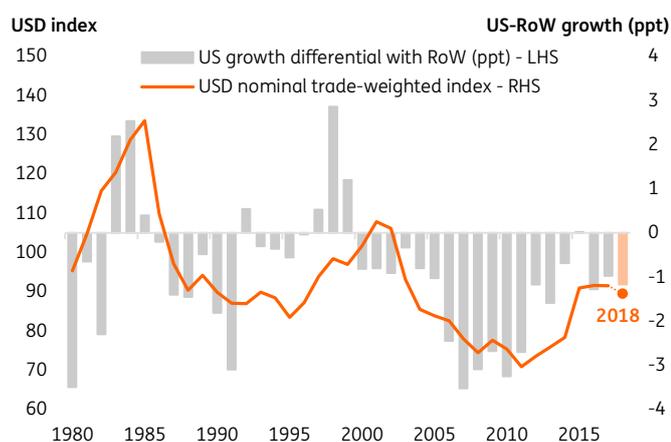
Au Japon, la reprise de la croissance se poursuit au Japon avec des taux de croissance (trimestriels annualisés) de 2,9% et 2,5% au 2^{ème} et 3^{ème} trimestres de cette année. La politique de Shinzo Abe est donc un succès, qui lui a permis d'être réélu en automne dernier : la croissance devrait atteindre 1,8% en 2017, le taux le plus élevé depuis la

reprise de 2010. Comme cela fera bientôt deux ans que la croissance s'accélère, des questions commencent à se poser pour la BoJ qui a jusqu'ici échoué à faire revenir l'inflation malgré les premières hausses de salaires. Nous ne pensons pas que la BoJ relèvera ses taux cette année, les taux japonais devraient rester largement négatifs, mais le débat sera certainement lancé, ainsi que celui autour de l'objectif d'inflation qui, à 2%, est considéré par d'aucun comme trop élevé pour l'économie nipponne.

En Chine, la PBOC a pris des mesures pour que les banques ne manquent pas de liquidités lors de la période de nouvel an (du 15 au 21 février prochain), il ne devrait donc pas y avoir de stress sur les taux à court terme en février. Cela montre aussi que la PBOC veut se montrer attentive à ne pas relever trop rapidement les taux d'intérêt à court terme chinois en 2018, en tous cas pas plus vite que les trois hausses de taux attendues en 2018 (20pb en tout). Cette politique prudente devrait permettre à la croissance chinoise d'atteindre à nouveau 6,7% en 2018.

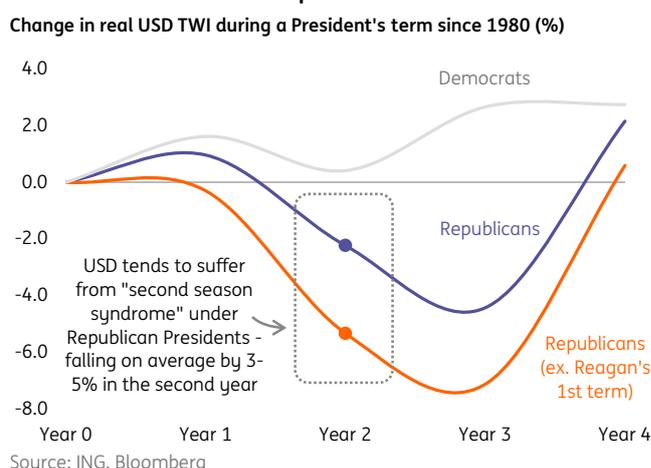
Sur le **marché des changes**, la surprise de 2017 aura été de voir l'USD résister au rebond de croissance et aux trois hausses de taux de la FED (plutôt que deux attendues) et rester faible face à l'euro. Il semble que la force de la reprise américaine soit relative, surtout au vu de la reprise en zone euro, ce qui ne devrait pas soutenir l'USD en 2018 (Cf. Graphique 4). En 2018, nous ne pensons pas non plus que le retour de l'inflation et les hausses de taux de la FED permettront au dollar de s'apprécier. Il semble en fait que les 2^{ème} et 3^{ème} années de mandats de Président Républicains (Cf. Graphique 5) soient généralement défavorables à l'USD. Reste à voir cependant quel sera l'effet de la réforme fiscale sur l'EUR/USD. Pour l'instant nous continuons de penser que l'USD continuera à se déprécier, mais à un rythme moins rapide qu'en 2017.

Gr 4 La reprise dans le reste du monde devrait surpasser la croissance américaine en 2018 sans soutenir l'USD



Source: ING, Federal Reserve, Macrobond.

Gr 5 L'USD a historiquement plutôt souffert pendant les mandats de Présidents Républicains



Source: ING, Bloomberg

Prévisions d'ING – Janvier 2018

	2016					2017F					2018F					2019F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q	FY
United States																				
GDP (% QoQ, ann)	0.6	2.2	2.8	1.8	1.5	1.2	3.1	3.2	3.0	2.3	3.1	2.9	2.7	2.7	3.0	2.6	2.6	2.7	2.6	2.6
CPI headline (% YoY)	1.1	1.1	1.1	1.8	1.3	2.5	1.9	2.0	2.2	2.2	2.2	2.3	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2	2.3	2.3
Federal funds (% eop) ¹	0.25	0.25	0.25	0.50		0.75	1.00	1.00	1.25		1.25	1.50	1.75	2.00		2.00	2.25	2.00	2.50	
3-month interest rate (% eop)	0.62	0.65	0.81	1.01		1.15	1.30	1.33	1.56		1.62	1.89	2.12	2.33		2.43	2.60	2.69	2.95	
10-year interest rate (% eop)	1.77	1.47	1.59	2.44		2.40	2.30	2.30	2.40		2.60	2.70	2.80	2.90		3.00	3.10	3.20	3.20	
Fiscal balance (% of GDP)					-3.2					-3.5					-2.9					-3.3
Fiscal thrust (% of GDP)					0.0					0.0					0.5					0.6
Debt held by public (% of GDP)					76.8					76.2					76.2					76.4
Eurozone																				
GDP (% QoQ, ann)	2.0	1.4	1.7	2.6	1.8	2.5	2.8	2.4	2.8	2.4	2.5	2.1	2.0	1.8	2.4	1.6	1.6	1.6	1.5	1.7
CPI headline (% YoY)	0.0	0.0	0.3	0.7	0.3	1.8	1.5	1.4	1.4	1.5	1.3	1.4	1.4	1.5	1.4	1.5	1.7	1.7	1.8	1.7
Refi minimum bid rate (% eop)	0.05	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00	0.25	
3-month interest rate (% eop)	-0.22	-0.26	-0.30	-0.31		-0.33	-0.33	-0.33	-0.33		-0.33	-0.33	-0.33	-0.33		-0.25	-0.15	0.00	0.10	
10-year interest rate (% eop)	0.15	-0.13	-0.05	0.30		0.45	0.40	0.45	0.42		0.50	0.60	0.70	0.75		0.80	0.90	1.00	1.10	
Fiscal balance (% of GDP)					-1.5					-1.3					-1.2					-1.0
Fiscal thrust (% of GDP)					0.1					0.2					0.3					0.0
Gross public debt/GDP (%)					91.5					89.8					88.4					87.0
Japan																				
GDP (% QoQ, ann)	2.2	1.6	0.7	1.2	0.9	1.4	2.9	2.7	1.8	1.8	0.4	1.0	1.7	0.4	1.4	6.5	-4.9	0.2	1.9	1.1
CPI headline (% YoY)	0.1	-0.4	-0.5	0.3	0.8	0.2	0.4	0.6	0.2	0.4	0.7	0.5	0.7	0.8	0.7	0.9	2.4	2.3	2.3	2.0
Excess reserve rate (%)	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3-month interest rate (% eop)	0.09	0.06	0.04	0.02		0.05	0.05	0.05	0.05		0.05	0.05	0.05	0.05		0.1	0.1	0.1	0.1	
10-year interest rate (% eop)						0.10	0.10	0.10	0.10		0.10	0.10	0.10	0.10		0.1	0.1	0.1	0.1	
Fiscal balance (% of GDP)					-5.9					-5.3					-5.0					-7.1
Gross public debt/GDP (%)					212.0					213.0					213.0					212.0
China																				
GDP (% YoY)	6.7	6.7	6.7	6.8	6.7	6.9	6.9	6.8	6.7	6.8	6.7	6.6	6.7	6.7	6.7	6.8	6.8	6.6	6.6	6.7
CPI headline (% YoY)	2.1	2.1	1.7	2.2	2.0	1.4	1.4	1.6	2.0	1.6	2.0	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0	1.9
PBOC 7-day reverse repo rate (% eop)	2.25	2.25	2.25	2.25		2.45	2.45	2.45	2.50		2.50	2.60	2.65	2.70		2.70	2.75	2.75	2.80	
10-year T-bond yield (% eop)	2.89	2.88	2.75	3.06		3.29	3.57	3.61	3.90		4.00	4.10	4.20	4.30		4.50	4.55	4.60	4.65	
Fiscal balance (% of GDP)					-3.8					-3.5					-4.0					-4.0
Public debt, inc local govt (% GDP)					60.4					50.0					53.0					55.0
UK																				
GDP (% QoQ, ann)	0.6	2.4	2.0	2.7	1.8	1.0	1.2	1.6	1.1	1.5	1.2	1.8	1.6	1.8	1.4	1.7	1.3	1.8	1.6	1.7
CPI headline (% YoY)	0.3	0.4	0.7	1.2	0.7	2.1	2.7	2.8	3.0	2.7	2.8	2.3	2.2	2.1	2.3	2.0	2.1	2.1	2.2	2.1
BoE official bank rate (% eop)	0.50	0.50	0.25	0.25		0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
BoE Quantitative Easing (£bn)	375	375	445	445		445	445	445	445	445	445	445	445	445	445	445	445	445	445	445
3-month interest rate (% eop)	0.60	0.60	0.30	0.40		0.35	0.35	0.35	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
10-year interest rate (% eop)	1.50	1.60	0.75	1.30		1.15	1.10	1.35	1.40	1.40	1.40	1.45	1.50	1.50	1.50	1.60	1.80	1.90	2.00	2.0
Fiscal balance (% of GDP)					-2.3					-2.5					-2.5					-2.3
Fiscal thrust (% of GDP)					-0.6					-0.5					-0.4					-0.4
Gross public debt/GDP (%)					86.5					89.2					89.6					89.5
EUR/USD (eop)	1.05	1.11	1.12	1.05		1.08	1.12	1.20	1.20		1.20	1.25	1.27	1.30		1.31	1.32	1.33	1.35	
USD/JPY (eop)	112	103	101	112		112	115	110	113		115	113	111	110		109	108	107	105	
USD/CNY (eop)	6.45	6.65	6.67	6.95		6.89	6.78	6.65	6.51		6.45	6.40	6.35	6.30		6.25	6.20	6.20	6.20	
EUR/GBP (eop)	0.80	0.84	0.88	0.87		0.87	0.88	0.94	0.89		0.86	0.88	0.88	0.85		0.83	0.82	0.81	0.80	
Brent Crude (US\$/bbl, avg)	35	47	47	51		55	51	57	67		55	51	52	61		60	55	52	52	

¹Lower level of 25bp range; 3-month interest rate forecast based on interbank rates

Source: ING forecasts

Disclaimer

Les opinions exprimées dans ce rapport sont le reflet exact des opinions personnelles des analystes à propos des titres et des émetteurs cités dans ce document. Aucune tranche de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée à l'inclusion de recommandations ou opinions spécifiques dans ce rapport. Les analystes qui ont participé à la préparation de cette publication respectent tous les exigences nationales liées à leur profession. Cette publication a été préparée au nom de ING Belgique SA pour ses clients, uniquement à titre informatif. ING Belgique SA fait partie du Groupe ING (à savoir ING Groep NV et ses sociétés filiales ou apparentées). Cette publication ne constitue pas une recommandation de placement ni une offre ou une incitation à acheter ou vendre des instruments financiers. Même si toutes les précautions ont été prises pour assurer que les informations contenues dans ce document ne soient ni erronées, ni trompeuses au moment de la publication, ING ne peut en garantir ni l'exactitude ni l'exhaustivité. Les informations contenues dans ce document peuvent être revues sans avis préalable. ING et ses cadres dirigeants, employés et mandats liés et discrétionnaires peuvent, dans les limites autorisées par la loi, avoir des positions longues ou courtes ou peuvent par ailleurs avoir des intérêts dans des transactions ou des investissements (en ce compris des produits dérivés) auxquels fait référence cette publication. En outre, ING Group peut fournir ses services bancaires, d'assurances ou de gestion de patrimoine aux, ou solliciter de telles services auprès des, sociétés citées dans cette publication.

Ni ING ni aucun de ses cadres dirigeants ou employés ne peuvent être tenus pour responsables d'éventuelles pertes directes ou indirectes suite à l'utilisation de cette publication ou de son contenu. Cette publication est soumise à la protection du copyright et des droits des bases de données et ne peut être reproduite, distribuée ou publiée par quiconque, quel que soit l'objectif, sans l'accord préalable de ING. Tous droits réservés.

Tous les investissements mentionnés dans ce document peuvent comporter des risques considérables, ne sont pas nécessairement disponibles dans toutes les juridictions, peuvent être illiquides et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. La valeur ou les revenus des investissements cités dans cette publication peuvent fluctuer et/ou être influencés par l'évolution des taux de change. Les performances passées ne constituent en rien une indication des résultats futurs. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions de placement sans se baser sur cette publication. Seuls les investisseurs disposant d'une connaissance et d'une expérience suffisantes dans le domaine financier pour pouvoir en évaluer les mérites et les risques peuvent envisager d'investir dans les émetteurs et les marchés auxquels fait référence cette publication. Toute autre personne ne devrait pas prendre de décision sur la base de cette publication. Cette publication est émise:1) au Royaume-Uni seulement à l'attention des personnes prévues dans les articles 19, 47 et 49 du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 et ne doit pas être distribuée, directement ou indirectement, aux autres catégories de personnes (en ce compris les investisseurs privés); 2) en Italie, seulement à l'attention des personnes décrites dans l'article No. 31 de la réglementation Consob No. 11522/98 ; 3) aux Etats- Unis, seulement à l'attention des investisseurs institutionnels qualifiés (QIB) et des grandes entreprises.

Les clients doivent prendre contact avec des analystes auprès de, et exécuter des transactions via, une entité ING de leur juridiction nationale sauf si la loi en vigueur leur permet d'agir autrement. ING Belgique SA et les autres sociétés du groupe ING sont toutes enregistrées et contrôlées par les autorités de contrôle nationales concernées.

ING Belgique SA -Avenue Marnix 24 - 1000 Bruxelles RPM Bruxelles – TVA BE 0403.200.393 – BIC (SWIFT): BBRUBEBB Compte bancaire : 310-9156027-89 (IBAN: BE45 3109 1560 2789).

Editeur responsable : Peter Vanden Houte, avenue Marnix 24, 1000 Bruxelles.