



Bulletins économiques

20 juillet 2015

Update perspectives économie mondiale

La reprise conjoncturelle mondiale se poursuit, ainsi que le montrent les derniers chiffres publiés par les États-Unis, la zone euro et même la Chine. La croissance de l'économie occidentale est largement tirée par la consommation, dopée par un nouveau recul du chômage. Les prix toujours peu élevés du pétrole demeurent un appui pour la croissance réelle des revenus. L'inflation globale reste basse, mais elle va progressivement remonter dans les prochains mois. Aux États-Unis, où le taux de chômage se rapproche du plein-emploi, la Fed pourrait se préparer à un premier relèvement de taux dès septembre. Compte tenu de la politique monétaire extrêmement souple pratiquée dans le reste du monde et surtout dans la zone euro, cela ne devrait toutefois pas provoquer une forte remontée des taux obligataires comme ce fut le cas en 1994. Les risques conjoncturels sont pourtant toujours bel et bien présents. Alors que l'Europe a trouvé in extremis une solution (temporaire ?) à la problématique de la dette grecque, l'amorce du cycle de resserrement de la Fed pourrait mettre plusieurs économies émergentes vulnérables en difficulté. Le redressement de la croissance économique mondiale ne s'en trouvera cependant pas compromis.

L'embellie conjoncturelle se poursuit

Les derniers indicateurs conjoncturels sont mitigés, mais le tableau de l'économie mondiale est en fin de compte favorable. La confiance des producteurs dans l'industrie manufacturière aux États-Unis et, dans une moindre mesure, dans la zone euro montre que la croissance mondiale poursuit son redressement. Son recul au Royaume-Uni est la seule fausse note, mais là aussi, le marché du travail tient la forme.

Les dernières données relatives à la confiance des producteurs japonais sont un peu moins bonnes, mais il convient de souligner que l'économie nipponne est toujours proche du plein-emploi. La croissance chinoise du deuxième trimestre a en revanche surpris favorablement. Par rapport au deuxième

La dynamique de la croissance trimestrielle chinoise s'est accélérée de 1,3% au premier trimestre à 1,7% au deuxième trimestre.

trimestre 2014, l'économie chinoise a progressé de 7%. Il est toutefois plus important de noter que la dynamique de la croissance trimestrielle s'est accélérée de 1,3% au premier trimestre à 1,7% au deuxième trimestre. Les autorités chinoises ont en outre clairement indiqué qu'elles assoupliraient davantage leur politique tant monétaire que budgétaire si la croissance économique chutait malgré tout sous l'objectif annoncé. Au besoin, elles encourageraient à nouveau les investissements et les exportations au détriment de la croissance de la consommation privée.

Le consommateur est le moteur de la croissance

En fin de compte, la croissance de l'économie mondiale s'appuie avant tout sur l'essor de la consommation privée, surtout

dans les pays occidentaux. Aux États-Unis, au Royaume-Uni ainsi que dans de nombreux pays de la zone euro, le taux de chômage continue de baisser progressivement. Aux États-Unis, il est proche du niveau correspondant au plein-emploi selon la Fed, alors qu'en Allemagne, il y serait même inférieur selon les données d'Eurostat. Si aucun nouveau choc ne se produit, la croissance de l'économie mondiale sera supérieure à son rythme potentiel dans les années à venir et par voie de conséquence, la sous-exploitation économique, qui se manifeste surtout dans le taux de chômage cyclique, se réduira davantage, ce qui engendrera progressivement une pression salariale haussière et ce qui rapprochera en outre l'inflation de base sous-jacente de l'objectif des grandes banques centrales.

Le prix du pétrole reste favorable à la croissance

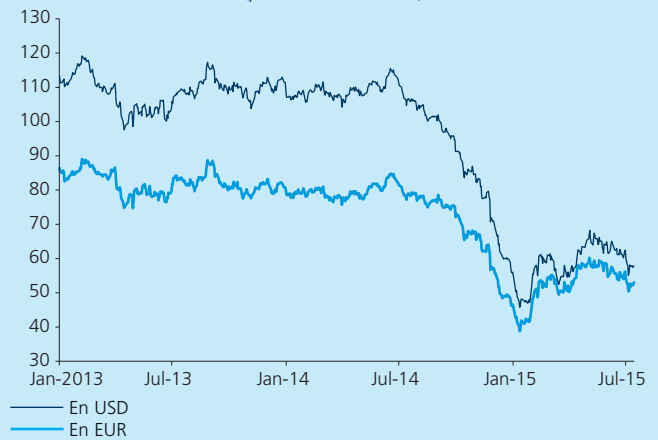
Le prix du baril de Brent a de nouveau baissé légèrement pour s'établir à environ 58 USD (graphique 1). Cette situation est conforme à notre scénario selon lequel, par suite de la nouvelle technologie du schiste, le choc négatif sur le prix de 2014 revêt désormais un caractère permanent et le prix du pétrole va continuer de fluctuer dans une marge nettement inférieure au niveau du premier semestre 2014. Selon nous, le prix du baril de pétrole n'augmentera que progressivement pour atteindre 70 USD d'ici la fin 2015. Cela signifie également que les prix toujours relativement bas de l'énergie vont continuer de soutenir la croissance réelle des revenus, alimentant ainsi la reprise tirée par la consommation aux États-Unis et en Europe. L'accord politique conclu avec l'Iran sur son programme nucléaire engendra également la levée progressive des sanctions économiques à l'encontre du pays et donc une hausse des exportations de pétrole, ce qui favorisera une évolution très modérée du prix du pétrole à moyen terme.

L'inflation globale a chuté à 0% en mai aux États-Unis et à 0,2% en juin dans la zone euro par suite essentiellement du récent recul des prix du pétrole. La différence majeure entre les deux économies est cependant l'écart d'inflation de base (hors énergie et alimentation). Alors qu'aux États-Unis, elle n'est guère éloignée (1,7%) de l'objectif de la Fed, l'inflation de base n'atteint toujours pas la moitié de l'objectif de la BCE dans la zone euro. Les deux banques centrales visent une inflation de tout juste inférieure à 2% à moyen terme.

Le spectre de la déflation s'en est allé

La tendance baissière de l'inflation semble cependant définitivement enrayerée et la crainte de la déflation a pour ainsi dire totalement déserté les marchés financiers. À moins d'un nouveau choc négatif important sur le prix du pétrole (qui

Graphique 1 - La faiblesse des prix du pétrole continue de soutenir la croissance
(prix du baril de Brent)



donnerait un nouvel élan à la croissance économique), l'inflation globale va continuer d'augmenter progressivement d'ici la fin de cette année, cette tendance s'expliquant surtout par la disparition des prix élevés du pétrole du premier semestre 2014 de la comparaison en glissement annuel.

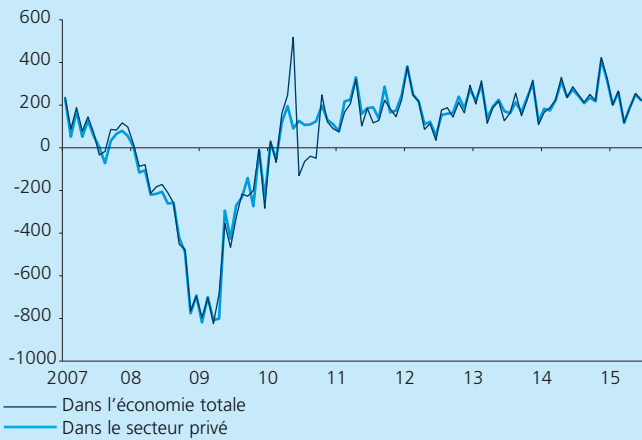
Outre la hausse de l'inflation globale, l'inflation de base va progressivement augmenter et ce, par suite de la diminution progressive des capacités économiques non exploitées par une croissance supérieure en 2015 et 2016 à son rythme potentiel. Ce processus sera bien entendu nettement plus lent dans la zone euro qu'aux États-Unis.

La Fed est dans les starting-blocks

Nous continuons de penser que la Fed va lancer son cycle de hausses de taux en septembre. À moins de nouveaux développements imprévus, les deux conditions essentielles à ce relèvement semblent réunies. Dans sa dernière déclaration prononcée à l'issue de sa réunion de politique monétaire de juin, la Fed a indiqué qu'avant de relever son taux, elle souhaitait constater une nouvelle amélioration du marché du travail et être en outre relativement sûre que l'inflation se rapprocherait à moyen terme de son objectif de 2%. En juin, 223 000 emplois ont en fin de compte été créés (graphique 2) et le taux de chômage est retombé à 5,3%, ce qui représente une amélioration manifeste. Compte tenu du niveau actuel de l'inflation de base et de la hausse escomptée de l'inflation globale dans les mois à venir, il est probable que l'inflation retourne au niveau de 2% dans un proche avenir.

La perspective d'un premier relèvement de taux par la Fed en septembre après presque sept ans de politique du taux zéro

Graphique 2 - Une nouvelle amélioration du marché du travail américain ouvre la voie à un premier relèvement de taux
(créations mensuelles nettes d'emplois, en milliers)



est un axe important de notre scénario d'une nouvelle hausse progressive des taux obligataires aux États-Unis et en Europe. L'étroite corrélation entre les principaux marchés obligataires reste intacte. La hausse des taux obligataires aux États-Unis va par conséquent s'accompagner de la remontée des taux obligataires allemands, bien que la BCE risque de maintenir son taux directeur à seulement 5 points de base jusqu'en 2017. Nous pensons également que comme prévu, la BCE va poursuivre son programme d'achats actuel jusqu'en septembre 2016.

Une réédition de 1994 est improbable

Il est selon nous toutefois peu probable que le scénario de 1994 se répète sur les marchés obligataires. En 1994, l'écart entre la politique monétaire de la Fed (restrictive) et celle de la Bundesbank allemande (accommodante) ainsi que la forte hausse des taux obligataires américains avaient aussi entraîné une forte remontée des taux obligataires allemands.

En ce moment les données statistiques suggèrent l'orientation du lien causal s'est pour le moins partiellement inversée. La politique monétaire extrêmement souple de la BCE (y compris son programme d'achats) et de plusieurs banques centrales des marchés émergents semble avoir un impact baissier sur les taux obligataires américains, plutôt que l'inverse.

Le dernier rapport annuel de la Banque des règlements internationaux, la banque des banques centrales, le suggère également. Si cette estimation s'avère correcte, un premier relèvement de taux de la Fed en septembre - relèvement que les marchés n'intègrent pas encore - ne devrait pas nécessairement engendrer une forte remontée des taux obligataires tant que la politique monétaire reste extrêmement accommodante

dans le reste du monde. Il s'agit là de l'argument majeur de notre scénario selon lequel les taux des obligations à dix ans n'augmenteront que légèrement d'ici la fin 2015 pour atteindre 2,75% aux États-Unis et 1% en Allemagne. Étant donné que nous continuons de tabler sur une divergence de politique monétaire entre la Fed et la BCE, nous confirmons notre prévision de la dépréciation de l'EUR en direction de la parité avec l'USD d'ici la fin 2015.

Les risques ne sont toutefois pas encore écartés

Actuellement, le problème le plus grave pour la zone, à savoir le risque direct du Grexit, est provisoirement écarté. S'il est effectivement mis en œuvre, l'accord signé entre la Grèce et ses créanciers (la Commission européenne, la BCE et le FMI) comporte les éléments suivants :

- Le Parlement grec a approuvé les prior actions, soit les réformes et les mesures de consolidation visant à restaurer la confiance ébranlée dans la volonté de se réformer de la Grèce.
- Dans un deuxième temps, les parlements d'une série de pays de la zone euro, parmi lesquels le Bundestag allemand, approuvent l'ouverture de négociations sur un troisième programme d'aide, un plan qui devrait avoir une durée de trois ans et un volume total de quelque 85 milliards EUR. Un financement de transition d'environ 7 milliards EUR a en outre été accordé à la Grèce. Celui-ci devrait lui permettre de rembourser dans les mois à venir les dettes échues à la BCE et ses arriérés au FMI.
- Après la clôture des négociations sur ce troisième plan d'aide (que nous n'attendons pas avant septembre), le résultat doit encore être approuvé par les parlements des pays de la zone euro concernés.

Pour l'heure, force est de constater que les choses peuvent encore mal tourner et que les deux parties de l'accord montrent peu d'enthousiasme. L'accord a au moins permis de gagner du temps et l'avenir nous dira s'il est durable. Nous pouvons cependant affirmer avec certitude que la problématique de la dette grecque ne peut être définitivement réglée sans un quelconque réaménagement. Ainsi que le FMI l'a calculé dans une analyse récente, la dette publique grecque est en effet totalement intenable. Étant donné que son annulation explicite n'est pas négociable pour des raisons politiques et/ou juridiques, un allongement substantiel de la durée de la dette détenue par le fonds d'aide européen FESF/MES est le moyen le plus évident d'en alléger la charge.

Pour les autres économies européennes, il n'a que peu - voire absolument pas - été question d'une quelconque contamina-

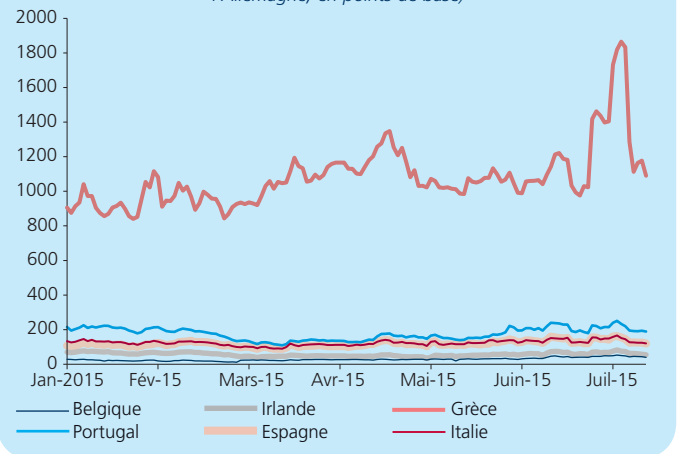
tion par la problématique de la dette grecque. Sur les marchés obligataires européens, la volatilité s'est, il est vrai, quelque peu renforcée, mais les différentiels de taux d'intérêt entre les obligations d'État des pays de la zone euro et celles de l'Allemagne reprennent leur tendance baissière (graphique 3). Cela pourrait vouloir dire que les marchés obligataires continuent de penser qu'un accord devrait être trouvé en dernière minute. Il est toutefois plus probable que l'exposition aux péripéties financières grecques se soit entre-temps réduite à un point tel qu'elle ne risque plus d'avoir un impact significatif sur les marchés financiers.

Outre la question grecque subsiste le risque potentiel de voir le relèvement de taux imminent de la Fed provoquer un revirement des flux de capitaux internationaux depuis les économies émergentes. En 2013, un mouvement semblable s'était opéré à l'annonce de la fin possible de l'assouplissement quantitatif de la Fed. Le cycle de resserrement de la Fed pourrait remettre en lumière la vulnérabilité de certaines économies émergentes. Les pays accusant des déséquilibres macroéconomiques, tels qu'un déficit extérieur important, pourraient alors être mis sous pression. La Turquie et le Brésil en sont des exemples.



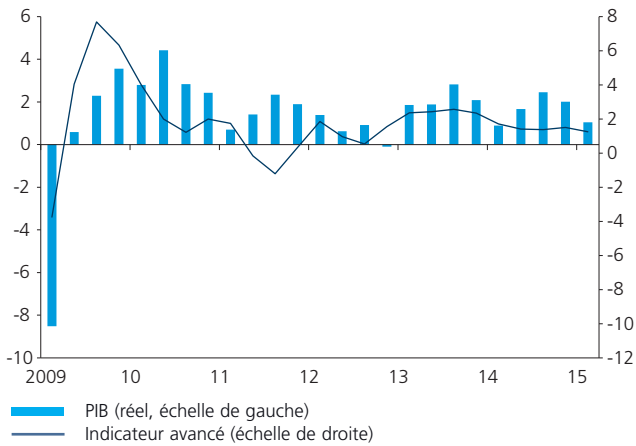
Dieter Guffens
dieter.guffens@kbc.be

Graphique 3 - Les marchés obligataires européens restent en fin de compte insensibles aux péripéties grecques
(différentiel de taux d'intérêt obligations d'État à dix ans par rapport à l'Allemagne, en points de base)



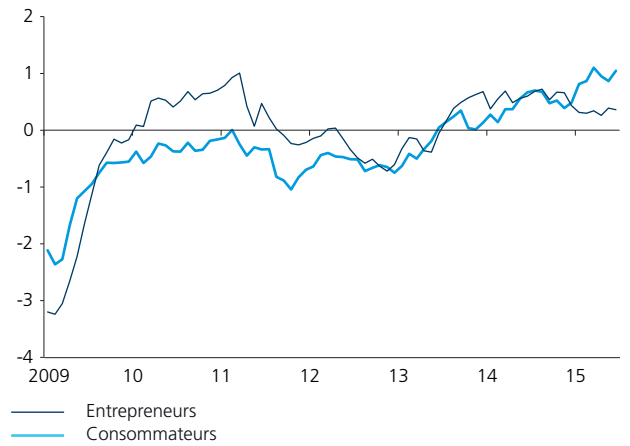
Activité économique dans l'OCDE

(variation trimestrielle en base annuelle, en %)



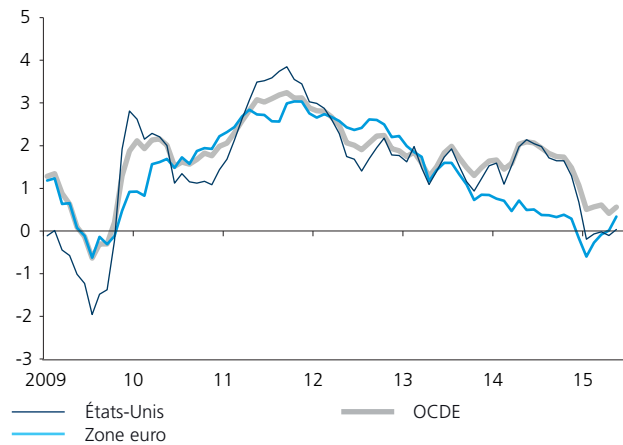
Confiance G4

(écart type de la moyenne à long terme)



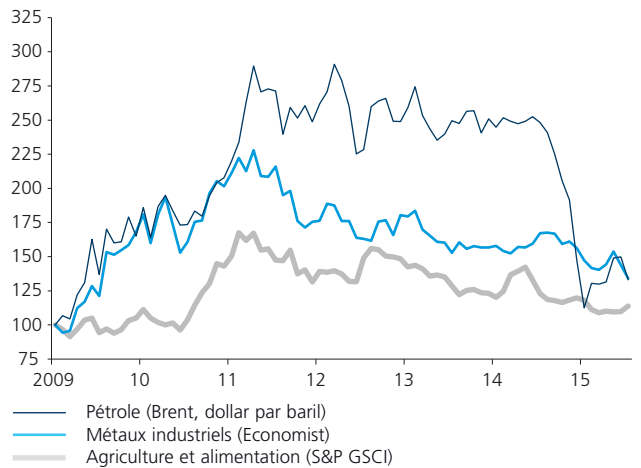
Inflation

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



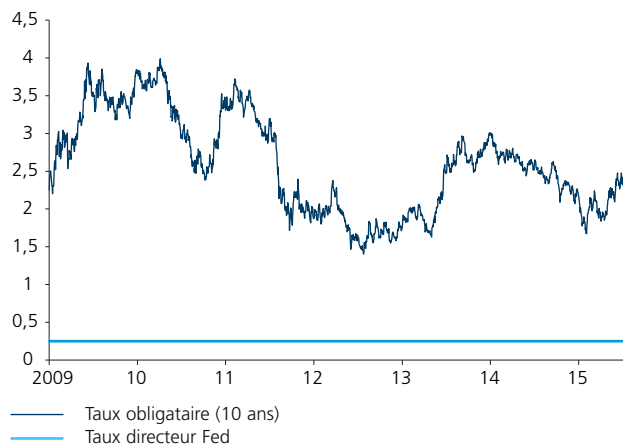
Prix des matières premières

(janvier 2009=100)



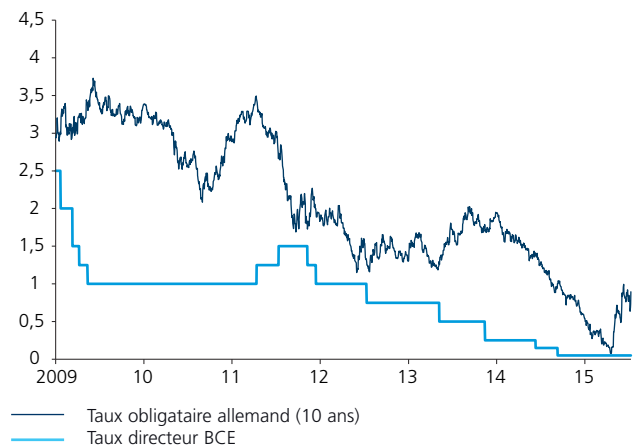
Évolution des taux États-Unis

(en %)



Évolution des taux zone euro

(en %)



	Croissance réelle du PIB		Inflation	
	2015	2016	2015	2016
États-Unis	2,3	2,8	0,4	2,7
Zone euro	1,5	2,0	0,4	1,7
Belgique	1,4	1,7	0,5	1,5
Allemagne	1,8	2,1	0,2	1,8
Irlande	4,5	3,8	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	2,8	2,6	0,4	1,6
Hongrie	3,1	2,5	0,3	2,7
Bulgarie	1,7	2,0	-0,3	1,0
Russie	-3,0	0,5	13,0	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			
	17-07-2015	+3m	+6m	+12m
États-Unis	0,25	0,50	0,50	1,00
Zone euro	0,05	0,05	0,05	0,05
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,75	1,25
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	1,50	1,50	1,75	2,00
Roumanie	1,75	1,75	1,75	1,75
Russie	11,50	11,00	10,50	10,00
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	3,25	3,50	3,50	3,75
Canada	0,50	0,50	0,50	0,75

	Cours de change			
	17-07-2015	+3m	+6m	+12m
USD par EUR	1,09	1,05	1,00	1,00
GBP par EUR	0,70	0,69	0,67	0,66
SEK par EUR	9,33	9,30	9,30	9,30
NOK par EUR	8,87	8,90	8,50	8,25
CHF par EUR	1,04	1,05	1,05	1,05
PLN par EUR	4,10	4,14	4,10	4,05
CZK par EUR	27,03	27,40	27,20	27,10
HUF par EUR	308,63	310,00	310,00	310,00
RON par EUR	4,42	4,42	4,42	4,42
BGN par EUR	1,96	1,96	1,96	1,96
RUB par EUR	61,81	56,70	54,00	54,00
TRY par EUR	2,88	2,94	2,90	3,00
JPY par EUR	134,94	130,20	125,00	125,00
RMB par USD	6,21	6,20	6,20	6,20
USD par AUD	0,74	0,74	0,72	0,70
USD par NZD	0,65	0,68	0,66	0,64
CAD par USD	1,30	1,25	1,28	1,31

	Taux d'intérêt à 10 ans			
	17-07-2015	+3m	+6m	+12m
États-Unis	2,34	2,40	2,75	2,85
Allemagne	0,81	0,90	1,00	1,25
Belgique	1,14	1,25	1,25	1,45
Irlande	1,44	1,55	1,55	1,65
Royaume-Uni	2,07	2,15	2,30	2,40
Suède	0,82	1,00	1,10	1,35
Norvège	1,64	1,70	1,80	2,05
Suisse	0,07	0,20	0,30	0,55
Slovaquie	1,23	1,20	1,20	1,45
Pologne	2,93	3,30	3,40	3,70
Tchéquie	1,22	1,30	1,40	1,60
Hongrie	3,77	3,70	3,60	3,75
Bulgarie	3,30	3,35	3,40	3,45
Russie	10,32	11,00	11,00	11,00
Turquie	9,09	9,80	10,35	10,65
Japon	0,43	0,50	0,55	0,60
Chine	3,55	3,30	3,10	3,10
Australie	2,93	3,10	3,45	3,55
Nouvelle-Zélande	3,49	3,90	4,25	4,40
Canada	1,55	1,90	2,25	2,35

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, GCE, 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 juillet 2015 inclus, sauf stipulation contraire. Les opinions et prévisions décrites sont telles qu'en vigueur au 17 juillet 2015.