

# Vision Macro

Belfius Research

➤ États-Unis : le ralentissement du commerce mondial risque de peser sur la croissance du PIB	2
➤ Zone euro : signes de fatigue	4
➤ Royaume-Uni : Brexit « dur » ou « doux »?	6
➤ Taux d'intérêt : perspectives d'inflation excessives.	8
➤ FX : l'USD est prêt à un rebond post-Trump.	9
➤ Tableaux des prévisions	10

**dr. Geert Gielens**  
**Chief Economist**  
+32 2 222 70 84  
[geert.gielens@belfius.be](mailto:geert.gielens@belfius.be)

**Frank Maet**  
**Senior Economist**  
+32 2 222 69 97  
[frank.maet@belfius.be](mailto:frank.maet@belfius.be)

*Cette année, la croissance du commerce mondial était décevante en raison de la récession au Brésil et d'une hausse du PIB moins élevée que prévu en Chine et aux États-Unis.*

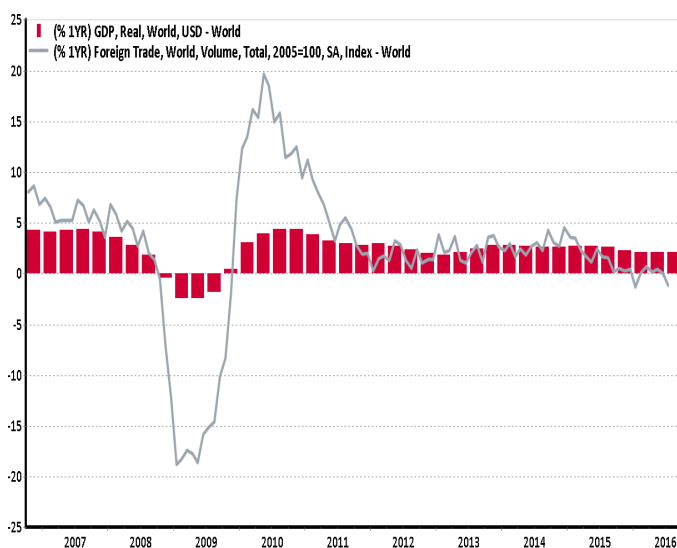
*L'essoufflement de l'économie mondiale risque de peser en 2017 aussi sur la croissance du PIB américain.*

### États-Unis : le ralentissement du commerce mondial risque de peser sur la croissance du PIB

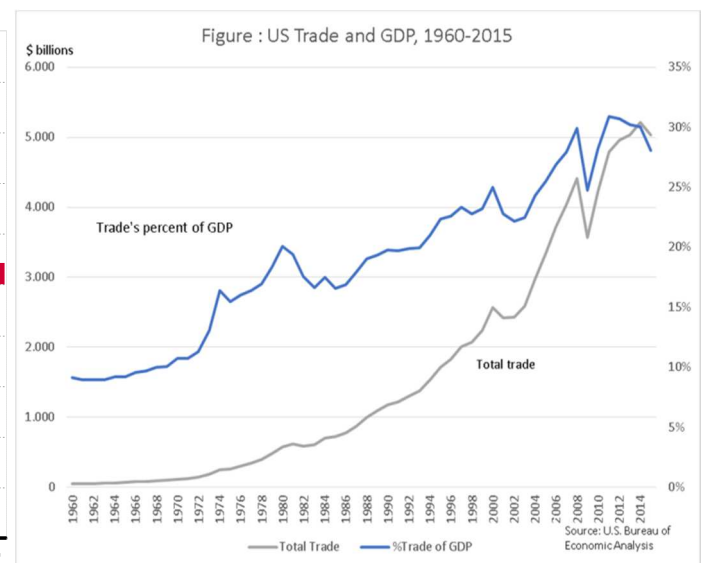
Fin septembre, l'Organisation mondiale du commerce (OMC) a publié ses perspectives de croissance pour 2016/2017. Cette année, la croissance du commerce mondial était décevante en raison de la récession au Brésil et d'une hausse du PIB moins élevée que prévu en Chine et aux États-Unis, surtout au premier semestre 2016. Alors qu'en avril, l'OMC misait encore sur une croissance (du commerce) de 2,8 % en 2016, elle ne table plus à présent que sur 1,7 %, l'expansion la plus lente depuis 2009. De même, les perspectives de croissance pour 2017 ont été revues à la baisse, de 3,6 % à une fourchette entre 1,8 % et 3,1 %. Le graphique 1 montre qu'après une période de croissance convenable en 2014, le commerce mondial a connu un ralentissement draconien. L'OMC fait également remarquer que ces dernières années, le rapport entre la croissance du PIB mondial et la croissance du commerce mondial a changé. À plus long terme, l'économie mondiale croît en général 1,5 fois plus rapidement que le PIB, mais ce rapport est entre-temps retombé à 1,1.

L'essoufflement de l'économie mondiale risque de peser en 2017 aussi sur la croissance du PIB américain. Le poids du commerce international dans le PIB des États-Unis a augmenté ces 20 dernières années en raison de la mondialisation (graphique 2) et a rendu l'économie américaine plus vulnérable à un ralentissement de l'économie mondiale, tel que nous le connaissons à présent. Il y a actuellement de nombreuses questions qui nous rendent prudents quant aux perspectives de croissance pour 2017. Tout d'abord, les élections présidentielles américaines, mais aussi le déroulement du dossier sur le Brexit, le succès des mouvements politiques populistes et le manque d'efficacité de la politique monétaire non conventionnelle au Japon et dans la zone euro.

Graphique 1. Croissance en glissement annuel du commerce et du PIB au niveau mondial



Graphique 2. USA : Part croissante du commerce dans la croissance du PIB



source: Factset / U.S. Bureau of Economic Analysis

*La banque centrale américaine a abaissé ses prévisions de croissance tendancielle du PIB de 2,0 % à 1,8 %.*

La Réserve fédérale est consciente de ces risques. À la suite de la réunion monétaire de septembre (où les taux officiels sont restés inchangés), la banque centrale a abaissé le chiffre de croissance du PIB attendu pour 2016 de 2,0 % à 1,8 %. Les projections de croissance de la banque centrale américaine pour 2017 ont été provisoirement maintenues à 2,0 %, mais la perspective médiane de la croissance tendancielle du PIB à plus long terme a cependant été revue à la baisse de 2,0 % à 1,8 %.

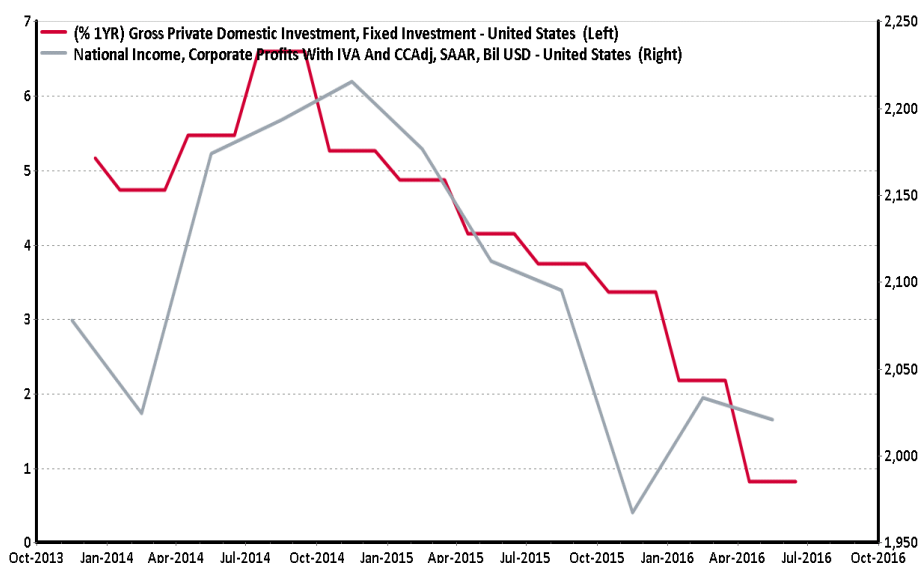
En raison de la croissance décevante du commerce extérieur, des bénéfices des entreprises plus médiocres et des risques cités plus haut, le risque est réel que les investissements des entreprises aux États-Unis restent assez faibles en 2017 aussi, ce qui pèsera sur la croissance du PIB. Nous revoyons dès lors à la baisse nos perspectives de croissance du PIB pour les États-Unis en 2017 de 2,0 % à 1,8 % (voir tableau ci-dessous).

Tableau 1. USA : perspectives économiques (Belfius Research)

(en %, croissance réelle)	2015	2016e	2017f
PIB	2,6	1,7	1,8
Dépenses des ménages	3,5	2,6	2,5
Dépenses publiques	1,8	0,9	1,0
Investissements des entreprises	4,0	-0,9	0,5
Exportations nettes	-0,6	0,0	-0,5

e: expected ; f: forecast

Graphique 3. Évolution des bénéfices trimestriels des entreprises et croissance en glissement annuel des investissements des entreprises



source: Factset

*Après une croissance de 1,6 % au premier semestre, l'indice PMI indique une progression plus lente au second semestre 2016.*

*L'économie de la zone euro ressentira aussi les effets d'un ralentissement de la croissance du commerce mondial.*

*Après le creux de la croissance en août, nous tablons sur une correction des ventes au détail à l'automne.*

### Zone euro : signes de fatigue

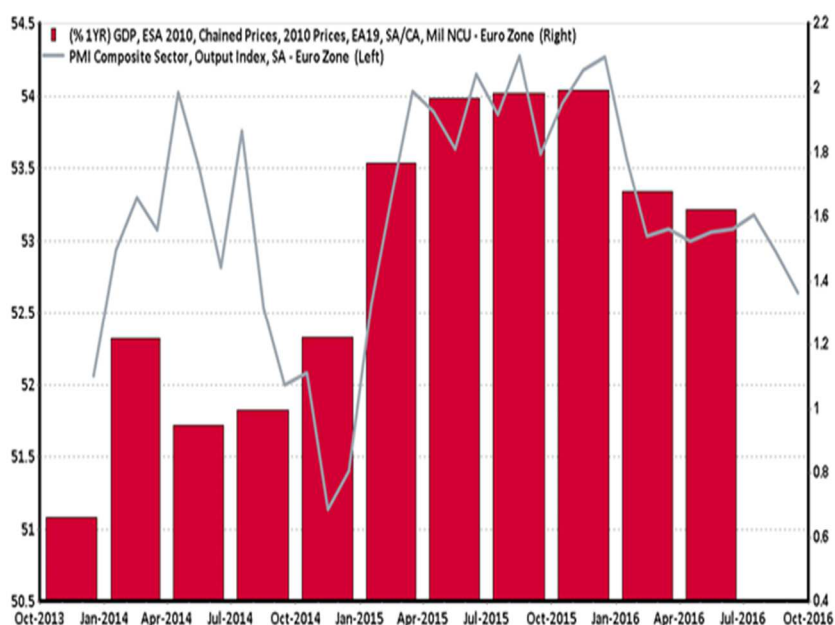
Au cours du premier semestre 2016, le PIB de la zone euro a progressé en moyenne de 1,6 % par rapport à la même période de 2015, un résultat convenable. Cependant, ce chiffre était surtout l'apanage de l'Allemagne et, dans une moindre mesure, de la France, tandis que la croissance du PIB se limitait à 0,8 % en Italie.

Pendant les mois d'été, l'indice PMI (qui reflète le sentiment économique des entreprises et qui prédit traditionnellement la croissance du PIB) a légèrement reculé, ce qui laisse supposer que la croissance du PIB n'atteindra pas le même niveau au second semestre de 2016 qu'au premier semestre.

L'économie de la zone euro ressentira aussi les effets d'un ralentissement de la croissance du commerce mondial. Tout d'abord, parce qu'il pèsera sur les exportations de la zone euro (notamment l'Allemagne) vers le reste du monde. Le graphique ci-dessous montre que le secteur des exportations s'est bien comporté en 2015, mais que depuis lors, les volumes des exportations (tant dans la zone euro qu'en dehors) ont régressé. De même, les perspectives commerciales au sein de la zone euro ont été revues à la baisse en raison du projet complexe du Brexit en préparation pour les prochaines années et de la popularité croissante de partis politiques qui remettent en question la mondialisation. L'appréciation de l'euro par rapport à la livre britannique est un facteur supplémentaire qui peut peser sur les exportations de la zone euro.

La hausse en glissement annuel des ventes au détail dans la zone euro est restée assez stable à un niveau modeste de 1,7 % de mars à juillet (à titre de comparaison, la croissance s'élevait à 2,8 % en 2015) pour ralentir à 0,6 % sur une base annuelle en août. Nous tablons sur une correction à la hausse à l'automne mais l'effet sur la confiance des consommateurs allemands des déboires de la Deutsche Bank est difficile à estimer.

Graphique 4. Zone euro : indice PMI et croissance du PIB



source: Factset

*En dépit de la politique monétaire extrêmement accommodante de la BCE, le rythme de croissance des investissements des entreprises s'est ralenti au cours des six premiers mois de 2016.*

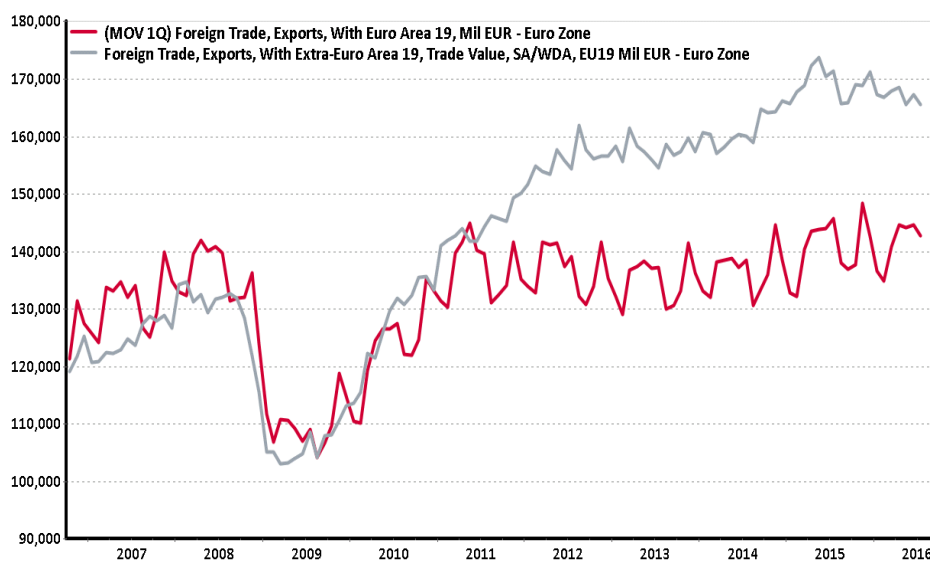
En dépit de la politique monétaire extrêmement accommodante de la BCE, le rythme de croissance des investissements des entreprises s'est ralenti à 2,45 % au cours des six premiers mois de 2016, après une croissance de 2,9 % en 2015. Les facteurs pesant actuellement sur la propension à investir des entreprises sont le Brexit et la croissance faible de la productivité dans la zone euro, mais les élections américaines entravent également la visibilité pour les investisseurs potentiels. À moyen terme, les élections nationales en France et en Allemagne peuvent aussi jouer un rôle, et plus spécifiquement les scores électoraux des partis populistes.

Le tableau ci-dessous résume nos prévisions économiques pour 2016/2017.

Tableau 2. Zone euro : prévisions économiques (Belfius Research)

(en %, croissance réelle)	2015	2016e	2017f
PIB	1,9	1,5	1,2
Dépenses des ménages	1,7	1,6	1,2
Dépenses publiques	1,4	1,6	1,2
Investissements en capital	2,9	2,4	2,0
Contribution nette des exportations	0,0	0,1	0,2

Graphique 5. Zone euro : volumes des exportations dans et en dehors de la zone euro -19



source: Factset

*La première ministre britannique May a annoncé que la procédure de Brexit commencera avant mars 2017.*

*Les marchés financiers s'interrogent sur un éventuel scénario de « Brexit dur » où le R.-U. ferait cavalier seul.*

### Royaume-Uni : Brexit « dur » ou « doux » ?

À l'assemblée annuelle du Parti conservateur, la première ministre britannique Theresa May a déclaré que son gouvernement mettra en œuvre l'article 50 du Traité de l'UE avant fin mars 2017. Ainsi sera enclenchée la procédure formelle de sortie ou Brexit qui aboutira au départ du R.U. de l'U.E. des 27 d'ici avril 2019. May fait donc ce que les dirigeants de l'U.E. (Jean-Claude Juncker et Donald Tusk en tête) exigeaient depuis le résultat du référendum du 23 juin sur le Brexit, à savoir la fixation d'un calendrier de sortie du R.U. Les partenaires européens ont refusé jusqu'à présent de négocier les modalités d'un Brexit tant que la sortie n'avait pas été formellement entamée. Les marchés financiers ont accueilli positivement l'annonce d'une date de début précise, mais il subsiste bien sûr beaucoup de questions à propos du déroulement de la procédure de sortie.

La question qui semble préoccuper à présent les intervenants sur les marchés financiers est : sera-ce un Brexit « doux » ou « dur » ?

La plupart des commentateurs sont d'avis que Theresa May manœuvre pour arriver à un Brexit « dur », qui impliquerait que les Britanniques quittent à la fois le marché communautaire interne et l'union douanière. La chef du gouvernement britannique a souligné que le R.U. voulait surtout mener une politique autonome en matière d'immigration et n'était pas tenu par les jugements de la Cour européenne de justice.

Le gouvernement britannique cherche en tout cas dès à présent à conclure des accords commerciaux bilatéraux avec l'Australie, l'Inde, Singapour, la Chine, la Corée du Sud et le Mexique, ce qui laisse entendre que le R.U. veut quitter l'union douanière. May a de surcroît déclaré que ni le modèle norvégien ni le modèle suisse d'accès au marché européen ne serviraient de fil conducteur aux négociations des deux prochaines années.

Graphique 6. R.U. : cours effectif de la livre sterling



*Ces derniers mois, ce sont surtout les conséquences positives d'une livre sterling moins chère qui ont été mises en évidence.*

*Mais à plus long terme, le Brexit risque de peser lourdement sur la croissance du PIB en raison d'une baisse potentielle des activités dans la City et d'une hausse de l'inflation qui éroderait le pouvoir d'achat.*

*Nous prévoyons un ralentissement de la croissance du PIB au R.U., à 1,7 % en 2016 et à 1,0 % en 2017.*

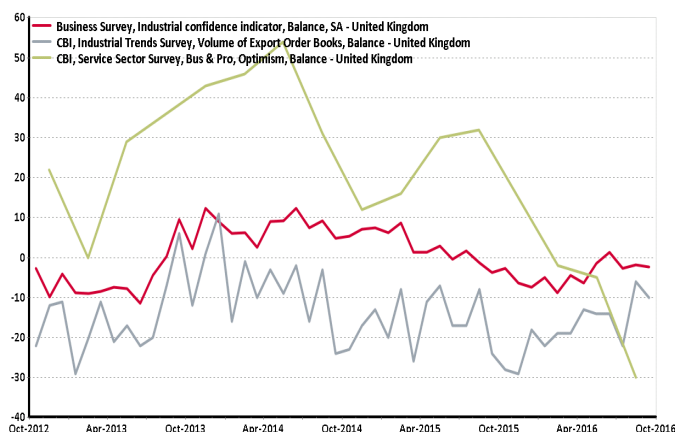
Lorsque nous dressons le bilan de l'impact macroéconomique du référendum du 23 juin à ce jour, il semble à première vue passablement positif par rapport au Brexit. La livre sterling, pondérée sur la base des échanges commerciaux, a baissé de plus de 10 %, atteignant son niveau le plus bas par rapport à l'USD en plus de trente ans, mais, ce faisant, elle a stimulé le tourisme au cours des derniers mois et a amélioré la marge bénéficiaire de bon nombre d'entreprises du FTSE-100 qui tirent leur bénéfice de l'étranger. Ceci contribue à expliquer pourquoi, après une vague initiale de ventes, l'indice FTSE a atteint un niveau plancher et a progressé de quelque 10 % depuis le 23 juin, tandis que l'indice EuroStoxx50 affichait une perte de 1,3 % sur la même période.

Ce coup de pouce au secteur des exportations peut contribuer à réduire le déficit considérable du compte courant (-5,7 % du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre 2016), mais l'avenir doit encore montrer si l'épisode actuel est simplement un phénomène temporaire ou s'il est le début d'une tendance à plus long terme de réduction du déficit.

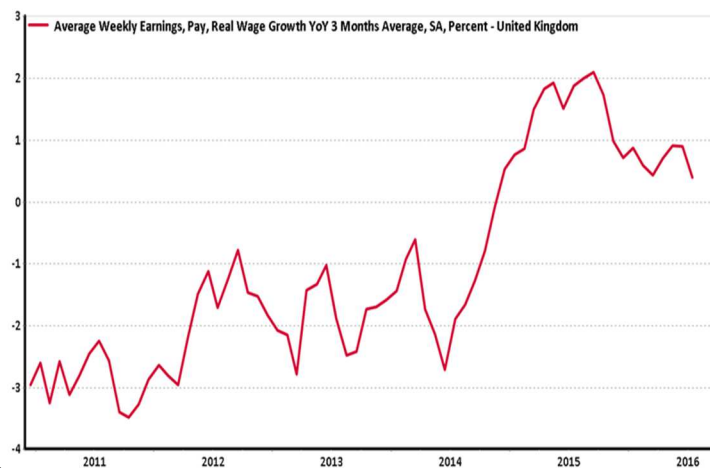
En tout cas, cette stimulation inattendue des exportations britanniques a renforcé à court terme la confiance des entreprises industrielles, mais dans le secteur tertiaire, le sentiment économique s'est fortement aigri ces derniers mois. À Londres, qui génère quelque 22 % du PIB total, on craint que la City, le cœur financier de la capitale, ne perde de son importance les prochaines années à cause de la sortie de l'U.E.

La baisse du cours de la livre a beau être une bonne nouvelle pour les exportateurs, les ménages anglais risquent quant à eux de voir leur pouvoir d'achat diminuer les prochains trimestres. Les matières premières et les produits finis qui sont importés deviennent en effet plus chers, et la hausse de l'inflation pèsera sur la croissance du revenu réel et les dépenses des consommateurs. Pour 2016, nous comptons encore sur une croissance du PIB de 1,7 % au R.U., mais les éléments négatifs énumérés ci-dessus font que la croissance économique ne dépassera pas 1 % en 2017.

Graphique 7. R.U. : sentiment économique dans le secteur des exportations et des services



Graphique 8. R.U. : croissance salariale réelle.



source: Factset

*Que ce soit aux États-Unis, au Royaume-Uni ou dans la zone euro, les prévisions en matière d'inflation ont augmenté sur les marchés financiers depuis début septembre.*

*Toutefois, dans la zone euro et aux États-Unis, aucun signal ne présage d'une hausse de l'inflation de consommation supérieure à une simple normalisation.*

### Taux d'intérêt : perspectives d'inflation excessives.

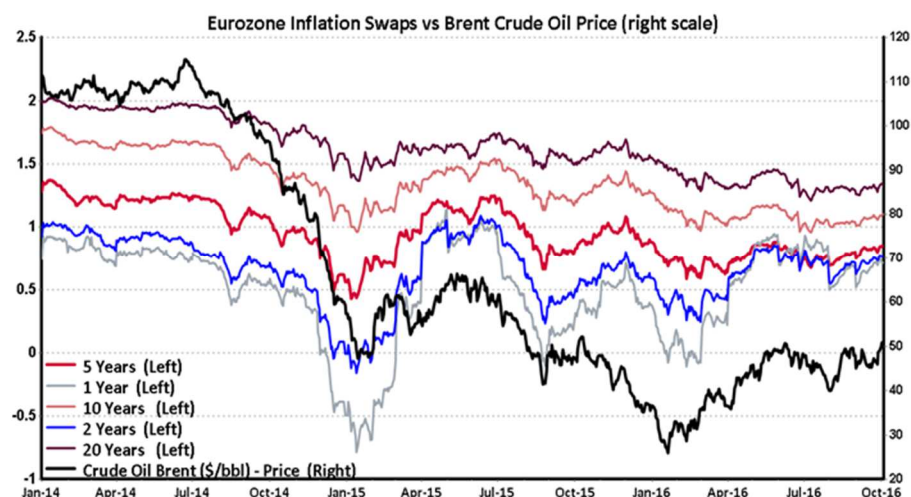
Depuis début septembre, les perspectives en matière d'inflation ont augmenté sur les marchés financiers, ce qui se reflète dans les niveaux des taux des swaps d'inflation. Aux États-Unis, le swap d'inflation à 2 ans s'est apprécié de près de 50 points de base depuis début septembre, alors que dans la zone euro et au Royaume-Uni, les swaps de même durée ont gagné respectivement 10 et 30 points de base.

Au Royaume-Uni, la hausse des prévisions en matière d'inflation s'explique par l'affaiblissement de la livre britannique, ce qui stimule l'inflation des importations. Mais la crainte accrue de l'inflation aux États-Unis et dans la zone euro ne se justifie pas. Si, de fait, les effets de la baisse des prix des matières premières et de l'énergie qui ont freiné l'inflation au 1<sup>er</sup> semestre 2016 n'agissent quasiment plus, il ne faut pas s'attendre sur ce plan à une évolution allant au-delà d'une simple normalisation. Depuis la mi-2015, les prévisions en matière d'inflation dans la zone euro sont étroitement liées au prix du pétrole (voir graphique ci-dessous) mais la plupart des observateurs ne prévoient qu'une hausse limitée de celui-ci en 2017. Il n'est pas question non plus d'une inflation salariale exagérée puisque ces derniers trimestres, la croissance annuelle des coûts de la main-d'œuvre est revenue à 1,0 % (de 1,6 % au Q4 2015) dans la zone euro.

Tableau 3.

Prix à la consommation (% croissance)	2015	2016e	2017f
Zone euro	0,0	0,2	1,2
États-Unis	0,1	1,3	1,9
Royaume-Uni	0,0	0,5	2,5
Belgique	0,6	1,8	1,5

Graphique 9. Zone euro: Évolution du prix du pétrole (en \$) et des swaps d'inflation.



*Sur la base des différentiels de taux entre les obligations d'État américaines et allemandes, l'euro semble actuellement surévalué.*

*En matière de conjoncture économique aussi, les États-Unis se trouvent clairement 'ahead of the curve' par rapport à la zone euro.*

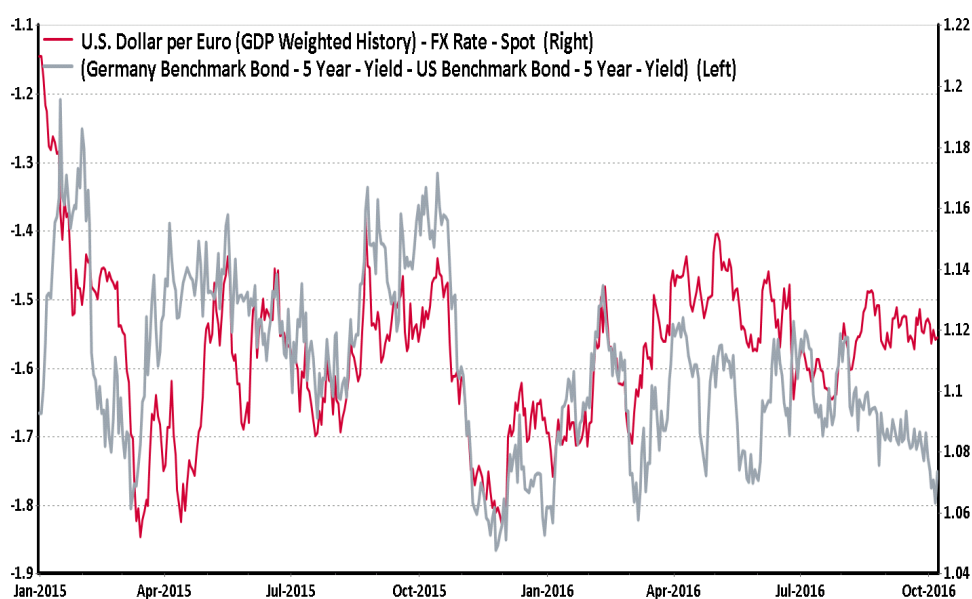
*En 2017, les marchés financiers se concentreront sur l'incertitude politique dans la zone euro, de sorte que l'euro baissera par rapport au dollar américain.*

### FX : l'USD est prêt à un rebond post-Trump

Ces dernières semaines, le cours EUR-USD a fluctué dans une fourchette assez limitée entre environ 1,1120 et 1,1240. Sur la base des différentiels de taux entre les obligations d'État américaines et allemandes, l'euro semble actuellement surévalué (voir graphique au bas de cette page). En outre, la Réserve fédérale majorera prochainement le taux à court terme, tandis que la BCE persiste à poursuivre sa politique monétaire extrêmement accommodante avec maintien des taux directeurs négatifs. En matière de conjoncture économique aussi, les États-Unis se trouvent clairement 'ahead of the curve' par rapport à la zone euro. Le marché de l'emploi américain tourne à plein régime et l'inflation fluctue lentement vers les 2 %. Les deux facteurs qui jouent actuellement des tours au dollar sont les commentaires plus réticents de certains membres de la Fed et la course à la présidence. Ce dernier élément surtout est important, parce que de nombreux observateurs craignent que sous la présidence de Trump, les États-Unis s'engageront sur la voie du protectionnisme qui peut grignoter la croissance économique. En 2017, nous pouvons toutefois attendre un déplacement de l'incertitude en direction de la zone euro, où les sujets brûlants ne manquent pas. Tout d'abord, les négociations sur le Brexit, mais aussi les élections nationales en France et en Allemagne qui agiteront les marchés financiers. Et enfin, les sérieux doutes concernant l'efficacité de la politique actuelle de la BCE et la critique qui enflamme concernant la politique de taux négatif et son impact sur la rentabilité du secteur financier.

prognose	spot	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17
EUR-USD	1,112	1,095	1,09	1,07	1,085

Graphique 10 : EUR-USD (axe de droite) et le différentiel de taux à 5 ans.



source: Factset

## TABLEAUX DE PREVISIONS.

*	Prévisions PIB (% annuel)			Prévisions IPC (% annuel)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
États-Unis	2,6	1,7	1,8	0,1	1,3	1,9
Zone euro	1,9	1,5	1,2	0,0	0,2	1,2
Allemagne	1,8	1,8	1,4	0,1	0,3	1,4
Belgique	1,4	1,4	1,1	0,6	1,8	1,5
Japon	2,2	1,7	1,0	0,0	0,5	2,5
Chine	0,5	0,3	0,8	0,5	-0,3	0,5

**	10/10/16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17
3 mois \$	0,88	0,90	1,00	1,15	1,20
3 mois €	-0,31	-0,25	-0,27	-0,30	-0,35
IRS 10y \$	1,58	1,60	1,65	1,75	1,85
IRS 10y €	0,43	0,30	0,35	0,40	0,40
EUR-USD	1,112	1,095	1,09	1,07	1,085
USD-JPY	103,6	104	105	108	110
EUR-GBP	0,9015	0,88	0,87	0,855	0,85

\*: Les prévisions de PIB/IPC sont des moyennes

\*\*: Toutes les prévisions des marchés financiers concernent les fins de période

## Limitation de responsabilité.

Le présent document est publié à titre purement informatif. Il ne contient aucune offre d'achat ni de vente d'instruments financiers, ne comprend pas de conseils d'investissement et ne constitue pas une confirmation de transaction.

Toutes les opinions, estimations et projections de ce document sont propres à Belfius Banque et peuvent changer sans préavis. Les informations de ce document proviennent de différentes sources. Belfius Banque choisit ses sources et transmet l'information avec le plus grand soin. Néanmoins, il n'est pas possible d'exclure absolument toute erreur ou omission dans les sources ou processus. Belfius ne peut être tenu pour responsable de dommages ou préjudices directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document.

Bien que les informations figurant dans ce document soient publiées dans le but d'aider le destinataire, elles ne peuvent être interprétées comme faisant autorité ni se substituer au jugement du destinataire.