

Vision Macro

Belfius Research

- États-Unis: les marchés réagissent avec circonspection à la victoire de Trump. 2
- Zone euro : manque de convergence des investissements en capital 4
- R.-U. : aubaine économique, contretemps juridique pour le gouvernement May 6
- Taux : les marchés obligataires essuient des revers en octobre 7
- Tableaux des prévisions 8

dr. Geert Gielens
Chief Economist
+32 2 222 70 84
geert.gielens@belfius.be

Frank Maet
Senior Economist
+32 2 222 69 97
frank.maet@belfius.be

Les marchés financiers ont réagi de manière circonspecte à prudemment positive à la victoire de Donald Trump aux élections présidentielles américaines.

Les marchés des actions se sont concentrés sur les aspects positifs de la politique « America First » de Trump : baisse des impôts, croissance domestique plus forte et création d'emplois.

Sur les marchés obligataires, on s'est concentré sur l'éventualité de déficits budgétaires plus grands et d'une hausse de l'inflation.

États-Unis: les marchés réagissent avec circonspection à la victoire de Trump.

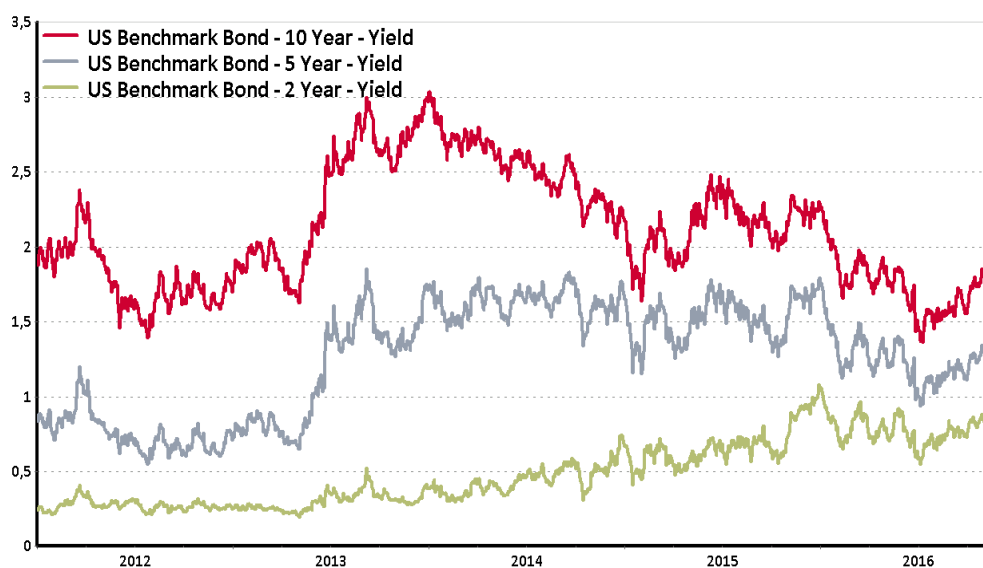
Devant la surprenante victoire de Donald Trump, les marchés financiers ont d'abord réagi par une légère panique, parce que la plupart des observateurs avaient tablé sur une victoire d'Hillary Clinton. Puisque Trump symbolise le changement par rapport au statu quo, le premier réflexe à Wall Street et sur les marchés obligataires américains a été négatif, mais après le discours apaisant du vainqueur, le sentiment s'est inversé sur les marchés financiers.

La conviction que le parlement, où les Républicains détiennent la majorité, mènera avec le président Trump une politique économique (« America First ») favorable aux entreprises américaines et à l'emploi a fait gagner des points à Wall Street.

Un des piliers de la « Trumponomics », la philosophie macro-économique de Trump, est le lancement de grands travaux d'infrastructure par les pouvoirs publics, en combinaison avec des baisses d'impôts. Sur les marchés obligataires, on a vite calculé que ceci allait conduire à une hausse des déficits budgétaires aux Etats-Unis, de sorte que le taux sur les titres publics à 10 ans a dépassé pour la première fois depuis janvier la barre des 2 %.

De plus, on s'attend à ce que la politique de stimulation de Trump ravive l'inflation, donnant ainsi un coup de pouce aux spéculations sur un relèvement du taux par la Federal Reserve en décembre. Le tout dernier rapport sur le marché de l'emploi indique déjà que l'inflation salariale a grimpé à 2,8 % aux Etats-Unis en octobre, ce qui suffit en soi à justifier un relèvement du taux de la Fed en décembre.

Figure 1. États-Unis : le taux sur les titres publics à 10 ans dépasse la barre des 2 % après la nouvelle de la victoire de Trump aux présidentielles américaines.



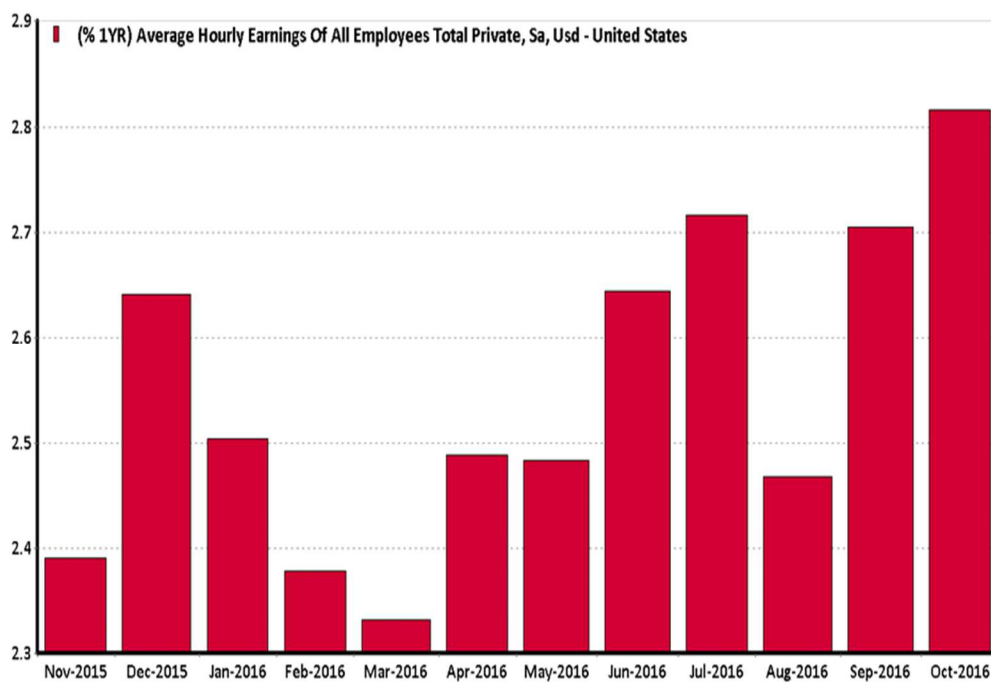
source: Factset

Les prochains mois, nous tenons compte d'une volatilité plus élevée sur les marchés des devises parce qu'il règne encore un certain flou quant à la composition du futur cabinet Trump et quant à l'orientation macro-économique qu'il suivra.

Après la première réaction de panique, le dollar américain s'est ressaisi sur les marchés des devises lorsqu'il est apparu clairement que Wall Street réagissait de manière essentiellement positive à l'élection de Trump. Après la baisse du cours USD-JPY à 101,3 dans la session asiatique, le USD a progressé par rapport au yen japonais et a terminé à 104,6, tandis que le cours EUR-USD a baissé de 1,13 à 1,09 pendant la journée. La principale victime sur les marchés des changes a été le peso mexicain, qui a perdu 13,5% de sa valeur et a essuyé son plus sérieux revers depuis la « Tequila crisis » de 1994-1995.

Dans les semaines et les mois qui viennent, nous tenons compte d'un potentiel de volatilité plus élevé sur les marchés forex jusqu'à ce que l'orientation suivie par le gouvernement Trump en matière de libre échange et de politique fiscale devienne plus clair. Nous supposons qu'à court terme, l'attention se portera avant tout sur la composition du cabinet Trump, notamment sur qui occupera la fonction de ministre des Finances (« Treasury Secretary »). Pour le moment, le nom le plus cité est celui de Steve Mnuchin (ancien de Goldman Sachs et actuel patron de hedge fund).

Figure 2. États-Unis : croissance nominale (%; interannuelle) des salaires.



Les investissements en capital dans la zone euro ont davantage contribué à la croissance en 2016 mais les différences entre les pays sont toujours considérables. L'Italie, surtout, présente un déficit d'investissements en capital.

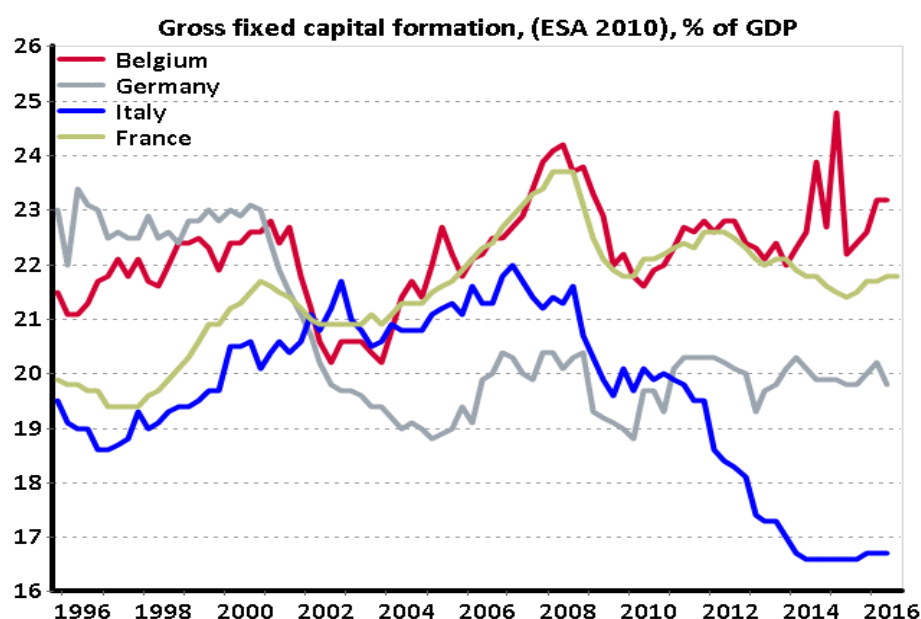
Zone euro : manque de convergence des investissements en capital

La croissance du PIB dans la zone euro au cours du premier semestre de 2016 a été soutenue dans une large part par les dépenses des ménages, tandis que la contribution négative du commerce net au premier semestre de 2016 a été compensée par une contribution plus grande à la croissance des investissements en capital des entreprises. La contribution plus importante des investissements des entreprises au cours des trimestres écoulés est un signal encourageant, car la croissance du capital dans la zone euro est restée bien inférieure aux prévisions après la récession de 2009.

Lorsque l'on examine la croissance des investissements dans chaque État membre, nous voyons qu'il existe cependant encore des différences considérables dans la zone euro. Les investissements en capital par rapport au PIB ont entre-temps atteint 23,2 % en Belgique, le même niveau qu'en 2007. De même, l'Allemagne a égalé le niveau d'avant la récession (environ 20 %) mais le volume est inférieur à celui de la France et de la Belgique et bien en-dessous de ce qu'il était auparavant (1995-2000).

Dans ce domaine, l'Italie est néanmoins le maillon le plus faible de la zone euro et la contribution à la croissance des investissements des entreprises y a chuté à 16,6 %. L'absence de nouveaux investissements en capital est une cause importante de la faible productivité et de la croissance médiocre de l'économie italienne. Si cette tendance persiste, elle risque de peser aussi sur le potentiel de croissance de la zone euro au sens large.

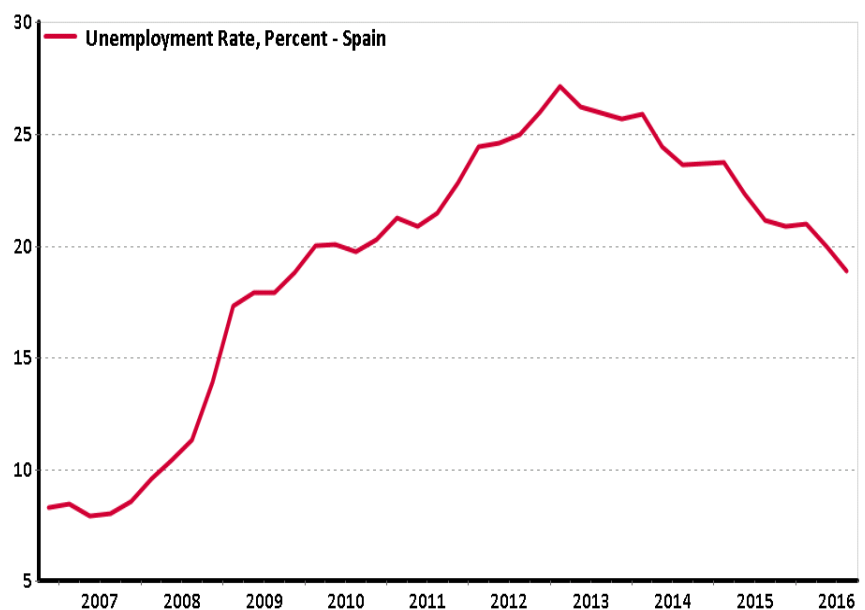
Figure 3. Investissements en capital en % du PIB



Après 10 mois, l'Espagne a un nouveau gouvernement mais la mise en oeuvre des réformes économiques ne sera pas une sinécure.

Après 10 mois, l'Espagne a finalement un nouveau gouvernement. Mariano Rajoy du Partido Popular (PP) a décroché, après deux tours de scrutin sur la confiance, un deuxième mandat de Premier Ministre et a un gouvernement minoritaire avec son PP. Les analystes politiques s'accordent pour dire que Rajoy aura des difficultés à appliquer les réformes économiques et les mesures fiscales censées soutenir la croissance économique. Depuis l'été 2015, l'économie espagnole progresse à un rythme de 3 à 3,5 % et le taux de chômage a diminué sous la barre des 20 % pour la première fois depuis 2010 mais il reste encore un long chemin à parcourir.

Figure 4. Espagne : taux de chômage



source: Factset

La croissance économique au R.-U. au cours du premier trimestre qui a suivi le référendum sur l'U.E. s'est mieux comportée que prévu.

La Haute Cour a estimé que le Brexit ne pouvait commencer qu'après l'approbation du parlement britannique.

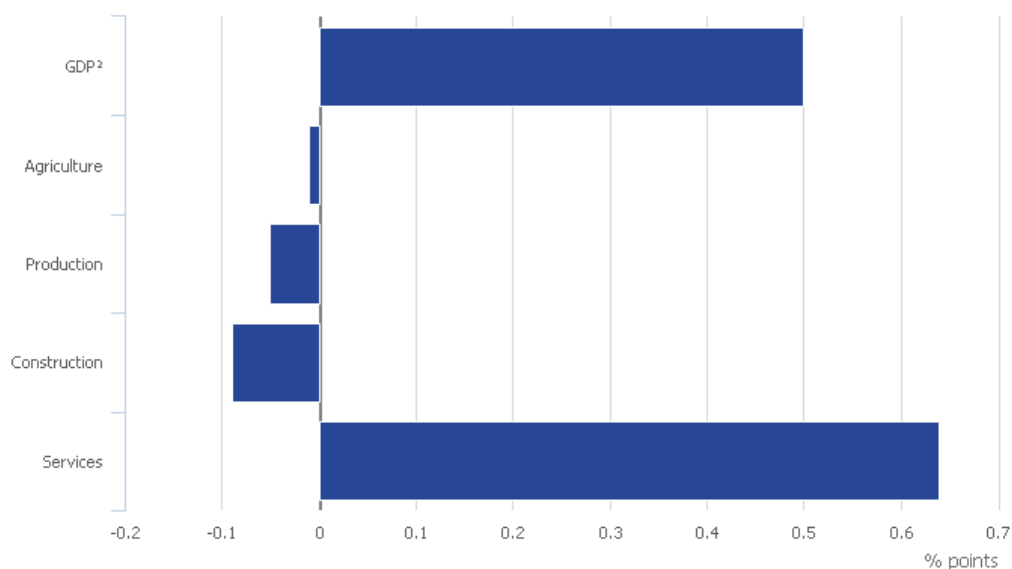
R.-U. : aubaine économique, contretemps juridique pour le gouvernement May

La croissance économique au R.-U. au cours du premier trimestre qui a suivi le référendum sur l'U.E. s'est mieux comportée que prévu. Selon des données provisoires, le PIB a progressé de 0,5 % au T3 par rapport au trimestre précédent, certes après une croissance de 0,7 % au T2, mais ce résultat était meilleur que les prévisions de la plupart des observateurs. Comparée au T3 2015, la croissance en pour cent du PIB s'élevait à 2,3 % au troisième trimestre de cette année.

À l'instar des années précédentes, le secteur des services a contribué le plus à la croissance (+0,8 % en glissement trimestriel) et a ainsi compensé un repli dans le secteur industriel et la construction. Selon le récent rapport sur le PIB, le Brexit n'a pas eu d'effet en juin, juillet et août mais il s'agissait de chiffres provisoires et nous tenons toujours compte d'un impact du Brexit sur la croissance en 2017 parce que la dépréciation de la livre, via une hausse de l'inflation, ronge le pouvoir d'achat des ménages britanniques. En outre, l'incertitude à propos de la procédure du Brexit et les négociations avec l'U.E. peuvent peser davantage sur les projets d'investissement des entreprises britanniques et un risque d'affaiblissement des flux commerciaux existe.

Le gouvernement May a récemment dû faire face à un contretemps juridique, lorsque la 'High Court', la Haute Cour britannique, a estimé que le départ de l'U.E. ne pouvait avoir lieu sans l'approbation du parlement. Bien que ce soit une victoire morale pour le camp anti-Brexit, nous voyons peu d'avantages dans ce scénario car cela met plus en évidence encore l'incertitude actuelle planant sur le Brexit. Le Premier Ministre, Theresa May, a déjà clairement dit 'qu'il n'était pas possible de faire machine arrière' et que le gouvernement allait aller en appel auprès de la 'Supreme Court', l'instance juridique la plus élevée du pays.

Figure 5. R.-U. : contribution à la croissance trimestrielle (%) du PIB au T3 2016 (source : ONS)



Les marchés obligataires en Europe et aux États-Unis ont subi de lourdes pertes en octobre.

L'espoir de voir la Bank of England procéder à une baisse de taux supplémentaire s'est envolé ces dernières semaines en raison de la dépréciation de la livre britannique, du risque de hausse de l'inflation et des chiffres de croissance du PIB meilleurs que prévu au T3.

Une nervosité croissante sur les marchés financiers à la suite de l'élection de Trump peut engendrer un report de la prochaine hausse de taux aux États-Unis.

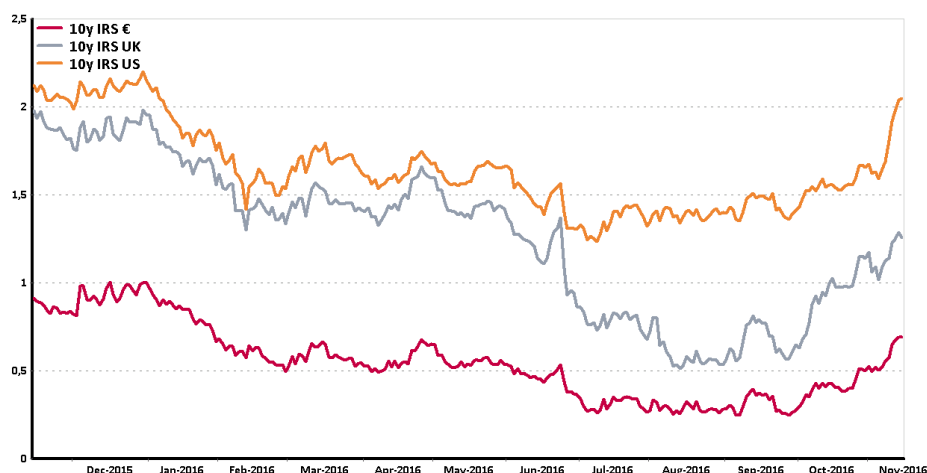
Taux : les marchés obligataires essuient des revers en octobre

Les marchés obligataires en Europe et aux États-Unis ont subi de lourdes pertes en octobre en raison d'une révision à la hausse des perspectives d'inflation (au R.-U. et aux États-Unis) et de la spéculation selon laquelle la BCE envisage de réduire progressivement ses achats mensuels d'obligations en 2017. Ces dernières semaines, les marchés financiers étaient de plus en plus convaincus que les autorités nationales de la zone euro joueraient de nouveau un plus grand rôle dans les mesures de soutien budgétaires et/ou fiscales afin de venir en aide à l'économie, dès lors qu'il s'avère que l'incitant monétaire de la BCE a généré peu de résultats concrets.

Dans la zone euro, le taux des IRS à 5 et 10 ans a augmenté en un mois de temps de respectivement 18 et 22 points de base à 0,05 % et 0,52 %. Aux États-Unis, le taux des IRS à 10 ans est passé de 1,47 % début octobre à 1,71 %. Mais la progression de taux la plus forte a été enregistrée sur les marchés obligataires britanniques par les obligations d'État à 10 ans ou 'Gilt' qui ont progressé de 0,63 % à 1,13 % entre le début octobre et le début novembre. L'espoir de voir la Bank of England procéder à une baisse de taux supplémentaire s'est envolé ces dernières semaines en raison de la dépréciation de la livre britannique, du risque de hausse de l'inflation et des chiffres de croissance du PIB meilleurs que prévu au T3. Le dernier rapport sur l'inflation de la Bank of England évoque moins explicitement une baisse de taux et suggère à la fois une baisse et une hausse du taux à court terme en 2017.

La manière dont les marchés obligataires aux États-Unis et ailleurs réagiront à l'élection de Trump comme président reste une inconnue. Ses déclarations pendant la campagne selon lesquelles il voulait renégocier la dette publique américaine ne sont actuellement pas prises au sérieux. Si la nervosité et les turbulences sur les marchés financiers devaient encore s'accroître, la Federal Reserve pourrait opter pour un report de quelques mois de la hausse de taux attendue pour décembre.

Figure 6. Évolution du taux swap à 10 ans (IRS) ZE., R.-U.



TABLEAUX DE PREVISIONS.

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

**	15/11/16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17
3 mois \$	0,91	1,10	1,30	1,45	1,60
3 mois €	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30	-0,25
IRS 10y \$	2,05	2,15	2,25	2,65	3,05
IRS 10y €	0,69	0,70	0,85	0,90	1,10
EUR-USD	1,072	1,07	1,055	1,035	1,06
USD-JPY	108,9	110	105	110	115
EUR-GBP	0,86	0,88	0,87	0,855	0,83

*: 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.