

# Vision Macro

Belfius Research

➤ Avant-propos	2
➤ États-Unis : président Trump, 'spender of last resort'.	3
➤ Zone euro : les préoccupations politiques éclipsent l'actualité économique	5
➤ R.-U. : le Brexit cause une incertitude économique et une hausse de l'inflation	6
➤ Taux : la BCE souffle le chaud et le froid	7
➤ FX : 2017, l'année de l'USD	8
➤ Tableaux des prévisions	9

**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)

### Avant-propos

La fin de l'année approche et si nous faisons le bilan de 2016 du point de vue des marchés financiers, nous ne pouvons que constater que la recherche de rendement de l'année écoulée a été pimentée par deux événements politiques des deux côtés de l'Atlantique : le référendum sur le Brexit au R.-U. fin juin et la victoire surprenante de Donald Trump aux élections présidentielles américaines. Le choix des Britanniques de quitter l'U.E. a surtout provoqué beaucoup d'incertitude politique (et économique), tandis que l'élection de Trump a été accueillie avec optimisme par Wall Street.

2017 promet de nouveau d'être une année où le politique et l'électeur occuperont une grande place. Les facteurs de risques traditionnels, comme le prix du pétrole ou une crise de la dette en Chine, sont relégués au second plan. Les États-Unis et les autres pays attendent avec intérêt la politique concrète de Trump. Entrera-t-il dans l'histoire comme le président qui déclenchera une nouvelle vague de protectionnisme mondial ou arrondira-t-il les angles pointus de son discours anti-mondialisation et est-il l'homme qui rendra sa grandeur à l'économie américaine par des dépenses publiques massives ? Et quel en sera l'effet sur la dette publique et les taux d'intérêt aux États-Unis ?

En Europe, l'année prochaine sera sous le signe d'élections en France, en Italie, en Allemagne et aux Pays-Bas et la procédure du Brexit sera lancée. Le score des partis eurosceptiques au cœur de l'Europe déterminera dans quelle mesure l'U.E. est sur la voie d'une crise institutionnelle.

Comme les années précédentes, Belfius Research essaiera en 2017, grâce à ses publications, de guider au mieux les clients et les investisseurs dans ce climat traître d'incertitude politique et économique.

Enfin, nous souhaitons d'excellents fêtes de fin d'année et une bonne année 2017 à tous nos lecteurs.

**Geert Gielens, Chief Economist Belfius**

*Pour les marchés financiers, la prochaine présidence de Trump est synonyme de croissance économique plus forte aux États-Unis.*

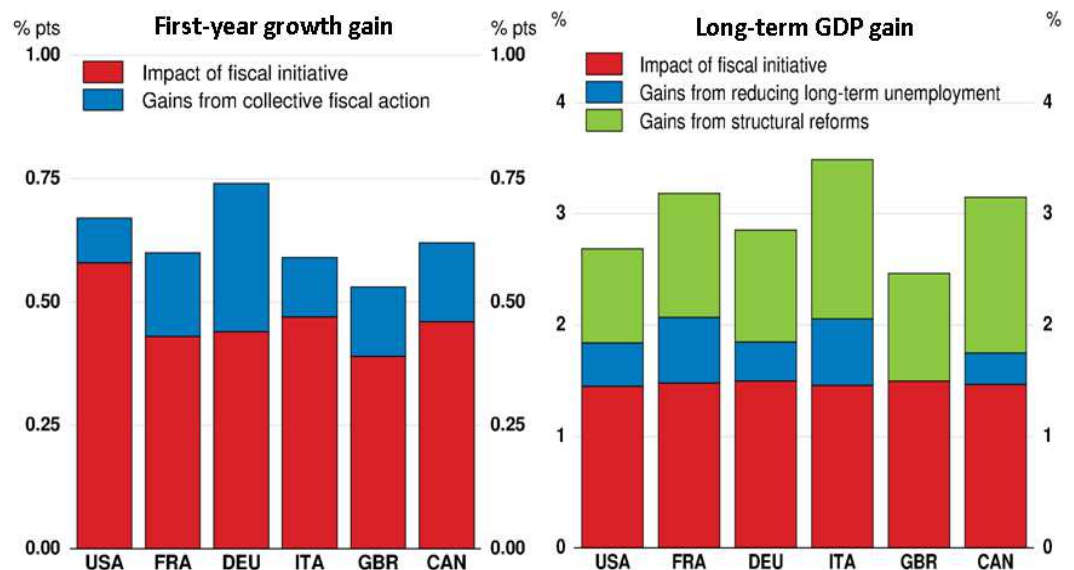
*Les projets keynésiens du nouveau président ont également modifié les prévisions en matière d'inflation et de dette publique.*

### États-Unis : président Trump, 'spender of last resort'

Depuis la victoire surprise de Donald Trump lors des élections présidentielles américaines, le verre est 'à moitié plein', selon Wall Street. Entre le 9 novembre et le 6 décembre, l'indice S&P500 a gagné près de 3 %, parce que la plupart des investisseurs en actions comptent sur un choc économique positif sous la présidence de Trump. Il a promis de ramener l'impôt des sociétés aux États-Unis de 35 % à 15 %, ce qui doit stimuler la croissance de l'économie américaine. Les actions des banques ont profité de la promesse en vertu de laquelle la loi Dodd-Frank, qui régit plus sévèrement le secteur financier après la crise de 2008, sera assouplie. En outre, Trump a annoncé qu'il voulait investir jusqu'à 1 trillion de dollars (= 1000 milliards de dollars) dans la construction de nouvelles routes, ponts, tunnels et aéroports. Tant les Républicains que les Démocrates sont partisans d'une augmentation des investissements dans l'infrastructure, ce qui signifie qu'un accomplissement rapide d'un tel plan est réaliste et peut potentiellement déjà doper l'économie au second semestre de 2017.

L'approche keynésienne du président élu Trump a déjà été bien accueillie par l'OCDE, car dans ses récentes prévisions économiques semestrielles (\*), la cellule de réflexion influente plaide en faveur d'une stimulation de la croissance du PIB par le biais d'une politique budgétaire expansive (voir graphique). L'ambition de Trump visant à devenir une sorte de 'spender of last resort', par analogie avec la Banque centrale américaine ('the lender of last resort') n'est pas passée inaperçue sur les marchés obligataires et a provoqué une vague de vente d'obligations d'État et d'autres obligations. La hausse des dépenses publiques signifie non seulement de meilleurs chiffres de croissance du PIB mais aussi une augmentation de la dette publique et peut engendrer une progression potentielle de l'inflation.

Graphique 1. Impact sur la croissance (en %) d'une hausse des dépenses publiques (de 0,5 % du PIB)(OCDE\*\*)



\*: OECD Economic Outlook 'Escaping the low-growth trap? Angel Gurría, Catherine L. Mann

\*\* : Structural reforms shows the impact of a 10% reduction of product market regulations.

*L'ampleur de la croissance supplémentaire finalement générée par le choc de demande positif dépendra de la politique que mènera Trump en matière de commerce international.*

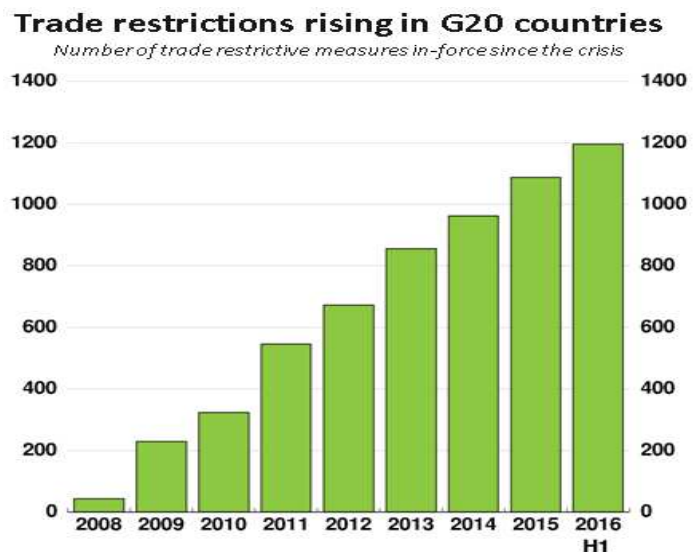
*Si les plans de Trump font augmenter la dette publique américaine de manière agressive et attisent l'inflation aux États-Unis, cela peut provoquer une vague de vente d'obligations (comme en 1994) qui contaminera aussi les marchés obligataires en Europe et en Asie.*

L'ampleur de la croissance supplémentaire finalement générée par le choc de demande positif (en combinant une baisse des impôts et une hausse des dépenses publiques) dépendra de la politique que mènera Trump en matière de commerce international. Si le nouveau dirigeant du monde libre adopte une position aussi anti-mondialiste et protectionniste (surtout à l'égard de la Chine et du Mexique) qu'il le suggérait pendant sa campagne, cela aura un impact négatif non seulement sur la croissance du commerce mondial mais aussi sur celle des États-Unis. Dans un tel scénario, les partenaires commerciaux des États-Unis prendraient en effet des mesures de rétorsion et le libre-échange mondial pourrait subir de graves préjudices. Dans son récent rapport, l'OCDE montre que le nombre d'entraves commerciales a augmenté de façon spectaculaire depuis la crise Lehman, entraînant un ralentissement de la croissance du PIB au niveau mondial.

Un deuxième trouble-fête potentiel qui peut peser en 2017 sur la croissance économique aux États-Unis mais aussi dans le reste du monde est un krach des marchés obligataires. Si les plans de Trump font augmenter la dette publique américaine de manière agressive et attisent l'inflation aux États-Unis, cela peut provoquer une vague de vente d'obligations (comme en 1994) qui contaminera aussi les marchés obligataires en Europe et en Asie. La hausse des taux à long terme y afférente tuerait dans l'œuf la reprise économique mondiale avant même qu'elle n'ait commencé.

En outre, il subsiste de nombreuses questions en suspens concernant la politique que mènera le nouveau président. Dans les prochaines semaines, Trump continuera à former son cabinet. Aux postes clés du département du Trésor et du Commerce, il a nommé Steve Mnuchin et Wilbur Ross, deux habitués de Wall Street. La première réaction des marchés financiers à la victoire de Trump était assez positive mais c'est surtout la concrétisation de la politique de Trump en 2017 en matière de commerce extérieur et de diplomatie qui déterminera si cet optimisme se justifie.

Graphique 2. États-Unis : Nombre d'entraves commerciales au sein du G20 depuis 2008



*Les thèmes politiques, notamment la montée du populisme et l'avenir de l'U.E., continueront de jouer un rôle prépondérant en 2017 sur les marchés financiers de la zone euro, avec des élections en France, en Italie, en Allemagne et aux Pays-Bas et le démarrage prévu de la procédure de Brexit du R.-U.*

*La confiance des entreprises a atteint son niveau le plus élevé en 11 mois, ce qui suggère que la croissance économique se maintient dans la zone euro au dernier trimestre 2016.*

### Zone euro : les préoccupations politiques éclipsent l'actualité économique

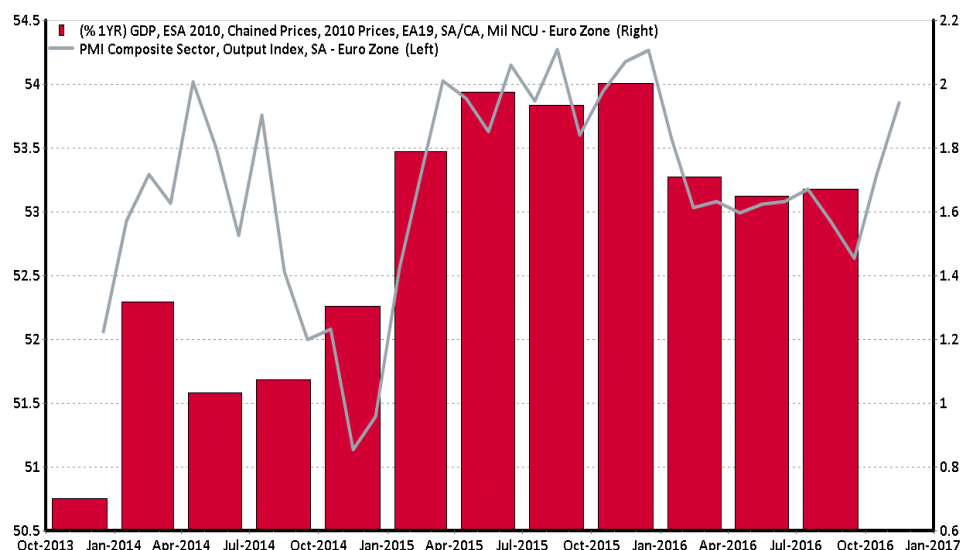
Dans la zone euro, les rapports macroéconomiques sont actuellement relégués au second plan, derrière les préoccupations politiques. En Italie, le projet de réforme du parlement du premier ministre Renzi a été rejeté, mais la réaction de panique que l'on craignait sur les marchés financiers n'a heureusement pas eu lieu.

Après un fléchissement initial, la monnaie unique de la zone euro a repris du poil de la bête et le différentiel de taux des obligations d'État italiennes par rapport aux obligations d'État allemandes a baissé d'environ 180 points de base avant le référendum à 160 points de base dans les jours qui ont suivi. Les actions bancaires italiennes ont tenu bon une fois que les investisseurs ont jugé probable que le contribuable italien intervienne pour sauver la banque Monte dei Paschi en difficulté et éviter ainsi la contagion à d'autres institutions financières.

Les thèmes politiques, notamment la montée du populisme et l'avenir de l'U.E., continueront de jouer un rôle prépondérant en 2017 sur les marchés financiers de la zone euro, avec des élections en France, en Italie, en Allemagne et aux Pays-Bas et le démarrage prévu de la procédure de Brexit du R.-U.

En raison des événements politiques des dernières semaines, les données macroéconomiques récentes en provenance de la zone euro ont moins retenu l'attention que de coutume. Elles indiquent un certain rebond de l'économie. Le PMI (Purchasing Manager's Index), qui sonde la confiance des entreprises européennes, était en hausse en novembre pour le deuxième mois d'affilée, atteignant 53,9, soit son niveau le plus élevé en 11 mois, ce qui est cohérent avec une croissance du PIB de quelque 1,9 %. De plus, l'amélioration du sentiment s'est traduite en 2016 dans une plus forte mesure par une augmentation du nombre d'emplois, ce qui a fait baisser le taux de chômage de la zone euro à 9,8 % en octobre, contre 10,6 % en octobre 2015.

Graphique 3. Zone euro : croissance (%) du PIB vs PMI output index.



*Selon le gouvernement britannique, le Brexit entraînera une baisse de la croissance économique au R.-U. au cours des cinq prochaines années.*

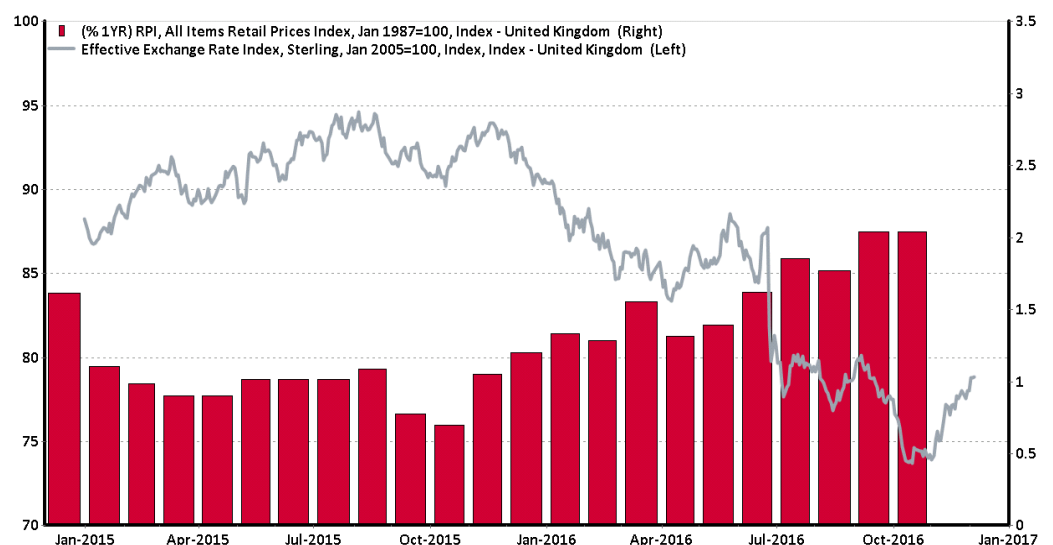
*En 2017, la cherté de la livre peut peser sur les dépenses des ménages britanniques en raison d'une hausse de l'inflation.*

### R.-U. : le Brexit cause une incertitude économique et une hausse de l'inflation

Ces dernières semaines, le flou concernant la manière dont la procédure du Brexit se déroulera n'a fait que croître. Il y a tout d'abord eu les propos de la Haute Cour de justice britannique selon lesquels le parlement doit pouvoir se prononcer sur la sortie britannique de l'U.E. Le gouvernement a interjeté appel de cette décision mais nous saurons au plus tôt en janvier comment la Haute Cour de justice britannique tranchera en la matière. Si l'appel est rejeté, il n'est pas certain que l'Article 50 (le lancement officiel de la procédure du Brexit) pourra encore entrer en vigueur au premier trimestre de 2017. Le négociateur de l'U.E., Michel Barnier, a encore accru la pression sur le R.-U. en disant que les négociations sur le Brexit ne dureront pas plus de 18 mois et que l'U.E. ne formera qu'un, de sorte qu'il ne pourra pas être question de 'cherry picking' par les Britanniques.

Les prévisions budgétaires du Ministre des Finances, Philip Hammond, se sont concentrées sur l'impact économique du Brexit. Il s'attend à ce que la croissance économique s'établisse encore à 2,1 % en 2016 mais que le PIB du R.-U. augmente moins rapidement de 2,4 % en raison de la sortie de l'U.E. Selon Hammond, la croissance du PIB en 2017 ne s'élèvera qu'à 1,4 % car la procédure complexe de sortie pèsera sur les investissements étrangers au R.-U. et sur la demande de produits britanniques. Sur le plan domestique, il faut craindre une diminution du pouvoir d'achat parce que la forte dépréciation de la livre britannique se traduit généralement par une hausse de l'inflation importée. On peut simplement dire qu'une baisse de 10 % de la livre fait augmenter l'inflation de 0,75 % sur un horizon de deux à trois ans. Depuis l'élection de Trump, la livre britannique a pu profiter d'un rebond mais est toujours cotée (cours du change effectif; le 07/12/16) 10 % sous les niveaux d'avant le référendum. Dès lors, nous tenons compte d'une augmentation de l'inflation en 2017 et prévoyons un pic d'inflation de 2,5-2,7 % au milieu de l'an prochain, pour évoluer ensuite de nouveau vers les 2%.

Graphique 4. R.-U. : cours du change effectif par rapport à l'évolution de l'inflation



*La BCE prolonge son programme d'achat mais diminue le montant mensuel.*

*En 2017, nous prévoyons que la hausse des taux à long terme aux États-Unis risque de contaminer aussi les marchés obligataires européens.*

### Taux : la BCE souffle le chaud et le froid

Le 8 décembre, la BCE a fait savoir qu'elle allait continuer à acheter massivement des obligations jusqu'à la fin décembre 2017, mais qu'elle allait diminuer le montant mensuel à partir d'avril de 80 milliards d'euros à 60 milliards d'euros par mois. Selon le président, Mario Draghi, le risque de déflation dans la zone euro s'est suffisamment atténué pour justifier la diminution. Parallèlement, il a laissé la porte entrouverte à une nouvelle hausse éventuelle du montant d'achat mensuel à l'avenir, si la situation macroéconomique le requiert. Étant donné que la Banque centrale à Francfort ne prévoit qu'une reprise lente de l'inflation (à 1,7 % en 2019), elle diminuera les mesures monétaires de stimulation avec beaucoup de prudence.

La réaction des marchés obligataires était mitigée. La courbe des taux à court terme a réagi positivement à la nouvelle selon laquelle à partir de maintenant, la BCE peut aussi acheter des obligations dont le rendement est inférieur au tarif de dépôt de -0,4 %. De même, la durée minimale des obligations qui entrent en ligne de compte sera ramenée de 2 ans à 1 an à partir de l'an prochain. Du côté de la courbe à plus long terme, les taux des obligations ont progressé parce que les investisseurs sont arrivés à la conclusion que la diminution du montant mensuel d'achat était le coup d'envoi du processus de diminution de la BCE en matière d'assouplissement quantitatif. Nous prévoyons que les facteurs qui ont entraîné la hausse récente des taux à long terme dans la zone euro continueront à jouer un rôle important en 2017. Le ton sur les marchés obligataires européens sera donné aux États-Unis. Le cocktail de Trump, à savoir une croissance plus forte, une hausse de l'inflation et les perspectives d'une augmentation de la dette publique, a provoqué une vague de vente sur les marchés obligataires américains. En outre, il est de plus en plus probable que dans un tel scénario, la Réserve fédérale normalisera plus rapidement sa politique monétaire. Sur la base pure de l'environnement macroéconomique dans la zone euro (croissance et inflation faibles), une hausse des taux à long terme est difficile à justifier, mais la tendance des taux aux États-Unis et la spéculation quant à la diminution future des achats d'obligations par la BCE feront augmenter, selon nous, les taux à long terme dans la zone euro en 2017.

Graphique 5. ZE : évolution de l'IRS à 5 ans et à 10 ans en EUR



## FX : 2017, l'année de l'USD

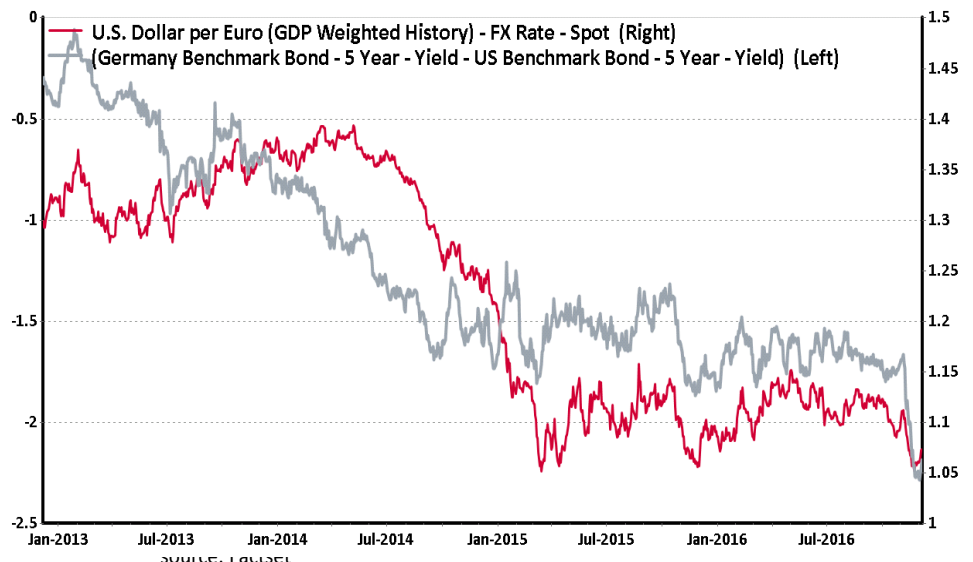
*En 2017, le dollar américain aura la main haute parce que la politique de réflation de Trump et l'incertitude politique en Europe soutiendront la demande de dollars.*

Ces dernières années, les pays émergents ont profité de la politique de taux ultra bas aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon. Comme les investisseurs recherchaient des rendements plus élevés, de nombreux capitaux ont afflué sur les marchés financiers des pays émergents, comme la Turquie, l'Inde et la Chine, entraînant une appréciation de la plupart des devises. Les flux de capitaux venant des États-Unis semblent toutefois à présent asséchés et opèrent même le sens inverse, parce que la politique de réflation de Trump a ravivé les projections de hausse des taux à court et long terme aux États-Unis. En d'autres termes, il est intéressant de diminuer les positions dans les monnaies étrangères au profit du dollar américain.

Les pays émergents les plus vulnérables à un exode des investisseurs internationaux sont ceux qui ont relativement beaucoup de dettes en dollar et une croissance économique qui reste sous les prévisions. En outre, il ne faut pas nier que ces derniers mois, le risque géopolitique a augmenté en raison du populisme accru dans la zone euro et aux États-Unis, ce qui rend les investisseurs encore plus hostiles au risque et pèse sur les devises des pays émergents.

Les perspectives de hausse de la croissance et des taux aux États-Unis sont également néfastes pour le cours du change EUR-USD et continueront à l'être en 2017. En raison de la politique de réflation aux États-Unis, nous prévoyons une hausse du différentiel de taux transatlantique parce que la politique monétaire de la BCE restera expansive l'année prochaine, tandis que la Fed serrera la ceinture. En outre, l'avenir de l'U.E. est devenu plus incertain en raison du Brexit et du succès des partis eurosceptiques dans la zone euro. Compte tenu des élections nationales attendues en France, en Allemagne, en Italie et aux Pays-Bas, nous prévoyons que l'euro sera sur la défensive pendant la majeure partie de 2017. Ce n'est qu'après les élections législatives en Allemagne (où nous tablons sur une courte victoire de Merkel) que nous tiendrons compte d'une appréciation de l'euro face au dollar.

Graphique 6. Différentiel de taux transatlantique (5y IRS \$ - 5y IRS €) et EUR-USD





## 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	2,4
Zone euro	1,9	1,6	1,2	0,0	0,2	1,2
Allemagne	1,5	1,7	1,5	0,1	0,4	1,5
Belgique	1,4	1,4	1,2	0,6	1,8	1,7
R.U.	2,2	1,7	1,0	0,0	0,6	2,4
Japon	1,2	0,9	1,0	0,8	-0,3	0,8

**	13/12/16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17
3 mois \$	0,96	1,05	1,30	1,55	1,75
3 mois €	-0,32	-0,30	-0,30	-0,30	-0,25
IRS 10y \$	2,31	2,25	2,45	2,65	2,95
IRS 10y €	0,77	0,75	0,85	0,90	1,10
EUR-USD	1,064	1,06	1,04	1,02	1,05
USD-JPY	115,3	115	120	123	118
EUR-GBP	0,839	0,86	0,89	0,86	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. La date de clôture de cette publication: 13 Décembre, 2016.