

Les **thématiques**  
de l'IWEPS

# Tendances Économiques

Analyses et prévisions  
conjoncturelles

N° 50 | Juin 2016



L'Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique (IWEPS) est un institut scientifique public d'aide à la prise de décision à destination des pouvoirs publics. Par sa mission scientifique transversale, il met à la disposition des décideurs wallons, des partenaires de la Wallonie et des citoyens des informations diverses qui vont de la présentation de statistiques et d'indicateurs à la réalisation d'études et d'analyses approfondies dans les champs couverts par les sciences économiques, sociales, politiques et de l'environnement. Par sa mission de conseil stratégique, il participe activement à la promotion et la mise en œuvre d'une culture de l'évaluation et de la prospective en Wallonie.

**CRÉATION GRAPHIQUE** | Expansion Partners SA, Namur

**MISE EN PAGE & IMPRESSION** | IPM Printing SA, Bruxelles

**ÉDITEUR RESPONSABLE** | Sébastien BRUNET

**DÉPÔT LÉGAL** | D/2016/10158/2

Reproduction autorisée, sauf à des fins commerciales, moyennant mention de la source.



Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique

Route de Louvain-la-Neuve, 2 - 5001 BELGRADE - NAMUR

Tél: 32 (0)81 46 84 11 | Fax: 32 (0)81 46 84 12

<http://www.iweeps.be>

[info@iweeps.be](mailto:info@iweeps.be)

# Table des matières

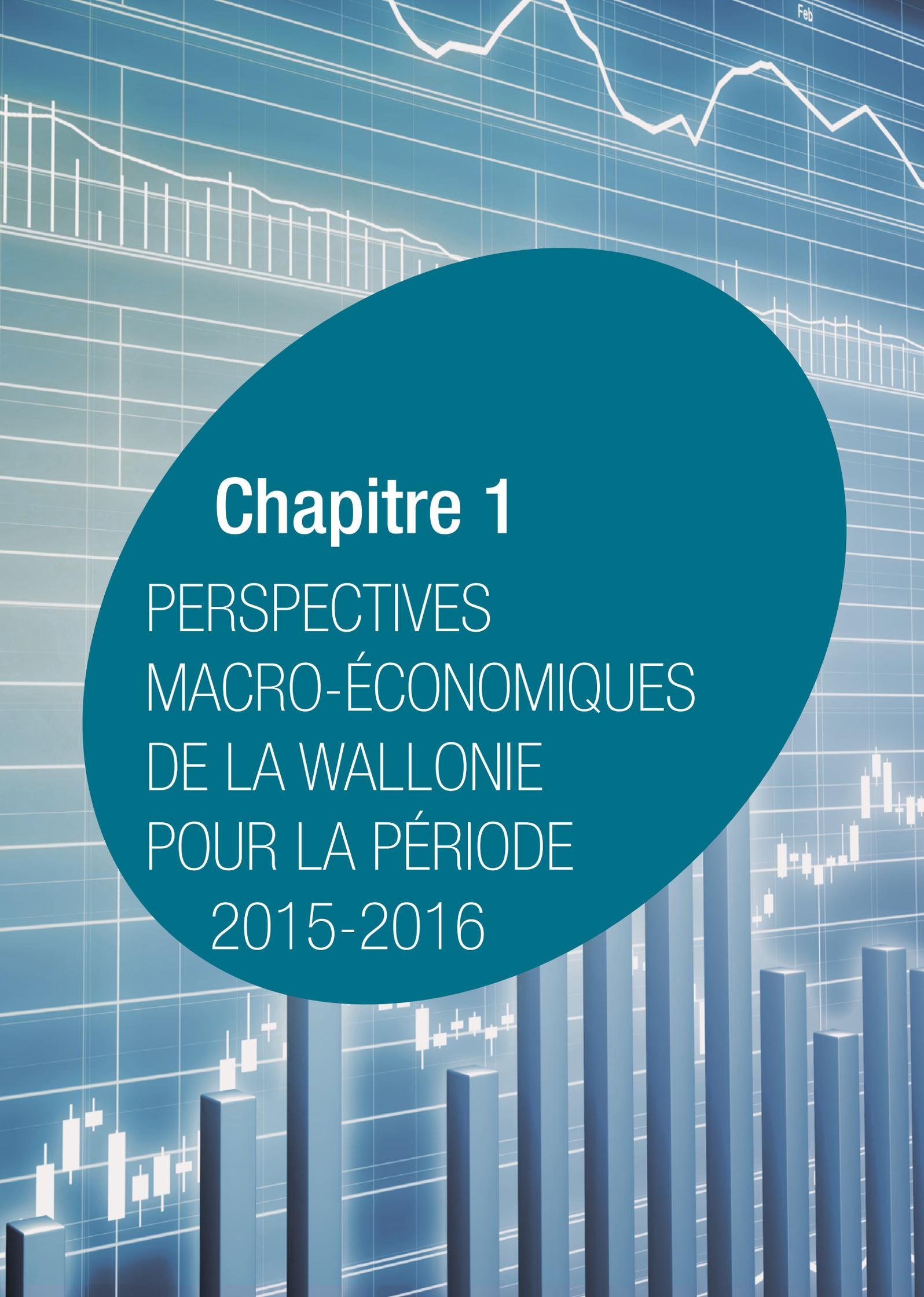
1. PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE POUR LA PÉRIODE 2015-2016 .....	5
2. CONTEXTE INTERNATIONAL ET NATIONAL .....	11
2.1. Le contexte international .....	12
2.1.1. La croissance mondiale.....	12
2.1.2. La situation conjoncturelle des Etats-Unis et de la Zone euro .....	15
2.1.3. Matières premières.....	24
2.1.4. Politique monétaire, évolution des taux longs et marché des changes.....	25
2.2. La situation conjoncturelle en Belgique .....	34
3. TENDANCES ECONOMIQUES EN WALLONIE.....	39
3.1. L'activité économique .....	40
3.2. Le commerce extérieur .....	45
3.3. La demande intérieure .....	49
3.3.1. Les ménages.....	49
3.3.2. Les entreprises.....	59
3.3.3. Le secteur public.....	64
3.4. L'évolution de l'emploi .....	65

Les Tendances économiques présentées ci-dessous ont été élaborées par :  
Sébastien BRUNET, Frédéric CARUSO, Marc DEBUISSON, Didier HENRY, Evelyne ISTANCE, Virginie LOUIS,  
Olivier MEUNIER, Sile O'DORCHAI, Régine PAQUE, Vincent SCOURNEAU, Valérie VANDER STRICHT

Sous le conseil scientifique de Vincent BODART, Institut de recherches économiques et sociales (IRES-UCL)

Analyses terminées le 1<sup>er</sup> juin 2016



The background of the page is a light blue grid with several white line graphs and bar charts overlaid. The graphs show various trends, with one prominent line graph at the top right showing a peak and then a decline. The text is centered within a large, dark teal circle.

# Chapitre 1

PERSPECTIVES  
MACRO-ÉCONOMIQUES  
DE LA WALLONIE  
POUR LA PÉRIODE  
2015-2016

# 1. PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE POUR LA PÉRIODE 2015-2016

Au cours des derniers trimestres, la **croissance économique mondiale** est demeurée faible. La poursuite de la décélération de l'économie chinoise, dont le modèle de croissance est actuellement en phase de bouleversement, a largement pesé sur le commerce international. En outre, la réorientation de la demande chinoise a exercé une pression à la baisse sur les prix des matières premières, en particulier le pétrole, qui constituent une source de revenus importante pour bon nombre d'économies émergentes. Parmi celles-ci, le Brésil, confronté en outre à des problèmes de politique interne, et la Russie, toujours affectée par des sanctions économiques de la part de l'Union européenne, ont plongé dans la récession. L'essoufflement général de la croissance du monde émergent a ainsi induit un ralentissement des échanges commerciaux à l'échelle globale. Dans ce contexte, sept ans après la grande récession de 2009, la croissance de l'économie mondiale continue à décevoir, enregistrant en 2015 la progression la plus faible depuis la crise (+3,1%). Le ralentissement conjoncturel mondial a en outre généré, depuis l'été 2015, une incertitude palpable, visible notamment sur les marchés financiers. La nervosité des investisseurs, inquiets notamment quant à l'évolution des politiques monétaires et de change mises en œuvre par la Chine, a eu un effet favorable sur les conditions de financement en Europe et aux États-Unis.

Le ralentissement mondial, conjointement à une hausse des incertitudes, a contribué à entraver la reprise des principales économies avancées en pesant sur le commerce extérieur. Néanmoins, l'activité dans la plupart de ces économies a pu bénéficier de plusieurs facteurs qui ont participé au **raffermissement de leur demande intérieure**. Ainsi, la baisse des prix de l'énergie a amélioré le pouvoir d'achat des ménages et la rentabilité des entreprises, alors que la situation sur le marché du travail continuait de s'améliorer. Les politiques monétaires menées par les principales banques centrales demeurent encore largement accommodantes tandis que la rigueur des politiques budgétaires s'est globalement tempérée. En particulier, la demande intérieure au sein de la Zone euro a continué son redressement, tandis que la faiblesse

de l'euro, induite par le découplage des politiques monétaires avec les pays anglo-saxons, a permis d'atténuer l'effet néfaste du ralentissement mondial sur la demande externe. Ainsi, le rebond de la croissance de la Zone euro, entamé en 2014 (+0,9%), s'est globalement consolidé en 2015 (+1,7%).

**En 2016**, après un début d'année encore empreint d'une certaine apathie, **l'activité économique mondiale** devrait progressivement se raffermir. Lors des tout derniers mois, la volatilité des marchés financiers s'est graduellement apaisée, tandis que le cours des matières premières se redressait, améliorant un peu les conditions de financement de nombreuses économies émergentes. La dynamique de croissance des pays émergents demeure toutefois fragile et hétérogène. Ainsi, l'activité au Brésil et en Russie continuerait à être pénalisée par des difficultés intérieures. D'un autre côté, dans un contexte de rebond des prix, les pays exportateurs de matières premières enregistreraient une croissance plus soutenue, tandis que la croissance de l'économie chinoise devrait se stabiliser, sur fond de recul de la volatilité des marchés financiers, de dévaluation de la monnaie et de nouvelle politique de relance. Globalement, les rythmes de progression de l'activité des économies émergentes attendus en 2016 seraient à peine supérieurs à ceux de l'année passée.

**Aux États-Unis**, la croissance économique serait encore freinée par la faiblesse de la demande externe et l'appréciation du dollar. En revanche, l'amélioration de la situation sur le marché de l'emploi devrait continuer à soutenir les dépenses de consommation privée, et la reprise du marché immobilier résidentiel, tandis que l'investissement des entreprises profiterait de la reprise de l'activité industrielle dans le secteur minier induit par le rebond du prix du pétrole. Dans la **Zone euro**, la reprise économique devrait se consolider, alimentée essentiellement par la demande intérieure, tandis que la croissance de la demande extérieure demeurerait faible. La baisse progressive du chômage et la faible augmentation des prix devraient continuer de soutenir la consommation en 2016. La reprise de l'investissement productif se poursuivrait, favorisée par la nouvelle inflexion accommodante de

la politique monétaire de la BCE, le niveau élevé des taux d'utilisation des capacités de production et le raffermissement de la demande interne, notamment sous l'effet d'un assouplissement budgétaire.

Dans cet environnement économique international peu porteur, résultant de l'étiollement des taux de croissance des principales économies, en particulier en Europe, depuis la grande récession, l'**économie wallonne** a enregistré une contraction de l'activité économique en 2012 et 2013, avant de renouer avec une faible croissance en 2014 (+1,1%). En 2015, la progression du PIB wallon demeurerait encore modérée (+1,2%). Après un premier semestre favorable, le fléchissement des échanges internationaux a ravivé les inquiétudes des ménages et des entreprises, dans un contexte encore empreint d'une forte sensibilité aux aléas de la conjoncture. La dégradation, bien que transitoire, de la confiance des ménages durant l'automne aura ainsi contribué à l'essoufflement de la croissance au cours du second semestre de l'année dernière. Globalement, sur l'ensemble de l'année passée, la hausse du PIB wallon devrait toutefois avoir bénéficié du rebond des dépenses de consommation privée et d'une contribution du commerce extérieur qui se maintient.

D'une part, les dépenses de consommation des ménages devraient en effet avoir bénéficié, en début **d'année 2015**, du regain de pouvoir d'achat découlant de la baisse du prix du pétrole à partir de l'automne 2014 et de l'amélioration graduelle de la situation sur le marché du travail. La modération salariale aurait toutefois limité la hausse des dépenses. D'autre part, même si la hausse du volume des échanges commerciaux s'était quelque peu ralentie au cours de l'année, la contribution des exportations serait demeurée significative sur l'ensemble de l'année. L'orientation globalement baissière du commerce international endéans l'année n'aura pas rassuré les industriels wallons. Disposant en outre de capacités de production inutilisées, les entreprises devraient avoir freiné la progression de leurs dépenses d'investissement, en dépit de l'amélioration de leur rentabilité et de conditions de financement plus favorables.

Lors des **tout premiers mois de 2016**, les indicateurs conjoncturels wallons se sont retournés, alors que ceux-ci avaient affiché une amélioration assez franche en deuxième partie d'année 2015. Le recul a notamment été sensible en tout début d'année dans le secteur industriel, plus largement ouvert au commerce international. Les exportations, qui devraient avoir enregistré un ralentissement marqué au cours du premier trimestre, se redresseraient toutefois progressivement dans les trimestres à venir. Les évolutions plus molles de la demande intérieure pèseront cependant à court terme sur la croissance économique wallonne, notamment affectée par les répercussions des conflits sociaux. En effet, le degré d'incertitude toujours élevé qui caractérise le sentiment des agents économiques, en particulier les ménages, pèsera encore dans les prochains mois sur leurs comportements de consommation et d'investissement. En deuxième partie d'année, une fois la reprise plus affirmée et les doutes apaisés, la demande intérieure pourrait alors se raffermir davantage.

Suivant ce scénario, le rythme de progression du PIB réel wallon, limité au cours du premier semestre, se révélerait plus consistant en deuxième partie d'année. **La Wallonie enregistrerait un taux de croissance moyen de +1,1% sur l'ensemble de l'année 2016.**

En 2016, le raffermissement attendu des échanges commerciaux intraeuropéens constitue sans conteste une perspective favorable pour les **exportations wallonnes**, étant donné que les entreprises sont spécialisées dans la production de produits semi-finis, majoritairement intégrés dans des chaînes de valeur européennes. En outre, les réductions de charge salariale comprises dans le « tax shift », adopté par le Gouvernement fédéral, devraient commencer peu à peu à accroître la compétitivité des entreprises. Les enquêtes de conjoncture laissent d'ailleurs augurer de bonnes perspectives d'évolution pour les exportations à l'avenir, les industriels wallons jugeant que leurs carnets de commandes sont à présent bien remplis. Dans ce contexte, nous anticipons qu'après un tassement en début d'année, la croissance

trimestrielle des exportations devrait se renforcer durant le reste de l'année 2016, tout en restant en deçà des niveaux observés avant crise lorsque l'économie mondiale tournait à plein régime. Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne des exportations serait de +4,6% en 2016 (contre +4,3% en 2015).

La **demande intérieure wallonne** se relèverait en revanche plus lentement et plus tardivement sur l'horizon de projection. Ainsi, en raison de l'évanouissement progressif des effets positifs de la baisse passée du prix du pétrole et de la hausse récente de certaines taxes et accises qui grèvent le pouvoir d'achat des ménages, la consommation privée ne devrait pas franchement rebondir à court terme. D'autant plus que l'emploi, même s'il continuera sa progression, devrait être moins dynamique dans les trimestres à venir. La consolidation de la reprise opérée courant 2013 a en effet commencé à produire ses effets sur l'emploi en 2015 (+0,8% en moyenne annuelle). Étant donné que l'activité devrait continuer à se redresser à l'avenir, ce mouvement devrait se poursuivre. Le comportement du secteur de l'intérim et les prévisions d'emploi dans les différents secteurs semblent notamment relativement favorables. L'emploi devrait en outre bénéficier des mesures d'allègement des charges pesant sur le travail entrées en vigueur au 1<sup>er</sup> avril 2016. Néanmoins, le creux conjoncturel du début d'année a probablement ralenti l'évolution des embauches, tandis que les entreprises profiteront encore vraisemblablement du relèvement de l'activité économique pour récupérer des gains de productivité au cours des prochains trimestres, si bien que la progression de l'emploi serait en moyenne plus faible en 2016 (+0,6% en moyenne annuelle) qu'en 2015. D'un autre côté, l'indexation des salaires en milieu d'année 2016, ainsi qu'une augmentation des salaires réels conventionnels, sont des éléments favorables à la progression du pouvoir d'achat des ménages en 2016. Au final, **le revenu disponible réel** progresserait de +0,9% en 2016, un rythme inférieur à celui de 2015. Étant donné la baisse de confiance des ménages constatée globalement depuis le début de l'année, nous anticipons que ceux-ci ne seront pas enclins à puiser dans leur épargne au cours des trimestres à venir. Par conséquent, la **consommation**, contrainte par le revenu disponible,

progresserait à un rythme de +0,7% sur l'ensemble de l'année.

La croissance des **investissements résidentiels** devrait probablement se tasser en première partie d'année 2016, en raison d'un effet de compensation de la progression très vive de la demande en seconde partie d'année 2015, en lien avec des modifications fiscales entérinées au 1<sup>er</sup> janvier 2016. Ceci étant, les fondamentaux demeurent bien orientés et nous tablons sur un relèvement progressif de la croissance trimestrielle des investissements en logement à partir de la mi-2016, une fois que la reprise économique se raffermira davantage.

La croissance des dépenses d'**investissement des entreprises** resterait également contenue à court terme. Une fois les derniers doutes sur la pérennité de la reprise pleinement dissipés, les investissements productifs devraient néanmoins se consolider en deuxième partie d'année. En effet, la fragilité de la confiance des entrepreneurs constatée à travers les enquêtes en tout début d'année 2016 semble avoir fait place au cours des derniers mois à un raffermissement du climat conjoncturel. En particulier, les résultats des enquêtes récentes indiquent que les anticipations des entrepreneurs demeurent favorables, l'indicateur des prévisions de la demande à trois mois se stabilisant à un niveau supérieur à sa moyenne de longue période. En outre, le prix toujours relativement bas du pétrole, la modération salariale et la mise en place progressive de politiques publiques visant l'allègement des charges pesant sur le travail ont favorisé la rentabilité des entreprises au cours des derniers mois. Par ailleurs, outre le niveau très faible des taux d'intérêt, les conditions d'octroi des crédits bancaires se sont assouplies. Par conséquent, il semble que les conditions de financement des investissements, tant internes qu'externes, sont à présent très favorables. Dans un contexte où les tensions sur les capacités de production installées pourraient à nouveau s'intensifier, nous anticipons que les entreprises poursuivront leurs efforts d'investissement à l'avenir afin de faire face au surcroît de demande prévu. Cependant, les rythmes de progression attendus de l'activité restant somme toute modestes, l'effet accélérateur des investissements restera relativement réduit et la croissance de

ces dépenses demeurerait par conséquent relativement modérée dans une perspective historique.

Étant donné la dépendance des exportations aux biens importés, la croissance des **importations** devrait progressivement se renforcer dans le courant de l'année 2016. D'un autre côté, la demande intérieure tardant davantage à se raffermir, la demande pour des biens d'importation resterait plus faible que celle des exportations sur l'ensemble de l'année 2016, celle-ci s'établissant à +4,3% en moyenne annuelle. La contribution du commerce extérieur à la croissance serait alors de +0,5 point de croissance.

Un certain nombre de **risques** entourent notre scénario central. Celui-ci repose en effet sur l'hypothèse d'une consolidation de la croissance en Zone euro, notamment un raffermissement des dépenses d'investissement.

Or, il se pourrait que des facteurs de risques viennent mettre à mal cette évolution. D'une part, l'impact du ralentissement de l'économie chinoise pourrait être plus conséquent qu'anticipé. D'autre part, de nombreuses économies émergentes font face à des risques d'instabilité financière que pourrait induire une modification de l'esprit des marchés financiers encore nerveux. Des facteurs d'ordre (géo)politique s'ajoutent à cette liste. Ces risques sont liés à la crainte du terrorisme, aux enjeux posés par l'afflux de réfugiés en Europe, ou encore l'impopularité grandissante des politiques d'austérité. La possibilité d'une sortie de la Grande-Bretagne de l'Union européenne, qui pourrait avoir à moyen terme des conséquences déprimantes sur les économies européennes, constitue déjà une source d'incertitude depuis quelques mois. Enfin, la persistance d'une croissance lente menace de dégrader le potentiel de croissance, affectant les comportements de consommation et d'investissement.

Tableau 1.1. | Affectation du PIB : prévisions du taux de croissance annuel en volume

SOURCES : OCDE POUR LA ZONE EURO. DONNÉES ICN ET ESTIMATIONS IWEPS POUR LA BELGIQUE ET LA WALLONIE

(1) CONTRIBUTION À LA CROISSANCE ANNUELLE DU PIB (HORS SOLDE DU COMMERCE INTERRÉGIONAL POUR LA WALLONIE).

(2) VARIATION ANNUELLE CORRIGÉE POUR LES JOURS OUVRABLES.

	2015			2016		
	Zone euro	Belgique	Wallonie	Zone euro	Belgique	Wallonie
Dépenses de consommation finale privée	1,6	1,3	1,1	1,8	0,8	0,7
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	1,3	0,2	0,2	1,7	0,3	0,3
Formation brute de capital fixe	2,6	2,4	2,3	3,3	2,6	1,1
des entreprises, indépendants et ISBL	-	3,3	2,6	-	1,8	1,2
des ménages	-	1,2	3,1	-	5,0	0,4
des administrations publiques	-	-0,6	-0,6	-	2,6	2,1
Variation des stocks <sup>1</sup>	0,0	0,4	-0,3	0,1	-0,1	0,0
Exportations nettes de biens et services <sup>1</sup>	-0,1	-0,3	0,5	-0,4	0,3	0,5
Exportations	5,2	4,8	4,3	3,0	4,7	4,6
Importations	6,0	5,2	3,8	4,4	4,4	4,3
<b>Produit intérieur brut aux prix du marché<sup>2</sup></b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>
Emploi	1,0	0,9	0,8	1,3	0,9	0,6

Prévisions arrêtées le 1<sup>er</sup> juin 2016.



The background of the slide features a complex financial data visualization. It includes a grid of white lines on a blue background. Overlaid on this grid are several white line graphs showing fluctuating trends. In the lower portion, there are 3D-style bar charts with vertical bars of varying heights. The overall aesthetic is clean and professional, typical of a business or academic presentation.

# Chapitre 2

## CONTEXTES INTERNATIONAL ET NATIONAL

## 2.1 LE CONTEXTE INTERNATIONAL

### 2.1.1. Croissance mondiale

Au cours des derniers trimestres, la croissance de l'économie mondiale s'est modérée après les annonces successives d'affaiblissement des économies américaine et émergentes, dont la Chine. Dans le sillage des mauvaises nouvelles, les indices ont chuté sur les principales places boursières internationales. Cependant, tous les scénarios concordent actuellement pour privilégier une poursuite en 2016 d'une expansion, même molle, de l'activité dans les principales zones économiques.

Les éléments mis en avant dans notre publication de l'automne dernier sont toujours présents. D'une part, les pays producteurs de matières premières sont pénalisés par la chute de leurs prix. Celle-ci fait suite à la baisse de la demande enclenchée par le ralentissement de l'économie chinoise. Les principaux pays partenaires commerciaux de cette dernière, comme les États-Unis et l'Allemagne, sont de plus touchés. D'autre part, les économies avancées bénéficient toujours d'une inflation très faible, qui soutient la consommation des ménages, même si l'impact devrait progressivement se réduire dans les prochains mois. Dans la Zone euro, elle est combinée avec la dépréciation de l'euro en 2014 dont les effets continuent de bénéficier à la compétitivité de ses entreprises sur les marchés tiers.

L'inquiétude sur l'ampleur du ralentissement chinois et la faiblesse de la croissance américaine ont ébranlé la confiance des agents économiques dans le monde. Le scénario que nous privilégions cependant est une levée progressive de ces incertitudes dans les prochains mois. En Europe, la reprise est toujours présente, même si la croissance attendue cette année restera freinée par le ralentissement actuel de la demande mondiale.

Les dernières prévisions du Fonds monétaire international (FMI) viennent appuyer notre scénario. La croissance mondiale a atteint +3,1% l'année dernière et devrait se maintenir à ce niveau en 2016. En 2017, les prévisions de printemps du FMI tablent sur une accélération lente de la croissance mondiale en 2017 qui s'élèverait à +3,5%. Celle-ci devrait donc revenir à son niveau de 2012. Ces

niveaux restent toutefois largement inférieurs à ceux des années antérieures à la crise de 2008-2009 et celui enregistré en 2010, année de sortie de crise avec une croissance record à +5,4%. Ces faibles croissances sont justifiées par la désynchronisation des cycles conjoncturels des grandes zones économiques, mais également par les révisions à la baisse des croissances affichées dans les pays émergents et le poids de plus en plus important de ceux-ci dans l'économie mondiale.

L'examen des révisions de prévisions opérées entre ce printemps et l'automne dernier souligne clairement le vent de pessimisme qui a régné sur les attentes des économistes ces derniers mois. Presque toutes les prévisions de croissance sont en baisse pour 2016, exception faite de la Zone euro, du Japon et étonnamment de la Chine. Un ralentissement plus conséquent de la croissance chinoise avait été anticipé par le FMI dans ses prévisions depuis déjà plus d'un an. Les révisions à la hausse de la croissance chinoise que le FMI vient d'opérer (celle de 2015 a également été revue de +0,1 point) devraient rassurer les agents en écartant tout scénario d'effondrement de l'économie chinoise. Si le ralentissement de l'économie chinoise est bien réel, il semble loin de l'ampleur crainte par les agents et qui a pesé sur leur confiance. Les révisions du FMI montrent par contre que l'impact de la chute des prix des matières premières touche les pays producteurs plus qu'escompté il y a encore six mois. Ce sont en effet les révisions de la croissance de ces pays qui pèsent sur l'ensemble de la croissance attendue dans les pays émergents. Cet élément s'ajoute à la faiblesse de l'économie américaine qui a surpris les analystes. Une révision à la baisse de la croissance de l'économie mondiale de -0,5 point et -0,3 point a été opérée depuis ce printemps, respectivement pour 2016 et 2017. Quant à la croissance dans la Zone euro, elle n'a pas été revue, la reprise de sa demande intérieure compensant en grande partie le moindre dynamisme attendu de son commerce extérieur.

Depuis plusieurs mois, les indicateurs avancés de l'OCDE, qui anticipent les retournements conjoncturels à un horizon de six mois, se sont orientés à la baisse dans l'ensemble des économies avancées, exception faite de

Tableau 2.1 | Production mondiale (PIB réels) Variations annuelles en % à prix constants

SOURCE : FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, AVRIL 2016, OCDE, PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE, JUIN 2016.

NOTES :

1 PARTS EN % DU PIB MONDIAL (À PARITÉ DE POUVOIR D'ACHAT DES PAYS) EN 2015.

2 ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS FMI, AVRIL 2016 (2008-2017) SAUF \* ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES (OCDE) JUIN 2016 ;

\*\* AJUSTEMENT DES PRÉVISIONS DU FMI AUX NOUVELLES PRÉVISIONS DE L'OCDE.

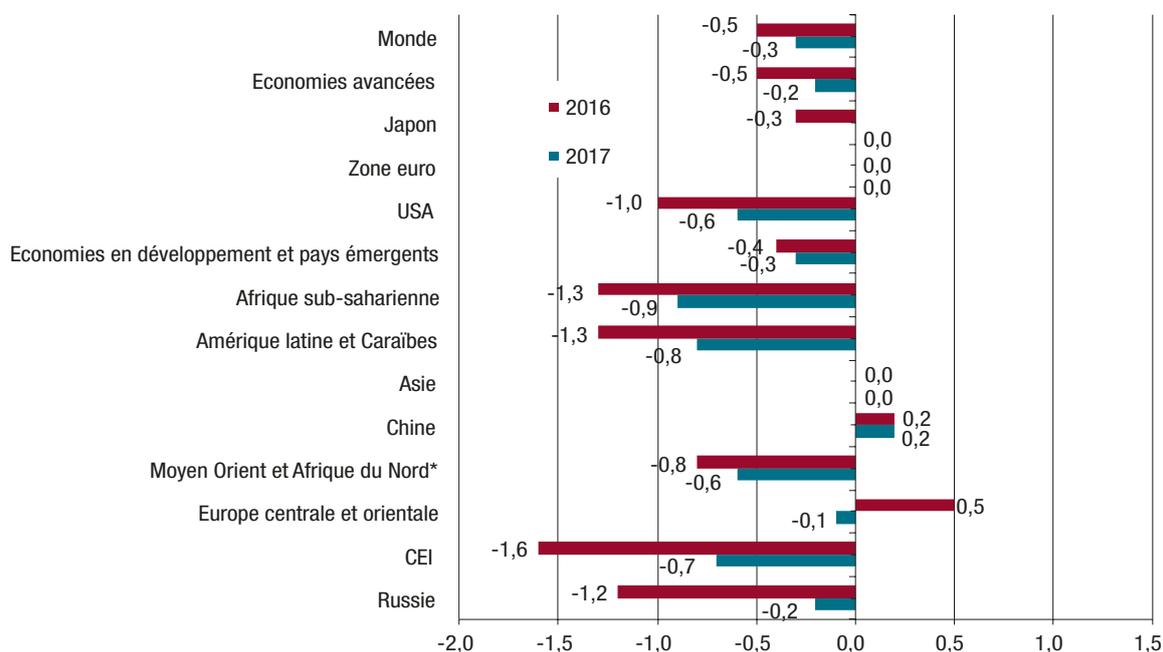
3 Y COMPRIS PAKISTAN ET AFGHANISTAN.

	% 2015 <sup>1</sup>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 <sup>2</sup>	2017 <sup>2</sup>
<b>Monde</b>	<b>100,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>5,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1*</b>	<b>3,5</b>
<b>Economies avancées</b>	<b>42,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7*</b>	<b>2,0</b>
Japon	4,3	-5,5	4,7	-0,5	1,7	1,4	0,0	0,5	0,7*	0,4*
Zone euro	11,9	-4,5	2,1	1,6	-0,9	-0,3	0,9	1,6	1,6*	1,7*
USA	15,8	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,4	1,8*	2,2*
Autres économies avancées	10,4	-2,0	4,5	3,0	1,9	2,3	2,8	1,9	2,0	2,3
<b>Pays émergents et en développement</b>	<b>57,6</b>	<b>3,0</b>	<b>7,4</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>
Afrique sub-saharienne	3,1	4,0	6,6	5,0	4,3	5,2	5,1	3,4	3,0	4,0
Amérique latine et Caraïbes	8,3	-1,2	6,1	4,9	3,2	3,0	1,3	-0,1	-0,5	1,5
Asie	30,6	7,5	9,6	7,8	6,9	6,9	6,8	6,6	6,3	6,4
Chine	17,1	9,2	10,6	9,5	7,7	7,7	7,3	6,9	6,5	6,2
Moyen-Orient et Afrique du Nord <sup>3</sup>	7,6	1,5	4,9	4,5	5,0	2,3	2,8	2,5	3,1	3,5
Europe centrale et orientale	3,3	-3,0	4,7	5,4	1,2	2,8	2,8	3,5	3,5	3,3
Communauté Etats indépendants	4,6	-6,4	4,6	4,8	3,5	2,1	1,1	-2,8	-1,1	1,3
Russie	3,3	-7,8	4,5	4,3	3,5	1,3	0,7	-3,7	-1,8	0,8

Graphique 2.1 | Révisions des prévisions des prévisions entre l'automne 2015\*\* et celles du printemps 2016\*\*\*

SOURCE : FMI - CALCULS : IWEPS

\* Y COMPRIS AFGHANISTAN ET PAKISTAN \*\* PRÉVISIONS FMI \*\*\* PRÉVISIONS FMI AJUSTÉES AUX PRÉVISIONS OCDE POUR LE JAPON, LA ZONE EURO ET LES ÉTATS-UNIS



celui de la Zone euro qui se maintient à un niveau élevé. La diminution de l'indice OCDE est cependant concomitante aux États-Unis, au Japon et en Chine, même si la diminution de l'indice dans ces pays s'est fortement ralentie ces derniers mois indiquant que le point bas est atteint. Il renforce le scénario d'un ralentissement attendu de la production mondiale jusqu'à la moitié de cette année au moins. Cette tendance est confirmée par les indices JP Morgan tant dans les services que dans l'industrie et les indicateurs avancés Ifo pour l'économie mondiale. Cependant, l'indice PMI chinois, qui avait chuté au cours de 2015, a rebondi tant dans les services (en avril il se maintenait à 52 points) que dans l'industrie manufacturière. Les prévisions du FMI tablent maintenant sur un ralentissement de quatre dixièmes de point seulement de la croissance, passant de +6,9% en 2015 à +6,5% en 2016. De même, les indices des directeurs d'achat américains (ISM) tant des services que de l'industrie manufacturière se sont réorientés à la hausse depuis le début de l'année et ont repassé la barre des 50 points, attestant d'une meilleure orientation de l'économie américaine

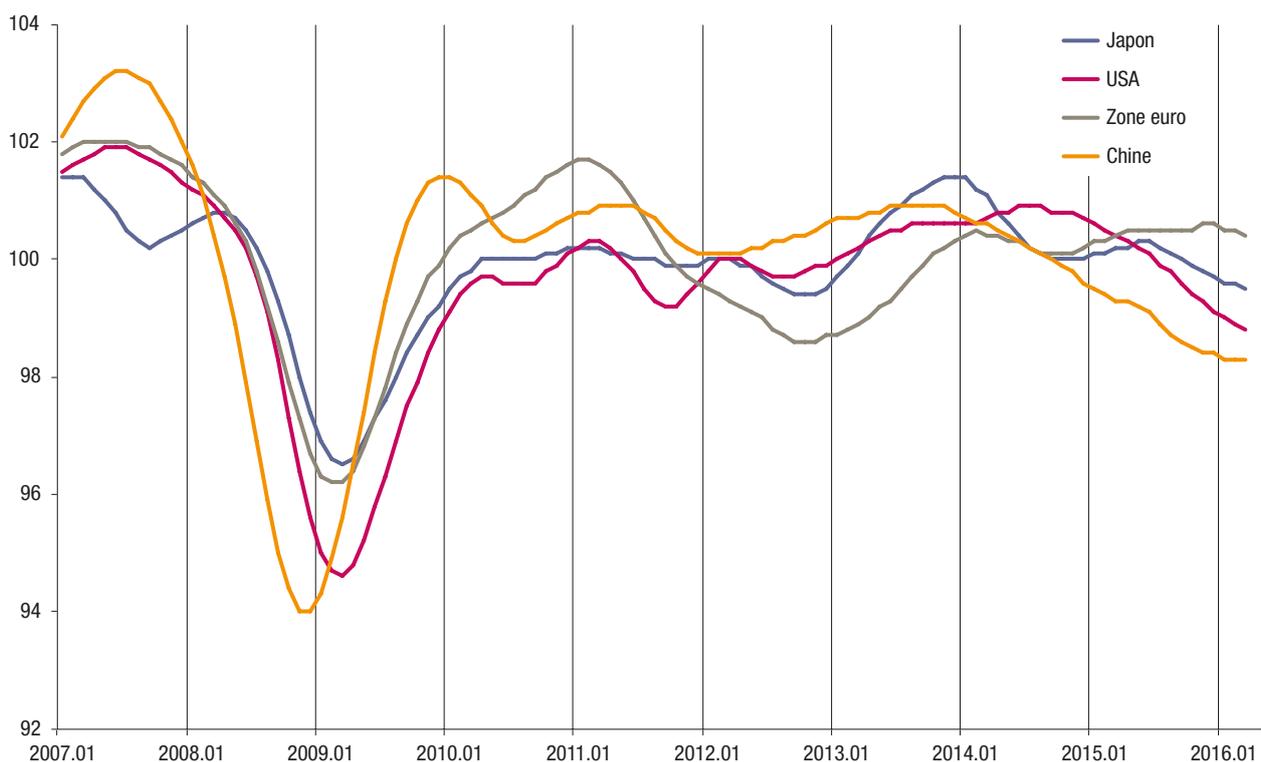
dans les prochains mois. Par ailleurs, l'indicateur avancé européen, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI), se maintient à des niveaux bien au-dessus de la barre des 50 points. Or, ce seuil est considéré comme la frontière entre contraction et expansion de l'activité. Tous ces indicateurs attestent donc d'un ralentissement de l'activité économique pour cette année, mais pas d'une contraction de l'activité, et d'une reprise progressive en fin d'année.

Trois éléments plaident en effet pour une consolidation de l'activité dans les prochains mois, surtout en Zone euro :

- la chute des prix des matières premières, notamment du pétrole, continue à soutenir la consommation des ménages et réduit les coûts de production des entreprises, même si son impact devrait progressivement se réduire dans les prochains mois;
- les conditions d'accès aux crédits restent accommodantes et devraient le rester dans la Zone euro;
- la Zone euro bénéficie toujours des effets de la dépréciation de sa monnaie sur les marchés tiers.

Graphique 2.2 | Évolution des indicateurs composites avancés de l'OCDE

SOURCE : OCDE - CALCULS : IWEPS



Des risques majeurs pourraient tout de même contrecarrer le scénario attendu.

- Le ralentissement de l'économie chinoise pourrait être plus conséquent qu'anticipé actuellement. Les prévisions du FMI tablent maintenant sur une croissance chinoise de +6,5% en 2016, contre +6,9% en 2015. La volonté du Gouvernement chinois est de voir la consommation prendre le relais du commerce extérieur par la poursuite d'une hausse des salaires déjà observée ces dernières années. Et la production devrait se tourner vers des produits à plus haute valeur ajoutée. La transformation de l'économie chinoise est en cours, mais ne se fait pas sans heurts. La production s'est ralentie à des niveaux qui n'avaient plus été atteints depuis la crise de 2008. Les cours de la bourse de Shanghai ont fortement reculé depuis la moitié de l'année 2015 entraînant une fragilisation de tout le système financier et bancaire et de fortes pertes chez les petits épargnants. Les réformes devraient se poursuivre. Dans son nouveau plan quinquennal, le Gouvernement prévoit dans les trois ans la suppression de 5 à 6 millions d'emplois dans les entreprises publiques, notamment celles du secteur de la construction en surcapacité. Un ralentissement de l'économie chinoise plus brutal aurait des impacts dont l'ampleur est inconnue sur les croissances des autres zones économiques, non seulement celles des pays occidentaux, mais également celles des pays émergents en accentuant encore la chute des prix des matières premières.
- Une remontée trop précoce et abrupte des taux directeurs de la FED pourrait nuire aux économies émergentes. En décembre dernier, la FED a décidé de mettre fin à la politique de taux zéro instaurée lors de la crise financière. Cependant, les hausses ont été modérées et en avril la FED a laissé ses taux inchangés. Une augmentation trop brusque des taux pourrait rendre la situation des pays émergents plus délicate qu'elle ne l'est déjà actuellement, en attirant les capitaux vers les États-Unis et en appréciant le billet vert. Nombre d'économies de pays émergents sont dépendantes des capitaux étrangers. Un reflux de ceux-ci pourrait nuire gravement à leur balance courante et mettre en péril leur

financement en dépréciant fortement leur monnaie. Les cours boursiers chahutés de ces derniers mois sur les marchés émergents pourraient n'être alors qu'un signe avant-coureur d'une crise financière plus importante.

- Les risques géopolitiques sont toujours présents. Les récents attentats ont secoué la Belgique et ébranlé la confiance des consommateurs. De plus, les tensions dans la région de Syrie-Irak ont provoqué l'arrivée massive de migrants sur les côtes européennes en 2015. Ce phénomène pourrait se poursuivre. Une amplification du conflit et des attentats terroristes pourrait avoir des impacts importants sur les économies européennes, notamment par le biais de la confiance des agents.
- La Grande-Bretagne fait face à ses choix européens. Un Brexit de la Grande-Bretagne aurait des conséquences à moyen terme sur les économies européennes qu'il est difficile de prévoir actuellement.

## 2.1.2 La situation conjoncturelle des économies avancées

### 2.1.2.1 Les États-Unis

Le premier trimestre de cette année a déçu par sa faible croissance. L'économie américaine n'a enregistré une hausse que de +0,2% par rapport au trimestre précédent. La progression de la croissance aux troisième et quatrième trimestres avait déjà été faible : +0,5% et +0,3%. Au total, l'année 2015 ne se solde donc que par une augmentation du PIB de +2,4% sur l'ensemble de l'année, la croissance n'ayant cessé de se ralentir d'un trimestre à l'autre.

Si au troisième trimestre 2015, la faiblesse de la croissance économique américaine était attribuée à un facteur temporaire, une contribution négative des stocks, depuis le quatrième trimestre, tous les postes ont montré un manque de dynamisme. Au premier trimestre de cette année, la consommation privée n'a enregistré qu'une contribution de +0,3 point alors qu'au deuxième trimestre 2015 cette dernière atteignait encore +0,6 point. Quant aux investissements, ils retirent même -0,1 point à

la croissance, poussés par le recul des investissements des entreprises (-0,2 point) alors que ceux des ménages contribuaient pour +0,1 point à la croissance. Le moteur traditionnel de l'économie américaine, la demande intérieure, est donc en panne alors que les exportations réduisent également la croissance (-0,1 point). Ces dernières sont pénalisées à la fois par un dollar fort et par le ralentissement de la demande mondiale. Ces deux facteurs ne devraient pas disparaître au cours des prochains mois. Le sursaut de l'économie américaine doit donc provenir une fois de plus de la demande intérieure.

Depuis la fin de l'année, les ménages américains bénéficient d'une augmentation importante de leur revenu disponible réel. Les créations d'emplois restent dynamiques, en mars l'économie créait encore 208 000 emplois nets, même si en avril celles-ci sont retombées à 160 000. En avril, le chômage ne touche plus que 5,0% de la population sur le marché du travail, alors que le taux de chômage était encore de 8,9% en 2011. Ce niveau de chômage est propice à l'apparition de tensions sur le marché du travail, ce qui ne pourra que pousser les salaires vers le haut. Devant l'ensemble de ces indicateurs positifs, on ne s'étonnera pas de l'optimisme des ménages américains. Selon l'enquête menée par l'Université du Michigan, la confiance des consommateurs se maintient à des niveaux historiquement hauts depuis la crise financière. Le taux d'épargne, s'il s'est légèrement redressé depuis le début de l'année, reste encore proche des 5%, faible niveau adopté par les ménages américains depuis 2013. Tout incline donc à anticiper une accélération des dépenses des ménages dans les prochains mois.

Les investissements des ménages se sont révélés dynamiques également sur l'ensemble de l'année 2015. Ils devraient poursuivre leur extension à en juger par la hausse des prix de l'immobilier depuis la moitié de l'année dernière, ainsi qu'un gonflement des permis de construire en fin d'année 2015. Même si les taux de crédit pouvaient être un peu moins attractifs avec les resserrements possibles de la FED en fin d'année, ce poste devrait continuer à soutenir la croissance au cours de l'année en cours.

Les données de la production outre-Atlantique sont restées très décevantes ces derniers mois, reculant de -1,1% en mars sur un an. Cependant, les indices des directeurs d'achat américains (ISM) manufacturiers se sont redressés depuis le début de l'année. Ils sont repassés au-dessus du seuil de 50 points (51,3 en mai). Ils anticipent donc un redressement de la production dans les prochains mois. L'activité industrielle américaine a été freinée dans son ensemble par le secteur minier. En effet, la production de gaz et de pétrole de schiste en forte hausse ces dernières années s'est réduite sous l'impact de la chute des prix pétroliers. Ce secteur est également un des principaux responsables du recul des investissements des entreprises. Bien que le taux d'utilisation des capacités reste encore en dessous de sa moyenne et empêche toute embellie rapide des investissements des entreprises, la meilleure orientation des dépenses des ménages devrait progressivement améliorer les perspectives de demande adressée aux industries. Elles pourraient alors revoir leurs plans d'investissements. Quant aux entreprises de service, leurs indices ISM sont également en hausse depuis le début de l'année et largement dans la zone d'expansion (55,7 points en avril). Ce secteur devrait donc également contribuer au redressement de l'économie américaine dans les prochains mois.

Toutefois, l'activité américaine restera contrainte par le commerce extérieur. L'appréciation du dollar et la faiblesse de la demande internationale ne permettront pas à l'économie américaine de renouer rapidement avec des taux de croissance élevés. Malgré une inflation qui actuellement n'atteint que 1,1% en avril (2,1% sans l'énergie et l'alimentation), la FED pourrait en effet remonter progressivement et légèrement ses taux directeurs en fin d'année, ce qui pourrait renforcer encore le dollar et freiner quelque peu l'accès au crédit. De plus, les bas prix attendus sur le marché de l'énergie continueront à détériorer la rentabilité des exploitations des entreprises pétrolières et celles de gaz et de pétrole de schiste.

Dans ce contexte, selon les prévisions de l'OCDE, la croissance des États-Unis pourrait atteindre +1,8% cette année et +2,2% l'année prochaine.

Graphique 2.3 | Contribution des composantes économiques à l'évolution trimestrielle du PIB

SOURCE : FEDERAL RESERVE BANK OF ST LOUIS

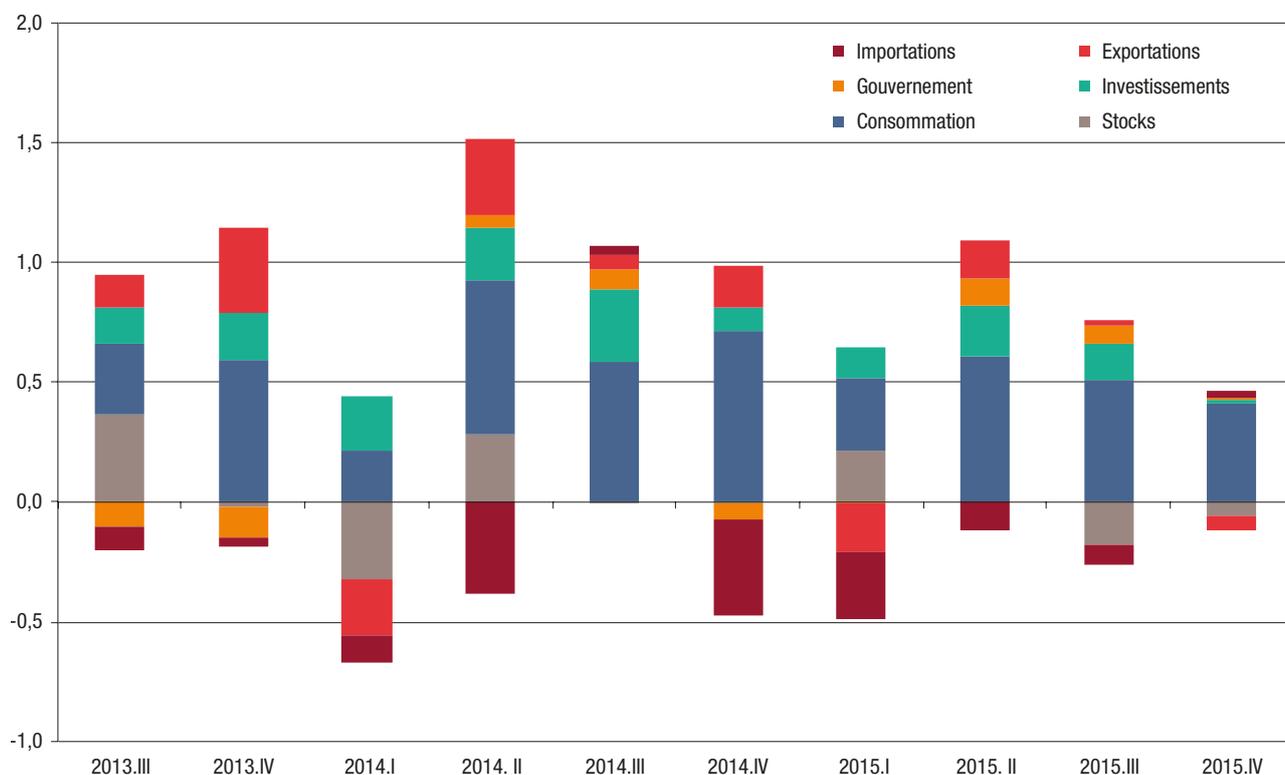


Tableau 2.2 | États-Unis - Évolutions macro-économiques récentes et perspectives de l'OCDE pour les années 2015 à 2017

SOURCE : OCDE, PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE, JUIN 2016.

1 À PRIX COURANT 2014,

2 CONTRIBUTION À LA CROISSANCE, 1<sup>ÈRE</sup> COLONNE POURCENTAGE DE LA VARIATION EN 2014,

3 PRÉVISION

	% PIB <sup>1</sup>	2015	2016 <sup>3</sup>	2017 <sup>3</sup>
Consommation privée	68,4	3,1	2,7	2,1
Consommation publique	14,7	0,4	0,5	0,8
FBCF	19,5	3,7	2,4	4,5
Investissement public	3,4	2,3	4,1	2,9
Investissement résidentiel	3,2	8,9	10,1	7,5
Investissement non résidentiel	12,9	2,8	-0,1	4,1
Variations des stocks (en % du PIB) <sup>2</sup>	0,4	0,2	-0,3	0,0
Exportations de biens et services	13,5	1,1	0,4	3,5
Importations de biens et services	16,6	4,9	1,9	4,3
PIB	100,0	2,4	1,8	2,2

### 2.1.2.2 La Zone euro

Au premier trimestre de cette année, la croissance de la Zone euro a surpris par son ampleur : +0,5%.

Au quatrième trimestre 2015, la croissance du PIB de la Zone euro était restée au niveau du troisième trimestre soit +0,3% en glissement trimestriel. La croissance trimestrielle n'avait donc cessé de se ralentir d'un trimestre à l'autre en 2015, partant d'une croissance élevée au premier avec +0,6%. Au total, la croissance pour l'ensemble de l'année dernière s'élève néanmoins à +1,6%. Depuis la récession de 2012 et 2013 (respectivement -0,9% et -0,3%), la croissance dans la Zone euro poursuit donc son raffermissement, après avoir enregistré +0,9% en 2014.

Au dernier trimestre de 2015, ce sont essentiellement les investissements qui ont porté la croissance avec une contribution de +0,3 point. À l'inverse, le commerce extérieur était pénalisé par une hausse des importations et retirait -0,3 point à la croissance. Les autres postes, consommation privée et publique ainsi que les stocks, apportaient chacun seulement +0,1 point.

Au cours de chaque trimestre de l'année dernière, ce sont les importations qui ont pesé lourdement sur la croissance, malgré une dépréciation passée de l'euro et une absence d'embellie de la demande intérieure. Durant les deux premiers trimestres 2015, ces hausses des achats de biens étrangers ont alimenté surtout les exportations, avant de pousser les stocks au troisième. Au dernier trimestre 2015, les importations enlevaient encore -0,4 point à la croissance alors que les exportations s'essouffaient, n'apportant plus que +0,1 point comme au troisième, contre +0,6 point et +0,8 point respectivement aux premier et deuxième.

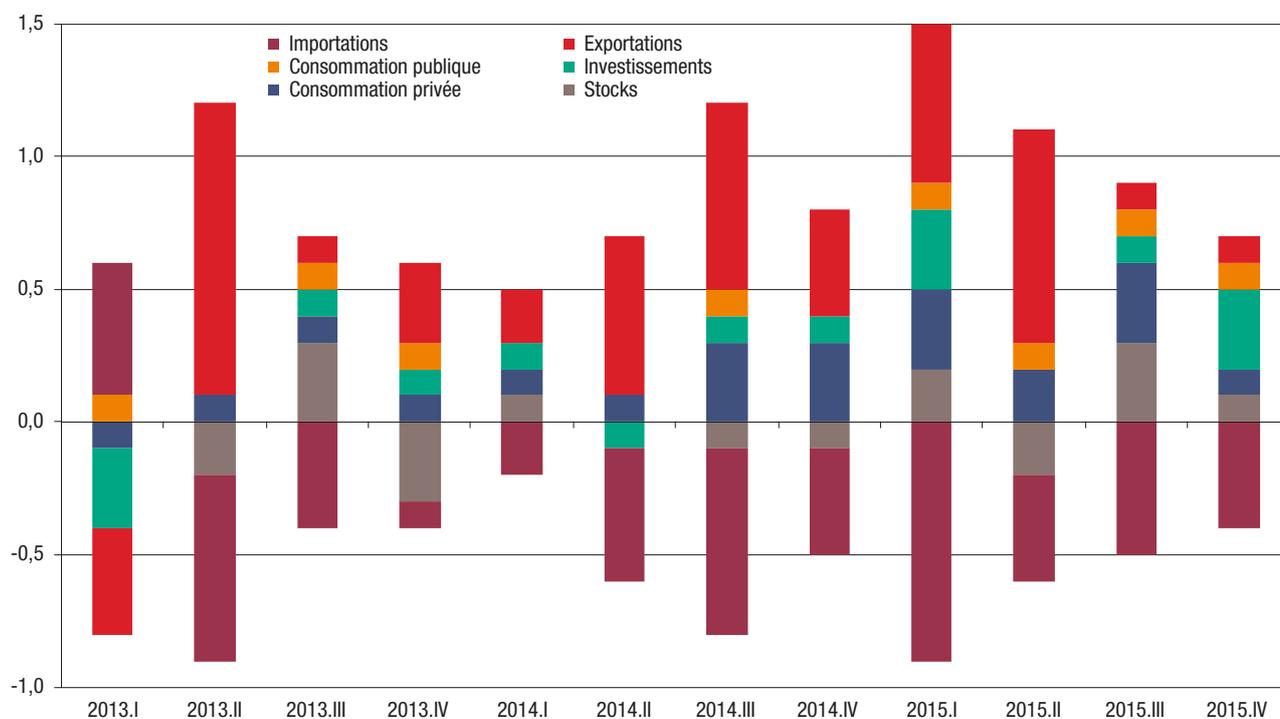
Selon les indicateurs conjoncturels avancés, la croissance de l'économie européenne attendue au cours des prochains mois sera toujours présente, mais moins dynamique que celle enregistrée au premier trimestre. Les indicateurs avancés de l'OCDE stagnent depuis plusieurs mois à un niveau élevé et reculent même légèrement sur les dernières données.

La confiance des consommateurs qui était en repli depuis quelques mois rebondit sur la dernière donnée bien au-dessus de sa moyenne de long terme. Pourtant, les nouvelles en provenance du marché du travail étaient déjà bonnes depuis de nombreux mois. En avril, le taux de chômage atteignait 10,2%, en net recul depuis près de trois ans et après avoir dépassé la barre des 12% à la moitié de l'année 2013. Les créations d'emploi restent en progression depuis la fin de l'année 2013, elles sont en hausse de +0,3% au dernier trimestre 2015. Le taux d'épargne est resté relativement stable sur l'ensemble de l'année 2015, se fixant à 12,7% au dernier trimestre. Étant donné le fléchissement de la confiance des consommateurs depuis le début de l'année, le taux d'épargne pourrait avoir augmenté quelque peu en début d'année. Néanmoins, les dépenses des ménages seront soutenues en 2016 par les éléments positifs en provenance du marché de l'emploi ainsi que les marges dégagées dans les revenus des ménages par une inflation encore négative en mai (-0,1%). Les prix hors énergie sont en hausse de +0,8%. La consommation des ménages est donc attendue en augmentation, mais modérée au cours de l'année en cours. Quant aux investissements des ménages, ils ont progressé au dernier trimestre 2015 (+1,1% par rapport au trimestre précédent) engrangeant pour l'ensemble de l'année dernière une croissance de +2,6%, niveau inégalé depuis la crise financière. Les taux d'intérêt hypothécaires très bas devraient inciter les ménages à poursuivre la hausse de leurs investissements en 2016.

Quant aux entreprises, les indicateurs PMI des directeurs d'achats tant dans les services que dans l'industrie manufacturière restent largement au-dessus du seuil des 50 points, délimitant la zone d'extension ou de contraction de l'activité, mais se sont stabilisés au cours de l'année dernière, montrant même un léger recul depuis le début de l'année. Signal identique donné par les enquêtes de conjoncture de la Commission européenne : la confiance des entreprises s'est légèrement détériorée depuis le début de l'année. Ce fléchissement est induit par l'anticipation d'un léger ralentissement de la production. En mars, la production ne progressait plus que de +0,2% sur un an alors qu'en février celle-ci s'inscrivait toujours en hausse de +0,8%.

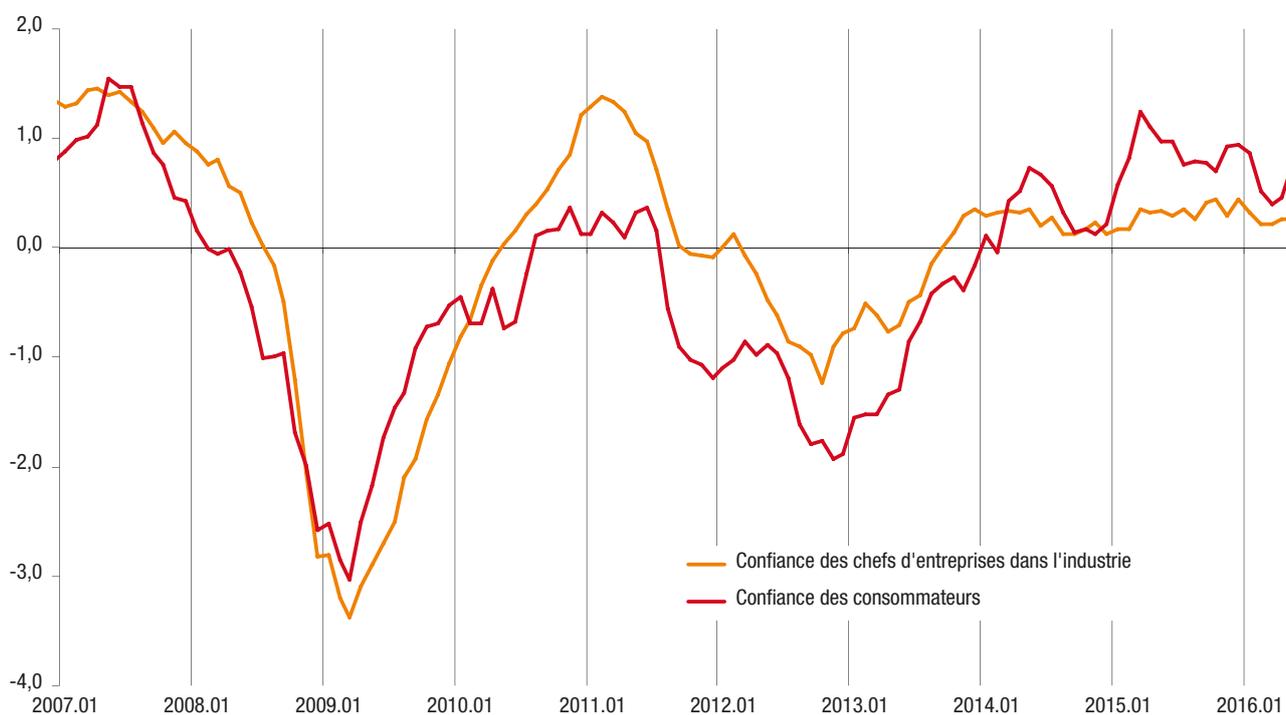
Graphique 2.4 | Contribution des composantes économiques à l'évolution trimestrielle du PIB

SOURCE : EUROSTAT – CALCULS : IWEPS



Graphique 2.5 | Évolution des indicateurs de confiance issus des enquêtes auprès des ménages et des entreprises

SOURCE : DIRECTORATE GENERAL FOR ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS (DG ECFIN) – CALCULS : IWEPS



Si le ralentissement de la demande mondiale risque de peser sur le commerce extérieur hors Zone euro, une série d'éléments positifs devrait jouer en faveur de la reprise. La dépréciation de l'euro depuis 2014 devrait encore être bénéfique aux entreprises européennes, plus compétitives. Le degré d'utilisation des capacités de production a atteint de hauts niveaux. Dès lors, la relance des investissements productifs, déjà constatée au dernier trimestre 2015, devrait se poursuivre, d'autant plus que les conditions de crédit restent très favorables. Tous ces indicateurs prônent dès lors pour un scénario de maintien d'une croissance de l'activité des entreprises dans les prochains mois.

Il existe cependant une hétérogénéité de situation économique au sein des États européens, surtout dans le chef de ses deux premières puissances économiques, l'Allemagne et la France.

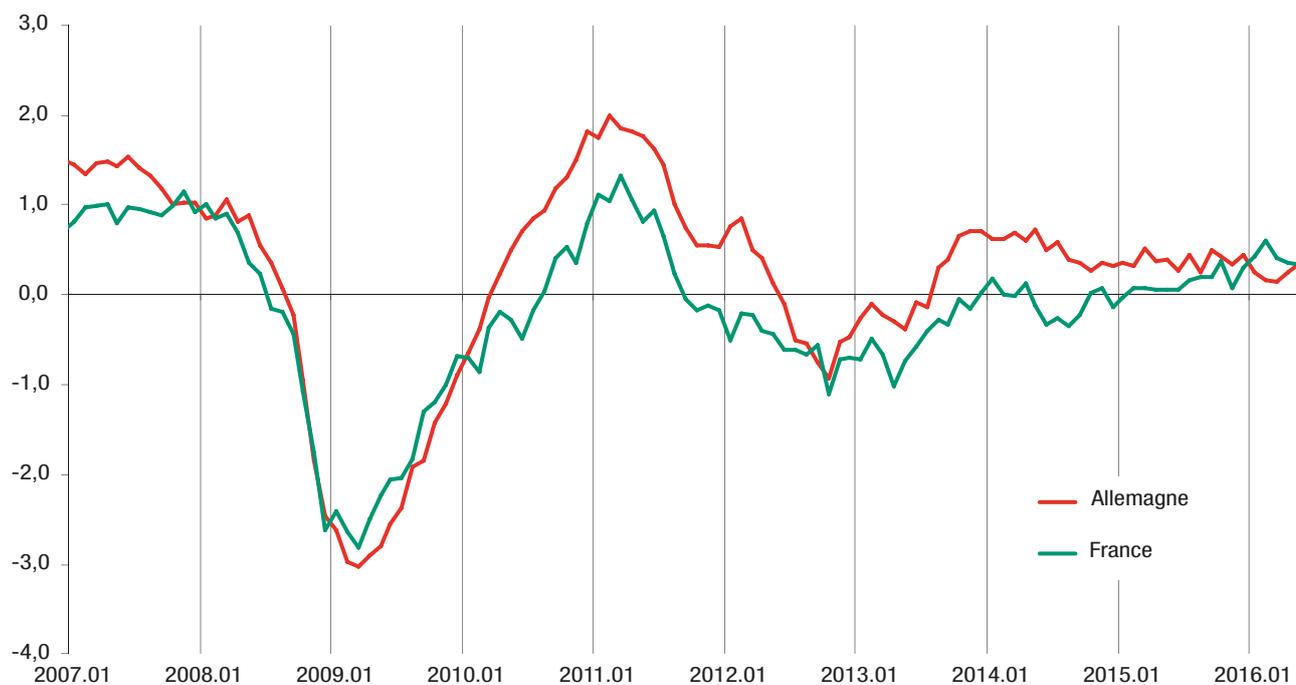
Depuis la sortie de la crise financière, c'est l'économie allemande qui a soutenu la croissance en Europe. En 2015, renforcée par les dépenses d'accueil en faveur des réfugiés, et les effets bénéfiques sur le portefeuille des ménages de la baisse des prix pétroliers, la demande intérieure est restée solide. Elle a été renforcée par la dépréciation de l'euro qui a alimenté les exportations. Rappelons que l'Allemagne se classe parmi les pays exportateurs les plus importants. Au total, sur l'année 2015, la croissance a atteint +1,4% (+1,7% sans l'ajustement des jours travaillés). Au premier trimestre 2016, la croissance a encore enregistré un bond de +0,7%. Cependant, depuis quelques mois, des signaux d'un fléchissement de la croissance apparaissent dans les enquêtes de conjoncture. Tant les indices issus des enquêtes auprès des entreprises que des ménages marquent le pas et s'inscrivaient même en léger recul au début de l'année avant de rebondir sur les dernières données. Les facteurs qui ont soutenu la croissance seront toujours présents cette année, cependant le fléchissement du commerce mondial devrait peser plus sur l'économie comme l'indiquent les indices IFO sur les exportations allemandes. De plus, le recul de la confiance des ménages depuis le milieu de l'année 2015, poussé par la détérioration de leur perception du climat économique général, pourrait

favoriser l'épargne au détriment de la consommation, même si elle s'est redressée sur la dernière donnée. La croissance attendue devrait atteindre +1,6% cette année, soutenue par la forte croissance du début de l'année, et dépasser légèrement encore ce niveau en 2017 avec la reprise de la demande mondiale (+1,7%).

En France au contraire, depuis la crise financière, l'économie était à la traîne des économies européennes. Or, les derniers indicateurs issus des enquêtes annoncent une embellie de l'économie de l'Hexagone au cours de cette année. Le premier trimestre a enregistré une hausse de +0,6% du PIB. Les indicateurs sur la confiance des entreprises et ceux sur la confiance des ménages de l'INSEE (Institut national de la statistique et des études économiques) restent largement au-dessus de leur moyenne de long terme. La hausse récente de la confiance des ménages est imputable à une amélioration des perspectives du niveau de vie futur et du chômage, mais également des opportunités de faire des achats. Au premier trimestre, les dépenses des ménages ont augmenté fortement de +1,0% par rapport au trimestre précédent. Plusieurs facteurs poussent les prévisions de l'économie française à la hausse. Au quatrième trimestre, les dépenses de consommation avaient été freinées par des facteurs temporaires, le climat relativement doux et les attentats. Les créations d'emploi se sont accélérées au cours de l'année dernière et enfin une baisse du chômage s'est amorcée en mars 2016. Celle-ci devrait continuer à soutenir la confiance des ménages. Les augmentations du revenu réel disponible des ménages, dues notamment à la faiblesse de l'inflation, ont surtout alimenté l'épargne des Français en 2015. Cette année, ces derniers devraient privilégier leurs dépenses à leur épargne avec le renforcement attendu de leur confiance. Alors qu'ils progressaient lentement encore au premier trimestre (+0,3%), les investissements des ménages devraient également moins peser sur la croissance cette année selon les enquêtes dans le secteur de la construction. Depuis la fin de l'année 2015, les investissements des entreprises sont également plus dynamiques (+1,9% au dernier trimestre 2015 et +2,4% au premier trimestre 2016). Ils devraient poursuivre leur extension cette année, étant donné les marges financières retrouvées et les taux

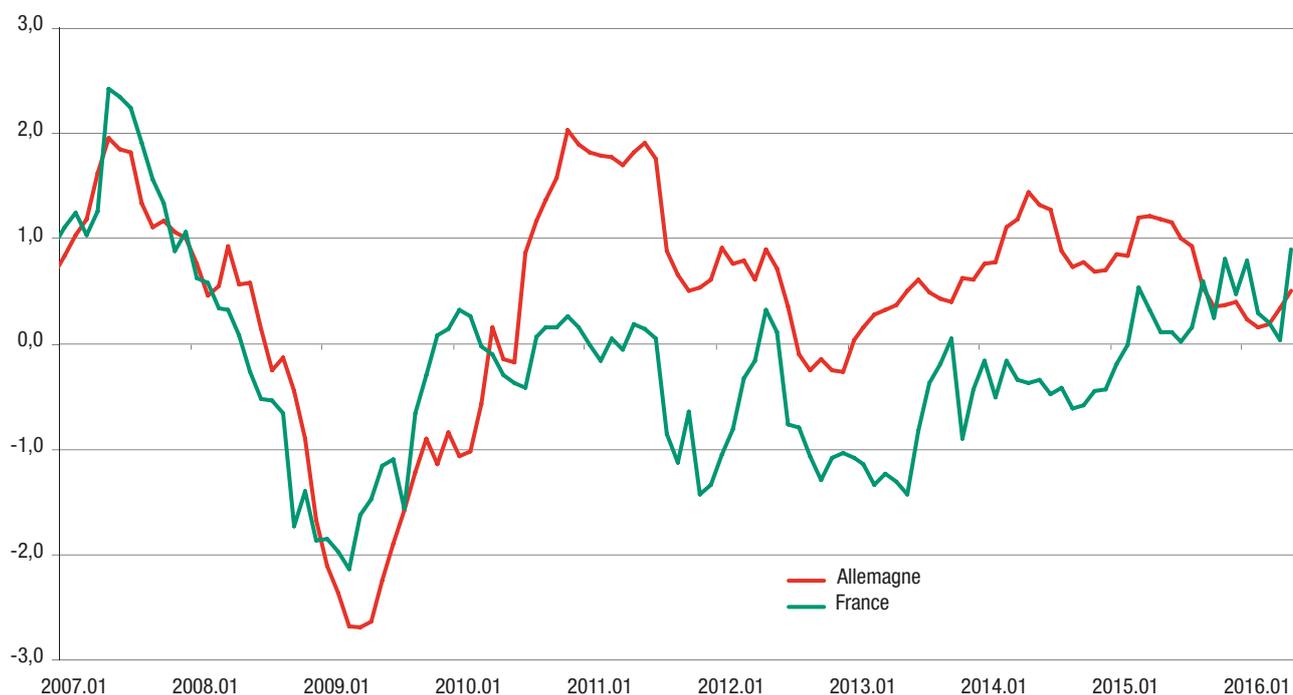
Graphique 2.6 | Évolution des indicateurs conjoncturels sur la confiance des entreprises en Allemagne et en France

SOURCE : DIRECTORATE GENERAL FOR ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS (DG ECFIN) – CALCULS : IWEPS



Graphique 2.7 | Évolution des indicateurs conjoncturels sur la confiance des ménages en Allemagne et en France

SOURCE : DIRECTORATE GENERAL FOR ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS (DG ECFIN) – CALCULS : IWEPS



d'intérêt bas. Leur hausse sera toutefois freinée tant que le degré d'utilisation des capacités n'aura pas retrouvé ses niveaux de long terme. Enfin, la politique restrictive déployée par le Gouvernement français devrait également moins peser sur la croissance cette année. Le redressement de la demande intérieure française devrait permettre à l'économie d'enregistrer en 2016 une croissance de +1,4%, supérieure à celle de 2015, malgré le recul de la demande mondiale. En 2017, l'OCDE table sur une faible accélération de la croissance qui pourrait atteindre +1,5%.

Progressivement, c'est l'ensemble des croissances économiques des pays de la Zone euro qui convergent. L'Italie et l'Espagne, les deux grandes économies touchées par la crise financière de 2008, ont suivi depuis huit ans des chemins différents. L'économie italienne a mis plus

de temps à retrouver le chemin de la croissance. Elle est sortie de la récession au premier trimestre 2015 avec moins de vigueur que l'économie espagnole qui, elle, a renoué avec de fortes croissances dès le deuxième trimestre 2014. Au cours de l'année 2016, la croissance de l'Italie devrait poursuivre son lent redressement tandis que les taux espagnols devraient fléchir quelque peu. Ils garderont toutefois des niveaux élevés avant de rebondir. L'économie espagnole devrait donc continuer de jouer en effet cavalier seul en dérogeant à la convergence progressive des autres grandes économies européennes vers les taux moyens de la Zone euro.

Selon l'OCDE, la croissance attendue dans l'ensemble de la Zone euro devrait atteindre +1,6% en 2016 et +1,7% en 2017, soit des niveaux identiques à ceux enregistrés en 2015 (+1,6%).

Graphique 2.8 | Prévisions de croissance du PIB par rapport au trimestre précédent pour les principaux pays de la Zone euro

SOURCE : OCDE, PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE, JUIN 2016 – CALCULS : IWEPS

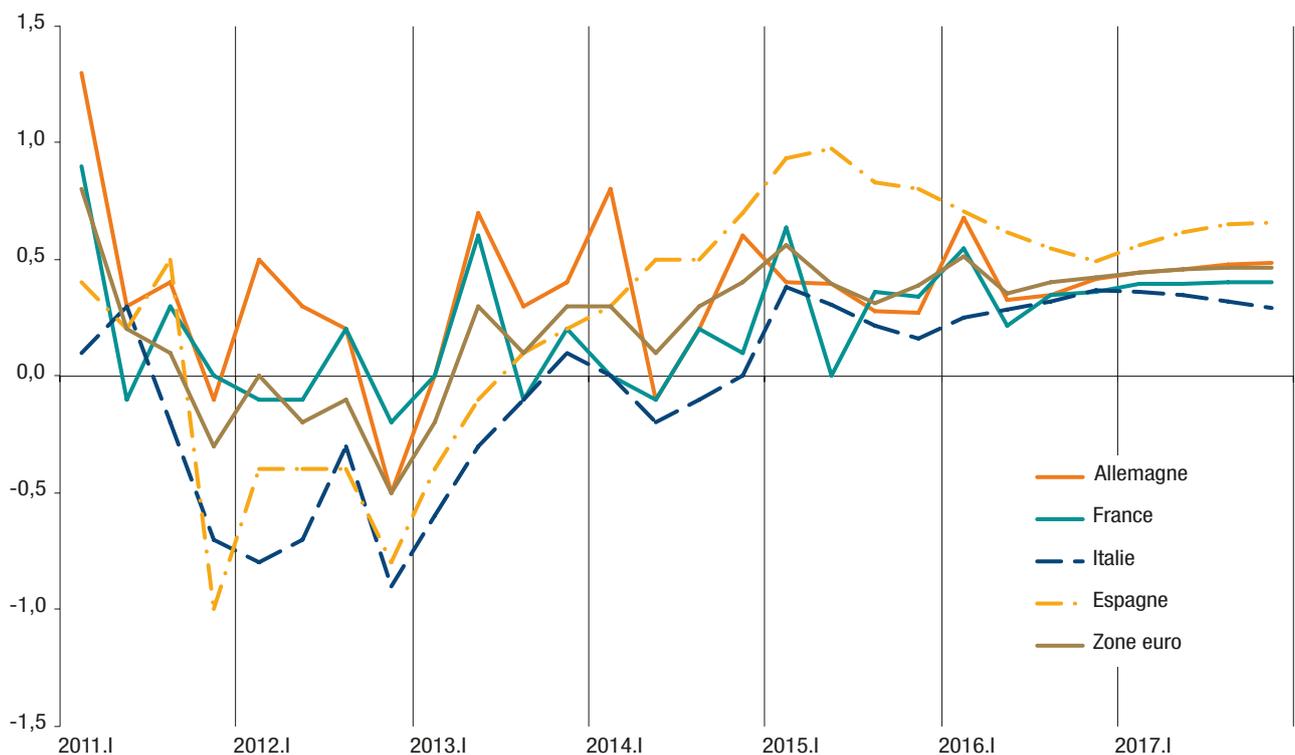


Tableau 2.3 | Évolutions macro-économiques récentes et perspectives de l'OCDE pour les années 2015 à 2017 pour la Zone euro

SOURCE : OCDE, PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE, JUIN 2016

1 À PRIX COURANT 2014,

2 CONTRIBUTION À LA CROISSANCE, 1<sup>ÈRE</sup> COLONNE POURCENTAGE DE LA VARIATION EN 2014,

3 PRÉVISION

	% PIB <sup>1</sup>	2015	2016 <sup>3</sup>	2017 <sup>3</sup>
Consommation privée	55,6	1,6	1,8	1,7
Consommation publique	21,1	1,3	1,7	1,1
FBCF	19,6	2,6	3,3	3,2
Variations des stocks (en % du PIB) <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,1	0,0
Exportations nettes <sup>2</sup>	3,7	-0,1	-0,4	-0,1
PIB	100,0	1,6	1,6	1,7

Tableau 2.4 | Évolutions macro-économiques récentes et perspectives de l'OCDE pour les années 2015 à 2017 pour l'Allemagne

SOURCE : OCDE, PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE, JUIN 2016

1 À PRIX COURANT 2014,

2 CONTRIBUTION À LA CROISSANCE, 1<sup>ÈRE</sup> COLONNE POURCENTAGE DE LA VARIATION EN 2014,

3 PRÉVISION

	% PIB <sup>1</sup>	2015	2016 <sup>3</sup>	2017 <sup>3</sup>
Consommation privée	54,6	1,9	1,8	1,9
Consommation publique	19,3	2,4	3,5	2,5
FBCF	20,1	1,7	3,5	3,0
Investissement public	2,2	1,8	8,5	3,5
Investissement résidentiel	5,9	1,0	3,8	2,8
Investissement non résidentiel	12,0	1,9	2,5	3,1
Variations des stocks (en % du PIB) <sup>2</sup>	-0,8	-0,5	0,1	0,0
Exportations de biens et services	45,8	4,8	1,6	3,2
Importations de biens et services	39,0	5,4	3,9	4,8
PIB	100,0	1,4	1,6	1,7

Tableau 2.5 | Évolutions macro-économiques récentes et perspectives de l'OCDE pour les années 2015 à 2017 pour la France

SOURCE : OCDE, PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE, JUIN 2016

1 À PRIX COURANT 2014,

2 CONTRIBUTION À LA CROISSANCE, 1<sup>ÈRE</sup> COLONNE POURCENTAGE DE LA VARIATION EN 2014,

3 PRÉVISION

	% PIB <sup>1</sup>	2015	2016 <sup>3</sup>	2017 <sup>3</sup>
Consommation privée	55,3	1,4	1,9	1,7
Consommation publique	24,1	1,5	1,4	0,6
FBCF	21,6	0,0	2,2	2,2
Investissement public	3,7	-3,0	1,0	0,1
Investissement résidentiel	5,1	-2,5	-1,3	0,6
Investissement non résidentiel	12,8	1,9	3,9	3,3
Variations des stocks (en % du PIB) <sup>2</sup>	0,8	0,3	0,4	0,0
Exportations de biens et services	28,6	6,1	1,8	3,8
Importations de biens et services	30,5	6,4	4,4	3,9
PIB	100,0	1,2	1,4	1,5

### 2.1.3 Matières premières

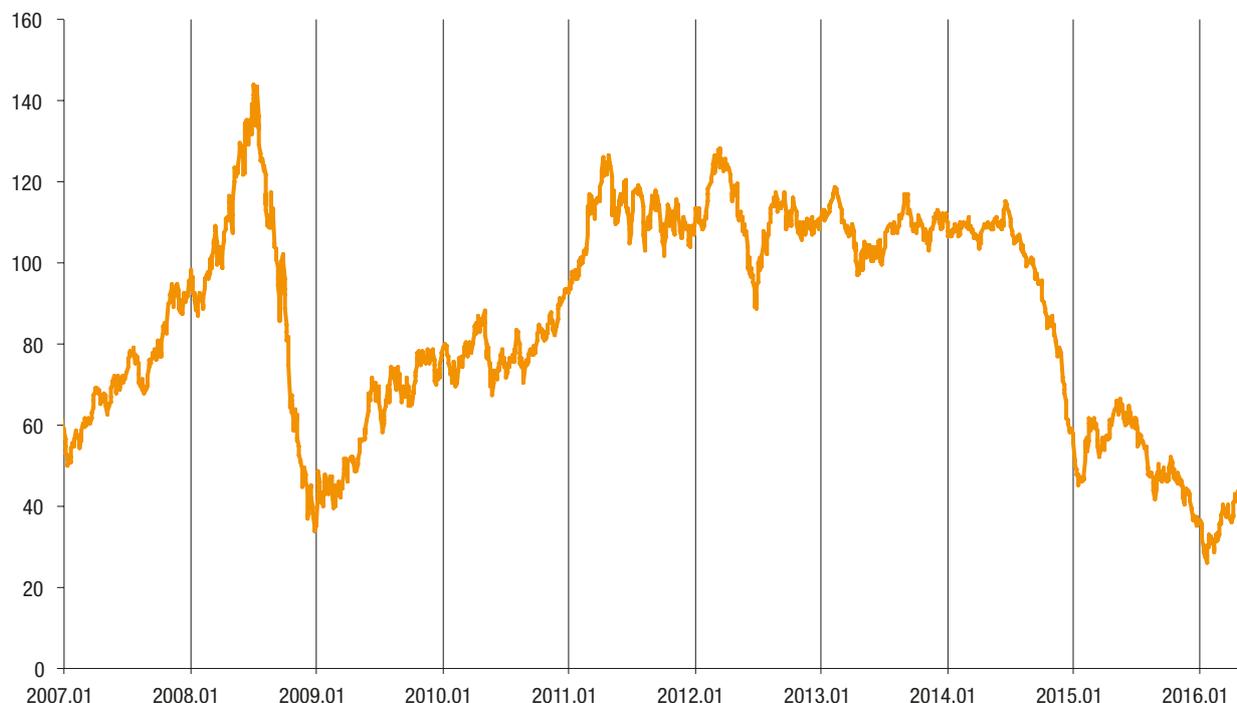
Le prix du baril de Brent de la Mer du Nord se situe autour des 50 dollars le baril, en hausse ces dernières semaines après être descendu en dessous de 30 dollars le baril en début d'année. Comme nous le mentionnions déjà dans notre précédente analyse, cette forte chute des prix observée dans la seconde partie de l'année 2014 est le résultat surtout de l'arrivée sur le marché des gaz et pétrole de schiste et du pétrole bitumeux qui créait les conditions d'un excédent d'offres sur la demande. Ce déséquilibre du marché a été renforcé par le ralentissement de la croissance mondiale et la reprise des livraisons de Libye, d'Irak et même d'Iran, après la levée de l'embargo. De plus, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), Arabie Saoudite en tête, avait décidé de ne pas resserrer les vannes, ce qui a maintenu le faible niveau des prix. Pratiquement, avec des prix aussi bas, seuls les pays du Golfe ont encore une rentabilité dans la production pétrolière, empêchant tout plan d'investissements dans des exploitations moins rentables, notamment celles de pétrole de schiste américain. Les perspectives d'évolution des prix restent modérées. Nonobstant la remontée récente des prix, due notamment aux réductions de production en Alberta (Canada) suite aux incendies, le prix du baril de Brent est toujours prévu autour de 44 dollars en fin août 2016 et 49 dollars en mai 2017 par le *Consensus Forecasts*. L'*US Energy Information Administration* table sur un baril de Brent de 51 dollars sur l'ensemble de l'année 2017. Les prix pourraient avoir, selon nombre d'experts, atteint un équilibre. Une accélération de la croissance mondiale attendue au cours de l'année 2017 serait alors compensée par une reprise de la production.

Dans son estimation d'avril 2016, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit une hausse de la demande de +1,2 million de barils par jour en 2016 contre +1,8 million de barils par jour en 2015. C'est donc une faible hausse de +1,3% qui est attendue cette année. Les stocks tant commerciaux que stratégiques de l'OCDE ont pu bénéficier de l'excédent de l'offre sur la demande pour se reconstituer et ils devraient atteindre encore des niveaux historiquement hauts dans les prochains mois.

Actuellement, selon l'AIE, la production attendue non OPEP devrait diminuer de -0,7 million de barils par jour en 2016 par rapport à l'année dernière. Les sites de production européens de la Mer du Nord, comme ceux des États-Unis, sont touchés par cette réduction. Par contre, la production de la Russie s'est maintenue en 2015. Une réunion le 17 avril dernier à Doha au Qatar n'a pas permis aux membres de l'OPEP et à la Russie de s'entendre sur un gel de la production sur la base du niveau de production de janvier 2016. Cette réunion était boycottée par l'Iran qui avait décidé de continuer à augmenter sa production. Dans ce contexte et avec l'arrivée du pétrole iranien sur le marché en 2016, l'offre sur le marché du pétrole devrait rester excédentaire dans les prochains mois. Quant aux prix des matières premières hors énergie, les indices des prix en dollar calculés par le *Hamburgisches WeltWirtschafts Institut* (HWWI) ont également évolué à la baisse depuis le milieu de l'année 2014, suite au recul des prix des matières alimentaires et des matériaux industriels. Si à un an d'écart, les reculs restent très importants, un rebond des prix est toutefois observé depuis le début de l'année. Ces tendances sont à la fois le résultat de l'appréciation du dollar et du ralentissement de la demande mondiale. Dans les prochains mois, ces reculs à un an devraient progressivement se réduire avec la stabilisation des prix. Dans la Zone euro, les prix des matières premières hors énergie exprimés en euro en avril étaient en baisse de -11,4% sur un an, les matières industrielles continuant à reculer même de -14,6%. Comme nous le mentionnions déjà lors de notre précédente analyse, la baisse des prix des matières premières maintiendra encore l'inflation à des niveaux très bas en Europe.

## Graphique 2.9 | Évolution mensuelle du cours du Brent en dollar par baril

SOURCE : US ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION (EIA) – CALCULS : IWEPS



### 2.1.4 Politique monétaire, évolution des taux longs et marché des changes

#### 2.1.4.1. La politique monétaire

Huit ans après la faillite de la banque Lehman Brothers et la déstabilisation du système économique mondial qu'elle a précipitée à partir de l'automne 2008, les taux d'intérêt directeurs des banques centrales américaine et européenne demeurent aujourd'hui à des niveaux historiquement bas, témoignant du caractère encore très accommodant des politiques monétaires aux États-Unis et en Europe. Cependant, l'évolution différente de la situation conjoncturelle aux États-Unis et en Europe a progressivement induit, depuis l'été 2014, un découplage des politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique.

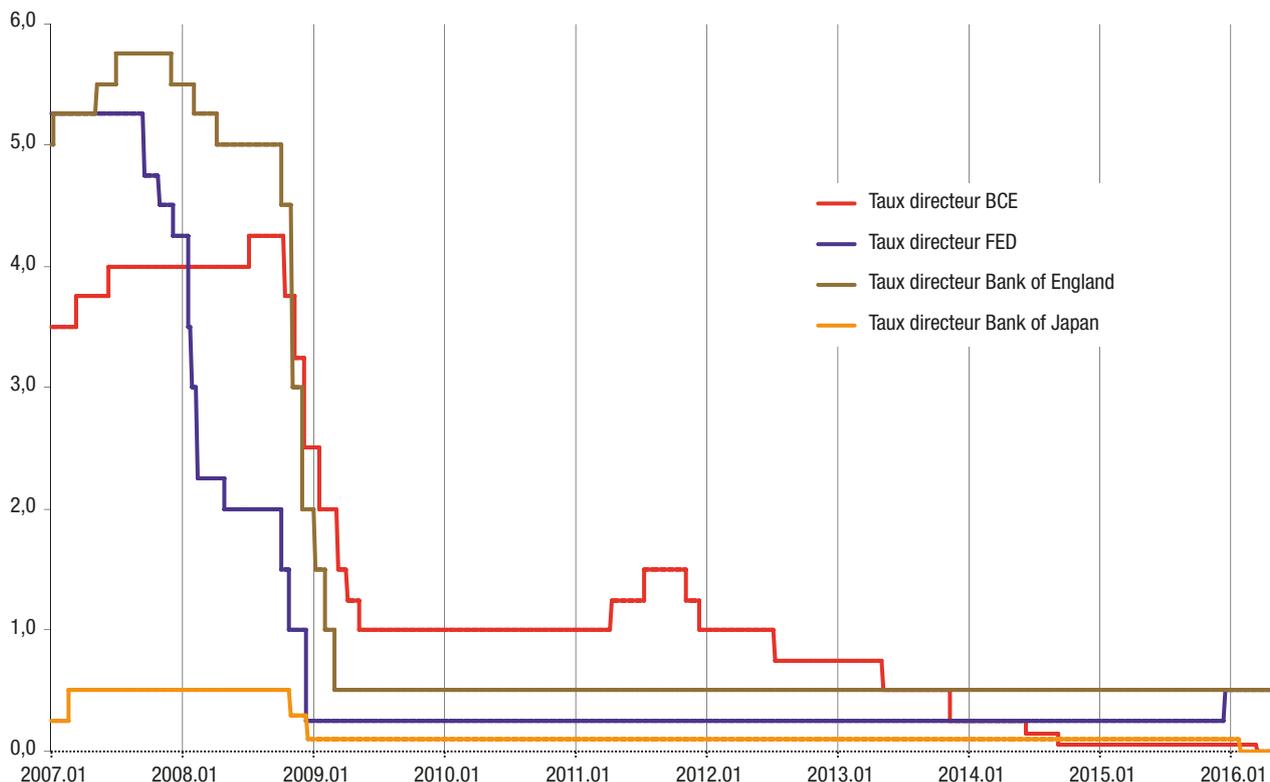
Lors de sa réunion de décembre 2015, la *Federal Reserve* américaine (FED) a ainsi décidé d'accroître de 25 points de base la fourchette cible d'évolution de ses taux directeurs, la portant à 0,25%-0,50%. La hausse des taux fédéraux (*fed funds*) est inédite en dix ans. En Europe, en

revanche, la Banque centrale européenne (BCE) a décidé d'abaisser une nouvelle fois en mars 2016 l'ensemble de ses taux d'intérêt dont, notamment, son taux de refinancement des opérations monétaires (*refi*), diminué de cinq points de base, à 0,00%. Au Japon, le taux correspondant de la Banque du Japon (BoJ) a également été porté à 0,00% en février 2016. En Grande-Bretagne, le taux bancaire officiel de la banque d'Angleterre (BoE) demeure inchangé depuis décembre 2008, à 0,50%.

L'ampleur de la crise financière et de ses répliques (cf. la crise des dettes souveraines de la Zone euro) a donc conduit les principales banques centrales des pays développés à déployer une politique monétaire très expansionniste. Outre une politique de taux d'intérêt proches de zéro, les autorités monétaires ont toutes innové, en développant et en mettant en œuvre une panoplie d'instruments non conventionnels. Au cours de l'année 2014, les politiques monétaires menées par la FED et par la BCE ont pourtant cessé d'être synchronisées et se sont graduellement engagées sur des voies divergentes : orientation ultra-accommodante pour la BCE, normalisation de la politique monétaire pour la FED.

Graphique 2.10 | Évolution des taux directeurs de la BCE, de la FED, de la Banque d'Angleterre (BoE) et de la Banque du Japon (BoJ)

SOURCES : BELGOSTAT, FEDERAL RESERVE (NEW-YORK), BANK OF ENGLAND, BANK OF JAPAN



En Europe, la Banque centrale a imprimé une première inflexion expansive au cours de l'été 2014, en adoptant un train de mesures s'articulant autour de deux volets : une baisse des taux directeurs et une politique visant à favoriser le redressement du cycle du crédit bancaire aux acteurs économiques privés.

Début 2015, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale estimait toutefois que l'arsenal de mesures monétaires adoptées au cours de l'été 2014 n'avait pas généré l'impact quantitatif, c'est-à-dire l'accroissement de liquidités, attendu. Le train de mesures accommodantes arrêtées six mois plus tôt se révélait en effet insuffisant pour endiguer l'apathie de la dynamique d'évolution des prix. La succession de mauvaises surprises quant aux chiffres d'inflation observés contribuait en outre à accroître les risques d'érosion des perspectives à moyen terme de stabilité des prix, forçant la BCE

à apporter une « réponse de politique monétaire vigoureuse ». Lors de sa réunion du 22 janvier 2015, le Conseil des gouverneurs a ainsi décidé de lancer un programme étendu d'achats d'actifs (*asset purchase programme* ou APP), qui englobe les programmes existants d'achats d'ABS et d'obligations sécurisées, mais, surtout, y ajoute l'achat d'obligations émises par les gouvernements de la Zone euro, ainsi que les agences et les institutions européennes (Banque européenne d'investissement, Union européenne, Banque européenne de reconstruction et de développement, etc.). À partir de mars 2015, la BCE s'est ainsi portée acquéreuse des titres publics et privés, sur les marchés secondaires, pour un montant cumulé de 60 milliards d'euros par mois.

En mettant finalement en œuvre une politique de détente quantitative (*quantitative easing*) de grande ampleur, la BCE cherchait d'abord à ancrer les anticipations d'infla-

tion, en rassurant les agents économiques sur son engagement explicite à assurer la stabilité des prix à moyen terme. La BCE veut en particulier lutter contre les prévisions autoréalisatrices à l'œuvre dans les épisodes déflationnistes. L'acquisition de titres souverains devrait également abaisser les rendements des emprunts publics, et induire indirectement une réallocation des portefeuilles des investisseurs en faveur d'actifs plus rentables/risqués. Enfin, le surcroît d'offres de monnaie devrait affaiblir le taux de change de l'euro, en particulier vis-à-vis du dollar américain.

La fragilité de la reprise économique en Zone euro et surtout l'atonie persistante de la dynamique d'inflation ont poussé la BCE à renforcer son dispositif de relance monétaire, une première fois en décembre 2015, puis, de façon nettement plus accentuée, en mars 2016.

Les renforcements des programmes de détente quantitative de la BCE complètent le train de mesures adoptées durant l'été 2014. Cependant, la nouvelle inflexion significative de la politique monétaire européenne décidée en mars 2016 semble, cette fois, mettre davantage l'accent sur l'amélioration des conditions du crédit au bénéfice des opérateurs économiques.

Le taux de dépôt, qui rémunère les liquidités bancaires déposées auprès de la BCE pour 24 heures, déjà négatif, est porté à -0,40%. La BCE cherche ainsi à dissuader les banques de recourir à ces facilités de dépôts, comme elles s'étaient habituées à le faire depuis la crise financière et européenne, afin qu'elles allouent ces montants au financement de l'activité économique. De même, la BCE poursuit ses opérations ciblées de refinancement à long terme (*Targeted Longer Term Refinancing Operations* ou TLTRO) des banques européennes. En mars 2016, la BCE a ainsi décidé de lancer une nouvelle série de quatre TLTRO (dit TLTRO II). Afin de favoriser l'acti-

tivité de prêt bancaire aux sociétés non financières et aux ménages, ces opérations (I et II) sont conditionnées à l'octroi de nouveaux prêts au secteur privé non financier, à l'exception des prêts immobiliers des ménages<sup>1</sup>. Ce ciblage, mais aussi leur faible coût (taux *refi*) et leur maturité longue (jusqu'à quatre ans), doit favoriser le financement de l'économie réelle, fortement intermédié en Europe, et par ricochet relancer le moteur de la croissance de l'activité au sein de la Zone euro. La BCE a également décidé de renforcer son programme étendu d'achats d'actifs (APP), d'une part, en portant ses acquisitions mensuelles à 80 milliards à partir d'avril 2016 et, d'autre part, en incluant des obligations d'entreprises non bancaires européennes à la liste d'actifs éligibles. Ces achats devraient se poursuivre jusqu'à la fin mars 2017 et « seront en tout cas réalisés jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux inférieurs proches de 2% à moyen terme » (BCE, Bulletin économique, n°2, 2016). Enfin, la BCE conserve son programme d'achat conditionnel des dettes publiques de grande ampleur, l'OMT (*Outright Monetary Transactions*).

L'orientation ultra-expansive des mesures adoptées par la BCE contraste avec la volonté de la FED de normaliser sa politique monétaire. Bien que la FED ait clôturé son troisième programme d'achat de titres (QE3) dès l'automne 2014, le comité de politique monétaire (FOCOM) n'a finalement décidé d'accroître ses principaux taux d'intérêt directeurs que lors de sa réunion de décembre 2015. La difficulté d'évaluer la solidité de la reprise économique aux États-Unis, la faiblesse persistante des pressions inflationnistes, en dépit de l'amélioration des conditions du marché du travail, la hausse du dollar ou encore le ralentissement de l'activité économique en Chine, ont ainsi incité les membres du FOCOM à ne pas précipiter la normalisation de sa politique monétaire. La hausse tant attendue des taux de référence reste tou-

<sup>1</sup> Schématiquement, les banques bénéficiant des premières opérations de refinancement (TLTRO I) et qui n'augmentaient pas les prêts aux PME, selon les critères définis par la BCE, étaient contraintes de rembourser ce financement anticipativement. Ce n'est plus le cas pour les nouvelles TLTRO (II) qui récompensent les banques qui augmentent leurs prêts au secteur privé (au-delà d'une valeur de référence). Celles-ci se verront ainsi appliquer un taux plus bas que le *refi*, qui pourra atteindre le taux de la facilité de dépôt, soit actuellement -0,40%. En d'autres termes, les banques seraient ainsi rémunérées pour emprunter à la BCE. Enfin, les banques ont la possibilité de basculer des TLTRO I aux nouvelles opérations, de sorte qu'aucune banque ne sera effectivement obligée de rembourser les TLTRO I anticipativement.

tefois modérée et signale surtout la confiance de la FED dans la reprise économique américaine. La présidente du FOCOM, Janet Yellen, a ainsi appelé à ne pas « surestimer » la signification de cette première hausse de taux, rappelant que la politique de la FED demeurerait encore très accommodante. Depuis le début d'année, la FED a maintenu un statu quo monétaire, laissant inchangés les taux d'intérêt fédéraux.

L'orientation de la politique monétaire européenne dans les prochains mois demeurera très accommodante. Un contexte macro-économique marqué par la détérioration de l'environnement économique international, la fragilité de la reprise économique en Europe, en raison notamment d'un fort taux de chômage et d'un manque de dynamisme des investissements privés, mais aussi un risque persistant sur l'évolution des prix, fournissent à la BCE de solides arguments en faveur du maintien d'une politique expansive à court terme. Il paraît en réalité fort improbable que la BCE procède même à un resserrement de sa politique avant une « longue période » selon sa terminologie. Ainsi, les projections de taux d'inflation réalisées récemment (avril) par la BCE tablent sur une stagnation de l'indice des prix (0,1%) en 2016, induite par le recul des cours du pétrole, mais sans que l'orientation sous-jacente ne montre une orientation clairement haussière. Ensuite, l'inflation attendue continuerait à se redresser en 2017 (1,3%) et en 2018 (1,6%), en deçà de l'objectif de stabilité des prix de la BCE (soit une inflation inférieure, mais proche de 0,2%).

Par ailleurs, la politique monétaire renforce et complète l'assouplissement des politiques budgétaires européennes globalement entamé depuis le début 2015, une double détente qui rencontre la volonté répétée de la Banque de voir se mettre en place en Europe une politique de stimulation monétaire et budgétaire concertée de soutien de la demande globale. L'institut de Frankfurt devrait ainsi maintenir ses principaux taux directeurs à leur niveau plancher actuel, voire à un niveau inférieur, bien au-delà de l'horizon d'achat de titres privés et publics, fixé en mars 2017.

La BCE n'exclut pas explicitement une nouvelle baisse des taux, mais hésitera probablement à faire le pas, notamment en raison de la complexité que sous-tend une telle mesure. En indiquant que sa politique d'assouplissement quantitatif demeurera « dans tous les cas » liée à une amélioration durable des anticipations d'inflation et donc conditionnée à l'évolution des perspectives économiques, la Banque centrale utilise l'assouplissement quantitatif pour renforcer la crédibilité de sa politique d'indications prospectives (*forward guidance*) de la trajectoire future des taux directeurs. La baisse du taux de refinancement (refi), porté à zéro, procède de la même logique de guidance des marchés financiers, comme le sont vraisemblablement aussi les discussions autour du principe d'un recours à la planche à billets pour financer directement la consommation privée, ou *helicopter money*.

Outre-Atlantique, la normalisation de la politique monétaire américaine devrait se poursuivre à un rythme très graduel. Depuis la hausse des taux en décembre 2015, le FOCOM justifie sa décision de ne pas changer sa politique de taux en raison des risques déflationnistes que pourraient exercer les récents développements économiques et financiers mondiaux. La FED signifiait de la sorte son inquiétude quant à l'impact sur les perspectives de croissance américaine du ralentissement de la conjoncture mondiale, notamment en Chine, et de la forte nervosité des marchés financiers. L'inflation de base, qui continue d'évoluer en deçà de l'objectif de 2%, en partie en raison de la baisse des cours du pétrole, constitue une préoccupation supplémentaire pour les membres du comité. Le resserrement à court terme de la politique monétaire américaine reste pourtant d'actualité. La *Federal Reserve* prévoit en effet que l'inflation devrait s'inscrire graduellement en hausse, vers son objectif de 2%, alimentée notamment par les progrès sur le marché du travail américain. Dans une communication récente, la présidente du FOCOM soulignait que si l'ajustement graduel des taux se poursuivait, les développements à l'étranger pourraient amener la FED à suivre « une trajectoire un peu plus basse (qu')anticipée en décembre concernant le taux des fonds fédéraux », afin d'atteindre les objectifs en matière d'emploi et d'inflation.

Globalement, si les politiques monétaires européenne et américaine demeurent encore largement accommodantes, elles empruntent à présent des trajectoires opposées. Bien que les attentes d'un resserrement de la politique monétaire aux États-Unis aient été revues à la baisse, la FED pourrait accroître très graduellement les taux directeurs américains au cours des prochains mois, en fonction de l'évolution du contexte économique global. En Europe, la politique monétaire de la BCE devrait conserver un caractère ultra-accommodant au moins jusqu'à la fin de l'année et probablement au-delà, en raison du raffermissement plus récent de l'activité économique et des prévisions encore modérées de croissance en Europe, mais aussi de la faiblesse des pressions inflationnistes.

#### 2.1.4.2. Évolution des taux longs

En janvier 2015, les taux des titres du Trésor américain de longue maturité (dix ans) s'élevaient à 1,9%, tandis que les taux obligataires longs de la Zone euro (en référence au taux allemand) s'établissaient à 0,4%, de sorte que l'écart de taux des emprunts publics de longue maturité aux États-Unis et en Zone euro atteignait 15 points de base. Ce faible niveau est le résultat d'une baisse continue des taux sur l'ensemble de l'année 2014.

En Europe, les rendements des titres publics de longue maturité ont, eux, prolongé leur baisse jusqu'en avril 2015, en raison du différentiel de croissance dans les deux zones et surtout, sous l'effet de la politique monétaire plus « agressive » de la BCE. Le faible niveau des taux directeurs et la perspective qu'ils demeurent longtemps à ce niveau freinent en effet la hausse des taux longs européens. Les opérations de refinancement ont significativement accru le volume de liquidités dans la Zone euro, qui s'est partiellement reporté sur la demande de titres souverains. Ce mouvement de repli des rendements des emprunts publics s'est encore accentué à la suite de l'annonce (janvier), puis de la mise en œuvre (mars) par la BCE de son programme d'achats d'actifs étendus aux titres publics (QE).

En avril 2015, les rendements des titres souverains étaient ainsi retombés à des minima historiques (0,11%).

Les rendements obligataires européens se sont rapidement redressés ensuite, pour atteindre en juin 2015 des niveaux supérieurs à leur niveau de début d'année, principalement en raison d'une accélération plus vive que prévu de l'inflation observée et attendue.

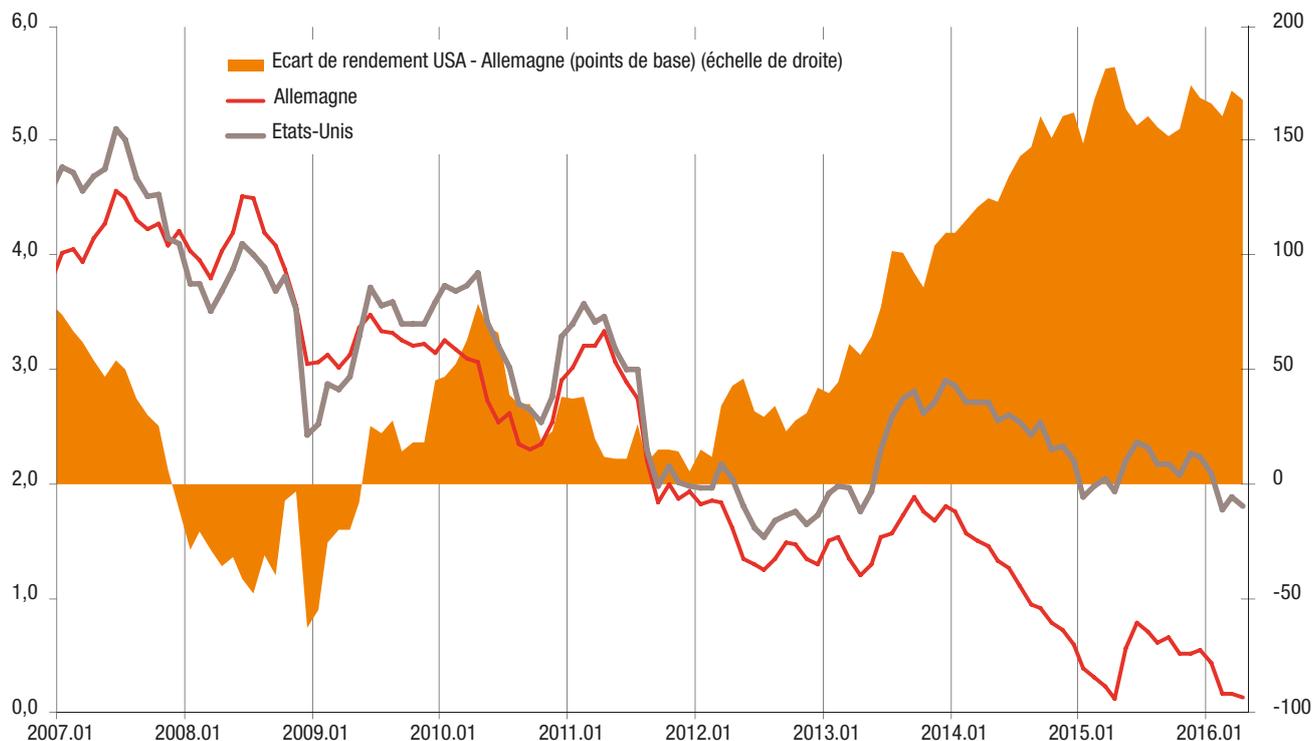
Aux États-Unis, la consolidation graduelle de la reprise économique et les anticipations d'une normalisation de la politique monétaire de la FED ont favorisé, dès février 2015, une progression des rendements des titres du Trésor américain, une hausse qui s'est poursuivie jusqu'à la mi-juillet.

Une nouvelle fois, l'été a été marqué par une recrudescence des inquiétudes sur les marchés financiers. En juin et jusqu'à la mi-juillet 2015, le regain de tension est lié à la situation en Grèce. Cet épisode semble toutefois n'avoir exercé qu'une incidence limitée et temporaire sur les marchés financiers. Au sein de la Zone euro, à l'exception évidente des titres émis par Athènes, les écarts (*spreads*) des rendements des obligations d'état à dix ans en référence au taux allemand ont globalement peu réagi aux événements en Grèce (cf. graphique 2.12). En août 2015, le taux de rendement des titres de la dette publique belge s'élevait ainsi en moyenne à 1,0%, un taux correspondant à une prime de risque par rapport au Bund allemand de moins de 40 points de base.

À partir de la mi-août, la chute des marchés boursiers en Chine et la dévaluation de la monnaie chinoise, dans un contexte de modération de la croissance de l'économie chinoise, ont en revanche significativement affecté les marchés financiers internationaux. L'inquiétude que font peser les évolutions en Chine sur la croissance mondiale a entraîné un repli des rendements des titres souverains en Europe et aux États-Unis. Ce recul est encore accentué par un abaissement des prévisions d'inflation induite par la baisse des prix des produits pétroliers. Enfin, dans le courant du second semestre, les rendements longs européens et américains ont été affectés par les attentes des décisions de politiques monétaires : mesures additionnelles de stimulation monétaire en Europe, hausse des taux aux États-Unis.

Graphique 2.11 | Évolution des taux longs (rendements des obligations publiques à dix ans) – Allemagne et États-Unis

SOURCE : OCDE



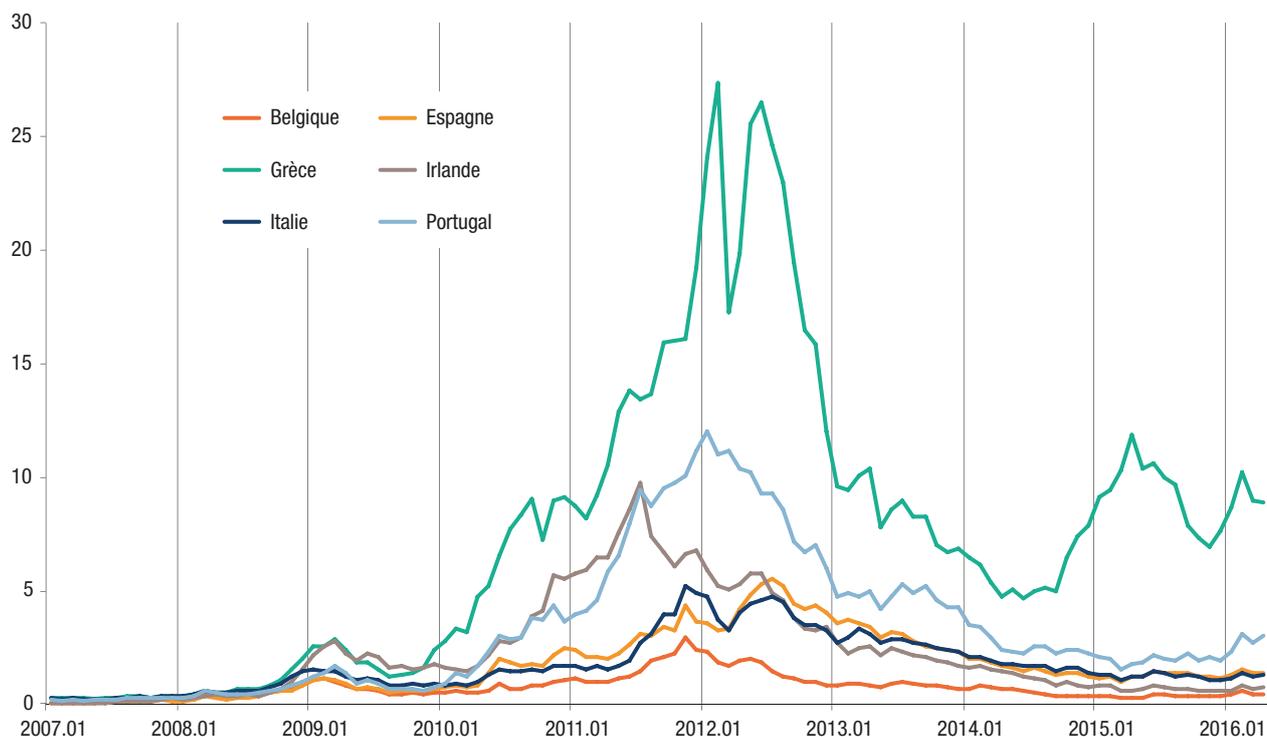
Entre décembre 2015 et février 2016, la morosité du climat conjoncturel global, une nouvelle baisse des cours du pétrole et la forte nervosité des marchés financiers ont poussé les taux américains et européens à la baisse. Cette tendance s'est ensuite renforcée, pour les rendements européens, par les attentes puis l'annonce de nouvelles mesures de relance monétaire par la BCE et, pour les taux américains, par les anticipations d'un ajustement retardé de la politique de taux de la FED. En avril dernier, le taux des obligations allemandes de long terme s'établissait à 0,13%, le taux des titres du trésor américain correspondant s'élevait à 1,81%.

Dans les prochains mois, les taux des emprunts publics longs allemands et américains devraient rester bas. L'évolution future des taux des emprunts publics longs allemands et américains devrait s'inscrire dans un contexte marqué par des politiques monétaires qui resteront très accommodantes et une aversion toujours grande pour le risque à l'échelle mondiale.

Aux États-Unis, le relèvement graduel des taux directeurs, au cours de la seconde partie de l'année, dans un contexte de consolidation de la conjoncture, notamment sur le marché du travail, et de reprise attendue de l'inflation, en phase avec l'objectif de la FED, devrait induire une nouvelle dynamique de hausse des taux longs américains. L'inquiétude des marchés quant aux perspectives économiques des économies émergentes pourrait toutefois freiner un temps encore la progression des taux obligataires aux États-Unis. Cette recherche de qualité (*quality flight*) devrait également affecter les rendements obligataires européens, déjà sous pression en raison des achats menés par la BCE dans le cadre de son QE. La reprise économique encore peu vigoureuse attendue dans la Zone euro et la faiblesse des tensions inflationnistes devraient donc se traduire par une progression très modérée des taux de référence des emprunts publics de long terme. Les risques liés aux résultats du référendum sur le « Brexit » ou à l'évaluation des plans de réformes économiques en Grèce pourraient encore accroître la demande des titres des pays membres les mieux cotés, abaissant les rendements de ceux-ci.

Graphique 2.12 | Évolution des taux longs (rendements des obligations publiques à dix ans) par rapport à l'Allemagne (spread) – Belgique, Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal (points de base)

SOURCE : BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE



Au cours du premier trimestre 2016, les conditions d'octroi du crédit bancaire aux entreprises dans la Zone euro se sont encore assouplies, prolongeant ainsi un cycle entamé à partir du deuxième trimestre 2014. Parmi les facteurs déterminant cette évolution, les résultats des enquêtes européennes sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*), menées en décembre 2015 et mars 2016, montrent que l'assouplissement global des conditions d'octroi de crédit résulte principalement de la concurrence accrue entre les banques, tandis que les coûts de financement ou les contraintes bilantaires des banques européennes tendent à peser moins dans leurs décisions d'octroi de crédit. En revanche, la tolérance des banques vis-à-vis du risque s'est dégradée au cours du deuxième trimestre, freinant de la sorte le relâchement des contraintes de crédit. À court terme, les critères d'octroi de crédit aux entreprises devraient encore s'assouplir significativement.

Rappelons toutefois que les critères d'octroi demeurent à l'heure actuelle relativement restrictifs, les banques euro-

péennes ayant mené, depuis le second semestre 2007, un cycle de durcissement de leurs politiques de crédit, que les phases d'assouplissement récentes n'ont pas encore renversé.

Depuis le début de l'année, les banques ont également assoupli les modalités de crédit sur les nouveaux prêts à la consommation des ménages, une détente qui intervient après un resserrement en fin d'année 2015, mais qui devrait se prolonger durant le deuxième trimestre. Les critères d'octroi des crédits hypothécaires se sont, eux, durcis au cours du premier trimestre 2016, suite à la mise en œuvre d'une directive européenne sur le crédit hypothécaire. Au cours des prochains mois, les banques estiment que le resserrement des conditions d'octroi de crédits hypothécaire va se poursuivre.

S'agissant de la demande de crédit, les banques européennes interrogées rapportent un regain important de la demande nette de prêts des entreprises au cours du premier trimestre. Cette hausse, qui devrait se poursuivre au

cours du troisième trimestre 2015, est significativement liée au niveau général des taux d'intérêt, mais aussi à un accroissement des besoins de financement des investissements productifs et des stocks. Parallèlement, selon les résultats de l'enquête, les banques européennes ont enregistré une forte hausse des demandes (nettes) de prêts des ménages (crédit à la consommation et crédit au logement) pour le dernier trimestre 2015 et pour le premier trimestre 2016. L'accroissement de la demande de crédit hypothécaire est, lui aussi, principalement lié au faible niveau général des taux d'intérêt. Les crédits à la consommation financent des dépenses de biens durables.

#### 2.1.4.3. Marché des changes

Le taux de change de l'euro par rapport au dollar américain s'est nettement déprécié entre mai 2014 et avril 2015. La détérioration des perspectives de croissance et d'inflation dans la Zone euro par rapport à l'économie américaine et, surtout, la désynchronisation des politiques monétaires menées dans les deux espaces économiques ont en effet soutenu la progression de la monnaie américaine.

La publication d'informations macro-économiques décevantes pour la Zone euro a en effet renforcé les anticipations des marchés quant à un assouplissement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne, tandis que l'accélération de la reprise économique aux États-Unis s'est progressivement traduite par l'attente d'une normalisation de la politique de taux outre-Atlantique. Ces évolutions ont contribué à creuser l'écart de taux d'intérêt entre l'Europe et les États-Unis, favorisant l'affaiblissement de la monnaie unique par rapport au dollar. Le résultat de la politique d'assouplissement quantitatif annoncée en janvier 2015 par la BCE pouvait donc dès lors être mesuré à l'aune de la dépréciation du taux de change plutôt que de la baisse des taux d'intérêt, déjà historiquement bas. L'euro s'est ensuite renforcé entre la mi-avril et le début juin, principalement en raison d'une réduction des écarts de rendements de long terme aux USA et dans la Zone euro. Durant l'été, l'évolution du cours de change de l'euro reflétait l'incidence d'un regain des incertitudes sur les marchés financiers, liées

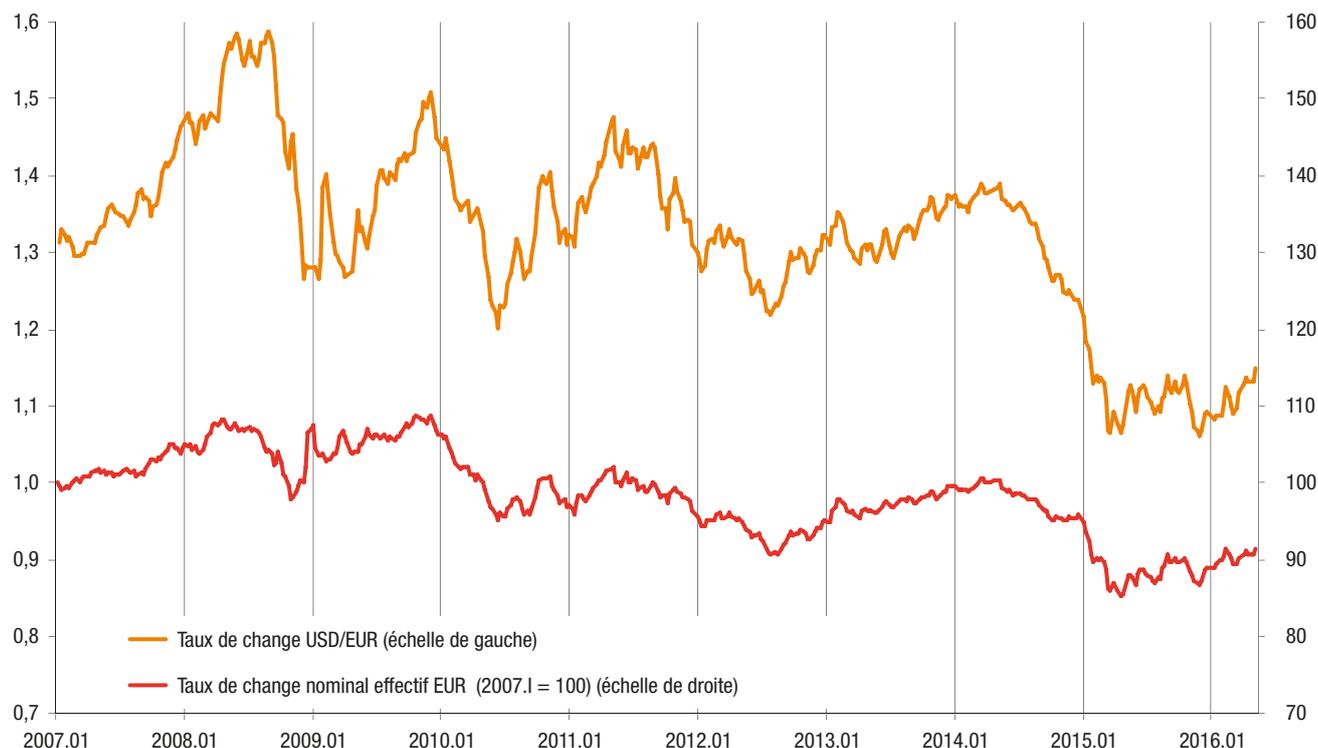
à la situation politique en Grèce d'abord, aux développements financiers en Chine ensuite. L'euro s'est ainsi d'abord replié, jusqu'à la fin du mois de juillet, le temps que se résolve temporairement la crise grecque. En août, les fortes turbulences sur les marchés financiers internationaux, inquiets des perspectives de croissance de la Chine, ont induit une appétence renouvelée pour les titres souverains européens. Les développements financiers internationaux ont en outre affecté les attentes des opérateurs quant au calendrier de la première hausse des taux directeurs américains. Les anticipations d'un report du resserrement de la politique monétaire de la FED ont alors affaibli le dollar. En fin d'année 2015, le creusement des écarts de rendements entre les titres européens et américains, dans l'attente de la hausse des taux directeurs de la FED, a favorisé une nouvelle hausse du dollar.

Depuis le début d'année, l'évolution du taux de change USD/EUR est déterminé par la volatilité des marchés financiers, la prudence de la Réserve fédérale et les attentes d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire européenne. Globalement, l'évolution de l'euro s'est inscrite, dans une fourchette relativement étroite, en légère hausse par rapport à la monnaie américaine.

L'appréciation du taux de change euro/dollar ne devrait toutefois pas se poursuivre dans les mois à venir, principalement en raison des écarts de croissance attendus entre la Zone euro et les États-Unis et surtout de l'orientation divergente des politiques monétaires européenne et américaine. En effet, la FED ne tardera pas à remonter ses taux d'intérêt directeurs, au plus tard début 2016, alors que la BCE est encore loin de considérer un tel mouvement. Cette désynchronisation des politiques monétaires contribuerait à creuser l'écart de taux d'intérêt entre l'Europe et les États-Unis, favorisant l'affaiblissement de la monnaie unique par rapport au dollar. Compte tenu de la difficulté de prévoir l'évolution des marchés des changes, notamment en raison des risques géopolitiques, des mouvements de fuite vers les monnaies refuges et des déséquilibres de balance de paiement, notre prévision retient l'hypothèse d'un taux de change USD/EUR évoluant globalement à son niveau actuel, soit 1,10.

Graphique 2.13 | Taux de change bilatéral USD/EUR et taux de change nominal effectif (EUR)

SOURCE : BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE



L'évolution du taux de change effectif – qui peut s'interpréter comme une moyenne pondérée des différents taux de change bilatéraux et dont les poids représentent l'importance relative des flux de commerce – reflète, de façon atténuée, la variation du taux de change de l'euro par rapport au dollar américain, mais aussi notamment par rapport au renminbi chinois, à la livre sterling ou encore au yen japonais. Le taux de change effectif varie dès lors en fonction de la confiance des opérateurs dans la qualité relative des titres libellés dans les différentes devises, mais aussi des attentes des marchés quant à l'orientation des politiques monétaires des banques centrales de ces régions. L'appréciation de l'euro vis-à-vis du rouble russe ou du real brésilien reflète ainsi la baisse de confiance des investis-

seurs dans l'économie de ces deux pays, pour des raisons politiques et/ou liées à la chute des prix des matières premières et des produits énergétiques. En août 2015 et janvier 2016, les dépréciations de la monnaie chinoise et les turbulences sur les marchés boursiers chinois ont vraisemblablement induit un report des opérateurs vers les marchés obligataires et boursiers européens, favorisant une appréciation de la monnaie unique. Globalement, le taux de change effectif de l'euro s'est apprécié depuis le printemps 2015, à l'instar du taux de change bilatéral euro/dollar, en raison des décisions d'assouplissement de la BCE et de l'ajustement des attentes des marchés quant aux perspectives économiques de la Zone euro comparées à celles d'autres grandes économies.

## 2.2 LA SITUATION CONJONCTURELLE EN BELGIQUE

### Ralentissement marqué de la croissance en début d'année 2016

Après avoir rebondi au dernier trimestre de 2015 (+0,5% en rythme trimestriel), la croissance économique en Belgique a de nouveau marqué le pas au premier trimestre de l'année 2016, affichant une progression de +0,2% par rapport au trimestre précédent (et de +1,5% en rythme annuel). Notons que, sur l'ensemble de l'année 2015, la croissance annuelle moyenne du PIB belge s'est inscrite à +1,4%, soit la progression la plus soutenue observée depuis 2010. À la fin du premier trimestre, l'acquis de croissance pour l'année 2016 s'établit à +0,8%.

Au niveau de la production, le tassement de l'activité en début d'année est principalement à mettre à l'actif du secteur des services dont la progression a été très molle (+0,1% sur base trimestrielle, après +0,4% au trimestre précédent). La croissance de la valeur ajoutée du secteur industriel a également fléchi, passant de +0,8% en fin d'année à +0,2%, tandis que la valeur ajoutée dans la construction continue sa remontée spectaculaire entamée en fin d'année 2014, la croissance s'affichant à +1,9% (après déjà +1,4% au dernier trimestre de 2015). Au total en 2015, la croissance a été en moyenne de +1,6% dans les services, de seulement +0,4% dans l'industrie, tandis que le secteur de la construction a affiché une croissance robuste de +2,0%.

En ce qui concerne la demande, il apparaît que la consommation des ménages a été atone au cours du premier trimestre de cette année (+0,1% en rythme trimestriel), après avoir déjà relativement manqué de dynamisme en deuxième partie d'année 2015. Les dépenses des ménages ont ainsi connu une évolution très contrastée en 2015. Rappelons en effet que la consommation privée avait été particulièrement robuste au cours des deux pre-

miers trimestres de l'année 2015 (croissance trimestrielle de +0,8% et +0,6%), à la faveur du regain de pouvoir d'achat des ménages lié à la chute des prix du pétrole qui a été observée à partir de l'automne 2014. En deuxième partie d'année, la fragilité du moral des ménages s'est fait ressentir sur leur comportement de consommation. En moyenne sur l'ensemble de l'année 2015, les dépenses de consommation ont néanmoins enregistré la meilleure performance depuis 2010, avec une croissance annuelle moyenne de +1,3%.

Après avoir connu une évolution très favorable en deuxième partie d'année 2015 (croissance trimestrielle de +1,6% lors des troisième et quatrième trimestres), la croissance des exportations a subi un ralentissement marqué au cours du premier trimestre de cette année (+0,7%) en lien avec le ralentissement conjoncturel mondial. Au total, sur l'ensemble de l'année 2015, la croissance annuelle moyenne des exportations s'est établie à +4,8%, ceci faisant suite à une évolution déjà relativement dynamique observée en 2014 (+5,4%).

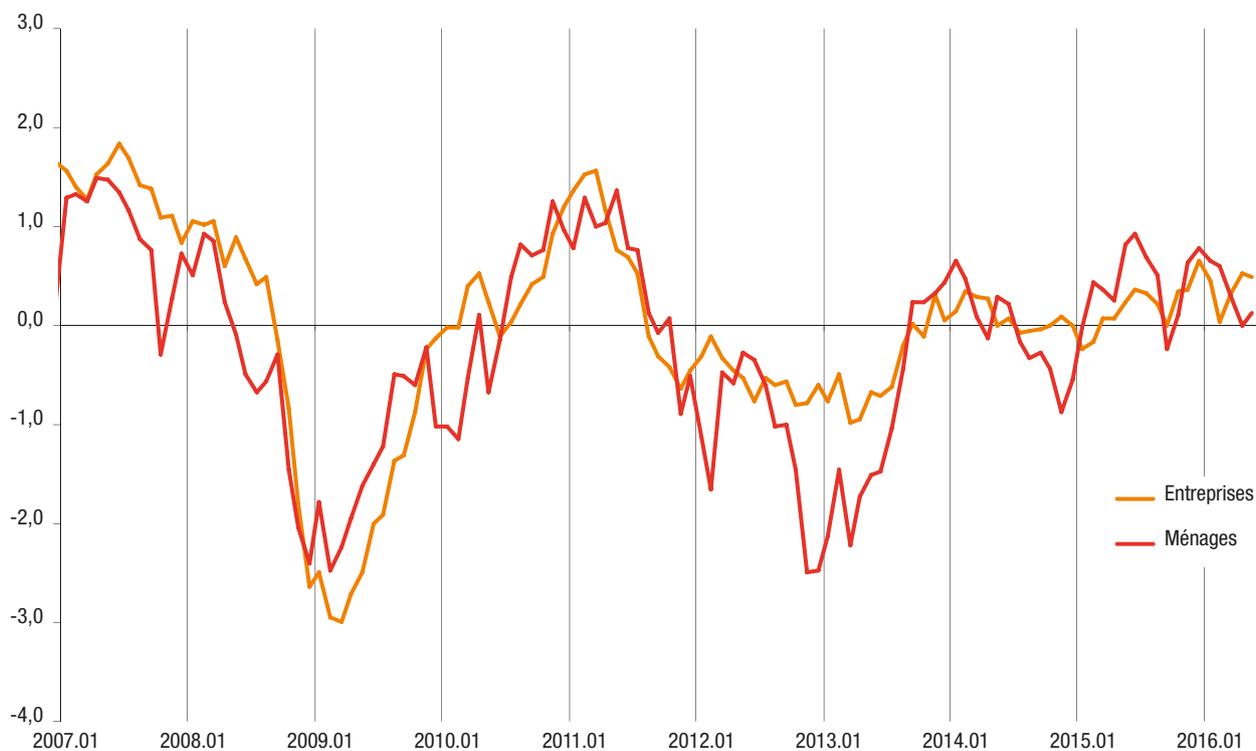
Parmi les éléments plus positifs figure le fait que les investissements des entreprises et les investissements en logements ont poursuivi leur redressement en ce début d'année 2016, affichant une croissance trimestrielle de respectivement +1,1% et +1,0%. En dépit d'une volatilité élevée à court terme des investissements productifs<sup>2</sup>, il apparaît qu'en moyenne sur 2015 ceux-ci ont à nouveau enregistré une croissance robuste (+3,3%), après avoir été particulièrement dynamiques en 2014 (+8,0%). En ce qui concerne les investissements résidentiels, si l'on avait pu craindre que le rebond sensible constaté en deuxième partie d'année 2015 (+1,7% au troisième trimestre et +3,6% au quatrième) donne lieu à une compensation mécanique en début d'année, force est de constater que cela ne se vérifie pas dans les chiffres jusqu'à présent<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Signalons en effet que des investissements exceptionnels ont été enregistrés au cours du troisième trimestre de 2014 ainsi qu'au deuxième trimestre de 2015 (respectivement +10,6% et +14,2% sur base trimestrielle), qui furent dans les deux cas compensés par une contraction sensible au trimestre suivant (respectivement -7,7% et -14%).

<sup>3</sup> Comme détaillé plus loin dans la section relative aux investissements résidentiels en Wallonie, plusieurs modifications des systèmes d'aide ou de fiscalité relatives aux habitations pourraient en effet avoir été anticipées par les ménages, provoquant une accélération de la demande de construction ou de rénovation à la fin de l'année 2015.

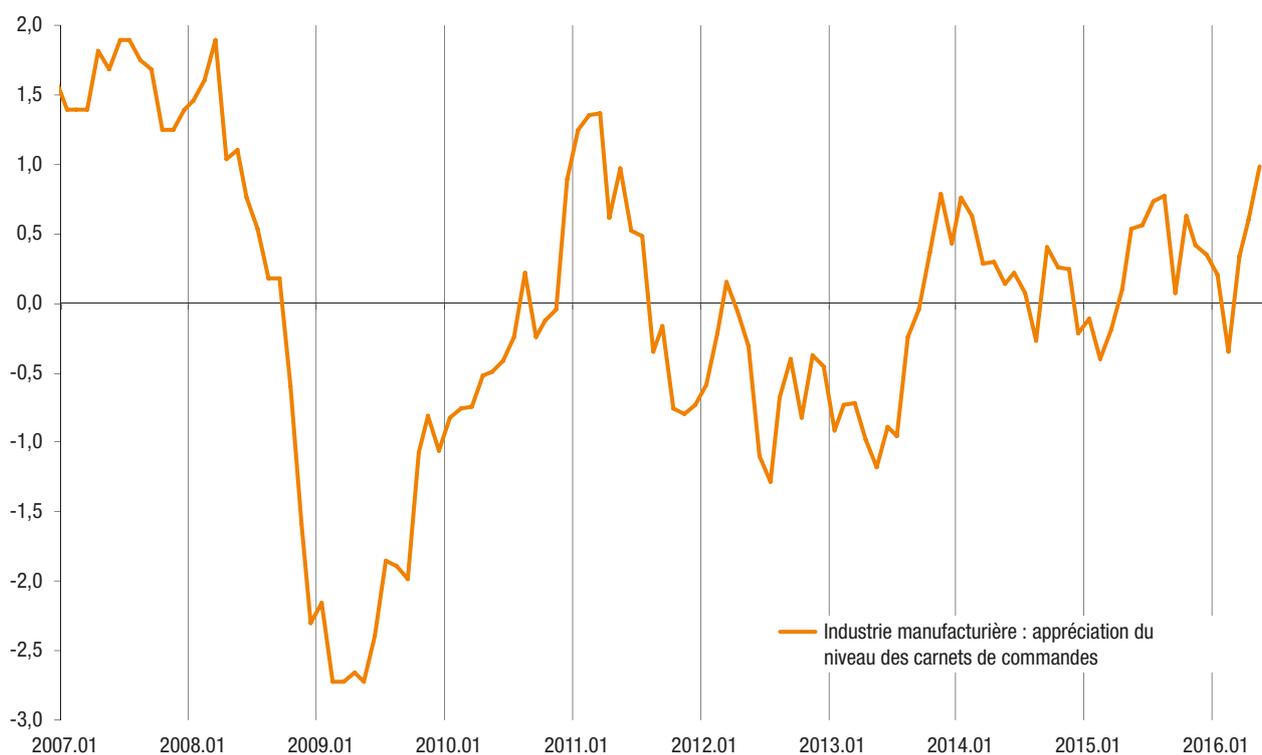
Graphique 2.14 | Évolution de la conjoncture en Belgique

SOURCE : BNB – CALCULS : IWEPS



Graphique 2.15 | Appréciation du carnet de commandes à l'exportation

SOURCE : BNB – CALCULS : IWEPS



Notons encore qu'en début d'année, l'évolution des dépenses publiques est restée très molle (+0,2%), que les investissements publics ont par contre rebondi (+1,4%) et que la variation des stocks a été négligeable. Au total en 2015, les dépenses du secteur public sont restées très faibles : la consommation affiche une croissance de +0,2%, tandis que les investissements se replient même de -0,6%. La contribution des stocks à la croissance est redevenue positive en 2015 (+0,4%), après avoir systématiquement pesé sur l'évolution de l'activité au cours des trois années précédentes.

Malgré le ralentissement de l'activité économique, l'emploi a poursuivi sur sa lancée en affichant une croissance honorable de +0,2% au premier trimestre de 2016, après une année 2015 qui a vu la croissance moyenne de l'emploi s'établir à +0,9%.

## Raffermissement conjoncturel en vue sur l'horizon de projection

Le deuxième trimestre de l'année 2016 est caractérisé par une stabilisation du climat conjoncturel si l'on en croit les derniers résultats des enquêtes menées par la BNB. En effet, après s'être sensiblement affaïssée au cours du premier trimestre, la confiance des ménages s'est stabilisée à un niveau proche de sa moyenne de long terme tout récemment, tandis que l'indicateur synthétique de conjoncture de la BNB a bien corrigé son repli du début d'année, se stabilisant à présent à un niveau relativement élevé (graphique 2.14). Globalement, on constate un relèvement assez net des anticipations des investisseurs, en particulier dans l'industrie (graphique 2.16). En ce qui concerne les ménages, même si leur appréciation de l'évolution économique attendue au cours des douze prochains mois peine à se redresser, signalons que leurs craintes relatives à la situation future du marché du travail demeurent très limitées dans une perspective historique, tandis que leurs prévisions d'achats importants dans les douze mois à venir sont orientées favorablement.

En raison de certains facteurs ponctuels marquant de leur empreinte les tout derniers mois, il est vraisemblable que

la progression de l'activité économique sera encore très faible au deuxième trimestre de cette année. Il s'agit principalement des répercussions économiques des événements tragiques du 22 mars dernier ainsi que des mouvements sociaux d'ampleur significative qui paralysent le transport, impactant en partie l'activité économique, ou encore des précipitations plus élevées que la moyenne en avril et mai qui peuvent affecter le commerce et la construction. Ceci étant, les développements conjoncturels plus fondamentaux, notamment le contexte économique international, nous permettent de tabler sur une reprise de l'activité économique plus robuste en deuxième partie d'année 2016. Notre scénario pour l'économie belge repose sur les éléments suivants.

Dans les trimestres à venir, l'activité économique belge devrait profiter du soutien du commerce extérieur dans un contexte de consolidation de la reprise en Zone euro. En outre, la compétitivité des exportateurs belges devrait progressivement bénéficier des nombreuses mesures fédérales visant la réduction globale des coûts du travail (saut d'index et gel des salaires réels en 2015, baisse des cotisations sociales patronales en 2016). L'appréciation qu'ont les industriels de leurs carnets de commandes à l'exportation est d'ailleurs très bonne actuellement (graphique 2.15). Néanmoins, dans une perspective historique, les rythmes de croissance resteraient contenus, en raison de la croissance relativement modeste de l'économie mondiale qui est attendue dans les trimestres à venir. Sur cette base, la croissance annuelle moyenne des exportations serait de +4,7% en 2016, après +4,8% en 2015.

L'évolution des investissements des entreprises devrait marquer le pas à court terme en raison du climat d'incertitude qui a émaillé le début d'année. Néanmoins, il semble que les conditions sont à présent réunies pour assister à une consolidation de ces dépenses en deuxième partie d'année 2016. En effet, les capacités productives des entreprises sont à présent mises davantage sous pression, tandis que les conditions de financement ne cessent de s'assouplir et que la rentabilité des entreprises a bien rebondi au cours des trimestres passés. Par conséquent, pour faire face au surcroît de demandes qui

est anticipé à l'avenir, les entreprises belges devraient progressivement procéder à de nouveaux investissements d'extension, de sorte que notre scénario prévoit un renforcement de la croissance de trimestre à trimestre en deuxième partie d'année. Au total en 2016, la croissance annuelle moyenne serait plus faible (+1,8%) qu'en 2015 (+3,3%) en raison d'une croissance relativement faible au premier semestre de cette année.

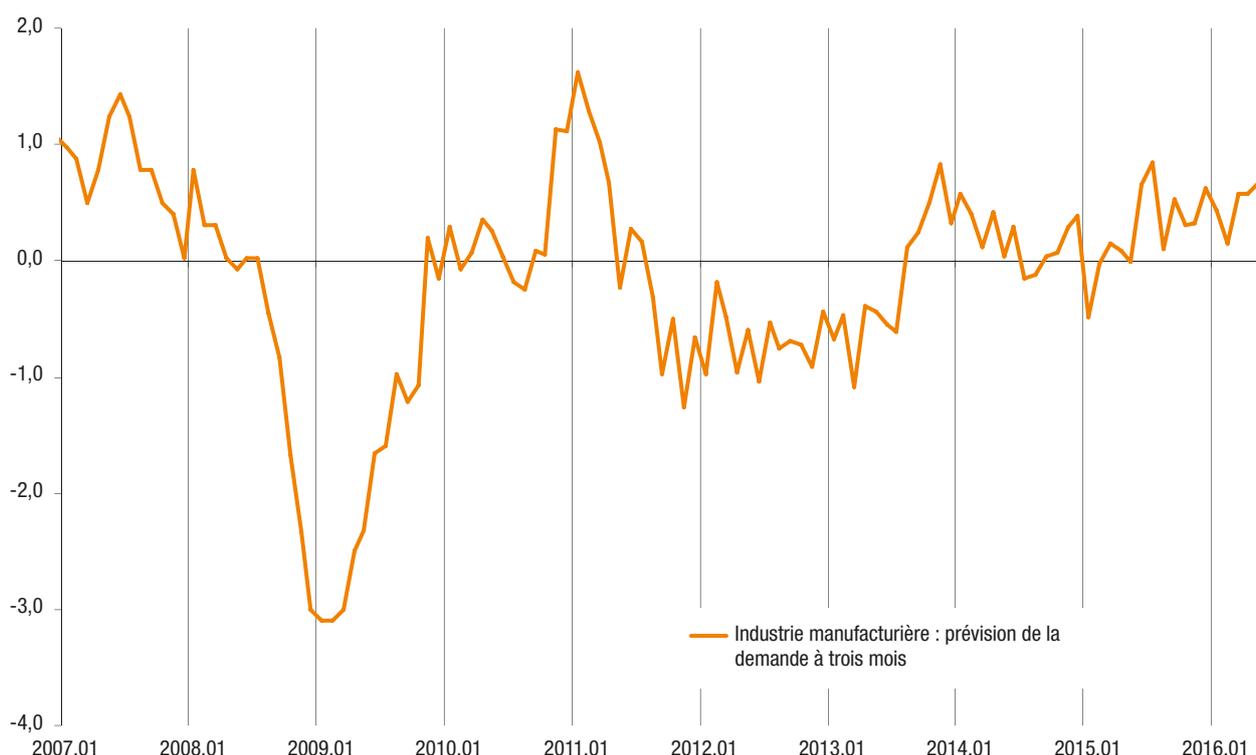
À court terme, la progression de l'emploi devrait ralentir, reflétant la croissance molle de l'activité au premier semestre de l'année. En deuxième partie d'année, le rebond de la croissance devrait amener les entreprises à recruter à nouveau davantage. Le rythme des créations d'emplois devrait toutefois rester relativement plus faible que celui de l'activité en raison de la volonté des entreprises de poursuivre le rétablissement de la productivité. Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne de l'emploi s'établirait à +0,9% en 2016, tout comme en 2015.

La consommation privée devrait selon nous rester faible sur l'ensemble du premier semestre de l'année 2016, dans un contexte de regain d'inflation et de fébrilité du moral des ménages. Au second semestre de l'année, les dépenses de consommation augmenteront de manière plus dynamique, profitant de la consolidation de l'emploi et du rétablissement du climat de confiance qui devrait intervenir en lien avec la reprise. Étant donné la croissance atone du premier semestre de cette année, la croissance annuelle moyenne de la consommation se replierait à +0,8% en 2016 (après +1,3% en 2015).

En ce qui concerne les investissements résidentiels, nous anticipons que des effets de compensation de la croissance exceptionnelle observée au second semestre de 2015 devraient se marquer dans la dynamique des dépenses courant 2016. Ceci étant, notre analyse des éléments plus fondamentaux atteste d'une conjoncture économique relativement plus porteuse pour ce type de

Graphique 2.16 | Prévisions de la demande à trois mois dans l'industrie

SOURCE : BNB – CALCULS : IWEPS



dépenses dans un contexte de taux d'intérêt planchers et de consolidation de l'emploi. Au total, les investissements en logements croîtraient de +4,2% en 2016, contre +1,2% en 2015.

Étant donné la forte dépendance des exportations belges aux biens importés, nous considérons que la bonne tenue des exportations qui est attendue sur l'horizon de projection se traduira également par une progression relativement dynamique des importations. Selon notre scénario, la croissance annuelle moyenne des importations s'établirait à +4,4% en 2016 (après + 5,2% en 2015),

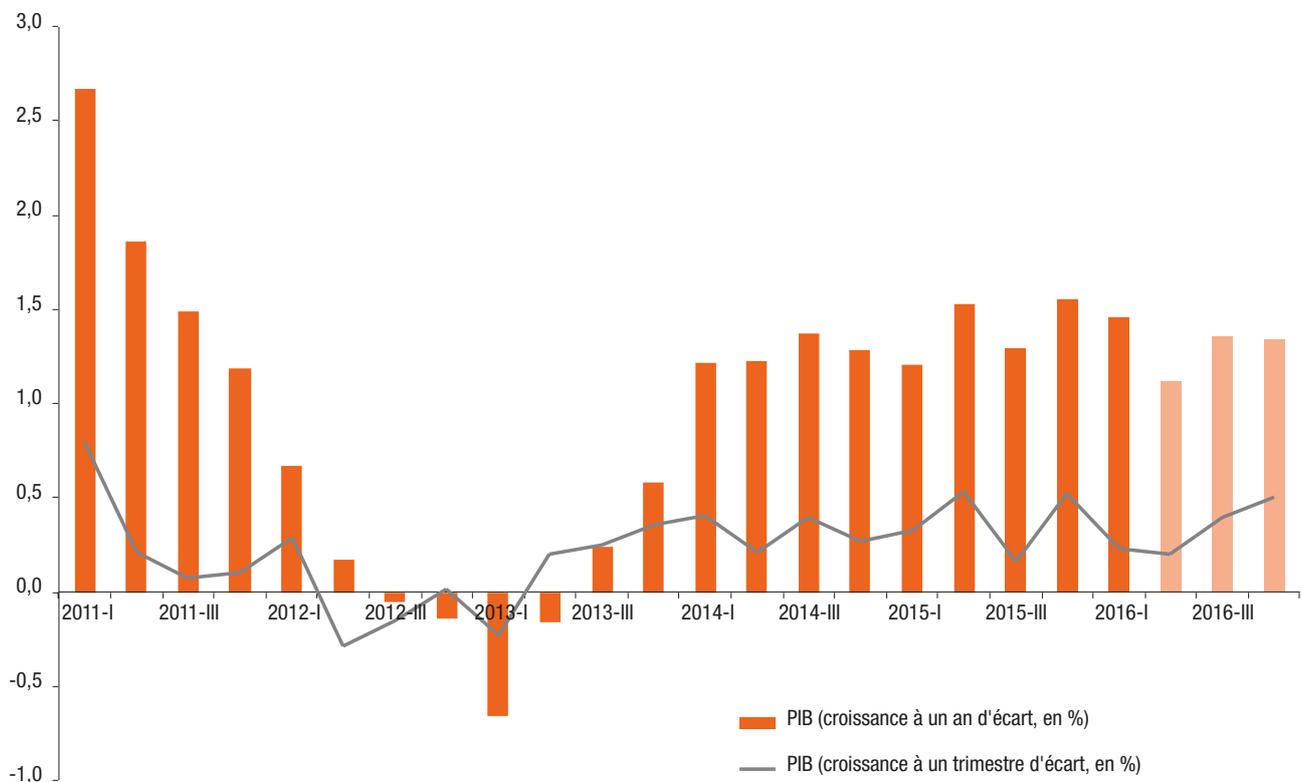
de sorte que la contribution du commerce extérieur à la croissance serait positive, à hauteur de +0,3 point en 2016 (contre -0,3 point en 2015).

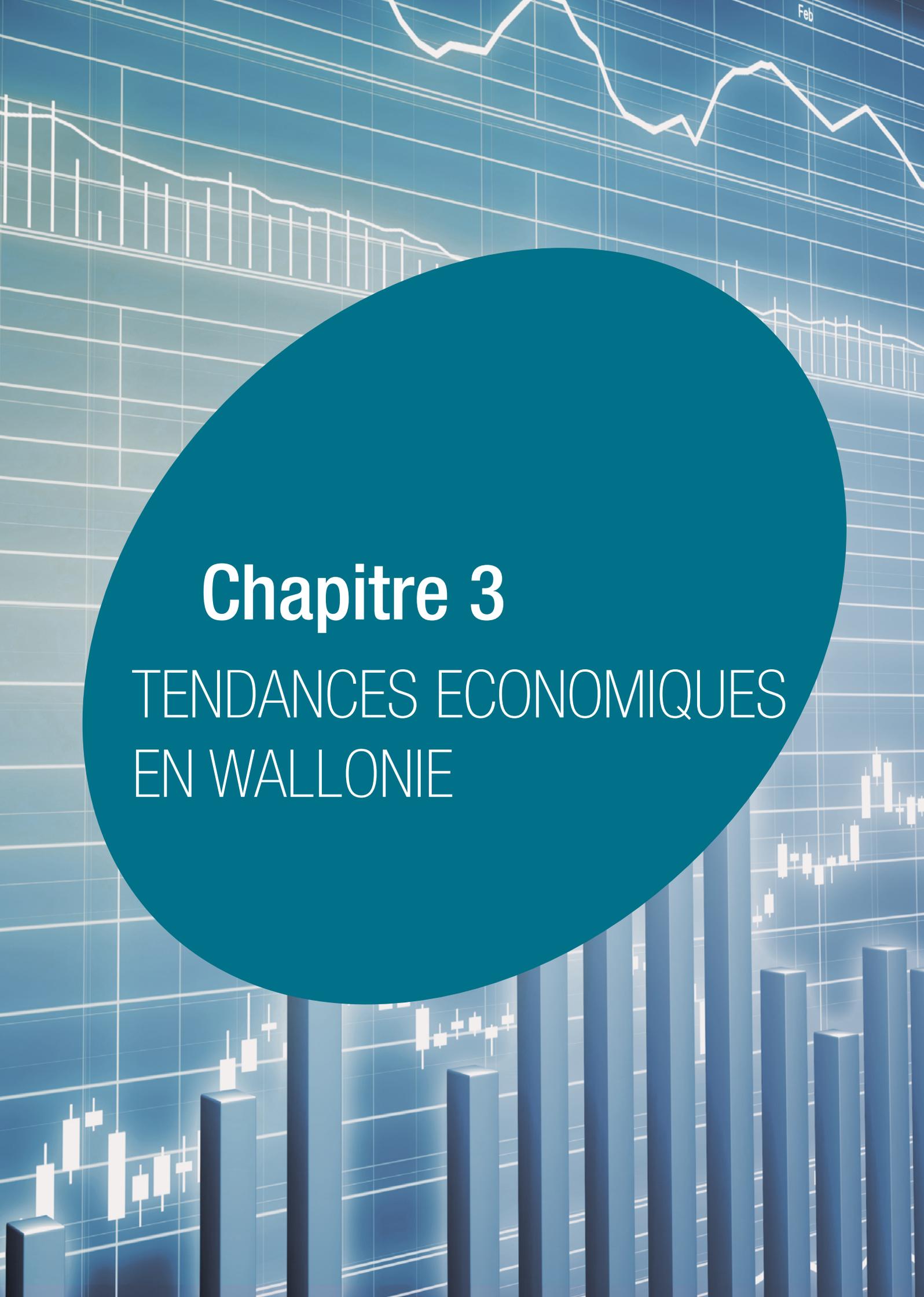
Les éléments qui précèdent nous laissent entrevoir qu'après un premier semestre de croissance molle, la croissance de l'économie belge se redressera assez franchement en seconde partie d'année 2016 pour afficher une croissance trimestrielle de l'ordre de +0,5% en fin d'année (graphique 2.17). Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne du PIB belge s'établirait à +1,3% en 2016.

## Graphique 2.17 | Évolution du PIB belge

SOURCE : ICN - CALCULS : IWEPS

NOTE : PIB EN EUROS CHAÎNÉS, CORRIGÉ DES EFFETS DE CALENDRIER ET DES VARIATIONS SAISONNIÈRES. LES DONNÉES EN CLAIR SONT DES PRÉVISIONS ÉTABLIES PAR L'IWEPS.



The background features a grid of white lines on a blue gradient. Overlaid on this are several white line graphs and bar charts. A prominent teal circle is centered on the page, containing the chapter title. The overall aesthetic is clean and professional, typical of a business or economic report.

# Chapitre 3

## TENDANCES ECONOMIQUES EN WALLONIE

## 3.1 L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

### Reprise économique amorcée en 2014 en Wallonie

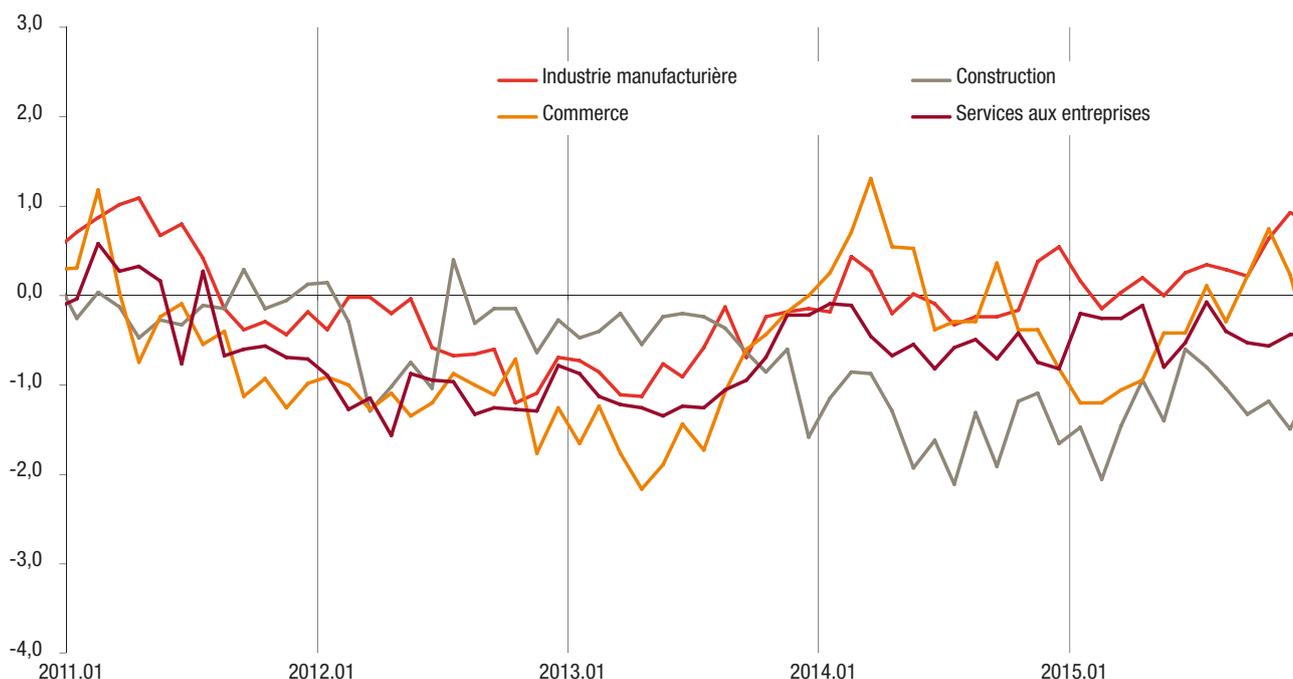
La dernière version des comptes régionaux de l'ICN fait apparaître de fortes révisions dans les estimations de la valeur ajoutée wallonne sur le passé récent, modifiant sensiblement le profil de croissance de la région au lendemain de la crise<sup>4</sup>. Ainsi, il s'avère à présent que la région a connu une contraction de l'activité économique en 2012 et 2013, à hauteur de respectivement -0,6% et -0,5% (contre +0,2% et une stagnation en Belgique). En 2012, la régression de l'activité est assez généralisée et particulièrement défavorable en Wallonie dans les services marchands suivants : crédit et assurances, commerce et services aux entreprises. Alors que l'activité de ces trois branches cesse lentement de se détériorer en 2013, c'est alors l'activité dans la construction et dans les services d'information et de communication qui enregistre d'importants reculs. Ces deux années sont en outre mar-

quées par une légère baisse du volume d'activité industrielle qui est en phase avec la morosité du commerce extérieur et, ce, singulièrement dans les biens d'équipements en Wallonie. En 2014, la valeur ajoutée régionale a renoué avec la croissance, celle-ci progressant au même rythme que la moyenne belge (+1,3%). L'activité est alors soutenue par la progression de l'industrie, notamment celle des biens intermédiaires qui répond à une demande d'exportations en nette amélioration.

L'évolution des indicateurs conjoncturels au niveau régional donne à penser qu'en 2015 la reprise s'est poursuivie en Wallonie. Toutefois, il y a tout lieu de croire que la progression de l'activité a été moins soutenue qu'en moyenne en Belgique. En effet, notre estimation de la croissance du PIB basée sur l'évolution du chiffre d'affaires global indique que la croissance économique s'est probablement établie à un niveau de l'ordre de +1,2% en Wallonie (contre +1,4% pour la Belgique d'après l'ICN).

Graphique 3.1 | Enquête auprès des entreprises - Courbes synthétiques sectorielles en Wallonie

SOURCE : BNB - CALCULS : IWEPS



<sup>4</sup> Entre autres raisons, ces révisions sont essentiellement causées, pour la Wallonie, par une réestimation des dépenses de recherche et de développement des entreprises.

Parmi les principaux secteurs économiques, on note que l'évolution du chiffre d'affaires a été relativement plus faible en Wallonie dans les services, en particulier dans le commerce, tandis que dans l'industrie, et surtout dans la construction, les évolutions ont été plus favorables en Wallonie qu'en Belgique.

Après un premier semestre assez favorable, marqué notamment par le redressement sensible de la confiance des commerçants (cf. graphique 3.1), le secteur du commerce wallon a été plus à la peine en deuxième partie d'année si l'on en croit les déclarations des ventes à la TVA (cf. graphique 3.2), le secteur subissant alors la décélération des dépenses de consommation des ménages sur fond de dégradation de leur moral (cf. section 3.3.1).

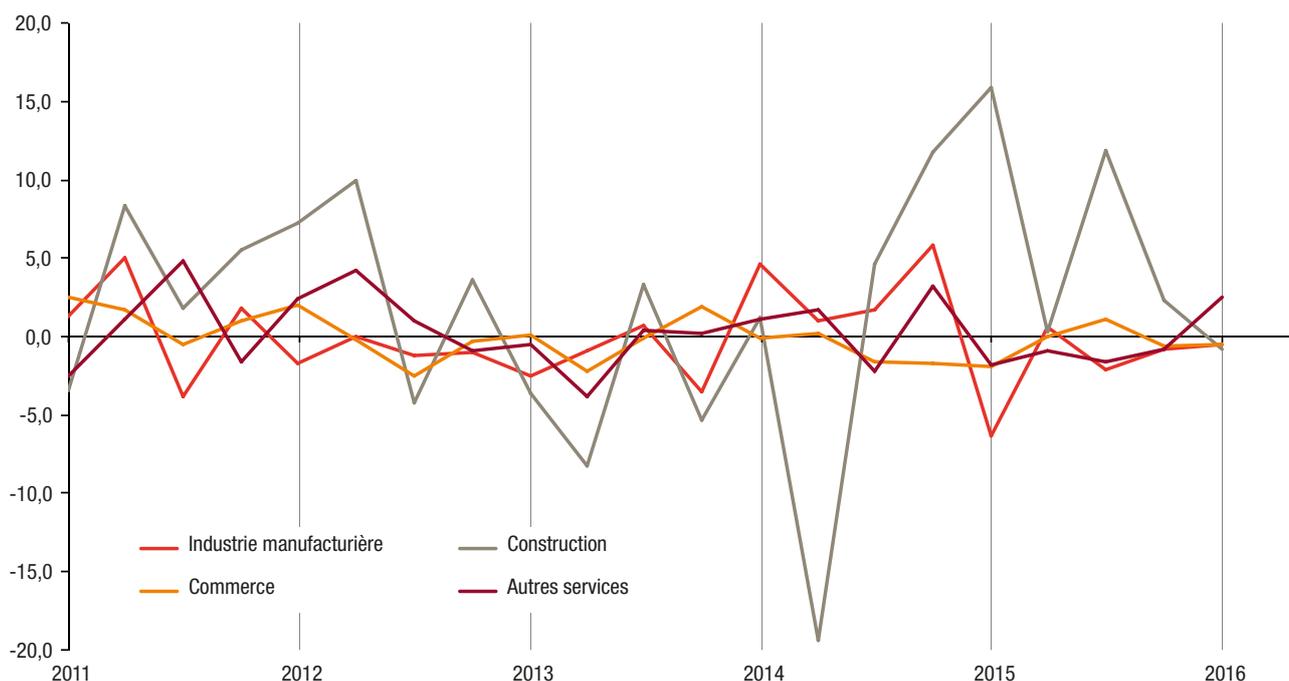
Dans l'industrie, même si les indicateurs de chiffres d'affaires notamment font état d'une atténuation de l'activité économique régionale en 2015 par rapport à 2014,

l'activité manufacturière ne semble pas avoir trop souffert du ralentissement des échanges mondiaux de marchandises en deuxième partie d'année 2015. En effet, les données relatives à la production industrielle attestent d'une évolution du secteur relativement plus favorable en Wallonie qu'en Belgique, en particulier au cours de la seconde partie d'année 2015 (cf. graphique 3.3). L'évolution des indices est notamment sensiblement plus favorable à partir de la mi-2015 en ce qui concerne les biens de consommation, avec une évolution particulièrement robuste de l'activité dans l'industrie alimentaire. Ces observations constituent un signe que ce segment de l'industrie pourrait s'être redressé plus tardivement que les pans de l'industrie plus ouverts encore à la demande extérieure, à la faveur de l'amélioration de la confiance des ménages au premier semestre de 2015.

Notons encore que le rebond de l'activité industrielle en Wallonie, mesuré sur la base des indices de production,

Graphique 3.2 | Croissance du chiffre d'affaires des principaux secteurs en Wallonie (à un trimestre d'écart, volumes corrigés des variations saisonnières)

SOURCE : DG STATISTIQUES – CALCULS : IWEPS



paraît nettement plus prononcé que celui des ventes qui ressortent des déclarations à la TVA, en particulier en seconde partie d'année 2015 (cf. graphique 3.2). Par conséquent, nous considérons que les industriels wallons ont probablement reconstitué leurs stocks de manière significative au cours de cette période. Cette intuition est confirmée par les résultats des dernières enquêtes de conjoncture de la BNB, d'après lesquelles les industriels wallons jugent à présent que le niveau de leur stock de produits finis est sensiblement plus élevé que la normale.

Dans le secteur des services marchands, le redressement des ventes en toute fin d'année 2015 après un début d'année très morose (cf. graphique 3.2) est probablement à mettre en lien avec la bonne tenue du secteur industriel en deuxième partie d'année. Néanmoins, les enquêtes menées auprès des entrepreneurs de ce secteur attestent de la fragilité du climat de confiance toujours présente en fin d'année (cf. graphique 3.1).

Dans la construction, l'évolution de l'activité de trimestre à trimestre s'est avérée fort erratique au cours des deux dernières années, ce qui est probablement en partie lié aux effets qu'ont pu avoir sur le comportement des agents les multiples modifications d'ordre fiscal observées au cours de cette période<sup>5</sup>. Notons que dans ce contexte, il est délicat d'identifier les évolutions de l'activité du secteur qui sont véritablement le reflet d'une amélioration de la situation conjoncturelle générale. Cependant, il apparaît que globalement sur l'ensemble de l'année 2015 le secteur a connu une évolution relativement favorable. Dans le segment résidentiel notamment, il faut noter que les investissements des particuliers ont enfin franchement rebondi, après avoir enregistré six années de contraction au lendemain de la crise (cf. section 3.3.1). En Wallonie, ce redressement est apparu plus tardivement qu'en Flandre, générant dès lors davantage d'effets positifs en 2015 qu'en 2014.

## Raffermissement conjoncturel attendu dans le courant de l'année 2016

Alors que l'amélioration de la situation conjoncturelle globalement perceptible dans les enquêtes (hormis dans les services marchands) en fin d'année 2015 en Wallonie laissait présager un raffermissement de la croissance économique au début de l'année 2016, force est de constater que les évolutions observées lors des premiers mois de l'année 2016 ont rendu cet espoir vain. En effet, les indices synthétiques se sont à nouveau globalement repliés lors du premier trimestre de l'année dans l'ensemble des secteurs d'activité (cf. graphique 3.1). Le repli est assez manifeste dans l'industrie ainsi que dans le commerce. En mai, l'indice synthétique dans le commerce ainsi que dans les autres services se situait ainsi à un niveau sensiblement inférieur à la moyenne de long terme, tandis que dans l'industrie et la construction les indices se sont stabilisés à un niveau fort proche de leur moyenne.

Dans l'industrie, le recul du début d'année est surtout le résultat d'une remontée du niveau des stocks et dans une moindre mesure d'une appréciation moins favorable de la demande à trois mois. Néanmoins, le niveau de cet indicateur se situe toujours au-delà de sa moyenne de longue période, tandis que l'appréciation qu'ont les entrepreneurs de leur carnet de commandes à l'exportation demeure très bien orientée. Dans un contexte de consolidation de la croissance des exportations attendue à l'avenir (cf. section 3.2), nous considérons ainsi que l'activité du secteur industriel wallon devrait connaître une évolution relativement favorable sur l'ensemble de l'année 2016, même si les rythmes de croissance restaient contenus dans une perspective historique en raison de la croissance modeste de l'économie mondiale. Dans ce contexte, la situation dans le secteur des services marchands devrait enfin en profiter pour se rétablir graduellement dans le courant de l'année 2016.

<sup>5</sup> En effet, d'une part, le régime wallon des primes et prêts pour les rénovations énergétiques des bâtiments résidentiels a été sensiblement modifié au cours du premier trimestre de 2015. D'autre part, au 1<sup>er</sup> janvier 2016, le système de déduction fiscale de l'emprunt hypothécaire pour habitation propre et unique a été remplacé en Wallonie par le « chèque-habitat », globalement moins favorable, tandis que l'âge minimum du logement pour pouvoir bénéficier d'un régime de TVA préférentiel en cas de rénovation est passé de cinq ans à dix ans (mesure fédérale).

Dans le secteur du commerce, l'indice synthétique s'est montré fort volatil depuis la fin de l'année 2015, traduisant le degré d'incertitude élevé des commerçants. Étant donné que le moral des ménages montre également de nouveaux signes de fébrilité depuis plusieurs mois, nous considérons que la contribution du secteur du commerce à la croissance wallonne devrait rester limitée à court terme. À l'échelle nationale d'ailleurs, la branche commerce-transport-Horeca affiche l'un des reculs les plus marqués du premier trimestre en termes de valeur ajoutée (-0,6% à un trimestre d'écart) selon les premières estimations des comptes nationaux. En deuxième partie d'année, la situation conjoncturelle dans le secteur devrait s'améliorer en raison d'un raffermissement progressif des dépenses de consommation des ménages qui est attendu sur l'horizon de projection (cf. section 3.3.1).

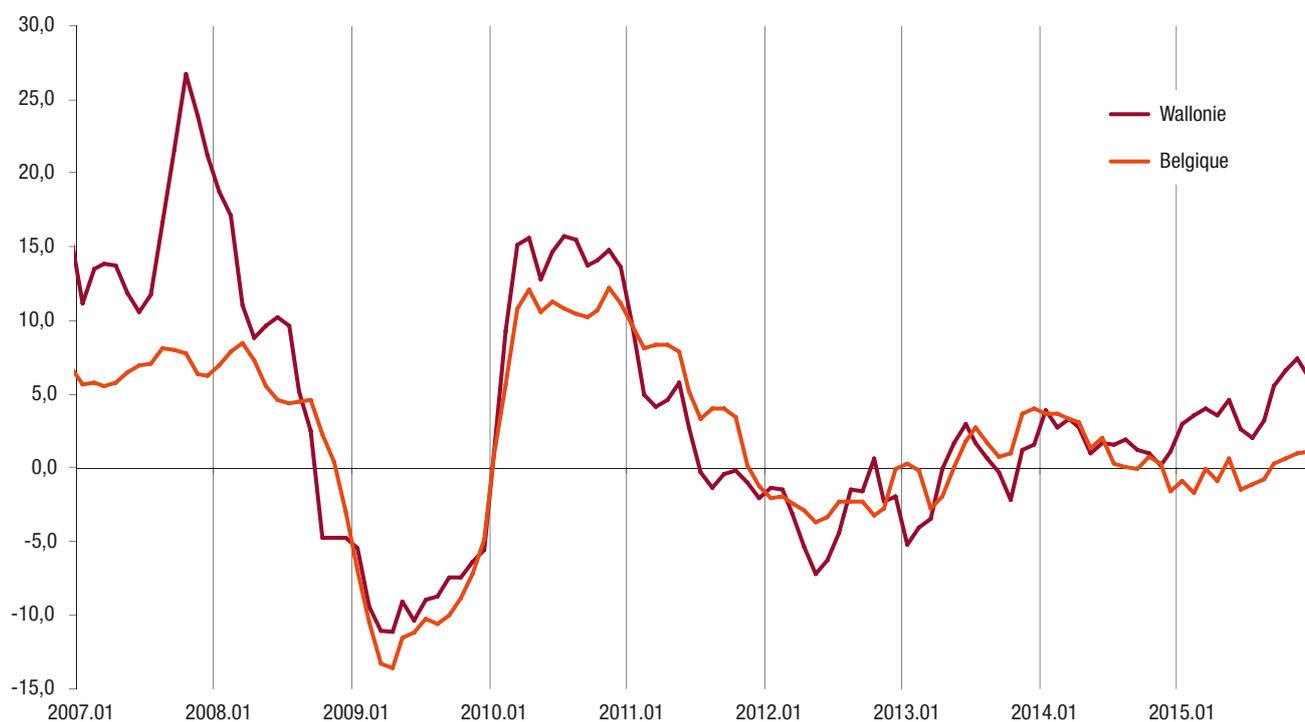
Dans la construction, l'activité en 2015 a probablement été en partie amplifiée par les modifications fiscales mises en place à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2016. Dès lors, il est à craindre que le secteur enregistre un niveau d'activité mé-

caniquement plus faible en première partie d'année 2016. Ceci étant, les indicateurs conjoncturels font état d'une situation qui s'est fondamentalement bien rétablie dans le secteur et nous anticipons une croissance positive, bien que plus modérée, en 2016, profitant de la poursuite du redressement des investissements résidentiels. Les chiffres relatifs au premier trimestre dans les comptes nationaux confirment d'ailleurs la bonne tenue du secteur en termes de valeur ajoutée.

Sur la base de ces éléments d'analyse, nous considérons qu'après le ralentissement sensible de l'activité économique en début d'année 2016, la croissance économique wallonne devrait progressivement se relever dans le courant de l'année (cf. graphique 3.4) à la faveur principalement d'un raffermissement des échanges internationaux de marchandises ainsi que, dans une moindre mesure, d'un relèvement de la demande intérieure qui interviendrait plus tardivement, en deuxième partie d'année. En moyenne annuelle, le PIB progresserait ainsi à un rythme de l'ordre de +1,1%.

Graphique 3.3 | Production industrielle : taux de croissance à un an d'écart, lissé sur trois mois, industrie hors construction

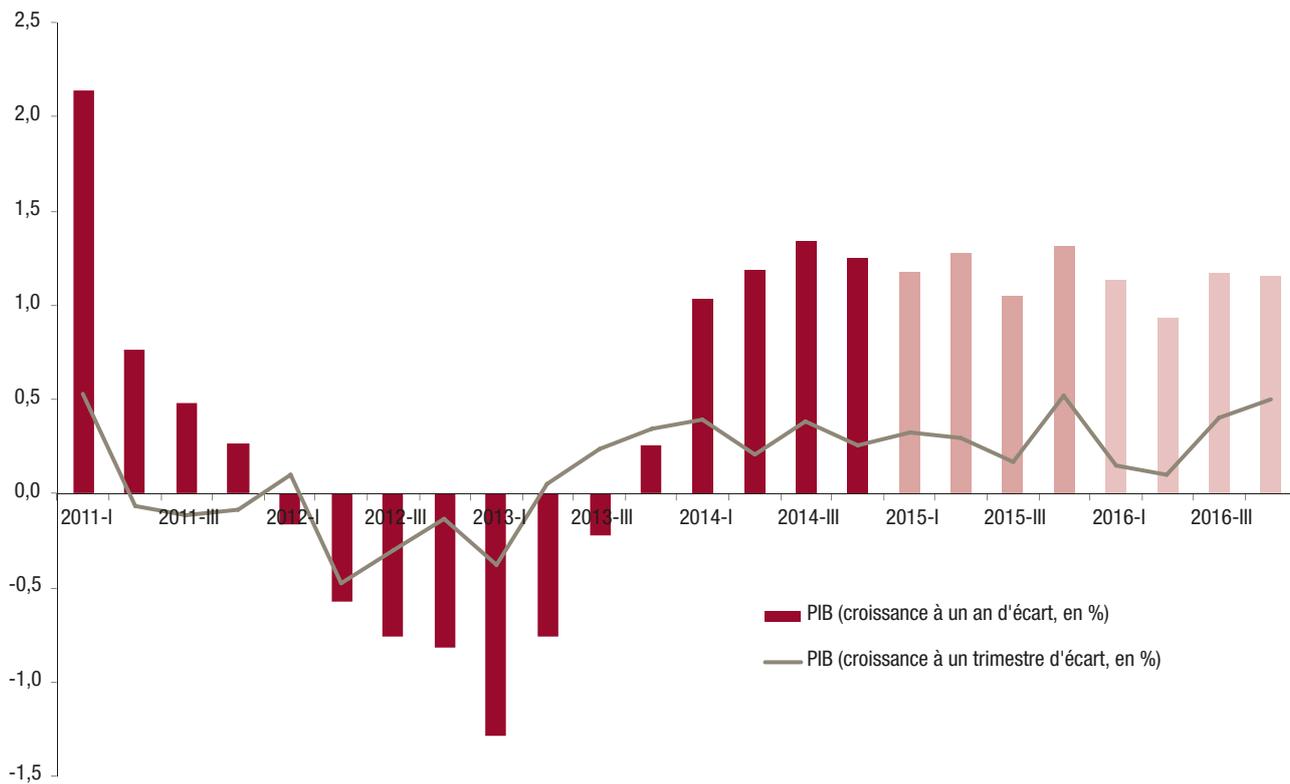
SOURCE : DG STATISTIQUES - CALCULS : IWEPS



### Graphique 3.4 | Évolution du PIB en Wallonie

SOURCE : IGN - CALCULS : IWEPS

NOTE : PIB EN EUROS CHAÎNÉS, CORRIGÉ DES EFFETS DE CALENDRIER ET DES VARIATIONS SAISONNIÈRES. LES DONNÉES EN CLAIR SONT DES PRÉVISIONS ÉTABLIES PAR L'IWEPS.



## 3.2 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

L'évolution récente du commerce extérieur de la Wallonie peut être analysée sur la base des statistiques relatives aux échanges de marchandises compilées par la BNB (Comext). Ces données renseignent les flux mensuels d'exportations et d'importations de marchandises de la région jusqu'au mois de février 2016 (cf. graphique 3.5).

Depuis le retournement conjoncturel opéré en fin d'année 2012, il apparaît que les exportations wallonnes se sont inscrites globalement en hausse. Toutefois, l'évolution des exportations à court terme s'est montrée par moment relativement volatile, en raison principalement du comportement erratique des exportations de produits pharmaceutiques dont le poids est très élevé dans le total (de l'ordre de 25%). Ainsi, après une croissance exceptionnelle au troisième trimestre de l'année 2014, les exportations de ces produits se sont globalement repliées en première partie d'année 2015, impactant le profil de croissance global des exportations wallonnes. Cette évolution concerne en outre principalement les exportations à destination de la France, principal marché de débouchés des produits wallons. Au cours de la deuxième partie d'année 2015, de manière générale, les exportations de marchandises ont connu une évolution relativement dynamique, ce qui ressort également des chiffres de la comptabilité nationale en ce qui concerne les exportations belges. D'après les statistiques du commerce de marchandises, l'évolution des exportations wallonnes aurait également été favorable lors des deux premiers mois de l'année 2016.

Signalons néanmoins que par rapport aux évolutions constatées avant la crise de 2008-2009, le rythme de croissance des exportations de marchandises est demeuré jusqu'à présent relativement faible, ce qui reflète assez bien le nouveau régime de croissance plus modeste caractérisant l'économie mondiale depuis la crise. En particulier, les exportations wallonnes pâtissent du manque d'allant du secteur industriel en Zone euro et en particulier du manque de vigueur des investissements productifs, notamment en Allemagne (deuxième marché d'exportation des produits wallons) où la reprise a été relativement décevante jusqu'à présent au regard des expériences passées de sortie de crise. Notons à ce

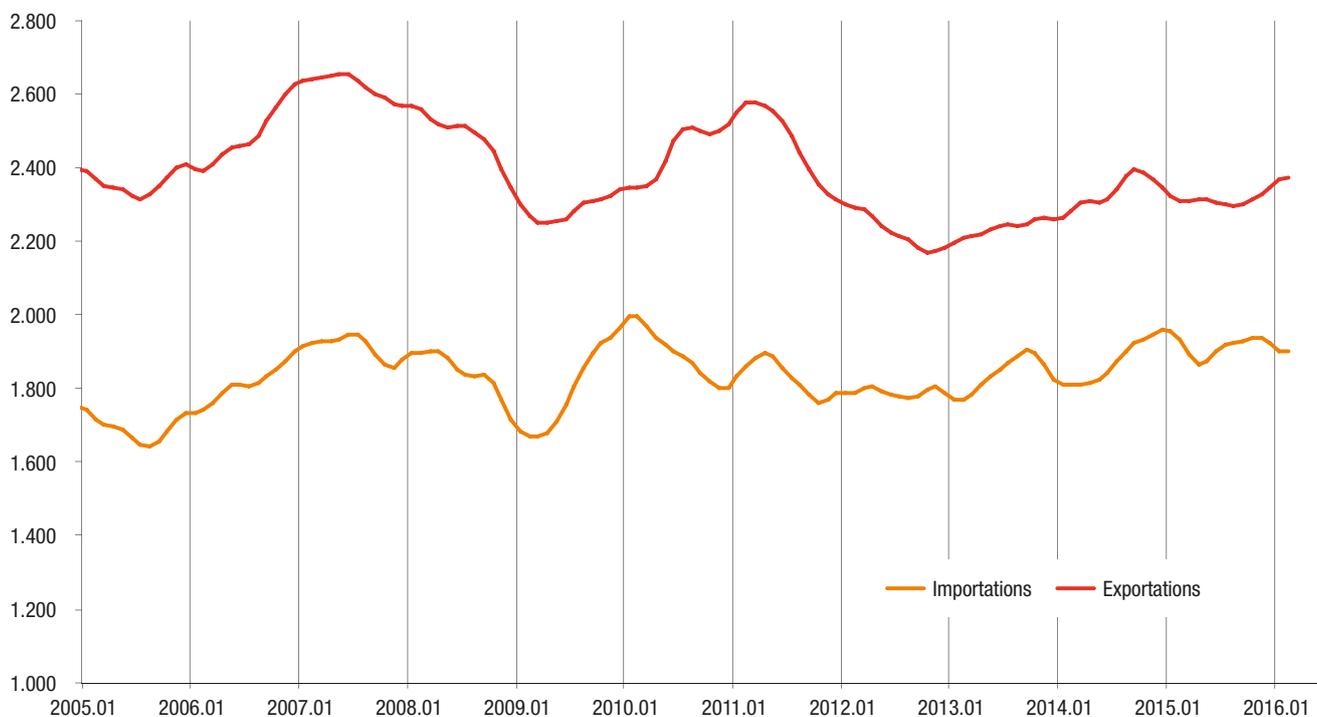
propos que d'après Eurostat le niveau du PIB de la Zone euro vient seulement de retrouver au premier trimestre de 2016 le niveau qui était le sien juste avant le déclenchement de la crise, soit il y a près de huit ans.

Reflétant en partie le contenu élevé en biens importés des produits wallons destinés aux marchés extérieurs, l'évolution des importations wallonnes de marchandises suit traditionnellement la tendance affichée par les exportations (cf. graphique 3.5). Toutefois, l'évolution à court terme des importations de marchandises peut se montrer particulièrement erratique en raison de la volatilité propre aux dépenses d'investissement des entreprises dont la composante en biens importés est élevée. Ainsi, le recul sensible des importations wallonnes en début d'année 2015 reflète un phénomène de compensation du niveau très élevé des importations en fin d'année 2014, qui était lié aux investissements d'ampleur exceptionnelle consentis dans l'industrie wallonne durant cette période. Depuis la fin d'année 2015, les importations s'inscrivent à nouveau en repli, leur évolution contrastant sensiblement par rapport à celle des exportations. Notons que l'on ne peut exclure qu'une partie de ce repli soit lié au recul des prix du pétrole sur les marchés internationaux durant cette période. Il est en effet particulièrement délicat de mesurer les évolutions en termes réels des flux de commerce dans les circonstances actuelles marquées par une forte volatilité des prix des matières premières.

Les perspectives de croissance des exportations wallonnes restent globalement bien orientées pour les trimestres à venir. En effet, la reprise semble à présent bien installée en Zone euro, le PIB ayant affiché une progression du PIB de +0,6% sur base trimestrielle au premier trimestre de 2016, tandis que la fin d'année 2015 avait déjà connu un rebond assez franc des investissements. Soutenue principalement par le raffermissement de la demande intérieure, sur fond de baisse du chômage, d'inflation très faible et de poursuite d'une politique monétaire très accommodante, la reprise en Zone euro est en outre appelée à se consolider à l'avenir. Étant donné que les entreprises belges et wallonnes sont largement spécialisées dans la production de biens industriels intermédiaires et font partie pour la plupart de chaînes de

Graphique 3.5 | Tendence des exportations et importations en volume en Wallonie

SOURCE : BNB - CALCULS : IWEPS



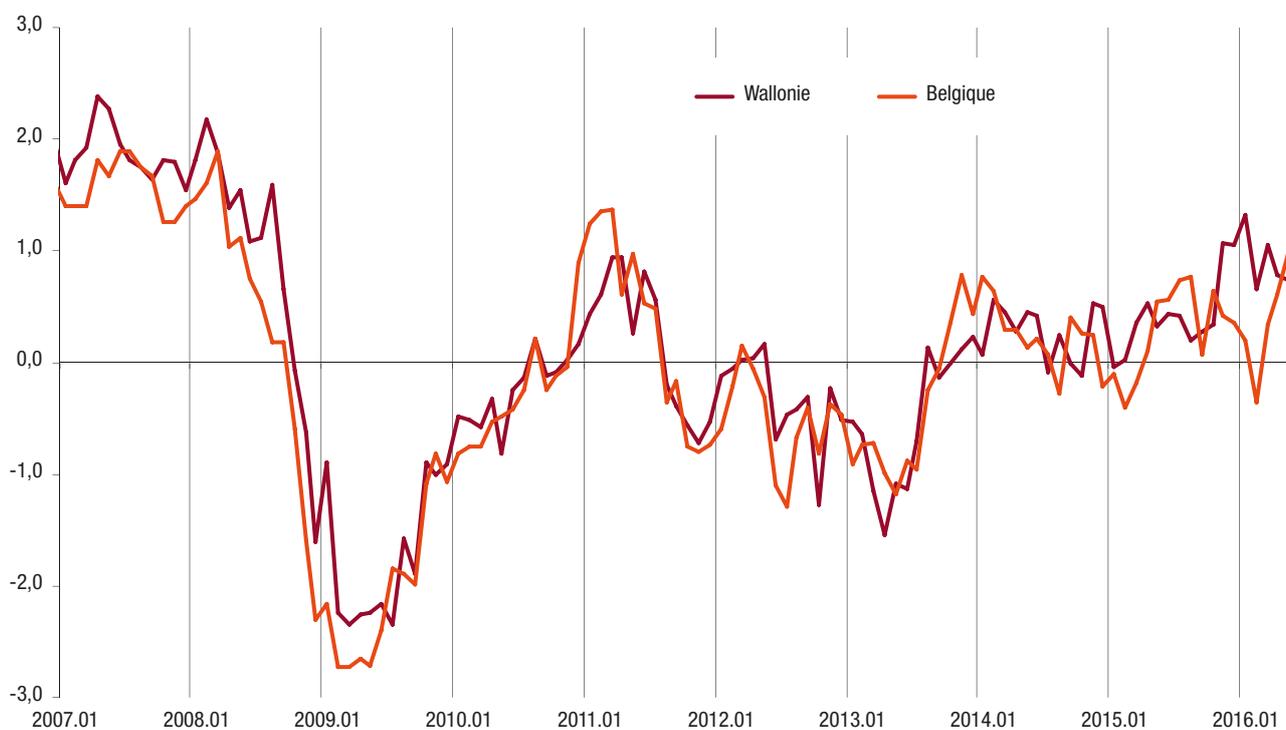
valeur au niveau européen, la bonne tenue des échanges commerciaux intraeuropéens qui est anticipée à l'avenir constitue une perspective favorable pour les exportations wallonnes. En outre, les exportations wallonnes devraient également commencer progressivement à bénéficier des mesures de modération salariale décidées par le Gouvernement Michel (saut d'index en 2015 et baisse des cotisations sociales employeurs en 2016) visant l'amélioration de la compétitivité des entreprises. Dans ce contexte, notons que l'opinion des industriels wallons à propos de l'état de leur carnet de commandes à l'exportation témoigne de perspectives relativement favorables, l'indicateur demeurant à un niveau sensiblement supérieur à sa moyenne de longue période au cours des derniers mois (cf. graphique 3.6).

Néanmoins, étant donné le ralentissement conjoncturel constaté au niveau mondial (cf. chapitre international), le rythme de croissance des exportations belges et wallonnes devrait rester relativement contenu dans une perspective historique sur l'horizon de projection. En effet,

l'évolution du commerce international a été faible en fin d'année 2015 et resterait contrainte à court terme par le ralentissement de la croissance constaté dans la plupart des économies émergentes ainsi que dans certaines économies avancées d'envergure, notamment aux États-Unis. Ainsi, compte tenu des récentes perspectives de croissance établies par le FMI (avril 2016) relatives aux importations des principaux marchés de débouchés wallons, il apparaît qu'en 2016 la croissance de la demande adressée à l'industrie régionale serait légèrement inférieure à celle de 2015, celle-ci s'inscrivant à nouveau sensiblement en deçà du niveau qui était le sien durant la période d'avant crise (cf. graphique 3.7). Dans ce contexte, nous n'anticipons pas d'accélération des exportations à court terme. Il est même fort probable que la croissance des exportations se révèle relativement plus faible en première partie d'année 2016 qu'en fin 2015. En deuxième partie d'année 2016, la croissance pourrait retrouver un peu plus d'allant à la faveur du raffermissement progressif des échanges commerciaux à l'échelle mondiale.

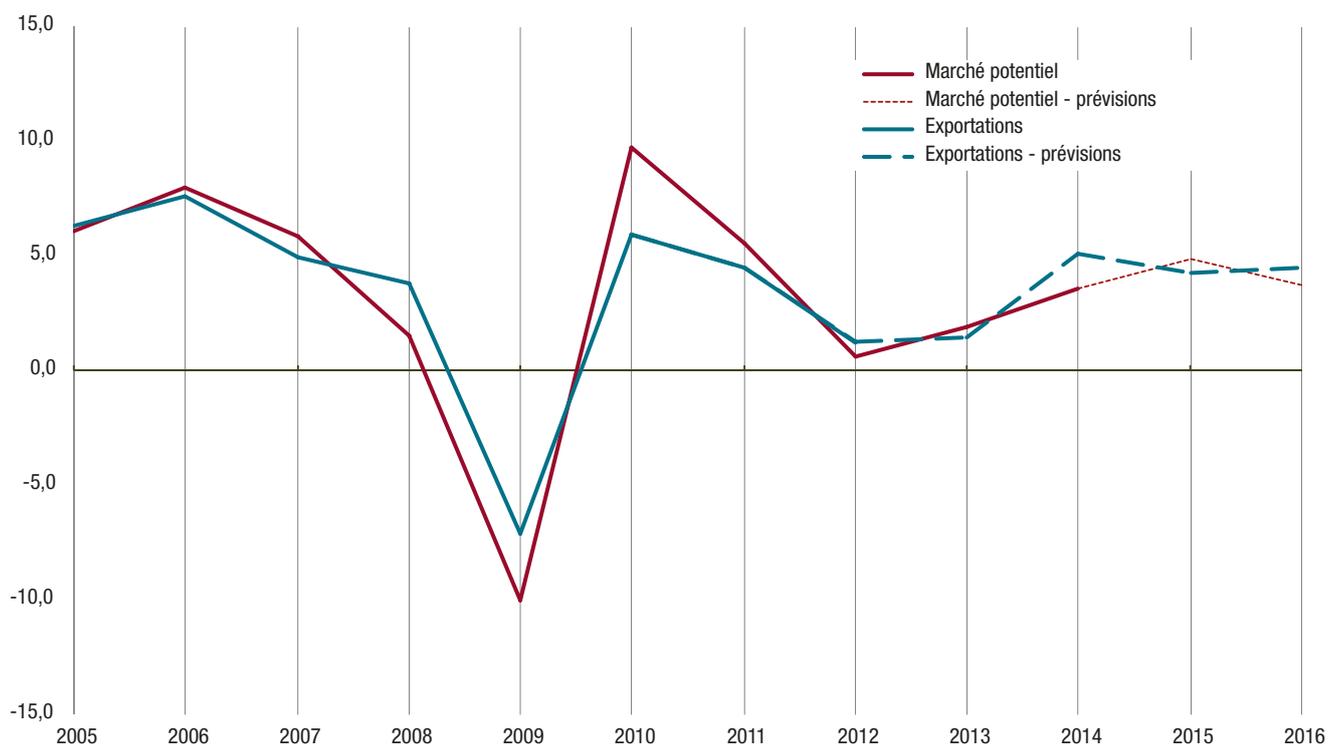
Graphique 3.6 | Enquête auprès des entreprises - Appréciation du carnet de commandes à l'exportation dans l'industrie manufacturière

SOURCE : BNB - CALCULS : IWEPS



Graphique 3.7 | Marché potentiel des exportations wallonnes (sur la base des prévisions d'importations des partenaires)

SOURCE : BNB, FMI - CALCULS : IWEPS



Étant donné l'évolution modérée des exportations wallonnes attendue sur l'horizon de projection, la croissance des importations de biens intermédiaires devrait rester contenue au cours des prochains trimestres. Cependant, la consolidation des dépenses de consommation ainsi que le redressement des dépenses d'investissements productifs constituent deux éléments qui devraient soutenir la demande wallonne pour des biens importés au cours des prochains trimestres, si bien que le rythme de croissance des importations de trimestre à trimestre dépasserait progressivement celui des exportations dans le courant de l'année 2016.

Selon notre scénario, la croissance annuelle moyenne des exportations wallonnes totales (flux de biens et services, ajustés aux comptes nationaux) s'établirait à +4,5% en 2016 (après +4,3% en 2015), tandis que celle des importations serait de +3,8% (comme en 2015). Selon ces projections, la contribution du commerce extérieur à la croissance économique de la Wallonie serait significative en 2016, à hauteur de +0,6 point de croissance.

## 3.3 LA DEMANDE INTÉRIEURE

### 3.3.1. Les ménages

En 2015, la hausse attendue des dépenses de consommation privée serait essentiellement soutenue par l'amélioration du marché de l'emploi et la hausse du revenu des ménages, qui bénéficie encore en début d'année du recul des prix des produits énergétiques. Cet effet prix favorable devrait toutefois s'estomper en cours d'année. Le rebond de l'inflation, mais aussi le repli de la confiance des consommateurs, devraient ainsi avoir freiné le rythme de progression des dépenses de consommation privée au cours du second semestre. En 2016, la reprise de la consommation privée serait entravée par la croissance encore modérée de l'emploi en Wallonie alors que la hausse du pouvoir d'achat des ménages serait atténuée par le regain de l'inflation. Les signaux sont en revanche plus favorables pour les investissements résidentiels qui ont renoué avec la croissance depuis 2015.

#### Les hésitations de la confiance

La confiance des acteurs économiques, ménages ou entreprises, est un facteur difficile à cerner, en raison de sa composante émotionnelle. La confiance reste néanmoins un déterminant important des comportements de dépenses des opérateurs économiques.

Durant la première partie de l'année 2015, la confiance des consommateurs wallons a suivi une progression en dents de scie. Toutefois, le raffermissement du moral des ménages s'est globalement poursuivi jusqu'en août de l'année dernière. Ce regain tendanciel de confiance des particuliers s'appuie notamment sur une perception globalement positive de l'évolution des paramètres économiques observés, les prévisions étant souvent moins optimistes. Les ménages wallons semblent ainsi s'être notamment montrés sensibles, avec un retard de quelques mois, au gain de pouvoir d'achat induit par la chute du prix du pétrole. Le regain de confiance des particuliers s'appuie aussi sur l'atténuation des craintes relatives à l'emploi. Le résultat des enquêtes de confiance montre en effet que l'indice relatif aux prévisions de chômage (à douze mois) évolue sous sa moyenne de long terme depuis le quatrième trimestre de 2014.

Cependant, la relative volatilité de l'indice synthétique, créée par les changements brusques de la perception des ménages quant au développement de l'environnement macroéconomique, mais aussi concernant l'évolution des paramètres microéconomiques, trahit, en creux, la fébrilité persistante des consommateurs wallons.

Au cours du second semestre 2015, l'inquiétude des ménages s'est ainsi d'abord accrue, nourrie des craintes suscitées par l'incidence possible de la dégradation perçue du contexte économique général sur la pérennité de leur emploi. L'indice synthétique de confiance a alors plongé à son niveau moyen de long terme durant l'automne, avant de se redresser au cours du dernier trimestre 2015, à mesure que se dissipait les craintes des ménages, en particulier quant à l'évolution du marché du travail, effaçant en fin d'année le repli du mois de septembre.

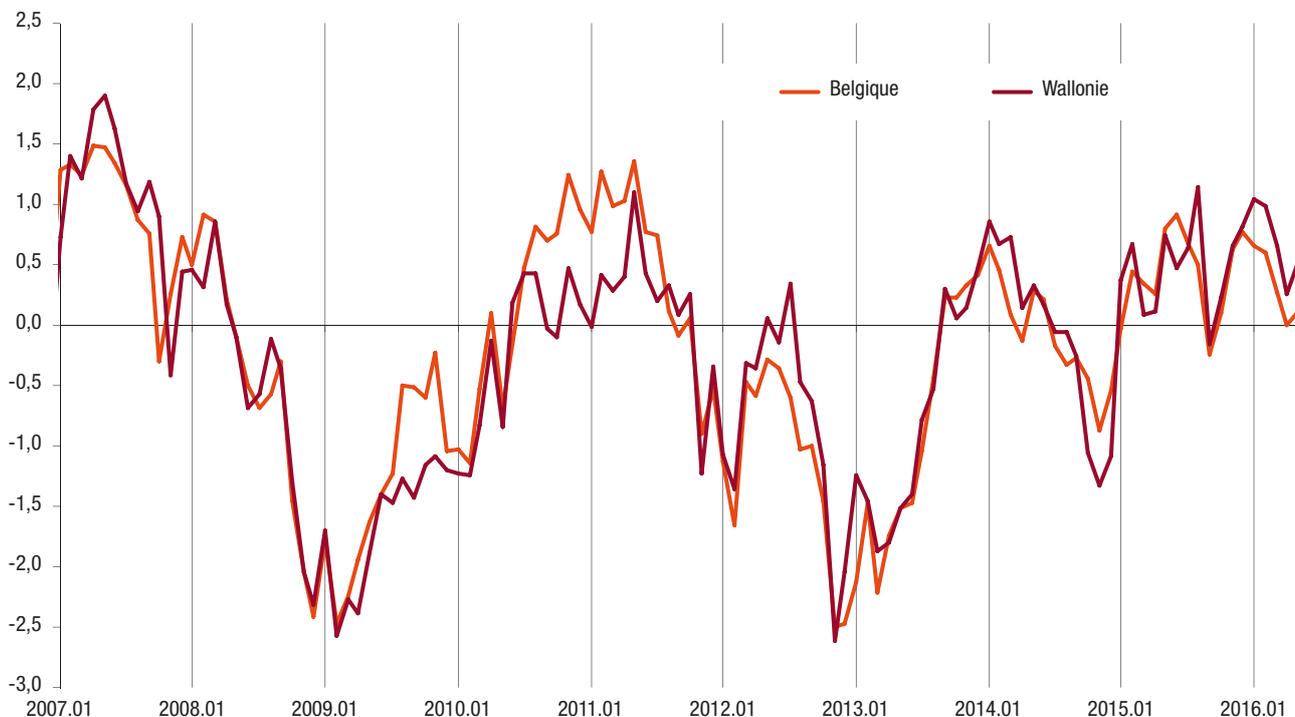
La progression globalement favorable du « moral des ménages » jusqu'au mois d'août de l'année dernière, mais aussi le redressement du volume de transactions dans le commerce de détail jusqu'à cette date, nous incitent à conserver un scénario de nette consolidation de la croissance de la consommation au cours du premier semestre de 2015. Au cours de l'automne, la progression des dépenses de consommation des ménages se serait ensuite globalement ralentie, sous l'effet de la brusque remontée temporaire des craintes des consommateurs en matière de chômage. Si ce regain d'inquiétude s'est estompé en fin d'année dernière, la consommation des ménages se sera ralentie sur l'ensemble du second semestre.

Au cours du premier trimestre 2016, révisant à la baisse l'appréciation de leur situation financière et, une fois de plus, incertains quant à l'évolution attendue des paramètres macroéconomiques, les ménages wallons semblent avoir été gagnés par une morosité croissante, comme le révèle la détérioration de l'indice de confiance des consommateurs jusqu'en mars.

Les ménages se sont montrés de plus en plus pessimistes quant à l'évolution de la situation économique générale, mais aussi concernant leur situation financière personnelle.

Graphique 3.8 | Confiance des ménages - Indicateurs synthétiques - Moyennes centrées réduites

SOURCES : IWEPS (WALLONIE) ET BNB (BELGIQUE) - CALCULS : IWEPS



Graphique 3.9 | Enquête auprès des consommateurs wallons – prévisions du chômage au cours des douze prochains mois – moyennes centrées réduites

SOURCES : IWEPS (WALLONIE), BNB (BELGIQUE) - CALCULS : IWEPS



Les sous-indicateurs relatifs à ces questions dans les enquêtes auprès des consommateurs wallons se sont repliés jusqu'en mars, sous leur moyenne de longue période. De même, l'indicateur mesurant l'appréciation des consommateurs quant à l'opportunité de réaliser des achats importants s'est inscrit en retrait, sous sa moyenne de longue période. Autant de composantes de la confiance qui sont de nature à tempérer la dépense de consommation privée au cours du premier semestre. Le repli des perspectives de demande et de commandes dans le commerce témoigne d'ailleurs déjà de cette évolution.

En revanche, les appréhensions des consommateurs quant à la menace du chômage ont continué à refluer durant le premier trimestre de cette année. Cette meilleure appréciation de la situation du marché du travail devrait apporter un soutien aux dépenses de consommation des ménages, l'indicateur partiel étant bien corrélé avec les données de consommation. Par ailleurs, la proportion de consommateurs formant des projets d'achats de biens durables au cours des prochains mois est demeurée supérieure à la moyenne.

Depuis deux mois, les perceptions des ménages interrogés dans le cadre des enquêtes de conjoncture semblent s'être à nouveau retournées. L'indicateur synthétique de la confiance s'est ainsi redressé en avril et mai, soutenu par une appréciation plus favorable du contexte économique général et de leur situation financière personnelle. En revanche, les deux dernières données d'enquêtes montrent que les craintes de hausse du chômage se sont quelque peu ravivées, même si l'indicateur partiel relatif à ce sentiment reste en deçà de son niveau de long terme. Il est dès lors encore mal aisé de déterminer si ce regain de la confiance des consommateurs wallons se révélera transitoire ou se renforcera encore. Selon notre scénario prévisionnel, l'amélioration attendue de la situation sur le marché du travail (cf. section 3.4) tendra à raffermir la confiance des consommateurs, en particulier en matière d'emploi, ce qui se traduirait par une reprise graduelle de la consommation privée à partir du troisième trimestre 2016.

Par ailleurs, les enquêtes mensuelles de confiance de la BNB renseignent indirectement sur le comportement d'épargne des ménages. Depuis le début d'année 2015, les variations de la confiance s'accompagnent d'une volatilité prononcée des prévisions d'épargne qui conservent cependant une légère tendance à la hausse. Ces variations ne semblent pas avoir significativement influé sur le jugement des consommateurs quant à l'opportunité d'épargner. L'indicateur représentatif de cette perception est demeuré en deçà de sa moyenne de longue période tout au long de l'année 2015, avant de se dégrader fortement depuis la fin de l'année dernière et jusqu'à la donnée d'avril 2016. Cette appréciation des consommateurs est vraisemblablement liée à l'évaluation, également faible dans une perspective qu'ils font de leur situation financière.

Les taux d'épargne wallons sont vraisemblablement bas, davantage encore qu'en Belgique, de sorte que les dépenses de consommation dépendront surtout de l'évolution du pouvoir d'achat des ménages<sup>6</sup>. La hausse attendue des revenus des ménages se partagerait donc également en une hausse de la consommation et de l'épargne, altérant peu le rapport entre les deux.

### **Le regain de l'inflation érode la croissance du pouvoir d'achat**

Malgré la faiblesse persistante de la dynamique d'inflation en 2015, en raison notamment du recul des prix enregistré en début d'année, la progression des revenus réels en 2015 devrait rester modérée (+1,4%). En 2016, l'accroissement du revenu en termes nominaux serait soutenu par la légère progression des salaires. En raison du rebond de l'inflation, et malgré l'indexation des salaires en milieu d'année, la hausse du revenu disponible réel atteindrait seulement +0,9%.

En effet, en ce qui concerne les prix, on observe que le taux d'inflation, qui a atteint un plancher en janvier 2015, s'est depuis lors progressivement redressé. Encore

<sup>6</sup>Cette prépondérance de « l'effet revenu » sur l'épargne est la conséquence d'une période maintenant longue, depuis 2009, durant laquelle les ménages ont eu tendance à puiser dans leurs réserves financières en vue de maintenir leur niveau de consommation.

négatifs au cours du premier trimestre, les rythmes de croissance de l'indice des prix à la consommation se sont graduellement accélérés tout au long de l'année dernière, passant de -0,7% en janvier à +1,5% en décembre 2015. Sur l'ensemble de l'année, l'inflation ainsi mesurée est demeurée faible (+0,6%).

L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors prix des biens alimentaires ou énergétiques, plus volatils, est restée globalement stable jusqu'à l'automne 2015 (autour de +1,3% en moyenne), avant de s'accélérer au cours du dernier trimestre. L'inflation sous-jacente s'est ainsi établie à +1,6% en moyenne en 2015, un taux une fois encore supérieur à celui de la Zone euro.

Les prix des produits alimentaires se sont redressés par rapport au début d'année 2015, recouvrant des taux de progression positifs (à un an d'écart) à partir d'avril. La hausse des prix des aliments non transformés, en particulier les fruits et les légumes, résulte de conditions climatiques moins favorables, notamment une sécheresse affectant la récolte de pommes de terre, mais aussi par le développement de nouveaux débouchés, alors que la production agricole européenne est encore interdite d'exportation sur le marché russe.

En revanche, le repli (en termes absolus et non relatifs) des cours des produits énergétiques continue à peser sur le développement de l'inflation totale, maintenant l'indice des prix à la consommation en deçà du niveau de l'inflation sous-jacente. La désinflation des prix énergétiques s'est toutefois graduellement ralentie depuis le début de l'année, notamment sous l'incidence d'un certain nombre de mesures gouvernementales visant au financement du « virage fiscal » (tax shift), tel que, en septembre, le relèvement de la TVA à 21% prélevée sur le prix de l'électricité ou l'instauration en novembre d'un effet de cliquet pour le diesel<sup>7</sup>.

Au cours du premier trimestre 2016, le rythme de croissance des prix s'est d'abord ralenti en février avant de rebondir en mars. Cependant, le Bureau fédéral du Plan (BFP) prévoit ensuite une décélération progressive de la hausse des prix à la consommation jusqu'en juin 2016. Les rythmes de croissance de l'indice des prix à la consommation devraient progresser légèrement durant le reste de l'année. Sur l'ensemble de l'année 2016, le taux d'inflation moyen devrait s'élever à +1,7%, suite non seulement à une hausse de l'inflation sous-jacente, mais également à une contribution plus importante des « autres composantes » et à une contribution moins négative des produits énergétiques (BFP). L'indice santé, utilisé pour l'indexation des salaires et des loyers, qui s'est accru à un rythme moyen de +1,1% en 2015, devrait atteindre +1,8% en 2016<sup>8</sup>. L'indice pivot a été dépassé en mai de cette année, de sorte que les allocations sociales et les salaires dans la fonction publique seront adaptés au coût de la vie, en d'autres termes augmentés de 2%, respectivement en juin et en juillet 2016. Le dépassement suivant n'interviendrait pas en 2017.

En ce qui concerne l'évolution des revenus des ménages wallons, nos attentes sont synthétisées au tableau 3.1. La prévision repose d'abord sur le scénario, décrit à la section suivante, concernant l'emploi, notamment salarié, qui prévoit une amélioration en 2015 et 2016. Ce scénario est ensuite complété d'une évolution pratiquement nulle des gains salariaux par tête en 2015, puis d'une hausse en 2016, dans un contexte de reprise modérée de l'activité, qui s'accompagnerait de nouveaux gains de la productivité moyenne durant cette période<sup>9</sup>.

L'évolution récente du revenu<sup>10</sup> des ménages wallons reflète la langueur persistante des créations d'emploi et l'incidence des mesures d'ajustement des budgets publics et de la modération salariale. En 2015, le gel des salaires conventionnels réels et le saut d'index décidé par

<sup>7</sup> Certaines mesures décidées par le Gouvernement flamand, qui entraînent une augmentation du prix de l'électricité en Flandre, auront un effet haussier sur le niveau de l'inflation en Belgique.

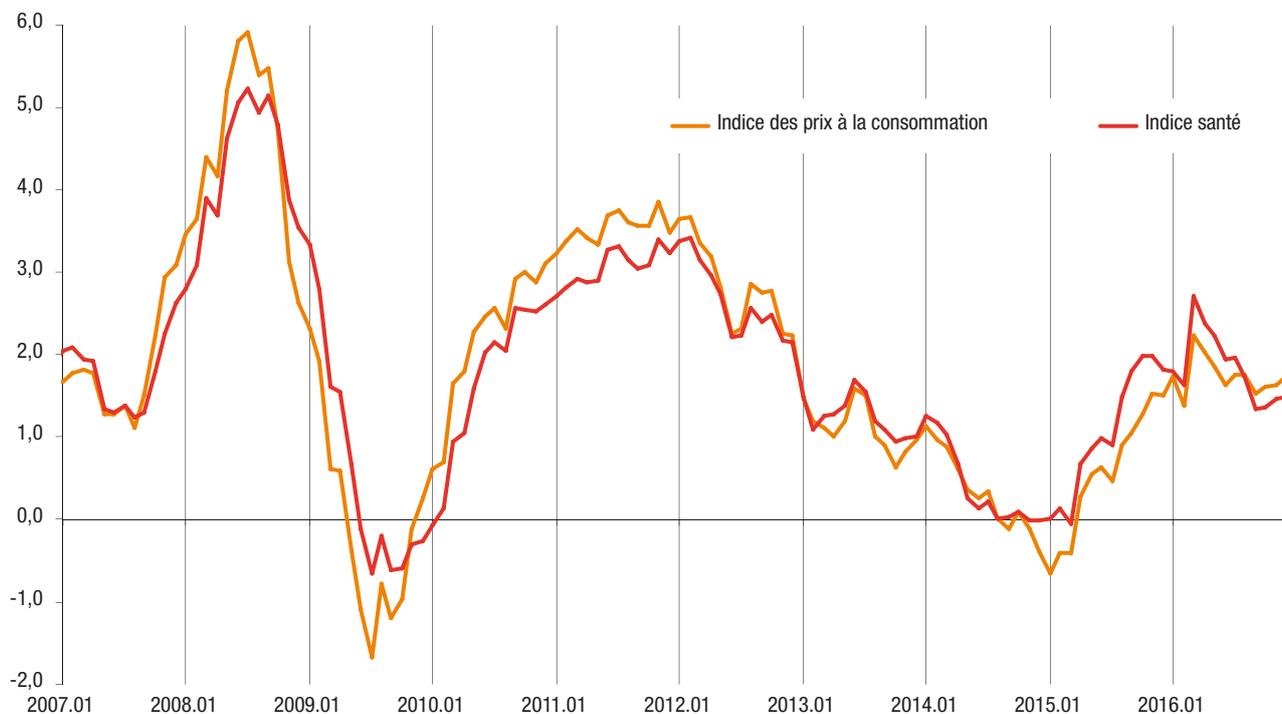
<sup>8</sup> L'estimation du Bureau fédéral du Plan est réalisée sur la base d'une hypothèse de prix du pétrole égal à 43 dollars en moyenne en 2016 et d'un taux de change euro/dollar fixé à 1,13 pour les deux années.

<sup>9</sup> La prévision de la plupart des autres composantes du revenu, en particulier celles affectées par les mesures de politique économique telles que les transferts (impôts et sécurité sociale), est issue des Perspectives économiques régionales (2014-2019), parues en juillet dernier (IWEPS, IBSA, SVR et BFP), adaptées à la suite des dernières publications de l'ICN disponibles, soit les comptes nationaux et le Budget économique.

<sup>10</sup> Les derniers chiffres de la comptabilité régionale du revenu des ménages portent sur l'année 2013.

## Graphique 3.10 | Prévisions de l'inflation (taux de croissance des prix à un an d'écart)

SOURCES : DG STATISTIQUE (INDICES JUSQU'À AVRIL 2016), BFP (PRÉVISION).



le Gouvernement fédéral ont limité la croissance nominale des salaires. Le poste des salaires et traitements bruts se serait accru de +0,9% en termes nominaux, nettement en deçà de sa valeur moyenne historique supérieure à +3,0%, contribuant ainsi faiblement à la croissance du revenu disponible. En revanche, la progression de l'emploi indépendant a induit une forte hausse du revenu mixte brut (+3,0%).

En 2016, après trois ans sans augmentation barémique réelle, les rémunérations tireraient parti d'un élargissement (limité) de la norme salariale, à concurrence de maximum 0,67% de la masse salariale brute. Les salaires et traitements devraient également bénéficier d'un effet d'indexation au cours de l'été, qui fait suite au dépassement de l'indice pivot en mai. Dans ce contexte, la croissance des revenus du travail (salaires bruts) serait plus vive en 2016 (+2,0%) grâce, d'une part, à une amélioration, encore relative, de l'emploi et, d'autre part, à la progression des salaires par tête, eux-mêmes soutenus par la remontée de la durée moyenne de travail. La hausse des rémunérations (coût salarial) devrait toutefois

se révéler plus modeste au cours des deux années 2015-2016 (+0,6% par tête), freinée par les baisses attendues de cotisations patronales. La progression des revenus de l'activité indépendante demeurerait dynamique.

En 2016, les revenus primaires des ménages wallons devraient bénéficier d'un accroissement des revenus de la propriété, certes encore modeste, mais inédit depuis 2008. Depuis la récession, l'environnement de taux bas et de versements réduits de dividendes a en effet pesé sur les revenus de la propriété (BNB, 2016), qui se sont amenuisés entre 2009 et 2014 et seulement maintenus en 2015. Le solde des revenus primaires des Wallons progresserait faiblement (+1,1%) en 2015, avant de se redresser un peu (+1,4%) en 2016, sous l'effet de la hausse conjuguée des revenus du patrimoine et des rémunérations des travailleurs.

Le pouvoir d'achat des ménages wallons devrait cette année être soutenu par le repli des impôts directs, sous l'effet d'un ensemble de mesures fiscales. La progression du revenu disponible des ménages atteindrait +2,6% en termes nominaux, soit seulement +0,9% en termes réels.

Tableau 3.1 | Scénario d'évolution des revenus des ménages en Wallonie

SOURCE : ESTIMATIONS IWEPS AU DÉPART DE DONNÉES DE L'ICN (JUSQU'À 2013)

	Structure en % du revenu primaire			Croissance nominale en %		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Excédent d'exploitation et revenu des indépendants	10,3	10,5	10,5	1,0	3,0	2,3
Rémunération des salariés	80,4	80,4	80,3	0,9	1,0	1,3
dont salaires et traitements bruts	57,9	57,8	58,2	0,9	0,9	2,0
Revenus nets de la propriété	9,3	9,2	9,2	-2,9	0,1	1,0
<b>Solde des revenus primaires</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>
Prestations sociales (hors transferts sociaux en nature)	34,5	34,9	34,9	1,1	2,4	1,3
Autres transferts courants nets	-0,6	-0,6	-0,5	-33,8	0,1	-24,1
Impôts courants	-20,1	-19,8	-19,4	0,4	-0,3	-0,8
Cotisations sociales	-31,9	-32,1	-31,6	0,8	1,5	0,0
<b>Revenu disponible nominal</b>	<b>81,8</b>	<b>82,4</b>	<b>83,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>
<b>Revenu disponible réel</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>

### La croissance des dépenses de consommation freinée par le regain de l'inflation

Depuis l'éclatement de la grande récession, les taux d'épargne des ménages wallons se sont contractés sous l'effet de la diminution des revenus, en particulier ceux de la propriété, généralement moins affectés à la consommation courante et donc plus à l'épargne, mais également en raison de l'inertie des comportements de consommation. Les ménages cherchent en effet traditionnellement à préserver – un temps – leurs habitudes de consommation, en dépit des variations de leur revenu ou de l'évolution déprimée du marché du travail, puisant dans leur réserve financière pour maintenir leurs dépenses courantes. Dans le contexte de recul du revenu disponible réel qui a caractérisé les années d'après-crise, ce recours aux réserves a toutefois à peine permis aux ménages wallons de maintenir leur volume de consommation, jusqu'en 2013. Limitant encore leurs dépenses en 2014, un rétablissement partiel du taux d'épargne a vraisemblablement pu être opéré.

En 2015, les gains de pouvoir d'achat engrangés suite au reflux de l'inflation et à la progression de l'emploi, dans un contexte d'amélioration globale de la confiance des ménages jusqu'à l'été, permettent d'envisager une

reprise assez nette (+1,1%) de la consommation privée en termes réels au regard des années de contraction qui précèdent. Ils devraient en même temps permettre encore une très légère hausse de la propension à épargner.

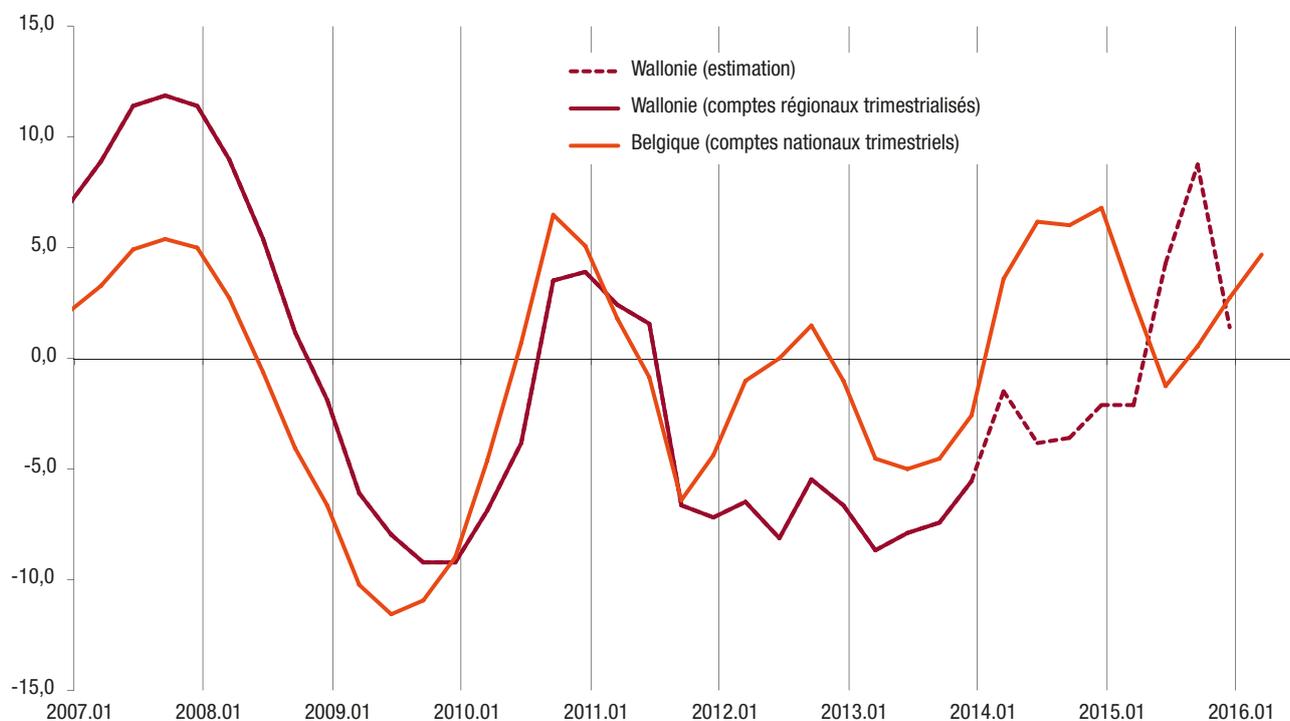
Cette dernière se prolongerait d'ailleurs en 2016, comme le suggèrent les prévisions d'épargne évoquées plus haut. En 2016, la consommation des ménages serait en revanche à nouveau freinée par la faible progression du revenu disponible réel, largement entamée par le rebond de l'inflation. Elle n'atteindrait dès lors qu'un rythme de progression de +0,7%.

### Reprise plus prononcée que prévu des investissements résidentiels en 2015, normalisation en 2016

En matière d'investissements en logement, l'année 2015 se démarque des années précédentes en Wallonie. Depuis la grande récession de 2009, ces dépenses des Wallons accusaient en effet chaque année un recul en termes réels. Ce constat s'appuie d'abord sur les statistiques de formation brute de capital fixe publiées en rythme annuel par l'Institut des comptes nationaux (ICN) dans les comptes régionaux, disponibles jusqu'en 2013.

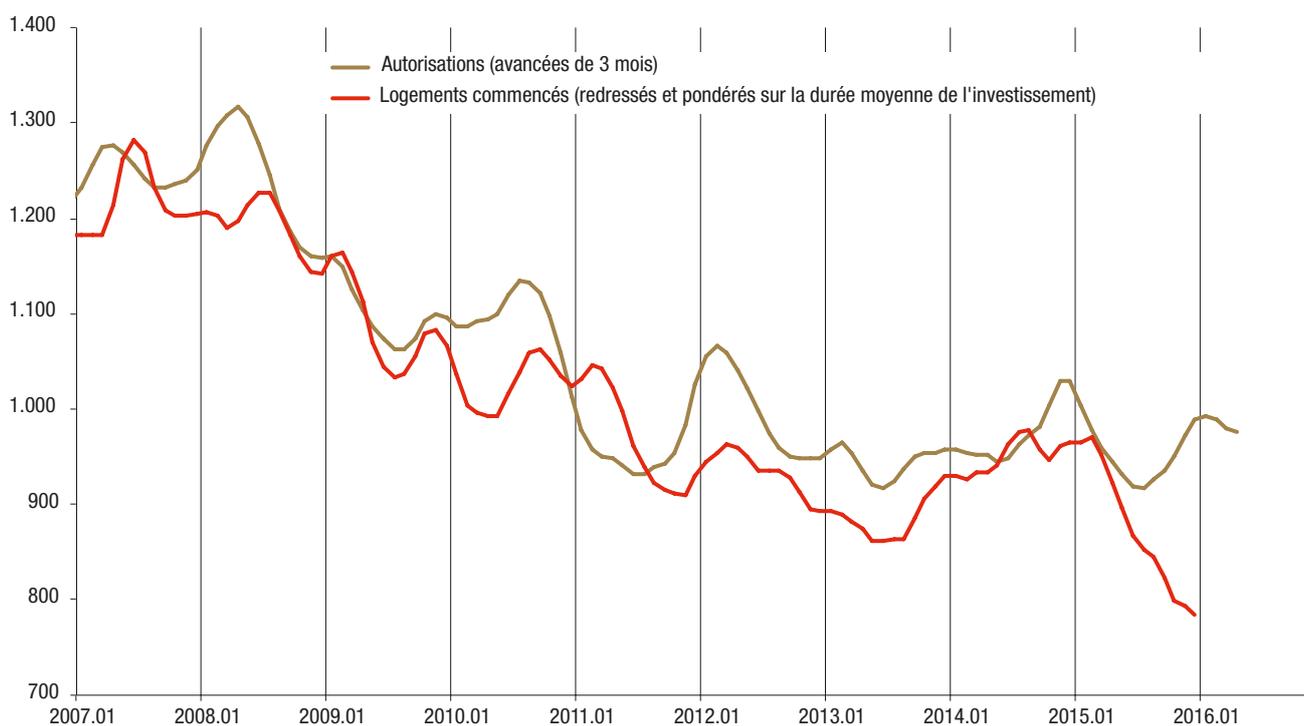
Graphique 3.11 | Investissements résidentiels des ménages – Variations à un an d'écart

SOURCES : ICN, DG STATISTIQUE – CALCULS : IWEPS



Graphique 3.12 | Nombre de logements autorisés et commencés dans les bâtiments résidentiels en Wallonie – Tendance sous-jacente

SOURCE : DG STATISTIQUE – CALCULS : IWEPS



Ensuite, sur la base de nos calculs complémentaires, la tendance au recul paraît s'être poursuivie en Wallonie en 2014 alors qu'une nette reprise était déjà enregistrée à l'échelle du pays. La pression sur les dépenses des ménages dans un contexte d'activité et d'emploi relativement plus défavorable à la Wallonie depuis 2012 (cf. sections précédentes) a donc encore pesé sur cette composante de la demande wallonne. Toutefois, bien qu'avec retard, la reprise serait intervenue au cours de l'année 2015, à la faveur d'une remontée progressive de la confiance des consommateurs.

Selon nos nouvelles estimations régionales, qui intègrent les récentes révisions de cette composante dans les comptes nationaux, l'amélioration que nous percevons déjà lors de nos précédentes éditions nous permet désormais de tabler sur une croissance de +3,1% des investissements résidentiels en 2015.

Le nombre de logements commencés donne une indication de la mise en chantier de l'investissement résidentiel, dont la dépense s'échelonne ensuite en moyenne sur une période d'une dizaine de mois. En Wallonie, le nombre de logements commencés avait cessé de se détériorer au cours du dernier trimestre de l'année 2014, et l'évolution de cet indicateur s'est révélée plus favorable que dans le nord du pays durant une grande partie de l'année 2015. C'est également le cas pour les transformations de logements.

La statistique des autorisations de bâtir anticipe quant à elle d'environ trois mois celle des logements commencés (cf. graphique 3.12). En Wallonie, elle a enregistré un repli en début d'année 2015 après une importante augmentation à la fin de l'année précédente. En deuxième partie d'année 2015, elle s'affichait de nouveau clairement à la hausse.

L'augmentation du nombre de permis de bâtir octroyés en Wallonie fait écho à la progression de la confiance des ménages wallons durant une bonne partie de l'année 2015. Dans un contexte économique en amélioration lente, on ne peut déduire de cette seule progression une forte relance des dépenses des ménages, notamment

celles d'investissement. Une part de la modeste embellie, en termes de revenus notamment, a donc encore vraisemblablement été mise à profit pour restaurer une situation financière des ménages wallons toujours difficile. Cependant, elle s'est aussi accompagnée tout au long de l'année 2015 d'un raffermissement des intentions d'investir, comme en témoigne l'enquête mensuelle (cf. infra).

En dépit de conditions d'octroi de crédit qui demeurent encore restrictives, la faiblesse des taux d'intérêt a dès lors facilité la concrétisation de projets immobiliers, comme en témoigne l'encours de crédit hypothécaire qui a nettement progressé d'octobre 2014 à octobre 2015 en Wallonie. Les données disponibles au niveau national sur le crédit hypothécaire confirment par ailleurs que la part liée à la transformation de logement continue à soutenir de façon non négligeable la croissance des investissements résidentiels. Prédominantes en termes de nombre de crédits, les transformations représentent évidemment des montants d'investissement moyens plus faibles, mais elles ont approché en 2015 les montants globaux de crédit liés aux nouvelles constructions (près de 3 milliards d'euros pour les premières contre 3,5 milliards pour les secondes). Il s'agit de montants proches de ceux qui avaient été enregistrés lors du fort élan des transformations enregistré en 2011, précédant la suppression d'une série de réductions d'impôt liées aux investissements économiseurs d'énergie.

L'ensemble des indicateurs que nous analysons est aujourd'hui une nouvelle fois influencé par les nombreuses modifications réglementaires qui touchent l'immobilier résidentiel. Nous avons évoqué les plus récents de ces changements dans nos précédentes éditions, soulignant les effets d'anticipation qu'ils peuvent provoquer. Ainsi, la hausse des permis enregistrée à la fin de 2014, générant des flux d'investissements en 2015, peut pour partie trouver sa source dans l'anticipation des modifications attendues du système de primes à la construction ou à la rénovation. De même, la nouvelle accélération des autorisations en fin d'année 2015 pourrait être destinée à devancer la réforme des réductions d'impôts liés à l'acquisition d'un premier logement (du bonus logement au chèque habitat) ou à la restriction du tarif préférentiel de

TVA accordée pour les rénovations<sup>11</sup>. Toutefois, il semble que les rebonds enregistrés ne soient pas particulièrement soudains ni marqués, en Wallonie en tout cas. En outre, leur durée dépasse les échéances de réforme et leur manifestation est corroborée par l'évolution plus fondamentale des intentions d'investir qui ressort des enquêtes d'opinions auprès des consommateurs.

Par ailleurs, le dynamisme des investissements en logement que nous escomptons pour 2015 en Wallonie est en phase avec la croissance de la valeur ajoutée que le secteur de la construction a enregistrée au niveau belge selon les comptes nationaux (+2,0% en moyenne annuelle), même si cette progression s'accompagne d'une poursuite des pertes d'emploi dans le secteur (-2,0% de l'emploi salarié sur l'ensemble de l'année). À l'échelle régionale, le regain d'activité est également particulièrement marqué en milieu d'année dans les chiffres d'affaires enregistrés à la TVA, tandis que le climat des affaires et les rythmes d'activité affichent enfin un redressement progressif tout au long de l'année dernière dans les enquêtes auprès des entrepreneurs wallons du secteur.

En début d'année 2016, la plupart des indicateurs disponibles évoqués ci-avant demeurent à des niveaux appréciables, laissant à penser que, si l'accélération de 2015 est bel et bien passée, une évolution positive de la demande d'investissements résidentiels reste de mise.

Ainsi, dans les enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs, les prévisions de transformation (à un an), d'achat ou de construction (à deux ans) accusent un repli sur les deux derniers mois d'observation d'avril et de mai 2016. Toutefois, la proportion de répondants enclins à renforcer leur demande d'investissement résidentiel reste élevée dans une perspective historique (cf. graphique 3.13).

Les statistiques de l'activité des opérateurs des investissements résidentiels témoignent également d'attentes

encore favorables. D'une part, les missions de projets fermes demandées aux architectes qui s'étaient nettement redressées au début de l'année 2015 poursuivent leur progression (cf. graphique 3.14). Ensuite, les missions d'avant-projet conservent également leur haut niveau par rapport à la moyenne de long terme. Enfin, en dépit d'un léger repli au premier trimestre de l'année, les prévisions de « volume des missions » évoluent toujours au-delà de leur moyenne de long terme. Les attentes des architectes, plus favorables dans le segment résidentiel que non-résidentiel, laissent donc présager une poursuite de l'investissement en habitations. Il en va de même du carnet d'ordres des entrepreneurs qui est aujourd'hui nettement plus étoffé qu'un an auparavant. En outre, le climat des affaires dans le secteur de la construction poursuit le redressement entamé en 2015 et les prévisions de la demande se situent depuis le début de l'année au-delà de leur moyenne de long terme.

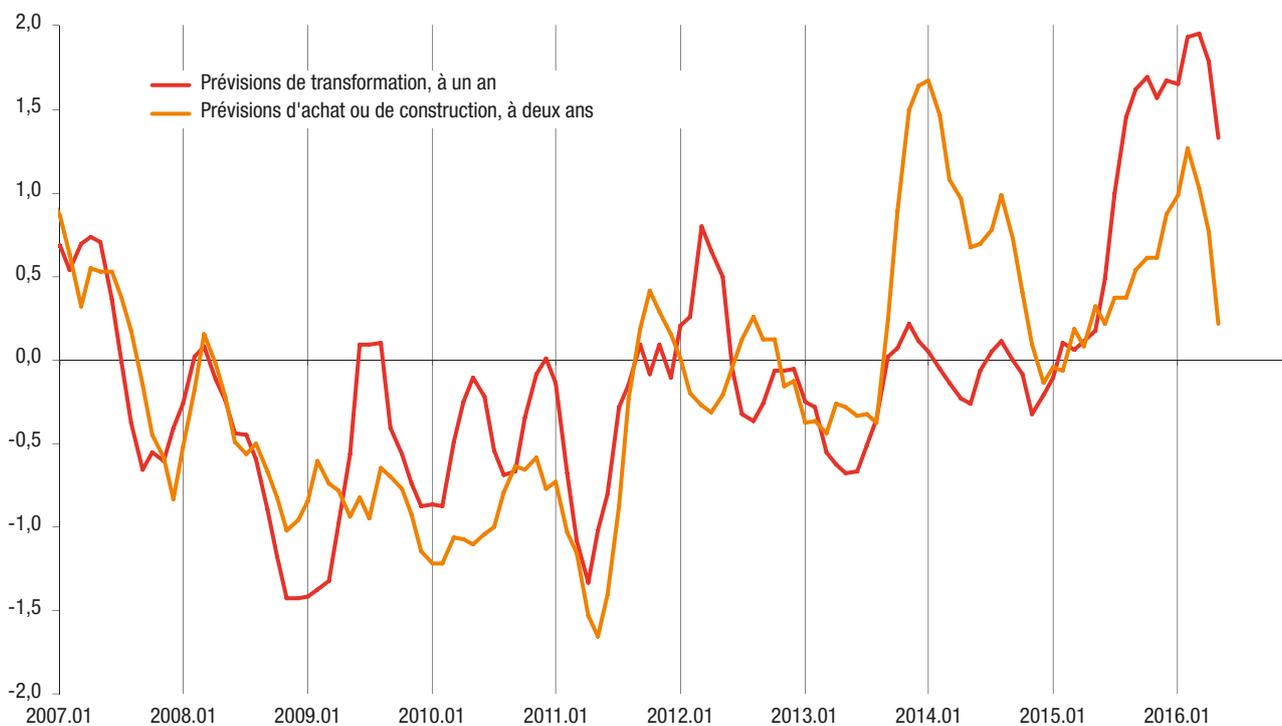
Ces attentes se voient notamment confirmées par la croissance de l'encours des crédits hypothécaires wallons qui dépasse 2% l'an depuis octobre 2015 et semblent s'être stabilisées à ce rythme, équivalent à celui observé en Flandre et qui n'avait plus été atteint en Wallonie depuis la fin de 2012. Le nombre et le montant des nouveaux crédits hypothécaires demeurent en outre élevés en Wallonie (près de 25 000 au premier trimestre, soit le niveau trimestriel moyen de la décennie écoulée), alors que l'essentiel de la bulle liée aux rachats d'emprunts semble à présent passé.

Cependant, la disparition de possibles effets temporaires qui auraient joué en 2015 en prévision des changements réglementaires évoqués précédemment, l'évolution modérée des revenus, la confiance plus hésitante des ménages depuis le début de l'année, ainsi que les critères encore exigeants d'octroi des crédits hypothécaires (hors taux d'intérêt) comptent parmi les éléments susceptibles de tempérer l'augmentation attendue des investissements des ménages.

<sup>11</sup> Pour rappel, le régime fiscal des habitations des particuliers est une matière régionale depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2015. En Wallonie, l'ancien système fédéral de déductions fiscales a fait place à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2016 à un nouveau système basé sur des subsides (« chèque-habitat »), qui est globalement moins généreux que l'ancien système puisqu'il introduit une dégressivité de l'avantage pécuniaire en fonction du revenu du bénéficiaire. En outre, signalons qu'à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2016, le régime préférentiel de TVA (au niveau fédéral) pour les rénovations de bâtiments résidentiels s'applique aux biens dont l'âge minimum est de dix ans (contre cinq auparavant).

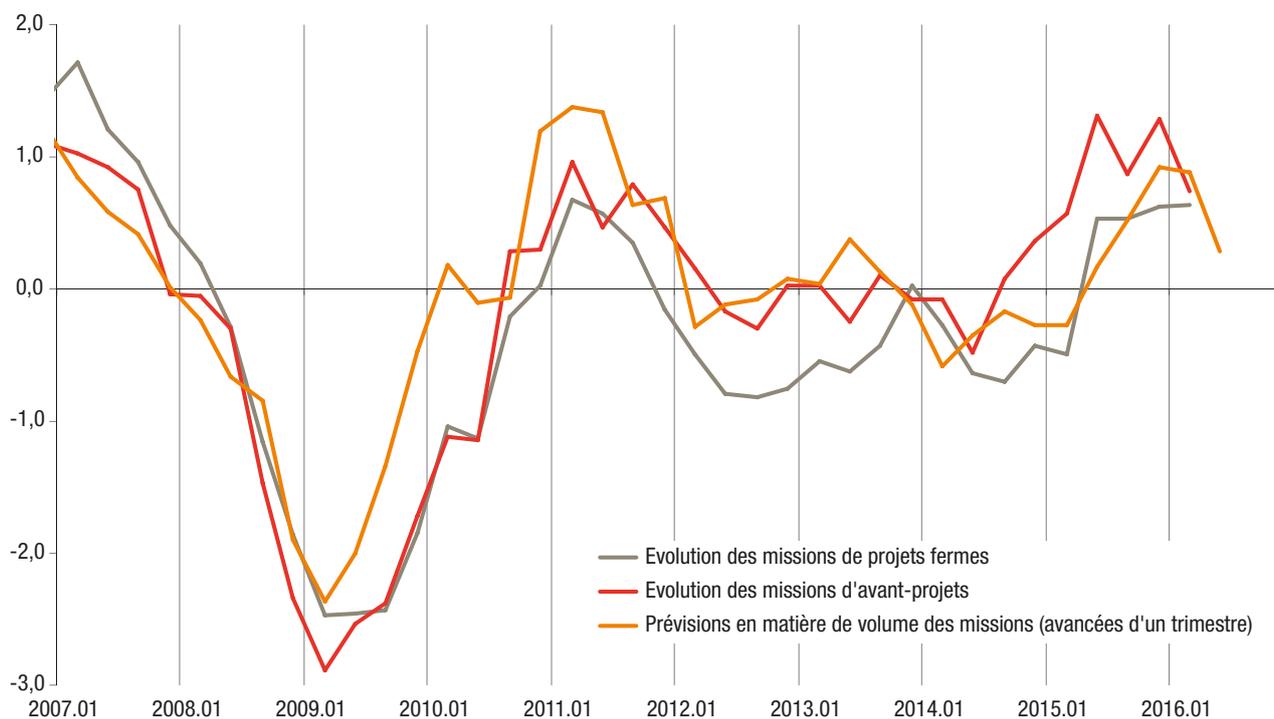
Graphique 3.13 | Prévisions des achats et constructions de logements par les ménages wallons (moyennes centrées réduites, tendances sous-jacentes)

SOURCES : IWEPS (WALLONIE) ET BNB (BELGIQUE) - CALCULS : IWEPS



Graphique 3.14 | Enquête auprès des architectes – Belgique (moyennes centrées réduites)

SOURCE : BNB - CALCULS : IWEPS



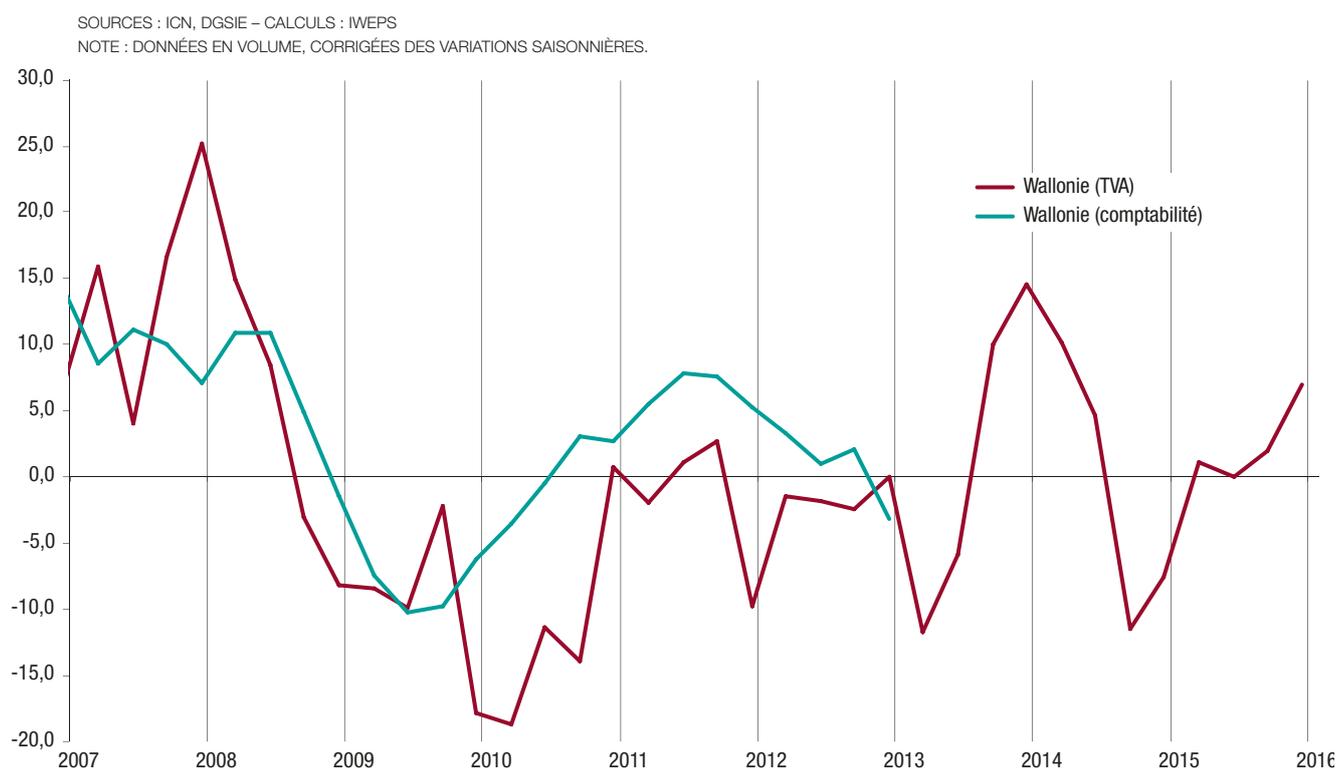
En bref, en 2015, compte tenu de ces éléments, les investissements résidentiels wallons devraient enregistrer une croissance enfin positive, de l'ordre de +3,1%, portée par la très nette amélioration des investissements aux deuxième et troisième trimestres. Le repli que l'on observe en fin d'année (cf. graphique 3.11) pèserait sur la croissance attendue en moyenne en 2016, mais les autorisations de bâtir et l'accélération des crédits en fin d'année nous permettent toutefois d'envisager une compensation partielle à la hausse sur l'investissement du premier trimestre. La hausse apparaît d'ailleurs de nouveau assez vigoureuse dans les derniers comptes nationaux pour la Belgique (+1,0% à un trimestre d'écart) pour cette composante de la demande et la valeur ajoutée du secteur de la construction compte parmi les plus dynamiques selon cette même source (+1,9% à un trimestre d'écart). Plus fondamentalement, le niveau des attentes nous conduit à anticiper des rythmes de croissance, certes plus modérés qu'en 2015, mais positifs pour la suite de l'année 2016. Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne de ce poste des dépenses, affectée par un effet de seuil défavorable, s'établirait en Wallonie à +0,4%.

### 3.3.2 Les entreprises

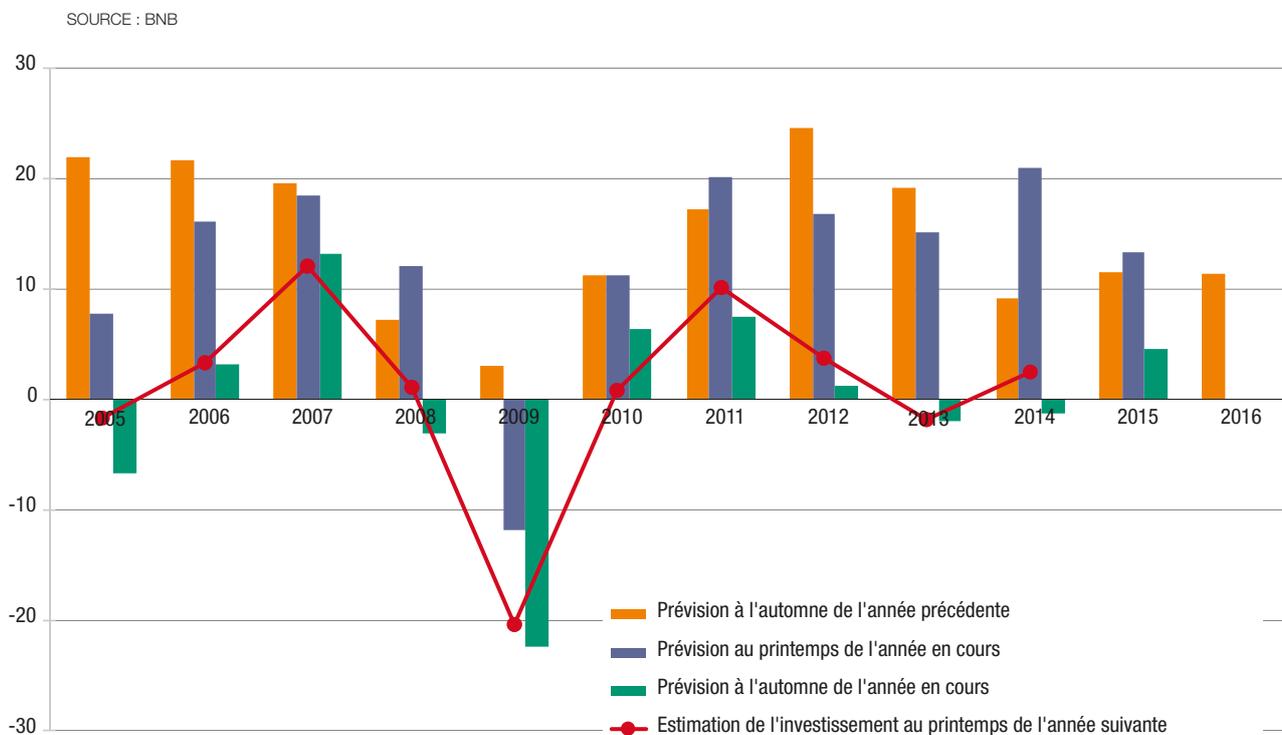
Lors de notre précédent exercice de prévision, en octobre 2015, nous tablions sur une reprise graduelle de la formation brute de capital à l'horizon 2016 ; les déterminants économiques de l'investissement présentant alors des perspectives d'évolution favorables. Nos estimations, basées sur les données issues des déclarations à la TVA, laissent entrevoir une croissance des dépenses d'investissement sur la fin de l'année 2015 et accréditent ce scénario de redressement (cf. graphique 3.15).

Notre analyse de la situation conjoncturelle actuelle nous incite à réitérer un scénario de relance progressive de la formation brute de capital fixe en Wallonie d'ici la fin de l'année 2016. Certes, nous identifions en Wallonie des signes de faiblesse, notamment du côté des taux d'utilisation des capacités de production et des perspectives de demande, susceptibles de temporiser à court terme la dynamique d'investissement que nous avons anticipée il y a six mois. Toutefois, plusieurs facteurs, en particulier sur le plan financier, semblent réunis pour encourager

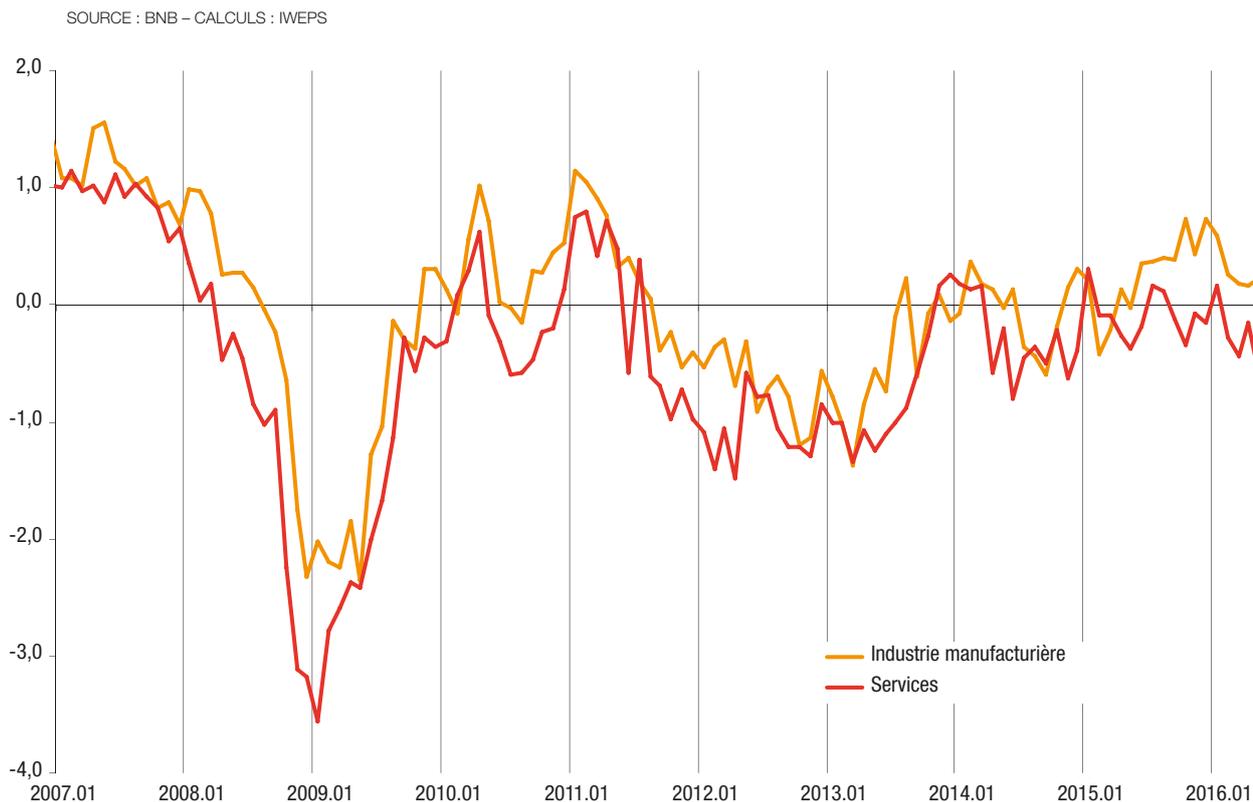
Graphique 3.15 | Croissance des investissements des entreprises en Wallonie : comptes régionaux et estimations sur la base des données de TVA – variations à un an d'écart



Graphique 3.16 | Investissements en biens de capital fixe dans l'industrie manufacturière en Belgique : enquête semestrielle



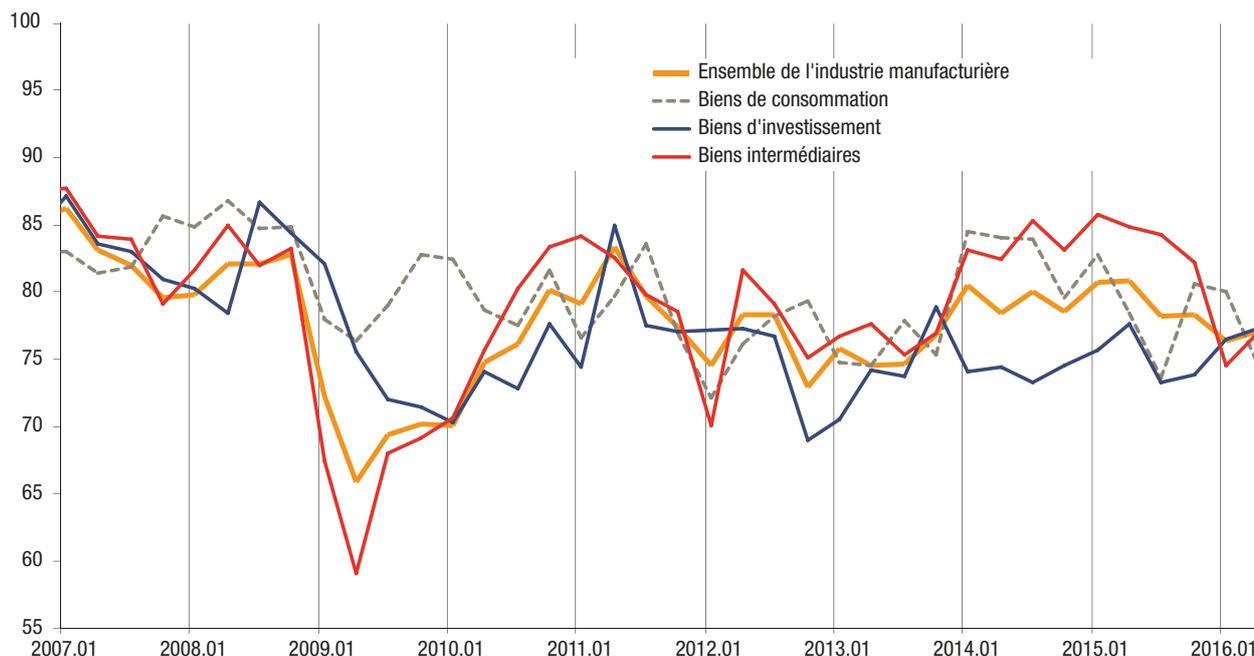
Graphique 3.17 | Prévisions de la demande en Wallonie : industrie manufacturière et services – Moyenne centrée réduite



## Graphique 3.18 | Taux d'utilisation de la capacité de production en Wallonie – Données dessaisonnalisées

SOURCE : BNB – CALCULS : IWEPS

NOTE : LA MOYENNE DE LONGUE PÉRIODE DU DEGRÉ D'UTILISATION DE LA CAPACITÉ DE PRODUCTION S'ÉLÈVE À 77,7% POUR L'ENSEMBLE DE L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE, À 77,8% POUR LA PRODUCTION DE BIENS D'INVESTISSEMENT, À 78,9% POUR LA PRODUCTION DE BIENS DE CONSOMMATION ET À 78,6% POUR LA FABRICATION DE BIENS INTERMÉDIAIRES.



les entreprises à investir : le maintien des taux d'intérêt à des niveaux planchers facilite le financement externe, alors que le redressement des taux de marge renforce la capacité des entreprises à autofinancer leurs projets.

Nous détaillons dans les lignes qui suivent les arguments qui fondent ce diagnostic.

Sur la base de l'enquête réalisée à l'automne 2015 par la BNB auprès des entreprises de l'industrie manufacturière<sup>12</sup>, les investissements en capital fixe devraient progresser en Belgique de 11% en 2016 (à prix courants) ; soit l'anticipation d'une évolution contenue de l'investissement productif, d'autant que la probabilité d'une révision à la baisse lors de la prochaine enquête (printemps 2016) est importante. En effet, le graphique 3.16, relatif aux prévisions et estimations successives des entrepreneurs via l'enquête de la BNB quant au montant de leur investissement, laisse apparaître sur les dernières années

de nets retournements dans la dynamique d'investissement, consécutifs à des soubresauts conjoncturels. La succession de reprises économiques avortées, que nous avons connues ces cinq dernières années, constitue incontestablement un frein à la prise de risques. Elle induit chez les entrepreneurs un comportement prudent en matière d'investissement, face aux signaux économiques incertains, tels que ceux qui affectent le début de l'année 2016.

### Des perspectives de demande dans l'industrie relativement bien orientées, mais qui peinent à générer une forte tension sur l'appareil productif

Dans l'industrie manufacturière, comme dans les services, la dégradation de la confiance des entrepreneurs, face aux aléas du climat économique international, s'est notamment traduite au début de l'année 2016 par un fléchissement des anticipations de demande à court terme

<sup>12</sup> La Banque nationale de Belgique mène deux fois par an une enquête sur les investissements des entreprises dans l'industrie manufacturière au sens strict (c'est-à-dire à l'exclusion des entreprises de la construction et de la branche d'activité « électricité, gaz et eau »).

(cf. graphique 3.17). Toutefois, dans l'industrie, les perspectives restent à des niveaux supérieurs à leur moyenne de long terme.

Quant au taux d'utilisation des capacités de production industrielle, il s'est détérioré progressivement dans le courant de l'année 2015. Les dernières données disponibles font cependant état d'une légère amélioration, le taux passant de 76,4% (janvier 2016) à 77,1% (avril 2016), soit un niveau juste en deçà de sa moyenne de long terme (77,7%) (cf. graphique 3.18).

À notre sens, la récente évolution du niveau général d'utilisation des capacités de production augure d'opportunités d'investissement d'ici la fin 2016 ; pour autant qu'une progression favorable des débouchés s'affirme dans les prochains mois, ce que nous considérons comme le plus probable. Notre scénario général s'appuie en effet sur la reprise progressive des échanges mondiaux et la confirmation d'une bonne tenue des économies de la Zone euro, qui pourrait doper l'activité wallonne (notamment via les exportations) et, par la même occasion, la confiance des entrepreneurs, donnant ainsi plus d'élan à l'investissement sur la fin de l'année.

### Un environnement financier propice pour soutenir les projets d'investissement

Quant à l'environnement financier, lors de l'enquête réalisée par la BNB en avril 2016, les chefs d'entreprises belges ont rapporté une perception favorable des conditions générales d'accès au crédit<sup>13</sup>. Cette appréciation découle d'une évaluation positive des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits, sous l'influence de la politique monétaire accommodante de la Banque centrale européenne (cf. section 2.1.3) et d'une vision favorable de l'évolution, par rapport à la précédente enquête (janvier 2016), des

conditions non monétaires de crédit, en termes de volume de crédit et des frais annexes (une stabilisation est rapportée en ce qui concerne les garanties exigées).

Sur la base de l'enquête de la BNB, l'assouplissement des conditions de crédit est globalement ressenti, certes avec quelques petits béboms et des intensités différentes, par les entreprises de toutes les branches d'activité et de toutes les classes de tailles. En outre, cette perception positive des conditions générales de crédit s'observe maintenant depuis deux ans (huit trimestres consécutifs) et apparaît élevée au regard de la moyenne historique (enregistrée depuis 2009).

Ces perceptions des entrepreneurs sont cohérentes avec celles recueillies via les enquêtes européennes relatives au secteur bancaire (*Bank Lending Survey*<sup>14</sup> et *MIR Survey*<sup>15</sup>).

L'enquête européenne sur les taux d'intérêt (*MIR Survey*) renseigne en Belgique, pour le mois de mars 2016, une nouvelle baisse des taux appliqués aux crédits aux entreprises. La moyenne des taux d'intérêt s'établit à 1,80% (contre 1,84% le mois précédent). Cette tendance baissière s'explique par les niveaux très bas des taux de référence qui perdurent depuis plusieurs mois sur les marchés monétaires (cf. section 2.1.3). Quant à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*), les banques belges déclarent au premier trimestre 2016 une stabilisation de leurs conditions de crédit à destination des entreprises et envisagent un assouplissement pour le deuxième trimestre (cf. graphique 3.19).

Quant aux possibilités de financement interne des entreprises, dans son Point conjoncturel de mars 2016, l'Union wallonne des Entreprises pointe, sur la base de son enquête auprès des entreprises wallonnes, que près de 60% des entreprises déclarent avoir renoué avec un

<sup>13</sup> La BNB mène auprès des entreprises une enquête trimestrielle sur les conditions d'octroi de crédit. Cette enquête comporte deux questions, la première sur les conditions de crédit au moment de l'enquête (favorables, neutres ou défavorables), la seconde sur les évolutions constatées au cours du trimestre précédant l'enquête (amélioration, stagnation ou dégradation). Les réponses sont ventilées selon les critères suivant : le taux d'intérêt, les autres frais, le volume de crédit, les garanties exigées.

<sup>14</sup> L'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) fournit trimestriellement des informations qualitatives sur l'évolution des critères d'octroi de crédits et de la demande, ainsi que sur les facteurs qui les sous-tendent. Une notice méthodologique relative à cette enquête est disponible sur le site de la BNB ([http://www.nbb.be/doc/DQ/Bls/fr/presentation/BLS\\_aim.htm](http://www.nbb.be/doc/DQ/Bls/fr/presentation/BLS_aim.htm)).

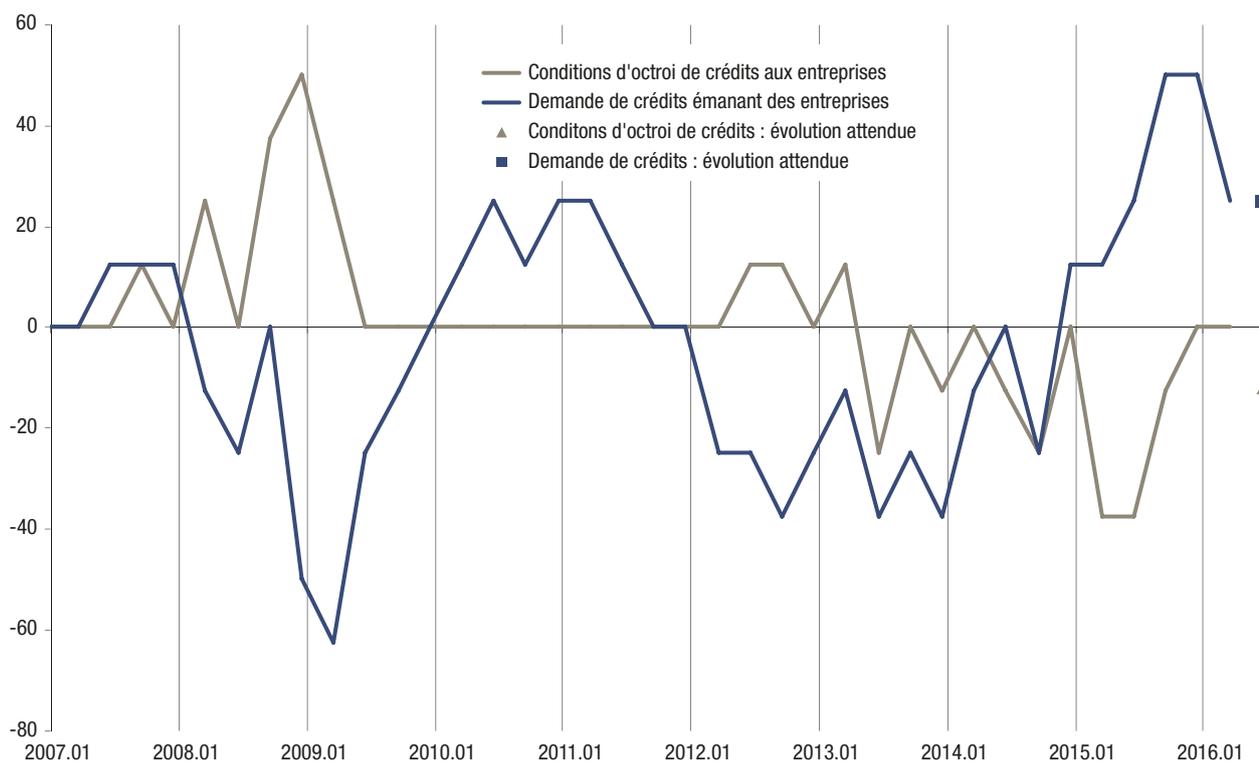
<sup>15</sup> L'enquête de l'Eurosystème sur les taux d'intérêt (*MIR Survey*) fournit mensuellement une information sur les taux appliqués par les institutions financières monétaires aux dépôts et aux emprunts des sociétés non financières et des ménages. Une notice méthodologique relative à cette enquête est disponible sur le site de la BNB ([http://www.nbb.be/doc/DQ/MIR/fr/presentation/MIR\\_mir.htm](http://www.nbb.be/doc/DQ/MIR/fr/presentation/MIR_mir.htm)).

### Graphique 3.19 | Conditions d'octroi et demande de crédits des entreprises belges : appréciation globale des banques

SOURCE : BNB (BANK LENDING SURVEY)

NOTES :

- CONDITIONS D'OCTROI DE CRÉDITS AUX ENTREPRISES : UN RÉSULTAT POSITIF (NÉGATIF) INDIQUE UN DURCISSEMENT (ASSOUPLISSEMENT) DES CONDITIONS D'OCTROI DE CRÉDITS.
- DEMANDE DE CRÉDITS ÉMANANT DES ENTREPRISES : UN RÉSULTAT POSITIF (NÉGATIF) INDIQUE UNE HAUSSE (BAISSE) DE LA DEMANDE DE CRÉDITS.



équilibre financier comparable à celui qu'elles enregistraient avant la crise de 2008-2009 et 44% indiquent avoir retrouvé leurs taux de marge d'avant crise. Selon notre analyse, cette amélioration de la rentabilité va de pair avec la récupération en termes de productivité moyenne qui s'est amorcée en 2014 en Wallonie.

La poursuite du cycle d'assouplissement des conditions de prêts bancaires, les possibilités de financement interne dans le chef de certaines entreprises et la mise en œuvre progressive du «tax shift» décidée par le Gouvernement fédéral en juillet 2015<sup>16</sup> devraient permettre aux entrepreneurs de trouver, à l'horizon 2016, un environnement financier propice pour soutenir leurs projets d'investissement.

Parallèlement, dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, les établissements belges font état d'un accroissement de la demande de prêts bancaires tant dans le chef des grandes entreprises que des PME au premier trimestre 2016. La formation brute de capital fixe est un des motifs qui justifient cette demande de fonds bancaires. Pour le deuxième trimestre de l'année 2016, les banques belges tablent sur une nouvelle augmentation de la demande de crédits des entreprises (cf. graphique 3.19).

Au final, en 2016, avec un profil de croissance modérée et en progression un peu plus soutenue à partir du troisième trimestre 2016, nous tablons sur une croissance annuelle de la formation brute de capital fixe des entreprises de l'ordre de +1,2 % en Wallonie.

<sup>16</sup> Le «tax shift» du Gouvernement fédéral contient des mesures dont un des objectifs est d'améliorer la compétitivité des entreprises belges. Plus particulièrement, en lien direct avec l'investissement, le «tax shift» pérennise et double le taux (de 4% à 8%) d'une déduction pour investissement productif en faveur des PME, pour les investissements effectués à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2016. Une déduction étalée majorée pour les investissements en moyens de production de produits de haute technologie est également mise en œuvre à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2016.

### 3.3.3. Le secteur public

L'évolution des dépenses publiques wallonnes de consommation et d'investissement est partiellement déterminée par l'activité des différents niveaux de pouvoir qui composent l'État belge. Nous faisons donc reposer nos prévisions conjoncturelles sur l'analyse des budgets des entités fédérale, régionales et communautaires. L'architecture institutionnelle complexe de notre pays rend ardues l'analyse et la prévision de l'influence des dépenses publiques sur l'économie wallonne.

La Région wallonne, la Fédération Wallonie-Bruxelles, mais aussi l'État fédéral, poursuivent leur trajectoire budgétaire, devant mener à moyen terme à un retour à l'équilibre. Les dépenses publiques sont donc toujours resserrées, laissant peu de marges de manœuvre pour des politiques nouvelles.

La consommation publique est composée principalement des salaires publics (51% de la consommation publique totale en 2010) et des prestations sociales en nature (remboursements de soins de santé, 33%). Les 16% restants comptabilisent la consommation intermédiaire et les impôts.

Pour 2015, la croissance de la consommation publique en Wallonie devrait être identique à l'évolution de cette composante à l'échelle nationale, soit +0,2%. L'effet des programmes de rigueur approuvés par les différents gouvernements, le saut d'index et le non-remplacement d'une part importante des agents de la fonction publique partant à la retraite devraient en effet avoir bridé la croissance de la consommation publique. Une orientation restrictive qui devrait se prolonger en 2016. La consommation publique devrait ainsi connaître une croissance à peine plus élevée cette année, de l'ordre de +0,3%.

Au niveau des investissements publics, ce sont les investissements des pouvoirs locaux qui représentent la plus grande part (46% des investissements publics en moyenne sur les quinze dernières années). Dans le contexte budgétaire que nous connaissons, un étalement dans le temps des investissements programmés a été annoncé. Compte tenu de ces informations, nous estimons que les investissements publics enregistreront une augmentation de l'ordre de +2,3% en 2015 et de +1,6% en 2016.

## 3.4 L'ÉVOLUTION DE L'EMPLOI

Après une croissance très faible en 2014 (+0,1% en moyenne annuelle selon les dernières données de la comptabilité régionale publiées par l'ICN), l'emploi wallon aurait affiché une progression plus consistante en 2015. Notre analyse des indicateurs pertinents relatifs à la situation du marché du travail nous permet de tabler sur une poursuite de la croissance de l'emploi en 2016. Toutefois, en raison du ralentissement conjoncturel au tournant des années 2015-2016, la croissance de l'emploi, en moyenne annuelle, devrait être légèrement plus faible en 2016 qu'en 2015.

Comme en témoignent les données de l'ONSS disponibles pour l'ensemble de l'année 2015, la reprise économique de 2014 en Wallonie (+1,2% de croissance, après -0,7% en 2012 et -0,6% en 2013) s'accompagne d'une croissance légèrement positive du nombre de salariés. À un trimestre d'écart, le nombre de salariés assujettis à l'ONSS s'est accru de +0,2%, +0,1% et +0,2% respectivement aux premier, deuxième et troisième trimestres de 2015 (données dessaisonnalisées, cf. graphique 3.20). Le chiffre provisoire du quatrième trimestre indique une baisse (-0,1%) du nombre de salariés alors que le volume de travail, exprimé en ETP, s'est lui accru de +0,5%.

Si le regain de l'activité économique ne se marque pas par une remontée plus robuste de l'emploi, c'est qu'en 2015 la reprise économique s'accompagne davantage d'une croissance de la durée moyenne du travail. Ainsi, après un recul du volume tout au long de l'année 2014, celui-ci a crû à un trimestre d'écart durant toute l'année 2015 : +0,3% au premier trimestre, +0,2% au second et troisième et +0,5% au quatrième (cf. graphique 3.20). Cette croissance du volume plus importante en moyenne que celle de l'emploi s'explique en partie par la tendance baissière du recours des entreprises au chômage temporaire (cf. graphique 3.21), principalement pour raisons économiques, tout au long de l'année 2015.

La décomposition sectorielle réalisée par l'ONSS<sup>17</sup> montre que la croissance de l'emploi continue à être largement soutenue par l'activité dans le secteur des services commerciaux, et en particulier l'intérim, tout au long de l'année 2015. Le niveau élevé du taux de croissance à un an d'écart du nombre d'heures effectuées par les travailleurs intérimaires en Wallonie confirme cette tendance. Le taux de croissance à un an d'écart s'élève en effet à +10,4% au quatrième trimestre 2015<sup>18</sup>.

En lien avec la consolidation de l'emploi, le nombre de chômeurs a sensiblement diminué tout au long de l'année 2015. Comme expliqué dans notre précédente édition d'octobre 2015, cette diminution reflète également des modifications de la réglementation et des procédures de suivi renforcées. Ces mesures ont particulièrement touché les demandeurs d'emploi bénéficiant d'une allocation d'insertion, en particulier la mesure de « fin de droit » qui a eu un impact important début 2015. L'évolution du nombre de CCI percevant des allocations sur la base du travail et celle du nombre de DEI, moins influencée par les changements réglementaires, montrent une tendance baissière depuis mi-2014, confirmant toutefois l'amélioration croissante de la situation du marché du travail sur cette période.

Selon nos estimations, la croissance de l'emploi serait de +0,8% en moyenne annuelle en 2015, soit une augmentation de 11 000 unités. Endéans l'année, c'est-à-dire entre le début et la fin de l'année 2015, 9 300 emplois auraient été créés (créations nettes).

Les données dont nous disposons attestent d'un ralentissement marqué de la croissance de l'emploi en fin d'année 2015. Même s'il est possible que certaines entreprises aient décidé de postposer leur procédure de recrutement de quelques mois pour pouvoir bénéficier des mesures de soutien à la création d'emploi du Gouvernement Michel<sup>19</sup>, l'évolution de l'emploi devrait rester

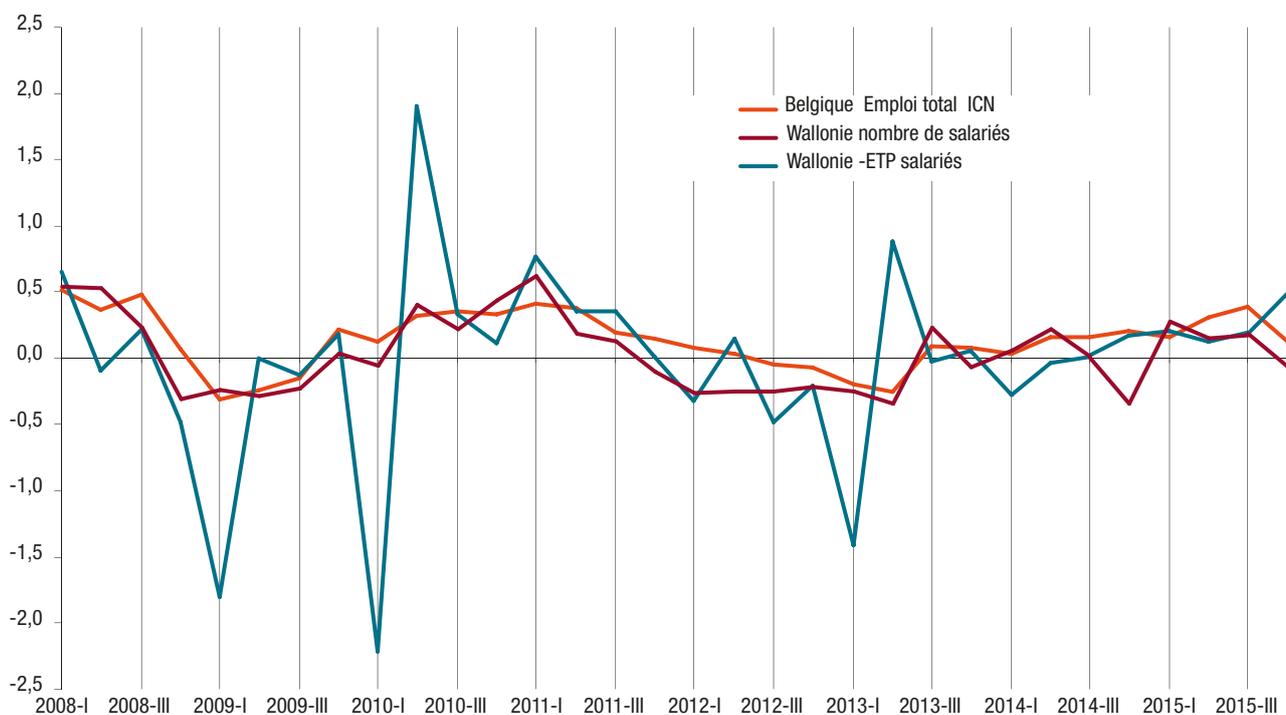
<sup>17</sup> Voir ONSS, Estimations rapides de l'emploi salarié (ONSS) pour le quatrième trimestre 2015.

<sup>18</sup> Federgon – Rapport trimestriel 4 – octobre décembre 2015 <http://www.federgon.be/fr/publications/rapports-trimestriels/>

<sup>19</sup> Sur la base de l'interprétation de ses propres chiffres montrant une baisse des premiers recrutements en fin d'année 2015 compensée par une hausse en début d'année 2016, le prestataire de services RH SD Worx suggère que les entrepreneurs auraient sciemment attendu l'entrée en vigueur de la mesure du « tax shift » destinée à les inciter à recruter un premier travailleur. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2016, les entrepreneurs sont en effet désormais dispensés du versement des cotisations patronales de base pour un premier recrutement. <http://www.sdworx.be/fr-be/scd-worx-r-d/publications/communiqués-presse/2016-02-03-taxshift-aanwervingen>

Graphique 3.20 | Taux de croissance à un trimestre d'écart du nombre de salariés et d'équivalents temps plein recensés à l'ONSS en Wallonie et de l'emploi national total en nombre de travailleurs en Belgique - données dessaisonnalisées - en %

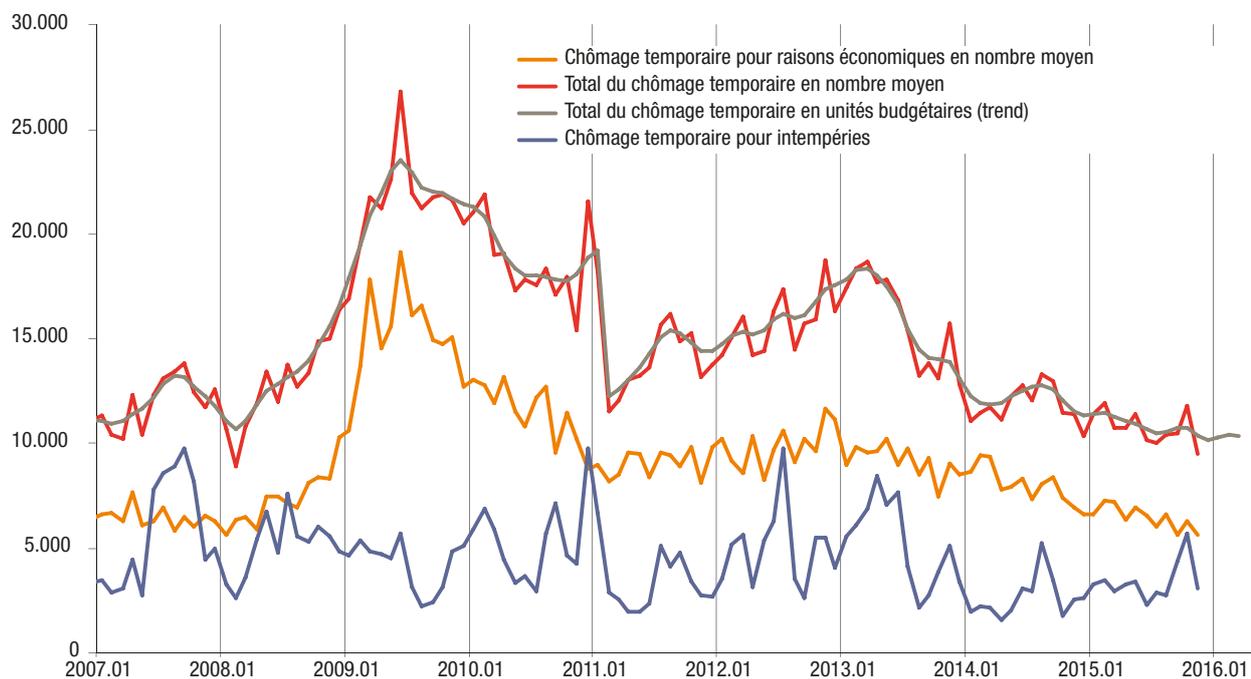
SOURCES : ONSS BROCHURE VERTE ; ICN COMPTES TRIMESTRIELS - CALCULS : IWEPS



Graphique 3.21 | Évolution du chômage temporaire total, pour raisons économiques et pour intempéries. Nombre moyen et unités budgétaires - données dessaisonnalisées

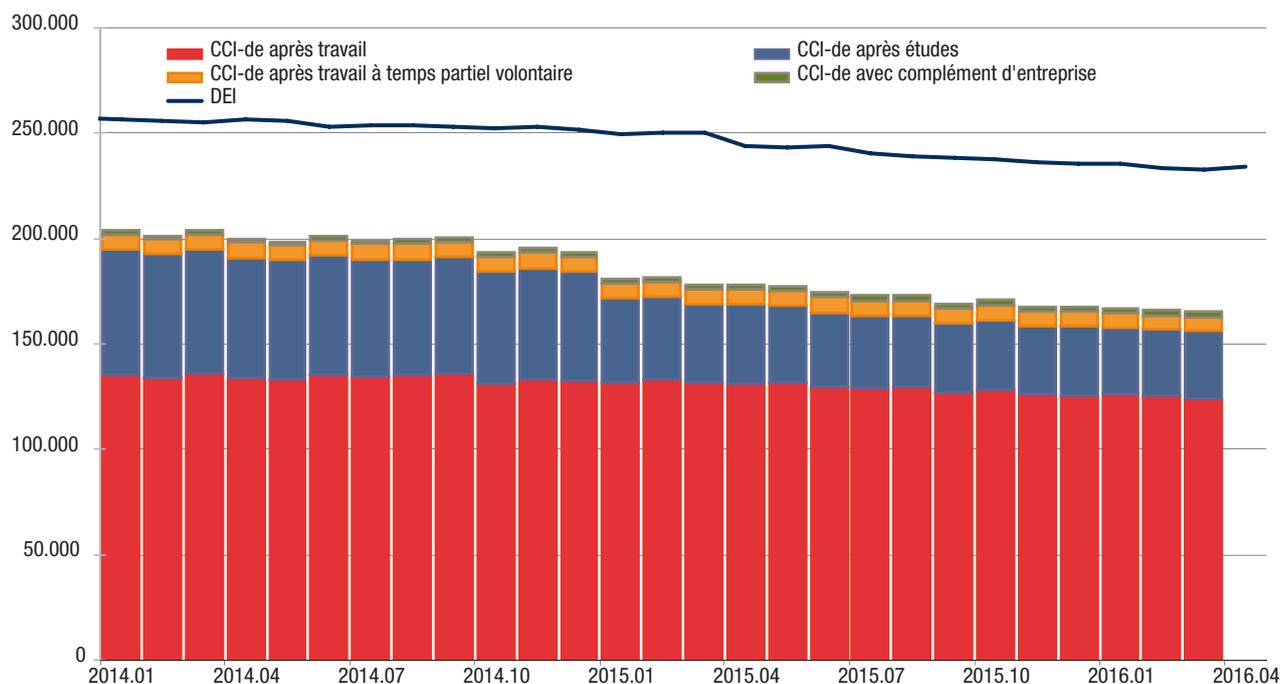
SOURCE : ONEM - CALCULS : IWEPS

NOTE : LE TOTAL DES UNITÉS BUDGÉTAIRES COMPREND ÉGALEMENT LA SUSPENSION DE CRISE « EMPLOYÉS ».



Graphique 3.22 | Nombre de demandeurs d'emploi inoccupés (DEI) et nombre de chômeurs complets indemnisés demandeurs d'emploi décomposés en CCI-de- après travail, CCI-de après études, CCI-de après temps partiel et CCI-de avec complément d'entreprise, en Wallonie, données désaisonnalisées

SOURCES : ONEM STAT-INFO, FOREM.



faible en début d'année 2016 dans un contexte de ralentissement conjoncturel. La plupart des indicateurs disponibles sur les premiers mois de l'année le confirme. Ainsi, le chômage temporaire s'est stabilisé lors des premiers mois de l'année, à un niveau faible il est vrai, tandis que le mouvement de recul du chômage entamé mi-2014 semble s'être fortement ralenti lors des premiers mois de l'année. Signalons même que le taux de croissance à un an d'écart du nombre de chômeurs de courte durée est redevenu positif en avril.

Les perspectives d'emploi pour le reste de l'année 2016 demeurent malgré tout relativement bien orientées. En effet, le rythme de croissance de l'activité économique devrait progressivement reprendre de la vigueur dans les prochains trimestres, ce qui ferait naître de nouveaux

besoins de main-d'œuvre de la part des entreprises. La croissance toujours vive du nombre d'heures prestées par les travailleurs intérimaires au cours des tout derniers mois (+12,5% à un an d'écart en mars 2016), ainsi que le relèvement des opportunités d'emploi reçues par le Forem, constituent des signes précurseurs d'une reprise de l'emploi. En outre, dans le contexte de raffermissement progressif de la situation conjoncturelle qui est attendue, les mesures du Gouvernement fédéral devraient commencer à pleinement porter leurs fruits sur la croissance de l'emploi au cours des trimestres à venir. Certaines mesures<sup>20</sup> sont en effet entrées en application au 1<sup>er</sup> janvier de cette année et d'autres encore au 1<sup>er</sup> avril. Toutefois, le rythme de création d'emploi resterait malgré tout contenu sur l'horizon de projection. En effet, les intentions d'embauche de la part des entreprises ont eu

<sup>20</sup> Par exemple, une des mesures prévoit qu'un entrepreneur bénéficie d'une dispense quasi complète de cotisations patronales (de base) pour un premier recrutement à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2016. La dispense porte sur toute la durée de l'emploi et a donc une durée indéterminée. Elle peut être appliquée aux occupations qui commencent entre le 01/01/2016 et le 31/12/2020.

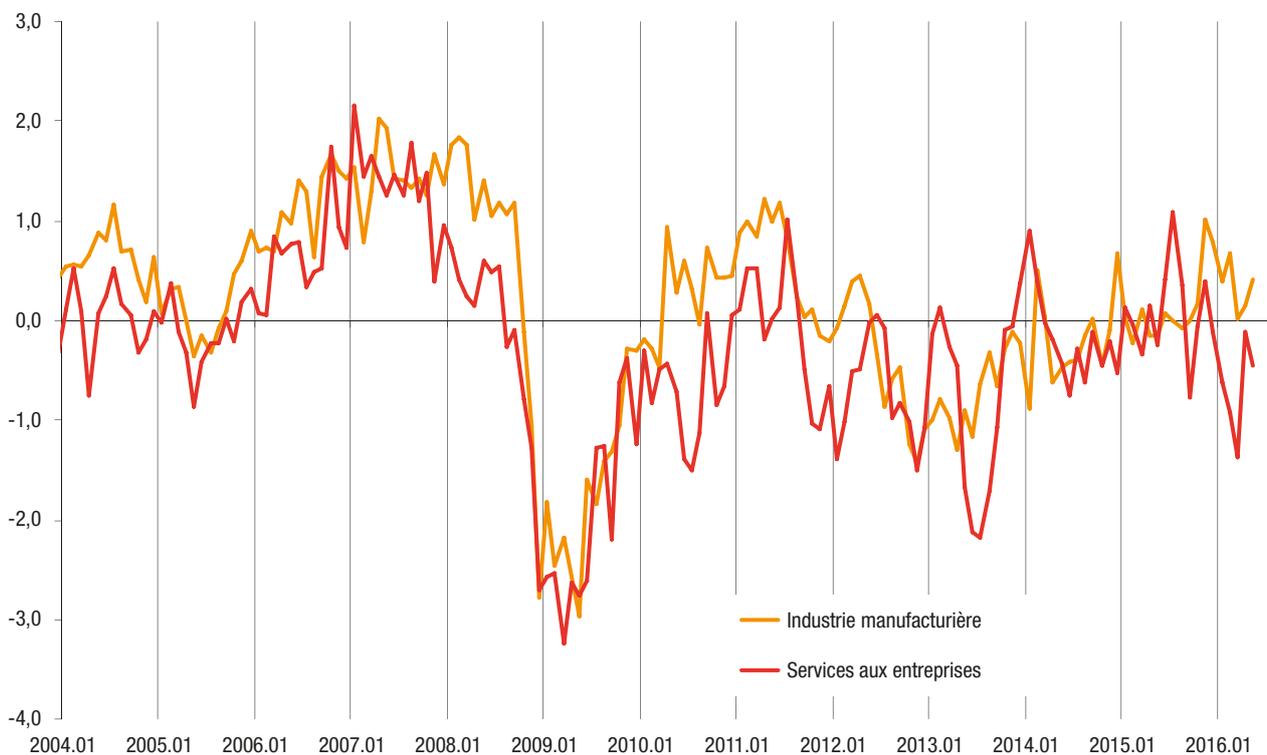
tendance à se replier récemment par rapport à leur niveau élevé atteint dans le courant de l'année 2015. Dans l'industrie, après une augmentation jusqu'en novembre 2015, les soldes d'opinions décroissent et retrouvent le niveau de la moyenne de long terme en mars et avril 2016. La dernière donnée de mai 2016, légèrement plus favorable, est encore difficile à interpréter. Si la tendance se poursuit, ce serait le signe de la reprise que nous prévoyons pour la deuxième partie de cette année. Dans les services aux entreprises, les mouvements sont plus erratiques, mais le solde reste en dessous de la moyenne de longue période pour les quatre premiers mois disponibles

de 2016. La croissance économique attendue reste en effet relativement modeste et les entreprises ont encore une marge pour relever la productivité moyenne du travail, notamment par le biais d'un relèvement du temps de travail moyen qui est toujours historiquement faible.

Selon notre scénario, la croissance annuelle moyenne de l'emploi s'établirait à +0,6% en 2016, après +0,8% en 2015. En nombre de travailleurs, cela représente une augmentation de 8 000 unités en moyenne annuelle et de 7 700 endéans l'année.

Graphique 3.23 | Industrie manufacturière et services aux entreprises : prévision de l'emploi au cours des trois prochains mois – Moyennes centrées réduites

SOURCE : BNB - CALCULS : IWEPS







Wallonie

**INEPS**

*INSTITUT WALLON  
DE L'ÉVALUATION,  
DE LA PROSPECTIVE  
ET DE LA STATISTIQUE*

Route de Louvain-la-Neuve, 2  
5001 BELGRADE (NAMUR)

Tél. 32 (0)81 46 84 11

Fax 32 (0)81 46 84 12

[www.iweps.be](http://www.iweps.be)

[info@iweps.be](mailto:info@iweps.be)

Suivez-nous sur :

