

Les **thématiques**
de l'IWEPS

Tendances Économiques

Analyses et prévisions
conjoncturelles

N° 48 | Mars 2015



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 et impression : Nouvelles Imprimeries Havaux, Fleurus

Editeur responsable : Sébastien BRUNET
Dépôt légal : D/2015/10158/1
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.iweps.be>
info@iweps.be

Table des matières

1. PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE POUR LA PÉRIODE 2014-2015	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 ...	16
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. L'évolution de l'emploi	45
3.3. La demande intérieure	50
3.3.1. Les ménages	50
3.3.2. Les entreprises	58
3.3.3. Le secteur public	63
3.4. Le commerce extérieur	64

Les Tendances économiques présentées ci-dessous ont été élaborées par :

Sébastien BRUNET, Frédéric CARUSO, Marc DEBUISSON, Didier HENRY, Evelyne ISTACE, 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 25 mars 2015

The background features a grid of white lines on a blue gradient. Overlaid on this are several financial charts: a line graph at the top with a white line fluctuating across the grid, and a bar chart at the bottom with vertical bars of varying heights. A large teal circle is positioned in the center, containing the chapter title in white text.

Chapitre 1
PERSPECTIVES
MACRO-ÉCONOMIQUES
DE LA WALLONIE POUR
LA PÉRIODE
2014-2015

1. PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE POUR LA PÉRIODE 2014-2015

Le ralentissement de certains pays émergents en fin d'année 2014...

En fin d'année 2014, les performances de l'économie mondiale se sont révélées globalement décevantes, même si de fortes divergences sont apparues entre les principales zones économiques. En effet, alors que la reprise s'est renforcée aux Etats-Unis, l'activité économique a marqué le pas dans plusieurs grands pays émergents. Les principales raisons de ce ralentissement ont été, d'une part, l'intensification de certaines tensions d'ordre politique, notamment en Russie, et, d'autre part, les répercussions de la transformation progressive de l'économie chinoise dont la baisse des investissements industriels pèse sur la demande de certaines matières premières constituant une source de revenu précieuse pour d'autres pays émergents. De manière plus générale, le ralentissement global dans les pays émergents s'est accompagné d'une modération de la croissance du commerce international de marchandises en fin d'année 2014. Par conséquent, l'évolution de l'activité industrielle a été atone dans la plupart des pays de la Zone euro, ce qui a pesé encore davantage sur la confiance des agents économiques alors que celle-ci avait déjà été écornée précédemment, notamment par le climat de rigueur budgétaire qui affecte la grande majorité des Etats membres depuis quelques années.

Seulement partiellement compensé par les effets de la baisse spectaculaire du prix du pétrole

Dans ce contexte, la baisse des prix du pétrole, constatée depuis l'automne dernier et qui a connu une accélération spectaculaire depuis la fin novembre, a fourni plus récemment une bouffée d'oxygène salutaire aux économies européennes, tout en affectant sensiblement les pays producteurs de pétrole. Cet événement majeur redistribue nettement les cartes de la croissance à court terme parmi les principales zones économiques au niveau mondial. D'un côté, cela a accentué la détérioration des perspectives économiques du monde émergent. D'un autre côté, dans les économies avancées, largement importatrices de pétrole, les ménages ont profité pleinement d'un net regain de leur pouvoir d'achat, tandis que les entreprises

ont vu leur rentabilité s'améliorer sensiblement, facteur essentiel d'une reprise potentielle des investissements. Cependant, il semble que ces développements positifs récents n'ont pas eu jusqu'à présent d'effet significatif sur la confiance des industriels en Zone euro et que les investissements, notamment, tardent à redémarrer. En effet, on a globalement constaté en Europe, au cours des derniers mois, une certaine forme de découplage entre, d'une part, le secteur des services, largement dépendant de la demande intérieure, qui enregistre une forte progression de l'activité ainsi qu'une amélioration très sensible du climat général de confiance et, d'autre part, l'évolution de l'activité et plus encore de la confiance dans l'industrie, nettement plus à la traîne dans un bon nombre de pays de la Zone euro. Le report incessant d'une reprise économique durable a très certainement échaudé les investisseurs en Zone euro au cours des dernières années. Aussi, est-il probable que ces derniers aient besoin de plus de temps qu'auparavant pour être véritablement convaincus de l'amélioration des perspectives économiques, avant de relancer leurs dépenses d'investissement.

Reprise plus tardive mais plus dynamique qu'escompté de la Zone euro en 2015

Plusieurs éléments tendent cependant à montrer que les perspectives de croissance à l'échelle mondiale se sont bien redressées au cours des tout derniers mois et que la croissance économique en Zone euro devrait commencer à en profiter pleinement. Aux Etats-Unis, la croissance est à présent très robuste, comme le signalent notamment les créations d'emplois particulièrement nombreuses au cours des derniers mois. En Asie, même au ralenti, la croissance chinoise demeure à des niveaux enviables et la transformation en cours du modèle économique de croissance implique un renforcement de la demande intérieure qui favorisera d'autres économies plus satellites de la Chine, leur permettant de participer davantage au jeu du commerce international. Par ailleurs, toutes les conditions semblent à présent réunies pour que la Zone euro profite pleinement de l'élan de croissance attendue au niveau mondial et qu'une reprise plus solide s'y installe enfin. En effet, la situation continue de s'améliorer dans la

plupart des pays fortement impactés par la crise de la dette, en particulier en Espagne où les bonnes performances de croissance observées récemment reposent en partie sur son commerce extérieur. A côté de cela, la politique monétaire accommodante menée par la BCE, en particulier la décision en début d'année 2015 de mener une réelle politique d'assouplissement quantitatif à grande échelle, devrait enfin porter ses fruits sur les économies domestiques, notamment au travers de la dépréciation de l'euro. Le regain de compétitivité qui en découle permettra aux entreprises européennes de figurer en bonne place dans les trimestres à venir lorsque les activités d'échanges internationaux se redresseront plus sensiblement. En outre, les taux d'intérêt historiquement faibles en Zone euro, dans un contexte où les politiques de rigueur budgétaire de certains Etats membres sont appelées à se tempérer quelque peu et où un vaste plan d'investissement public à l'échelle européenne devrait se mettre en place, permettraient également un rétablissement plus marqué de la confiance des investisseurs et devraient soutenir l'ensemble des dépenses privées à l'avenir.

Vers une reprise économique graduelle en Wallonie en 2015

Dans ce contexte international, la situation conjoncturelle en Wallonie s'est globalement avérée morose en fin d'année 2014, si l'on excepte la situation du secteur pharmaceutique dont l'activité répond à une logique propre et affiche un caractère relativement acyclique. Les exportations ont ainsi eu tendance à se replier, tandis que la progression de la production industrielle a été dans l'ensemble atone. En début d'année 2015, la confiance des entrepreneurs s'est même dégradée. Prenant acte de ces développements, notre scénario de croissance de l'économie wallonne pour l'année 2015 intègre le fait que le raffermissement de la reprise sera plus tardif qu'anticipé dans notre précédente publication. Ceci étant, l'évolution favorable de la plupart des indicateurs prospectifs observée plus récemment nous permet d'envisager, qu'une fois enclenchée, la reprise de l'économie wallonne pourrait être plus dynamique que ce que nous anticipions. Dès lors, notre scénario implique que sur l'ensemble de l'année 2015, la croissance moyenne du PIB wallon s'établirait à +1,1%, les faibles performances enregistrées fin

2014-début 2015 pesant sensiblement sur ce chiffre global.

Plus précisément, les exportations devraient, selon nous, commencer à soutenir davantage l'activité économique en Wallonie dans les prochains trimestres. En effet, le raffermissement en cours des activités d'échange industriel intra-européen devrait profiter aux entreprises wallonnes, largement intégrées dans les chaînes de valeur au niveau international. La remontée récente de l'appréciation du carnet de commandes à l'exportation formulée par les entrepreneurs wallons laisse d'ailleurs présager l'amorce d'un rebond plus soutenu du commerce extérieur dans les mois à venir. Néanmoins, l'accélération des exportations sera vraisemblablement graduelle. Les attentes des industriels wallons ne se sont ainsi pas encore relevées de manière franche, probablement freinées en partie par la reprise jusqu'ici relativement plus timorée en France, marché d'exportation privilégié des entreprises wallonnes.

En lien avec l'accélération des échanges extérieurs, la confiance des industriels wallons devrait pourtant se rétablir plus nettement à l'avenir. En outre, les tensions sur les capacités de production installées devraient également devenir progressivement plus fortes. Cette orientation plus favorable des déterminants économiques de l'investissement inciterait les entreprises à accroître leurs dépenses, d'autant plus que les conditions d'octroi du crédit bancaire semblent continuer à s'assouplir. Dans ce contexte, la relance de la formation brute de capital fixe irait *crescendo* en 2015. Les entreprises devraient également procéder à de nouveaux engagements dans le courant de l'année. A cet égard, le recours accru au travail intérimaire ces derniers mois ainsi que la remontée des intentions d'embauche dans la plupart des secteurs constituent des signes positifs d'une reprise de l'emploi. Toutefois, dans la mesure où les entreprises voudront profiter de la reprise pour recouvrer des gains de productivité, la progression de l'emploi demeurerait encore contenue et ne profiterait seulement qu'en partie du raffermissement de la reprise économique qui est anticipé.

La baisse des prix du pétrole, constatée depuis l'automne dernier, a entraîné une embellie inattendue du pouvoir d'achat des ménages à la fin de l'année 2014. Réflétant

en partie le bénéfice imprévu de cet effet revenu, mais aussi l'amélioration plus récente des perspectives économiques, la confiance des ménages s'est redressée au cours des premiers mois de l'année 2015, de sorte que la croissance de leur consommation devrait se consolider cette année. Néanmoins, le taux d'épargne des ménages wallons se situant actuellement à un niveau particulièrement faible, nous considérons que ceux-ci ne voudront pas puiser davantage dans leur épargne à l'avenir. Par conséquent, il est anticipé que la consommation privée évoluera en 2015 au même rythme que le revenu disponible. Or, en dépit d'une dynamique d'inflation toujours faible, la croissance du revenu disponible des ménages sera limitée en 2015 par l'évolution lente de l'emploi. Dès lors, la consommation des ménages enregistrerait une croissance globalement modérée sur l'ensemble de l'année 2015.

Les perspectives mitigées de la demande et de l'offre d'investissements en habitation en Wallonie laissent présager d'une reprise encore lente des investissements résidentiels en 2015. En dépit d'une évolution qui pourrait être à nouveau erratique à court terme, en raison des modifications fiscales et réglementaires diverses qui touchent actuellement les activités du secteur, notre scénario prévoit une amélioration graduelle des investissements résidentiels dans le courant de l'année 2015. Les ménages pourraient ainsi commencer à profiter de la reprise, certes timide, de l'emploi, dans un contexte de poursuite de l'assouplissement des conditions du crédit, pour accroître légèrement leurs dépenses d'investissement en logement durant la seconde partie de l'année. De la sorte, la croissance moyenne des investissements résidentiels s'inscrirait en territoire légèrement positif en 2015, un résultat inédit depuis l'année 2008.

Les éléments de risque

Notons que si notre scénario formule les évolutions les plus probables que l'on peut attendre pour l'année 2015, étant donné l'ensemble des informations conjoncturelles connues à ce jour, plusieurs facteurs de risque entourent cette prévision centrale.

D'une part, les risques les plus saillants pesant à la baisse sur nos prévisions concernent une dégradation de la si-

tuation en Grèce ainsi que l'aggravation des tensions géopolitiques qui touchent actuellement diverses parties du monde. Ainsi, en Grèce, les accords du mois de février entre les instances européennes, le FMI et le nouveau gouvernement grec ont ouvert quatre mois de négociations, que menacent le bras de fer qui semble s'être engagé entre l'Allemagne et la Grèce. Si ces discussions ne devaient pas conduire à un accord sur un programme de réforme de l'économie grecque, les marchés pourraient à nouveau douter de la solvabilité des dettes souveraines grecques et, au-delà, des autres pays encore en processus d'assainissement budgétaire. Par ailleurs, un éventuel renforcement ou une prolongation des sanctions économiques croisées entre les pays occidentaux et la Russie, adoptées à la suite de l'éclatement du conflit russo-ukrainien, est de nature à influencer négativement sur la croissance européenne, notamment si de nouvelles perturbations dans l'approvisionnement en gaz russe devaient se concrétiser. De même, la guerre contre le groupe terroriste Etat islamique installé en Irak et Syrie pourrait avoir des répercussions sur le marché pétrolier. Le rebond des prix du pétrole observé tout récemment à la suite de l'offensive de l'Arabie Saoudite contre les mouvements rebelles au Yémen démontre la forte sensibilité du marché pétrolier aux tensions politiques et/ou militaires au Proche-Orient et l'impact important de ces turbulences sur les cours de l'or noir – ce qui les rend difficile à prévoir – et, au-delà, sur les perspectives de croissance des économies occidentales. Dans ces cas de figure, la croissance économique en Wallonie serait très probablement plus faible que ce qui est anticipé dans notre scénario.

A l'inverse, on ne peut exclure que la reprise en Zone euro au cours des prochains trimestres se révèle plus robuste que ce que nous anticipons dans notre scénario central. Ce pourrait être le cas par exemple, si la combinaison d'une politique monétaire ultra expansive et de l'assouplissement relatif du caractère restrictif de la politique budgétaire, notamment à travers la concrétisation rapide et efficace du Plan d'investissement public, devait avoir un effet plus consistant que prévu sur l'activité économique et la confiance des agents privés. Par conséquent, on pourrait assister au développement d'un véritable cercle vertueux, dans lequel les entreprises profiteraient notam-

ment d'une rentabilité retrouvée pour investir de façon plus ambitieuse et procéder à des engagements supplémentaires, ce qui aurait des effets d'auto-entraînement pour la croissance en Zone euro. Le net rebond de l'économie allemande, premier partenaire commercial de plusieurs pays européens, participerait de ce mécanisme de reprise

auto-entretenu. Ceci conduirait alors, par le biais d'une hausse plus marquée des exportations et de la confiance, à un redressement plus vif de la croissance économique en Wallonie que ce que nous anticipons à l'heure actuelle.

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

⁽¹⁾ Contribution à la croissance annuelle du PIB (hors solde du commerce interrégional pour la Wallonie).

⁽²⁾ Variation annuelle corrigée pour les jours ouvrables.

Sources : FMI pour la Zone euro. Données ICN et estimations IWEPS pour la Belgique et la Wallonie.

	2014			2015		
	Zone euro	Belgique	Wallonie	Zone euro	Belgique	Wallonie
Dépenses de consommation finale privée	0,9	1,0	1,0	1,6	1,5	1,4
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	0,7	0,4	0,4	0,4	0,9	0,9
Formation brute de capital fixe	0,9	4,8	0,7	2,0	0,6	1,8
des entreprises, indépendants et ISBL	-	6,7	2,7	-	0,4	2,5
des ménages	-	0,9	-4,3	-	0,8	0,3
des administrations publiques	-	0,6	0,6	-	0,9	0,9
Variation des stocks ¹	-0,2	-1,0	0,0	-0,4	-0,1	-0,3
Exportations nettes de biens et services ¹	0,1	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2
Exportations	3,6	3,3	3,4	4,3	3,2	3,5
Importations	3,6	2,9	3,2	4,5	3,2	3,4
Produit intérieur brut aux prix du marché²	0,8	1,0	0,9	1,3	1,2	1,1
Emploi	0,5	0,3	0,3	0,7	0,5	0,4

Prévisions de l'IWEPS arrêtées au 25.03.2015

The background of the slide features a complex financial data visualization. It includes a line graph at the top with a white line fluctuating across a grid, and a candlestick chart at the bottom with white bars and wicks. A large, dark teal circle is overlaid on the center of the image, containing the chapter title in white text.

Chapitre 2

CONTEXTES INTERNATIONAL ET NATIONAL

2.1 Le contexte international

2.1.1. La croissance mondiale

Pour l'année 2014, la croissance mondiale s'est élevée à +3,3%. Depuis la crise de 2008, l'économie mondiale peine à retrouver sa vigueur. Les espoirs de retour à une forte expansion de l'économie mondiale, qui avaient surgi dès les années 2010 et 2011, se sont évanouis avec la crise des dettes souveraines de la Zone euro. Au cours de ces trois dernières années, l'économie mondiale n'aura enregistré qu'une croissance inférieure à +3,5%. Pour 2015, la Commission européenne table sur une hausse de la production mondiale de +3,6%, bien en dessous encore de la moyenne des années antérieures à la crise de 2008. Sur la période 2004 à 2007, elle oscillait entre +4,5% et +5,5%. Une fois de plus, les prévisions reportent d'un an, soit en 2016, un retour à une croissance de +4,0%.

Que s'est-il passé depuis notre dernière analyse d'automne dernier ? Un des éléments importants qui est intervenu est la baisse brutale et inattendue de plus de 40% du prix du baril de pétrole, en partie liée à une décision de l'Arabie Saoudite. Conjuguée à une diminution des prix des produits de base, elle est venue perturber le scénario de nos dernières prévisions. D'un côté, en renforçant le pouvoir d'achat des ménages, cet élément a soutenu la reprise dans les économies avancées ; de l'autre, en entraînant des révisions à la baisse des prévisions dans les

pays producteurs, ce facteur a eu des impacts sur les économies de nombreux pays émergents déjà confrontés à un ralentissement de leur activité. Le poids pris par ces derniers dans le PIB mondial, qui atteint actuellement 56,4%, a entraîné une légère révision à la baisse de l'ensemble des perspectives mondiales.

Les révisions de prévisions opérées entre le mois d'octobre 2014 et le mois de février 2015 donnent une bonne mesure de l'impact des changements dans les hypothèses du scénario établies il y a six mois pour 2014 et 2015. Pour 2014, les dernières prévisions intègrent maintenant la parution d'une bonne partie des comptes nationaux. Par rapport aux prévisions d'automne dernier, la croissance de 2015 est revue légèrement à la hausse pour l'ensemble des économies avancées, de +0,3 point. Pour l'année 2015, les principales économies industrielles voient toutes leurs prévisions à la hausse. Les augmentations les plus importantes sont enregistrées par le Japon et les Etats-Unis. A l'inverse, les prévisions des différentes zones des économies émergentes sont amputées de -0,5 à -1,0 point de pourcentage, sauf l'Asie dont les prévisions d'automne dernier sont maintenues et la Russie dont les révisions à la baisse sont les plus spectaculaires: -3,5 points de pourcentage. Outre la chute des prix pétroliers, les tensions géopolitiques en Ukraine et les sanctions économiques qui ont suivi ont pesé sur les résultats des économies de cette région.

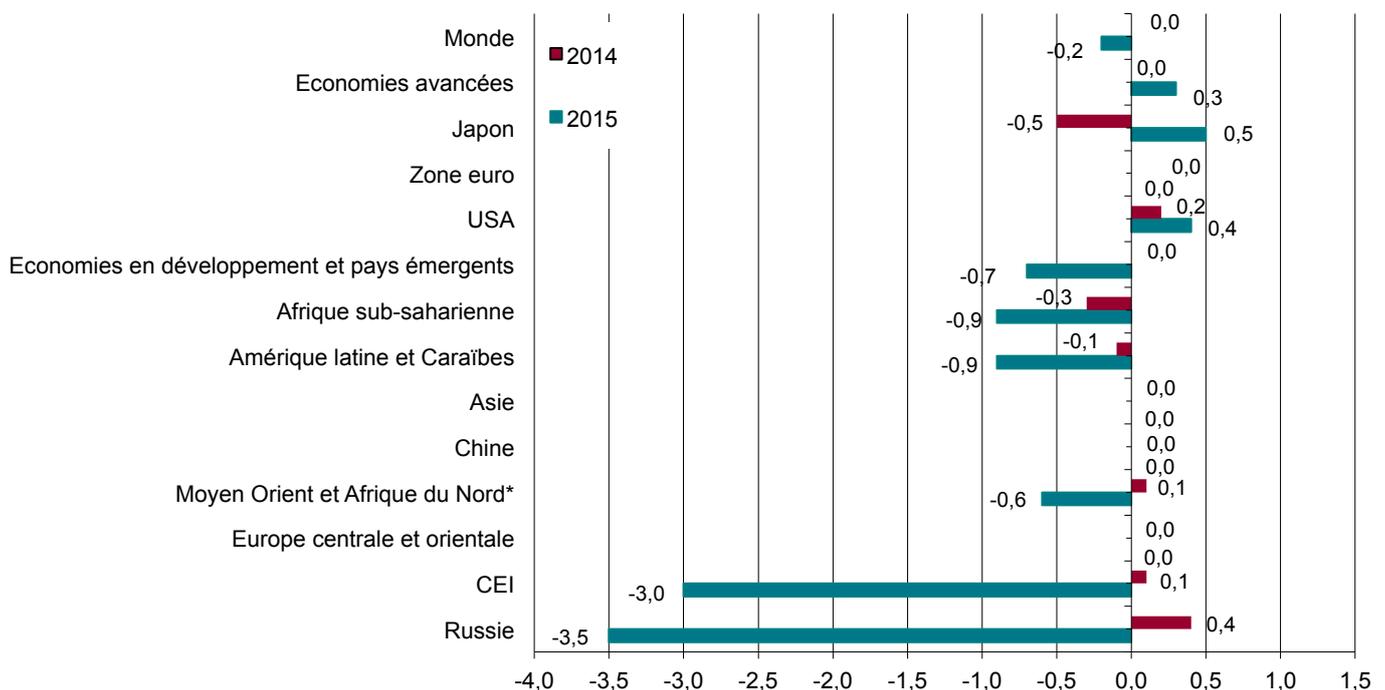
Tableau 2.1 | Production mondiale (PIB réels) Variations annuelles en % à prix constants

Notes : ¹ Parts en % du PIB mondial (à parité de pouvoir d'achat des pays) en 2013.
² Estimations et prévisions FMI janvier 2015 ; * Estimations et prévisions Commission européenne (CE) février 2015, ** ajustement des prévisions FMI pour tenir compte des prévisions CE
³ Hors pays du G7,
⁴ Y compris Pakistan et Afghanistan.
 Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, janvier 2015, Commission européenne, Hiver 2015

	% 2013 ¹	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ²	2016 ²
Monde	100,0	3,0	0,0	5,4	4,1	3,4	3,3	3,3	3,6*	4,0*
Economies avancées	43,6	0,1	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,3	1,8	2,6**	2,8**
Japon	4,6	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,5	1,5	0,4*	1,3*	1,3*
Zone euro	12,3	0,4	-4,5	1,9	1,6	-0,7	-0,4	0,8	1,3*	1,9*
USA	16,4	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4	3,5*	3,3*
Autres économies avancées ³	6,5	1,1	-2,2	4,6	2,7	1,6	2,2	2,8	3,0	3,3
Pays émergents et en développement	56,4	5,8	3,1	7,5	6,2	5,1	4,7	4,4	4,3	4,8**
Afrique subsaharienne	3,0	6,3	4,1	6,9	5,1	4,4	5,2	4,8	4,9	5,2
Amérique latine et Caraïbes	8,7	3,9	-1,3	6,0	4,5	2,9	2,8	1,2	1,3	2,3
Asie	28,7	7,1	7,5	9,5	7,7	6,7	6,6	6,5	6,6**	6,5**
Chine	15,8	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	7,4*	7,1*	6,9*
Moyen-Orient et Afrique du Nord ⁴	7,7	5,2	2,3	5,3	4,4	4,8	2,2	2,8	3,3	3,9
Europe centrale et orientale	3,4	3,2	-3,6	4,7	5,5	1,4	2,8	2,7	2,9	3,1
Communauté Etats indépendants	4,9	5,4	-6,2	5,0	4,8	3,4	2,2	0,9	-1,4	0,8
Russie	3,4	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-3,0	-1,0

Graphique 2.1 Révisions des prévisions entre notre publication de l'automne 2014 et celle du printemps 2015

Source : Commission européenne - FMI - Calculs : IWEPS



Les baisses des prix pétroliers et des produits de base ont eu des répercussions sur les différentes zones des économies émergentes. Seule l'Asie voit ses perspectives économiques se maintenir à un rythme comparable à celui enregistré depuis 2012, proche de +6,5%. Étonnamment, l'économie de l'ensemble de l'Asie absorbe le ralentissement de l'économie chinoise. Le poids de plus en plus grand pris par la consommation privée dans l'économie chinoise n'y est pas étranger en stimulant les importations. Ce n'est pas le seul facteur, l'augmentation des salaires chinois de ces dernières années a également favorisé la concurrence des produits en provenance des pays à bas coûts salariaux de l'Extrême-Orient.

En 2014, l'économie chinoise a enregistré sa plus mauvaise performance depuis 1989, +7,4% de croissance. Et les prévisions pour 2015 ne sont pas plus optimistes, +7,1%. Pourtant, depuis quelques mois, les indicateurs avancés tant de l'OCDE que les indicateurs auprès des directeurs d'achats Markit se sont redressés. Les mesures prises par la Banque centrale chinoise devraient en effet constituer un soutien efficace à la croissance. D'autres assouplissements monétaires pourraient encore intervenir dans les prochains mois qui permettraient à la Chine d'enregistrer une croissance encore proche de +7,0%.

Quant aux zones économiques des pays émergents productrices de pétrole ou de matières premières, elles ont vu leur croissance se ralentir l'année dernière. La chute s'est accélérée en fin d'année avec la dégringolade des prix du brut. La Russie est particulièrement touchée, le pétrole et le gaz représentant un poids important dans ses échanges. La chute du prix du baril a entraîné une forte dépréciation du rouble. Ce dernier était déjà mis sous pression par les sanctions prises par les pays occidentaux en représailles à l'attitude russe dans le conflit ukrainien. Le PIB de la Russie devrait reculer de -3,0% en 2015, après n'avoir enregistré qu'une faible progression de +0,6% en 2014.

C'est dans ce contexte économique contrasté que se dessinent pourtant une reprise dans la Zone euro et la poursuite des bonnes performances de l'économie américaine. Les données des derniers trimestres se sont mon-

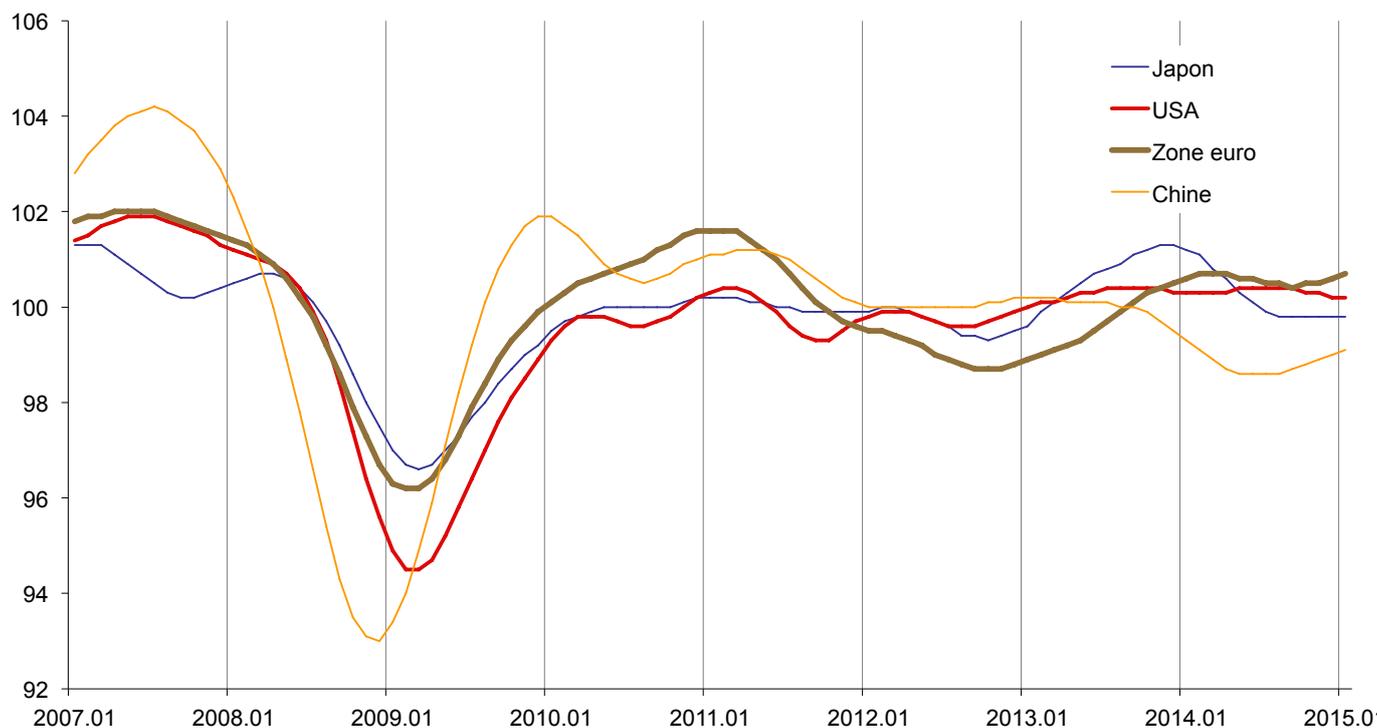
trées encourageantes aux Etats-Unis. Le marché du travail ne cesse de s'y améliorer et la consommation des ménages est redevenue vigoureuse. Si les indices des directeurs d'achat américains de l'Institute of supply management (ISM) et ceux de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) se maintiennent encore à de hauts niveaux, sans indiquer ni accélération ni décélération de l'activité dans les prochains mois, les indices Markit connaissent un rebond depuis le début de l'année 2015, anticipant une poursuite du cycle conjoncturel tant dans le secteur des services que dans celui de l'industrie manufacturière. Après avoir enregistré une hausse de +2,4% en 2014, l'économie américaine devrait connaître une croissance de +3,5% cette année.

L'économie européenne reste, elle, en convalescence et tarde à rejoindre le chemin d'une croissance soutenue. Exception faite de l'Allemagne, les politiques des pays européens restent contraintes par l'obligation de réduction de leur déficit public. Les pays du sud de l'Europe, notamment l'Espagne, semblent cependant progressivement sortir de la spirale infernale dans laquelle ils se trouvaient depuis trois ans ; les plans de rigueur nécessaires à l'ajustement budgétaire pesaient fortement sur la croissance elle-même et creusaient à leur tour davantage le déficit budgétaire. De plus en plus de voix s'élèvent parmi les pays membres pour préconiser un retour à une politique économique plus expansive afin de stimuler la reprise ; d'autant plus que des facteurs positifs se mettent en place pour soutenir une relance. La baisse des prix, notamment pétroliers, redonne une bouffée d'oxygène aux budgets des ménages. La confiance de ces derniers est brusquement remontée en fin d'année. La dépréciation de l'euro et les taux d'intérêt bas sont également des facteurs qui devraient permettre à l'Europe de retrouver le chemin d'une croissance plus soutenue cette année et l'année prochaine. Reste aux entreprises à investir, ce qu'elles devraient réamorcer une fois leur confiance retrouvée.

Depuis le début de l'année 2014, les indicateurs avancés de l'OCDE pour la Zone euro, qui anticipent les retournements conjoncturels à un horizon de six mois, se sont redressés sur les dernières données. Cette tendance augure

Graphique 2.2 Evolution des indicateurs composites avancés de l'OCDE pour les principales économies (amplitude ajustée (CLI))

Source : OCDE – Calculs : IWEPS



d'une reprise prochaine de l'ensemble de la Zone euro. L'Index for Economic Research at the University of Munich (ifo), comme les indices PMI (Purchasing Managers Index) auprès des directeurs d'achat de Markit tant dans le secteur manufacturier que des services, confirment une reprise au premier trimestre de cette année.

En résumé, nous retenons pour cette année un scénario de reprise modérée en Europe. La croissance reposerait non plus uniquement sur une relance des exportations comme nous l'anticipions encore à l'automne dernier, mais sur une accélération de la demande intérieure cumulée à une amélioration progressive du commerce extérieur. Au total, l'économie de la Zone euro pourrait enfin s'élever à +1,3% de croissance en 2015, niveau qu'elle n'a plus atteint depuis 2011. Cette reprise viendra s'accrocher au dynamisme de l'économie américaine qui devrait perdurer.

Cependant, des risques pèsent sur ce scénario :

- Les élections grecques ont porté au pouvoir un gouvernement qui tente de renégocier les conditions d'aides des institutions européennes et du FMI qui ont

permis au pays d'éviter la banqueroute. Les accords du mois de février entre les instances européennes, le FMI et le gouvernement grec ont ouvert quatre mois de négociations dans lesquelles le bras de fer engagé entre l'Allemagne et la Grèce pourrait tourner à l'échec. Les marchés pourraient alors de nouveau douter de la solvabilité des dettes souveraines grecques et au-delà des autres pays encore en processus d'assainissement budgétaire.

- Les tensions liées au conflit russo-ukrainien ont conduit les pays occidentaux à prendre des sanctions économiques contre la Russie. Celles-ci ont entraîné des contre-sanctions de la part de Moscou. Un renforcement et une prolongation de celles-ci pourraient avoir des effets négatifs sur la croissance européenne, la Russie étant un partenaire commercial important, notamment de l'Allemagne. Des perturbations dans l'approvisionnement en gaz russe entraîneraient des effets négatifs sur les économies européennes. De même, la guerre contre le groupe terroriste Etat islamique installé en Irak et en Syrie pourrait avoir des répercussions sur

le marché pétrolier en mettant un terme à l'effondrement des prix.

- Les risques de déflation dans les Etats européens ne sont pas encore complètement écartés. Actuellement, le taux d'inflation de la Zone euro est négatif (-0,3% en février). Mais, hors énergie et produits alimentaires, il progresse de +0,6%. Ce risque était déjà mentionné dans notre précédente édition. L'Europe se trouve donc toujours en situation de désinflation (ralentissement de la hausse des prix), mais pas en déflation. Pour rappel, la déflation est caractérisée par le fait que c'est la contraction de la demande qui suscite la baisse des prix. Les agents postposent leurs achats parce qu'ils anticipent une baisse durable des prix. Ce mécanisme provoque une réduction de la demande qui se répercute à son tour sur la production et donc sur les salaires. L'économie est ainsi projetée dans une spirale néfaste qui l'entraîne de baisse de revenu en baisse de production et réciproquement. Ces anticipations de baisse des prix nuisent également aux investissements.

2.1.2. La situation conjoncturelle des deux premières puissances économiques

2.1.2.1 Les Etats-Unis

Au quatrième trimestre 2014, l'économie américaine a enregistré une croissance de +0,5% par rapport au troisième trimestre, qui lui-même avait augmenté fortement de +1,2%. Pourtant au quatrième trimestre, la contribution du commerce extérieur a retiré -0,3 point à la croissance, contrairement au trimestre précédent (+0,2 point) alors que l'apport des stocks restait neutre (+0,0 point). Les résultats pour l'ensemble des postes sont toutefois bien loin du recul de -0,5% du premier trimestre 2014. En début d'année dernière, l'activité américaine avait été freinée par la rigueur de l'hiver. Le dynamisme de l'économie américaine est ancré sur son moteur traditionnel, la demande intérieure. La consommation des ménages n'a cessé de s'élever d'un trimestre à l'autre au cours de l'année 2014, pour apporter une contribution de +0,7 point à la croissance au dernier trimestre de l'année dernière. Les investissements, dont la croissance est pourtant en retrait par

rapport aux deux trimestres précédents, contribuent encore pour +0,2 point au dernier trimestre. Le diagnostic de l'état de santé de l'économie américaine reste très bon.

La consommation des ménages est soutenue par un niveau de confiance des consommateurs particulièrement élevé. Le taux d'épargne des ménages reste, comme au cours des deux dernières années, au-dessus de la barre des 4%, historiquement élevé. Le revenu disponible réel continue de progresser. Le marché du travail connaît depuis plusieurs années une embellie impressionnante : le chômage n'est plus que de 5,6% en février dernier, très loin en dessous des 10,2% d'octobre 2009. Selon l'enquête sur les fiches de paie du secteur non agricole, pour chaque mois depuis un an, l'économie américaine a enregistré une création nette d'emplois supérieure à 200 000 unités, ce qui n'était plus arrivé depuis 1995. Quant aux investissements des ménages, leur contribution à la croissance est redevenue positive à partir du deuxième trimestre de l'année dernière. Le nombre de ventes de maisons neuves ainsi que le nombre de constructions commencées sont en hausse.

Dans le chef des consommateurs, tout concourt donc à soutenir un scénario de poursuite des niveaux de croissance observés ces derniers trimestres.

Le seul bémol du dernier trimestre 2014 a été l'affaiblissement de la contribution à la croissance des investissements des entreprises. L'indicateur manufacturier issu des enquêtes auprès des directeurs d'achats (ISM), bien qu'il se situe encore à des niveaux hauts, a fléchi sur la fin de l'année. Dans les perspectives des entreprises légèrement moins optimistes, l'appréciation du dollar a sans doute joué un rôle en pesant sur les commandes à l'exportation. Mais, on sait que le commerce extérieur joue un rôle bien moindre dans l'économie américaine que dans celles des pays européens. La vigueur de la demande intérieure et l'appréciation du dollar devraient toutefois soutenir le poste des importations dans les prochains trimestres. L'orientation des investissements pourrait se tourner vers les secteurs traditionnels, pour ne pas dire anciens, de l'économie américaine, notamment l'automobile. C'est en effet surtout ceux-ci qui portent l'accroissement de la production actuelle plutôt que les secteurs du numérique ou de l'énergie, ce dernier étant pénalisé par la récente chute

des prix pétroliers. En effet, certains plans d'investissement dans ce secteur ont été ajournés, vu l'évolution récente des prix et même certains sites fermés. Néanmoins, l'ensemble de l'industrie américaine bénéficie de coûts extrêmement bas de l'énergie par l'arrivée sur le marché de nouvelles sources d'approvisionnement, comme celle du gaz de schiste.

Contrairement à l'Europe, l'inflation outre-Atlantique n'est devenue négative qu'en janvier (-0,7%). Hors énergie et alimentation, elle reste positive à +0,2%. L'évolution des prix dans leur ensemble pourrait se maintenir en moyenne légèrement au-dessus de zéro en 2015 et donc très loin de la barre des 2%, objectif de la Banque de la Réserve fédérale (FED) en 2015. Les tensions sur les salaires, qui pourraient surgir avec l'amélioration sensible du marché du travail, ne contrebalanceront pas l'appréciation du dollar et la chute des prix pétroliers et des matières premières. La FED ne devrait que hausser légèrement ses taux directeurs vers le milieu de l'année, sans pour autant instaurer une politique restrictive.

Ces différents éléments plaident pour un scénario de poursuite du cycle de hausse conjoncturelle de l'économie américaine dans les prochains mois. Les indicateurs avancés, tels ceux des enquêtes auprès des directeurs d'achats (PMI-Markit), restent bien au-dessus du seuil des 50 points, une légère baisse a même été enregistrée au cours de l'année avant un rebond sur les dernières données. Vu la vigueur attendue de la demande intérieure, la croissance américaine restera dynamique au-delà de l'horizon de cette année. Outre-Atlantique, notre scénario envisage en effet une poursuite de l'expansion rapide du PIB. La croissance trimestrielle devrait tourner autour de +0,8% en 2015.

Les prévisions de la Commission européenne tablent sur une croissance américaine sur l'ensemble de l'année 2015 de +3,5%, qui devrait se maintenir encore autour de +3,3% en 2016, ce qui la porte bien au-dessus de sa croissance potentielle qui n'est plus que de +2,2% selon le Congressional Budget Office (CBO).

Graphique 2.3 Contribution des composantes économiques à l'évolution trimestrielle du PIB américain (en rythme annuel)

Source : Federal Reserve Bank of St. Louis – Calculs : IWEPS

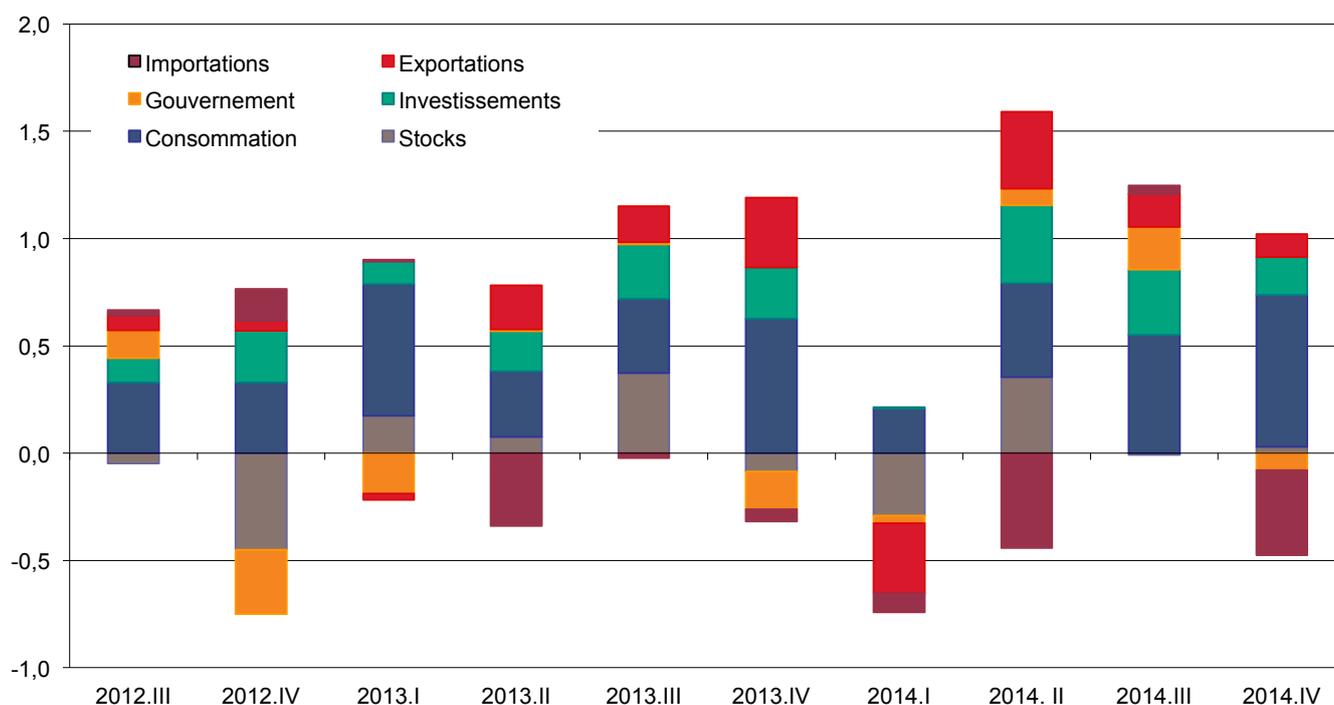


Tableau 2.2 – Evolutions macroéconomiques récentes et perspectives de la Commission européenne pour les années 2011 à 2015 pour les Etats-Unis

¹ A prix courant 2013² Contribution à la croissance

Source : European Commission, European Economic Forecast, Winter 2015

	% PIB ¹	2011	2012	2013	2014	2015
Consommation privée	68,5	2,3	1,8	2,4	2,5	3,8
Consommation publique	15,2	-2,7	-0,6	-1,3	0,5	1,1
FBCF	18,9	3,7	5,3	2,7	3,8	5,4
Dont équipement	6,5	10,3	5,4	3,3	4,1	6,9
Variations des stocks (en % du PIB) ²		-0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Exportations de biens et services	13,5	6,9	3,3	3,0	3,1	4,2
Importations de biens et services	16,5	5,5	2,3	1,1	3,9	5,9
PIB	100,0	1,6	2,3	2,2	2,4	3,5

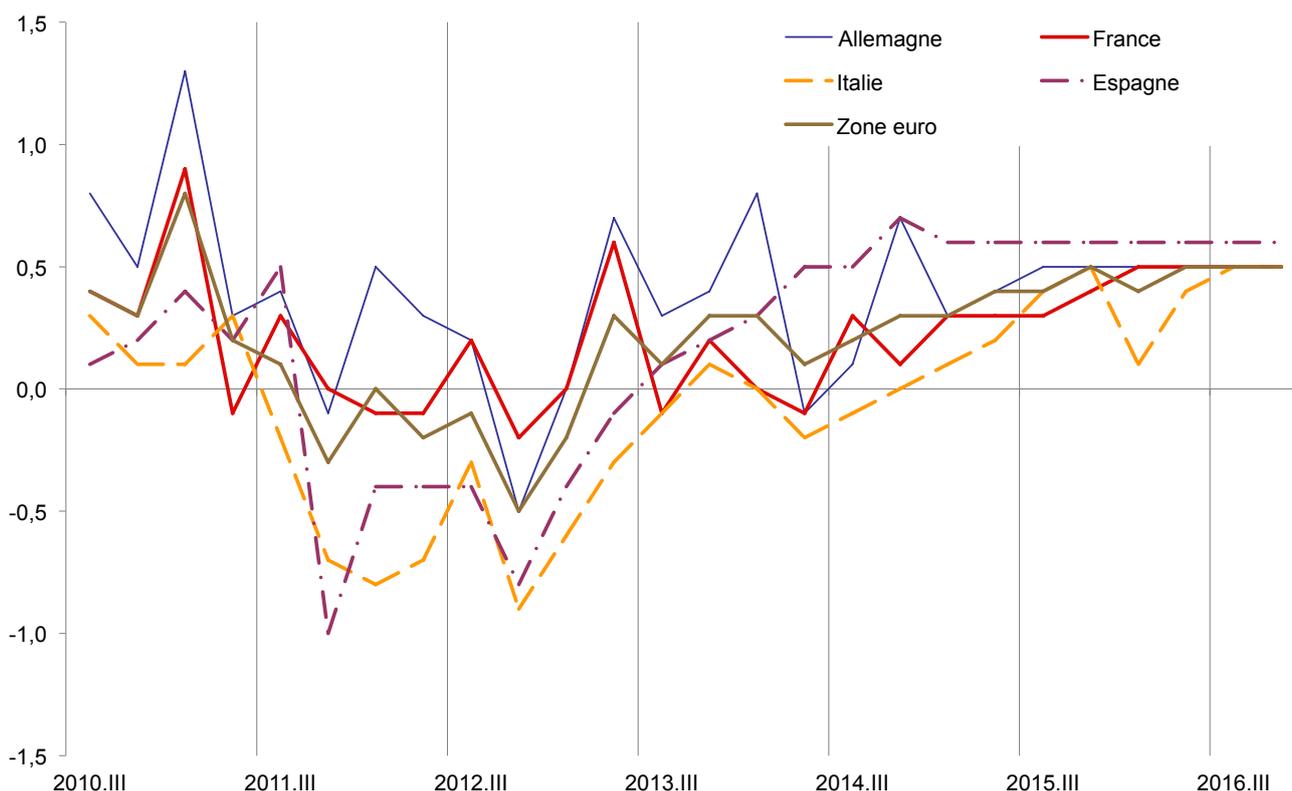
2.1.2.2. La Zone euro

Au quatrième trimestre 2014, l'économie européenne a enregistré une croissance de +0,3%, après avoir faiblement progressé aux deuxième et troisième trimestres de respectivement +0,1% et +0,2%. Le chiffre du quatrième trimestre rejoint seulement celui observé au premier trimestre de l'année dernière. Au total, la croissance de l'année n'atteint que +0,8%, soit cependant le premier chiffre annuel positif depuis trois ans, moment du déclenchement de la crise sur les dettes souveraines. Les années 2012 et 2013 se sont en effet soldées sur un recul du PIB européen de respectivement de -0,7% et de -0,4%. La progression du dernier trimestre 2014 a été soutenue par la demande intérieure : la consommation privée (+0,2 point) et les investissements (+0,1 point). Le commerce extérieur contribue lui aussi pour +0,2 point. Sans les stocks qui enlèvent -0,2 point, la croissance du dernier trimestre aurait même atteint un niveau relativement élevé de +0,5%.

Cette progression de l'économie européenne en 2014 couvre cependant une grande divergence au sein des pays membres. Ainsi, la croissance est restée relativement dynamique en Allemagne (+1,5%) et s'est accélérée en Espagne (+1,4%). Elle est faible en France (+0,4%), mais encore négative en Italie (-0,5%). Quant au PIB grec, après avoir été amputé de -3,9% de son volume en 2013, il est lui aussi de nouveau en progression de +1,0%. Une homogénéisation des rythmes de croissance des différents pays membres de la Zone euro est attendue en 2016, avec cependant une poursuite de la croissance espagnole à un rythme plus élevé. Pour l'ensemble de la Zone, selon la Commission européenne, la croissance devrait atteindre +1,3% en 2015 et +1,9% en 2016.

Graphique 2.4 Prévisions de croissance du PIB trimestriel à un an d'écart pour les principaux pays de la Zone euro

Source : Commission européenne Hiver 2015 – Calculs : IWEPS



Que s'est-il passé dans la Zone euro pour que la reprise en 2014 soit si faible alors que les signes d'une accélération de l'économie étaient encore présents en début d'année ? La demande intérieure devait reprendre le relais des exportations. Si la consommation des ménages s'est progressivement redressée au cours de l'année, les investissements, eux, sont restés atones. Du dynamisme futur des investissements dépendra la vigueur de la reprise économique attendue en Europe.

En effet, la consommation privée a bénéficié d'un redressement spectaculaire de la confiance des ménages en fin d'année 2014 suite à la chute des prix pétroliers. Mais, même si la confiance s'est affaiblie au cours de l'année dernière, elle était cependant restée à des niveaux historiquement élevés. Ceux-ci ont permis au commerce de détail d'enregistrer une forte progression en volume en 2014. L'inflation n'a également cessé de fléchir pour atteindre un recul de -0,3% en février, soutenant le pouvoir d'achat des ménages. Hors énergie, l'évolution des prix reste positive, mais très faible à +0,6%. La confiance des ménages n'a cependant été que peu soutenue par le fléchissement de la courbe du chômage qui en janvier 2015 atteignait encore 11,4%, les prochains mois devraient encore voir une amélioration du marché du travail. Au quatrième trimestre 2014, l'emploi a progressé légèrement de +0,1% par rapport au trimestre précédent, poursuivant son redressement entamé depuis le début de l'année dernière. Mais les disparités entre pays sont grandes : le taux de chômage en Espagne et en Grèce était encore en janvier de respectivement 23,7% et 25,8%, alors qu'il n'est que de 4,9% en Allemagne.

Le contexte économique dans lequel la consommation privée s'inscrit est donc très différent d'un pays à l'autre. En France, un rebond s'est manifesté dès l'été dernier, alors que l'indicateur de confiance était largement en dessous de sa moyenne de long terme. Par contre, en Allemagne, cette dernière a fléchi au cours de l'année dernière tout en partant d'un niveau historiquement élevé. Ce n'est que récemment que la confiance des ménages connaît un rebond. Ce renforcement important de la confiance des consommateurs en fin d'année dernière s'est manifesté dans la plupart des pays européens, notamment l'Italie et

l'Espagne. Il est en grande partie consécutif à la baisse des prix pétroliers qui a eu un impact direct sur le portefeuille des ménages.

Quant aux entreprises industrielles de la Zone euro, elles n'ont toujours pas réactivé leurs plans d'investissements. La production stagne depuis plus de 18 mois et le taux d'utilisation des capacités de production des entreprises n'est pas encore assez remonté pour les pousser à le faire. Quant à leur confiance, selon les enquêtes d'Eurostat, elle reste fragile, en dépit d'une légère amélioration des anticipations de la production et des carnets de commandes. Le doute des chefs d'entreprises persiste. Il s'agissait déjà dans notre publication de l'automne dernier, d'une condition qui devait être levée pour ancrer la reprise.

Là encore, la situation diffère d'un pays à l'autre. En France, les enquêtes auprès des directeurs d'achats dans l'industrie manufacturière Markit restent toujours en dessous de la barre des 50 points et l'évolution de la production reste hésitante. Cependant, selon les enquêtes d'Eurostat, la production est attendue en hausse depuis plusieurs mois par les chefs d'entreprises, annonçant une reprise, mais qui devra partir d'un point bas.

A l'inverse, en Allemagne, au cours de l'année dernière, les entreprises n'ont cessé de revoir leur anticipation de la production à la baisse. Ce n'est que sur les derniers mois de l'année qu'un rebond s'est manifesté sur l'indicateur visible dans les indicateurs Markit et Ifo. Pourtant, au dernier trimestre 2014, les investissements en machines et équipements ont déjà enregistré une hausse de +1,2% par rapport au trimestre précédent, alors qu'ils reculaient encore au troisième trimestre. Ils suivent la même évolution que les investissements en construction qui, eux aussi, ont rebondi de +2,1% au quatrième trimestre. En outre-Rhin, le taux d'utilisation des capacités de production est historiquement élevé, ce qui devrait pousser l'investissement des entreprises.

Des tendances opposées s'observent également dans les grandes économies du sud. En Italie, selon les indicateurs issus des enquêtes, la production manufacturière devrait

seulement s'accélérer dans les prochains mois, alors qu'elle s'est tassée tout au long de l'année 2014. En Espagne par contre, les indicateurs sur les attentes de la production poursuivent leur envolée, confirmant le redressement de l'industrie manufacturière observé depuis la crise de 2011.

Ces écarts entre pays se reflètent également dans les indicateurs sur les carnets de commandes. Mais à l'exception de l'Espagne, ceux-ci, à des niveaux différents, montrent un attentisme des entreprises quant à une reprise future de la demande et donc également de l'opportunité de procéder à des investissements.

Pourtant, tous les éléments sont en place pour que la confiance des entreprises se raffermisse dans les prochains mois, tirée par les dépenses de consommation et le commerce extérieur.

Quels sont ces éléments ? Premièrement, la chute des prix pétroliers constitue une bouffée d'oxygène pour l'économie européenne. Elle renforce le pouvoir d'achat des ménages et réduit les coûts des entreprises. Deuxièmement, elle s'accompagne d'une dépréciation de l'euro, pas seulement par rapport au dollar, qui renforce le dynamisme des exportations. Le taux de change effectif réel est en effet en nette diminution depuis le début de l'année. Ensuite, la politique monétaire accommodante de la Banque centrale favorisera également les investissements si la confiance des entreprises se renforce et que les conditions de crédits sont assouplies encore par les banques. Enfin, autre facteur moteur de la reprise attendue en Europe, les politiques restrictives menées par nombre de gouvernements devraient s'assouplir cette année. Les institutions européennes montrent l'exemple. Le plan Juncker prévoit bien 500 milliards d'investissements publics et privés dans les infrastructures au cours des trois prochaines années. Mais actuellement, les détails du montage financier restent encore à définir.

Ces quatre éléments devraient permettre à l'économie européenne de se maintenir sur le chemin de la reprise en 2015 et en 2016.

La reprise prochaine de l'économie européenne est confirmée par les indices PMI issus des enquêtes auprès des directeurs d'achats. Tant l'indice dans les services que l'indice composite connaissent une accélération depuis le milieu de l'année dernière. Ils atteignent respectivement 53,3 et 53,7 points en février. Le secteur des services devrait dès lors connaître dans les prochains mois un dynamisme important. Seuls, nous l'avons mentionné plus haut, les indices du secteur manufacturier sont à la traîne. Ils ne se sont redressés fortement qu'en fin d'année après avoir décliné durant l'ensemble de l'année dernière et ils atteignent 51,0 points en février.

Notre scénario retient une reprise de la croissance européenne tirée dans un premier temps par la consommation privée, qui, elle-même, est soutenue par la baisse des prix énergétiques et le regain de confiance qu'elle a engendré. Les exportations devraient continuer d'apporter une contribution positive à la croissance comme au cours des derniers trimestres, surtout lorsque les effets de la dépréciation de l'euro auront permis aux entreprises de regagner des parts de marché. Il faut en effet attendre plusieurs trimestres pour que ces gains de compétitivité se marquent sur les exportations. Le regain de la demande extérieure se cumulera alors à la demande dynamique des ménages pour lever les incertitudes qui pèsent encore sur l'activité des entreprises, surtout industrielles. Nous prévoyons en effet un redressement progressif des investissements des entreprises à partir du deuxième trimestre, à mesure que des tensions sur les taux d'utilisation des capacités se feront plus pressantes. La reprise de l'économie européenne dans son ensemble sera cependant graduelle, n'atteignant un rythme de croissance trimestrielle que de +0,5% en fin d'année 2015. Au total, l'économie européenne devrait dès lors enregistrer une croissance de +1,3% sur l'ensemble de l'année 2015.

Tableau 2.3 – Evolutions macroéconomiques récentes et perspectives de la Commission européenne pour les années 2011 à 2015 (Variations annuelles en volume) pour la Zone Euro

¹ A prix courant 2013² Contribution à la croissance

Source : European Commission, European Economic Forecast, Winter 2015

	% PIB ¹	2011	2012	2013	2014	2015
Consommation privée	56,0	0,2	-1,3	-0,6	0,9	1,6
Consommation publique	21,1	-0,2	-0,2	0,2	0,7	0,4
FBCF	19,6	1,7	-3,4	-2,4	0,9	2,0
Variations des stocks (en % du PIB)	-0,1	0,7	0,0	-0,1	-0,2	-0,4
Exportations des biens et services	43,8	6,6	2,5	2,1	3,6	4,3
Importations des biens et services	40,4	4,4	-1,0	1,2	3,6	4,5
PIB	100,0	1,6	-0,7	-0,5	0,8	1,3

Tableau 2.4 – Evolutions macroéconomiques récentes et perspectives de la Commission européenne pour les années 2011 à 2015 (Variations annuelles en volume) pour l'Allemagne

¹ A prix courant 2013² Contribution à la croissance

Source : European Commission, European Economic Forecast, Winter 2015

	% PIB ¹	2011	2012	2013	2014	2015
Consommation privée	55,9	2,3	0,7	0,8	1,1	2,0
Consommation publique	19,3	0,7	1,2	0,7	1,0	1,0
FBCF	19,8	7,3	-0,7	-0,6	3,1	2,1
Dont équipement	6,3	6,1	-3,0	-2,4	3,7	2,9
Variations des stocks (en % du PIB)		0,0	-1,4	0,2	-0,3	-0,3
Exportations des biens et services	45,6	8,0	2,8	1,6	3,7	4,8
Importations des biens et services	39,8	7,2	0,0	3,1	3,3	5,4
PIB	100,0	3,6	0,4	0,1	1,5	1,5

Tableau 2.5 – Evolutions macroéconomiques récentes et perspectives de la Commission européenne pour les années 2011 à 2015 (Variations annuelles en volume) pour la France

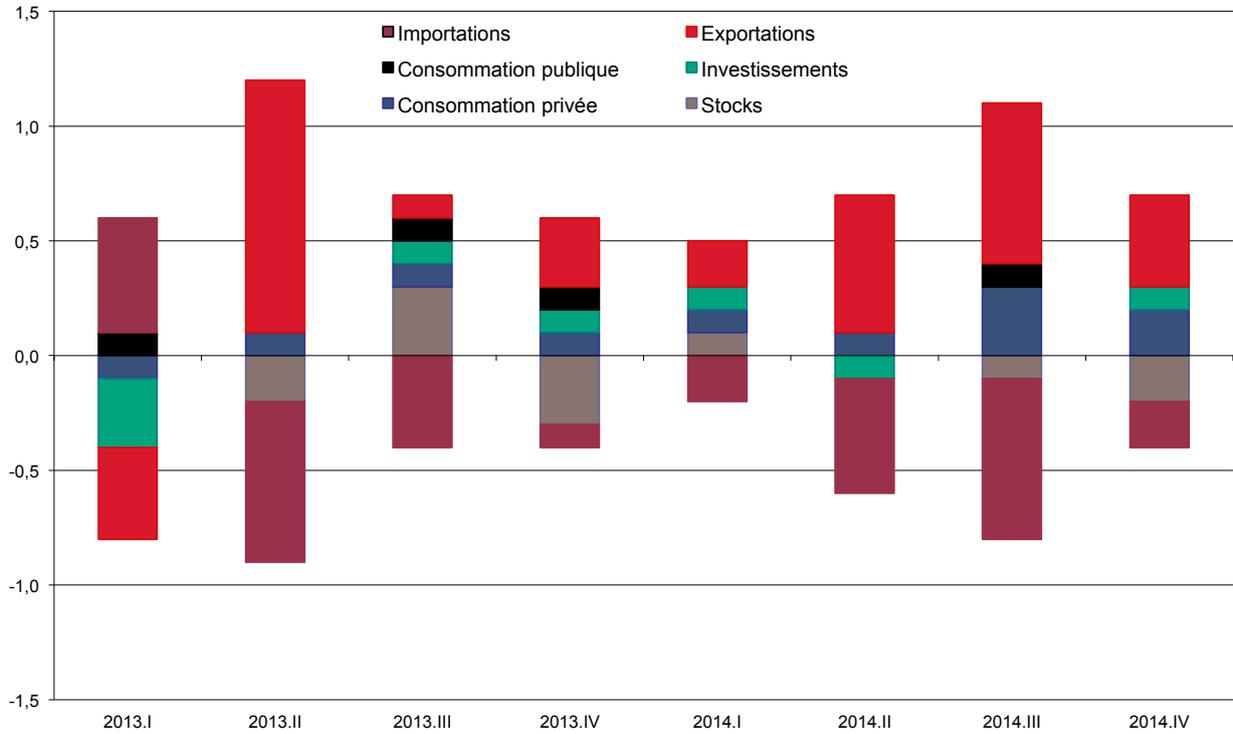
¹ A prix courant 2013² Contribution à la croissance

Source : European Commission, European Economic Forecast, Winter 2015

	% PIB ¹	2011	2012	2013	2014	2015
Consommation privée	55,3	0,5	-0,4	0,2	0,6	1,5
Consommation publique	24,1	1,0	1,7	2,0	1,6	0,8
FBCF	22,1	2,1	0,3	-1,0	-1,6	0,6
Dont équipement	4,7	1,4	0,9	-1,4	0,6	1,8
Variations des stocks (en % du PIB)		1,1	-0,6	-0,2	0,3	-0,1
Exportations des biens et services	28,3	6,9	1,1	2,2	2,2	4,2
Importations des biens et services	29,8	6,3	-1,3	1,7	3,3	4,3
PIB	100,0	2,1	0,3	0,3	0,4	1,0

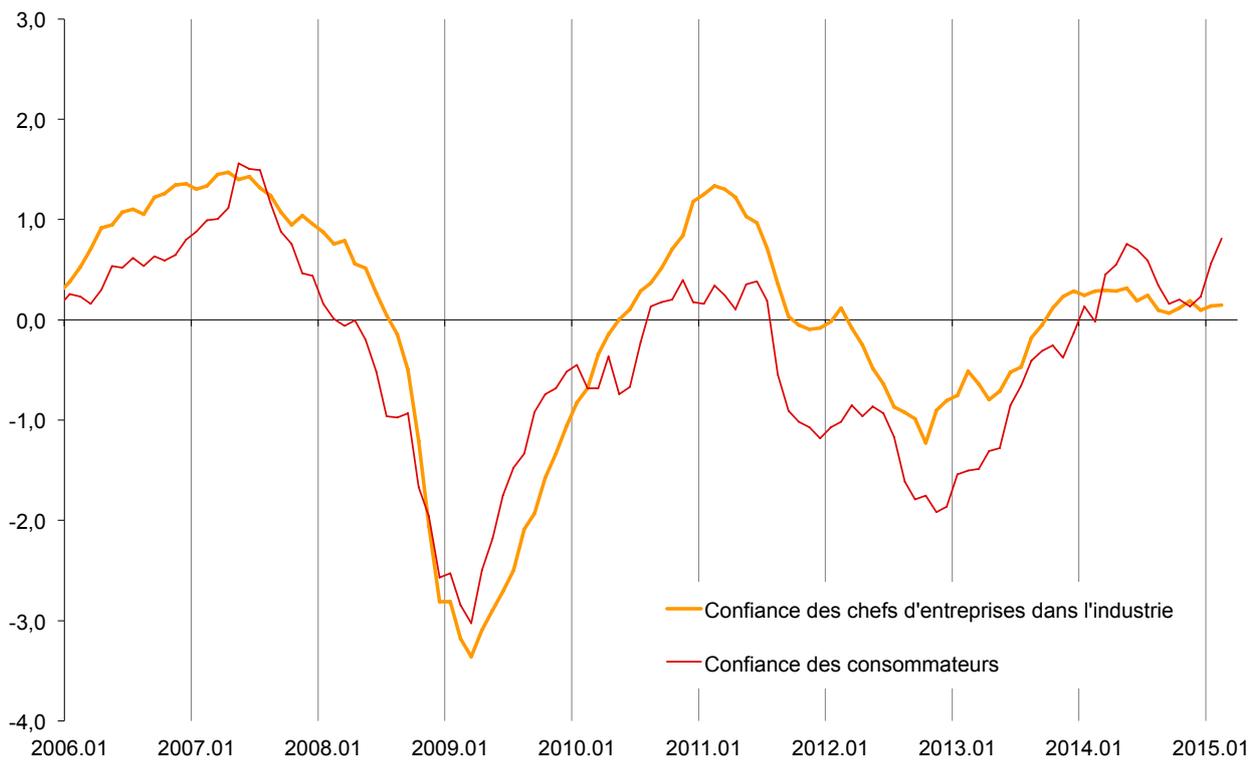
Graphique 2.5 Contribution à la croissance des différents postes du PIB (glissement trimestriel) de la Zone euro

Source : Eurostat – Calculs : IWEPS



Graphique 2.6 Evolution des indicateurs conjoncturels sur la confiance des ménages et des entreprises de la Zone euro

Source : Eurostat – Calculs : IWEPS



2.1.3 Matières premières

Contrairement à nos prévisions d'automne dernier, le prix du baril de Brent de la Mer du Nord ne s'est pas maintenu au-dessus des 100 dollars le baril. Nous annonçons déjà deux phénomènes qui empêchaient toute envolée des prix : premièrement, l'arrivée sur le marché des gaz et pétrole de schiste, du pétrole bitumeux qui créait les conditions d'un excédent d'offre sur la demande.

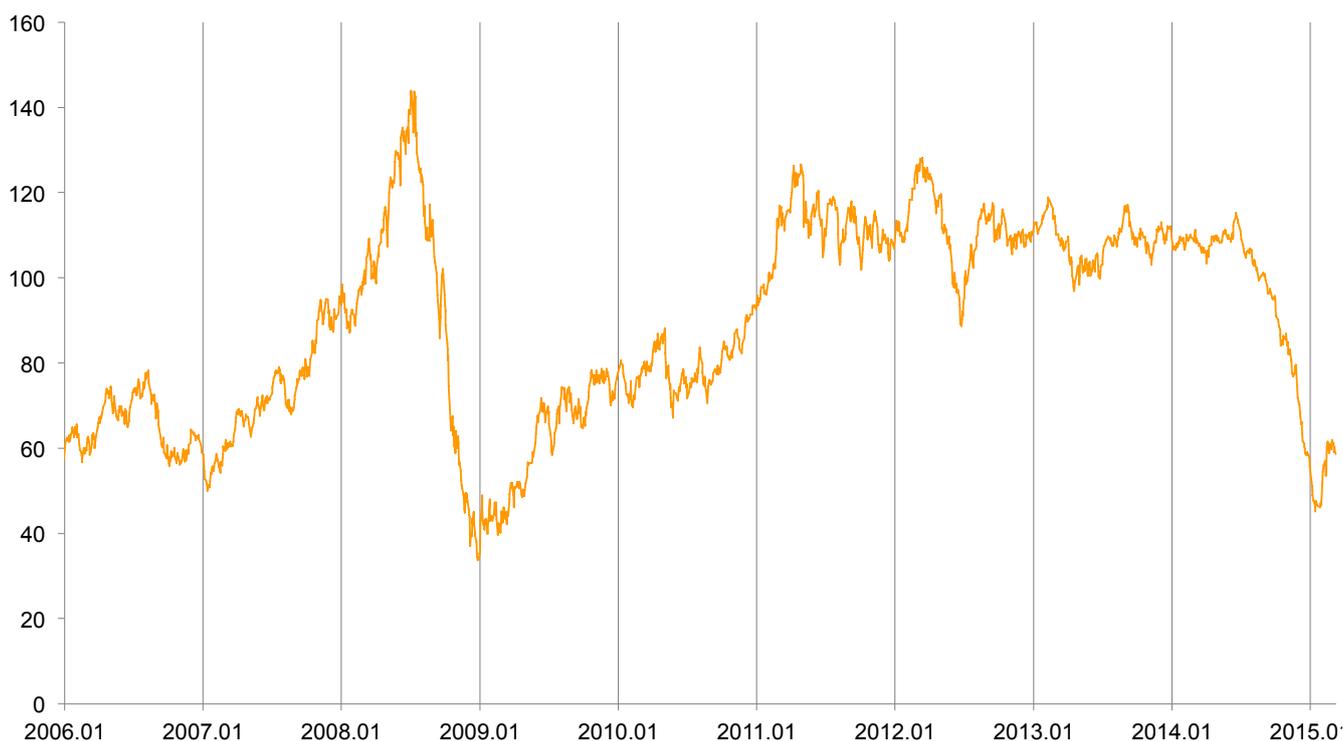
Deuxièmement, la production était déjà renforcée par la reprise des livraisons de la Libye, antérieurement perturbées par le printemps arabe, et en provenance d'Irak et d'Iran, après la levée de l'embargo. Un nouvel événement a cependant surgi le 27 novembre dernier. L'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), Arabie Saoudite en tête, a officiellement déclaré qu'elle ne resserrera pas les vannes afin de maintenir les prix. Cette décision ne faisait qu'entériner les comportements des grands producteurs de pétrole de ces derniers mois. Poussé par l'excédent d'offre sur le marché, le baril de Brent est descendu depuis septembre 2014 largement en dessous des 100 dollars le baril. Il est remonté en début d'année 2015

avant de redescendre à 55 dollars en mars, en dépit de l'hiver rigoureux dans le nord de l'Amérique, mais également des coupures attendues dans les investissements du secteur et l'arrêt de la production sur certains sites aux Etats-Unis. Les perspectives d'évolution des prix, au regard des contrats à terme, restent modérées. Le prix du baril de Brent y est toujours prévu autour de 68 dollars en mars 2016 par le Consensus Forecasts. Les analystes de l'US Energy Information Administration (EIA) tablent maintenant sur un baril de Brent qui resterait autour de 59 dollars en moyenne sur l'année 2015 et 75 dollars en 2016. Les prix pourraient légèrement remonter avec l'accélération de la croissance mondiale.

Dans son estimation de mars, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit une hausse de la demande de +1,0 million de barils par jour en 2015 contre +0,6 million de barils par jour en 2014, soit +1,0%. Cette hausse, qui reste faible, porterait la demande à 93,5 millions de barils par jour en 2015. 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

Graphique 2.7 Evolution mensuelle du cours du Brent en dollar par baril

Source : U.S. Energy Information Administration (EIA) – Calculs : IWEPS



atteindre encore des niveaux historiquement hauts dans les prochains mois.

Actuellement, selon l'AIE, la production attendue non OPEP en 2015 devrait augmenter à un rythme moindre qu'en 2014 passant de +3,5% à +1,4%. En 2015, l'OPEP tentera de respecter son nouveau *Call crude and stock change* fixé à 30,3 millions de barils, mais qui a toujours été dépassé ces dernières années. Dans ce contexte, l'offre sur le marché du pétrole devrait rester excédentaire cette année.

Mais ces prévisions ne tiennent pas compte des risques de tensions géopolitiques telles qu'une aggravation des troubles irako-syriens ou des tensions en Ukraine.

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 dernière, suite au recul à la fois des prix des matières alimentaires et des matériaux industriels. Mais ces tendances sont largement le résultat de l'appréciation du dollar de ces derniers mois. En Europe et exprimés en euros, les prix des matières premières hors énergie en janvier étaient en hausse de +1,8% sur un an. Seuls le minerai de fer et la ferraille d'acier maintiennent de fortes baisses à un an d'écart (-24,6%), résultat d'une demande chinoise moins forte. Ces tendances issues du décrochage de l'euro par rapport au dollar devraient se maintenir dans les prochains mois et soutenir légèrement l'inflation en Europe, même si celle-ci restera très faible étant donné l'impact du recul des prix de l'énergie.

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

2.1.4.1. La politique monétaire

Durant l'été 2014, la faiblesse persistante de l'inflation, la poursuite inattendue du ralentissement de la dynamique des tensions sous-jacentes sur les prix, conjointement à l'apathie du marché des crédits bancaires, dans un contexte de langueur de l'activité économique attendue

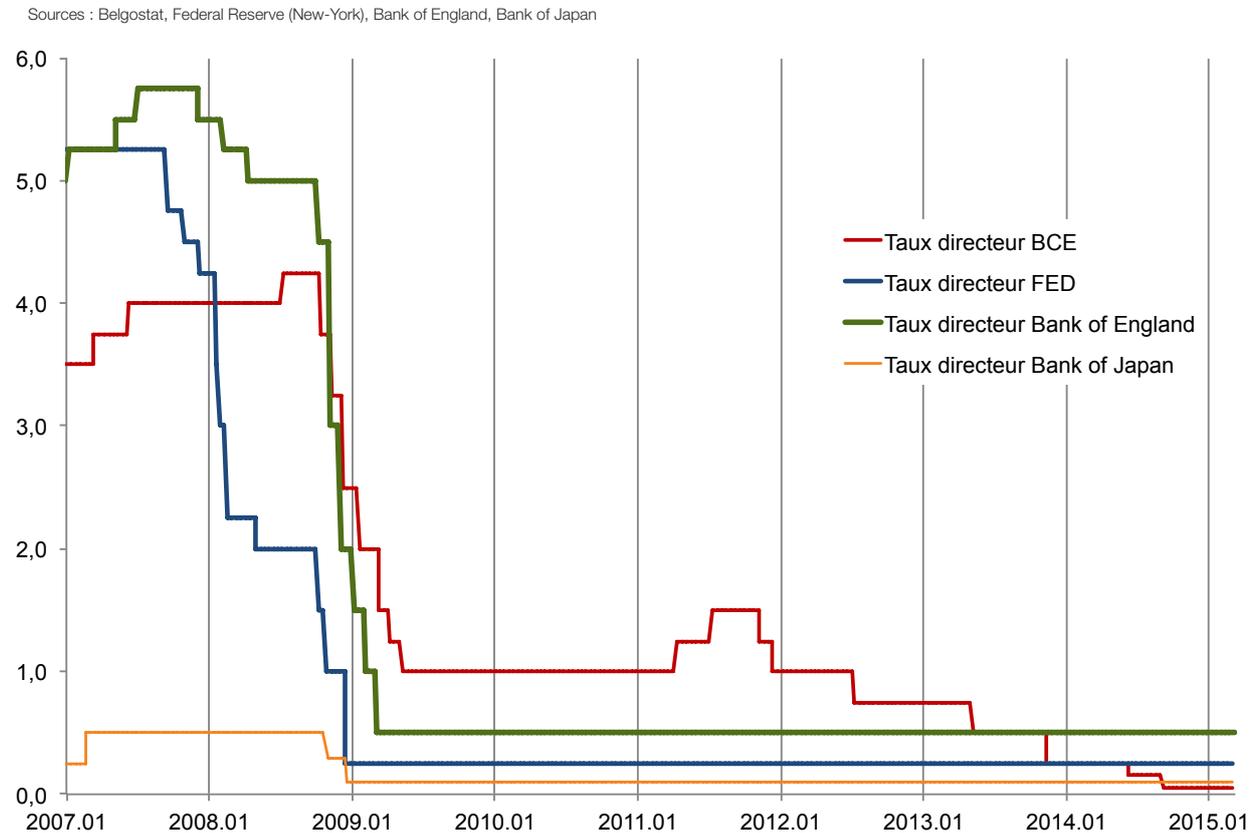
dans la Zone euro, a convaincu la Banque centrale européenne (BCE) de donner, selon ses termes, une « orientation accommodante supplémentaire » à la politique monétaire européenne. Le 5 juin, la BCE a ainsi décidé d'abaisser une première fois son principal taux de refinancement des opérations monétaires (refi). La BCE a toutefois estimé nécessaire de réduire à nouveau, en septembre, son principal taux directeur, de sorte que ce dernier s'établisse à présent à 0,05%, contre 0,25% en fin d'année 2013. La Federal Reserve américaine (FED) a maintenu son principal taux directeur entre 0% et 0,25%, un niveau inchangé depuis décembre 2008. Les taux de politique monétaire en Grande-Bretagne (0,50%) et au Japon (0,10%) demeurent également inchangés.

Depuis plusieurs mois, les politiques monétaires menées par la FED et par la BCE empruntent des voies divergentes : politique ultra-accommodante pour la BCE, réflexions sur une sortie progressive des mesures non conventionnelles pour la FED. La raison de ce découplage réside essentiellement dans l'évolution différente de la situation conjoncturelle en Europe et aux Etats-Unis.

Au cours du premier semestre 2014, la BCE s'est montrée de plus en plus inquiète quant à l'évolution de l'inflation dans la Zone euro. Une période trop longue d'une trop lente évolution des prix pourrait en effet entraîner un désarrimage des anticipations d'inflation. Le risque est alors de voir s'enclencher une dynamique déflationniste aux conséquences macroéconomiques très défavorables. Parce qu'elle se caractérise notamment par un renchérissement de l'endettement en termes réels, voire un report des décisions d'investissement ou de consommation des agents, l'entrée en déflation accentue fortement le risque de récession économique, dont il est difficile de sortir.

Confronté à une nouvelle détérioration des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté le 5 juin 2014 un arsenal de mesures visant à déjouer le piège déflationniste en stimulant la demande intérieure et en favorisant l'octroi de crédit, pour *in fine* renverser le mouvement de baisse des prix et renforcer l'ancrage des anticipations d'inflation. Cet ensemble de mesures s'articulait principalement autour de deux volets. La BCE a

Graphique 2.8 Evolution des taux directeurs de la BCE, de la FED, de la Banque d'Angleterre (BoE) et de la Banque du Japon (BoJ)



d'abord cherché à renforcer le caractère accommodant de sa politique monétaire en abaissant les taux directeurs, le *refi*, d'une part, c'est-à-dire le taux d'intérêt auquel les banques commerciales se refinancent auprès de la banque centrale, en général à très court terme, et le taux de dépôt, d'autre part, qui rémunère les liquidités bancaires déposées auprès de la BCE pour 24 heures. Afin de dissuader les banques de recourir à ces facilités de dépôts, comme elles s'étaient habituées à le faire depuis la crise financière et européenne, et afin qu'elles allouent ces montants au financement de l'activité économique, la BCE a décidé d'appliquer un taux de dépôt négatif.

Le second volet du train de mesures de la BCE visait à soutenir l'activité de prêt bancaire aux sociétés non financières et aux ménages. La forte intermédiation bancaire des financements en Europe explique le choix de la Banque. La BCE va effectuer une série d'opérations ciblées de refinancement à long terme (*Targeted Longer Term Refinancing Operations* ou TLTRO) des banques eu-

ropéennes. Les autorités monétaires espèrent que cette nouvelle injection de liquidités incitera le secteur bancaire, engagé depuis deux ans dans un mouvement d'ajustement bilantaire, à ralentir leur désendettement et à accroître leur offre de crédit. Cependant, les précédentes opérations de refinancement menées en 2011 et 2012 ont essentiellement été utilisées pour acheter des titres souverains ou rembourser des dettes. Pour éviter cet écueil, la BCE a conditionné ses nouvelles opérations de refinancement, pour cette raison dites « ciblées », à l'octroi de nouveaux prêts au secteur privé non financier, à l'exception des prêts immobiliers des ménages. Schématiquement, les banques qui n'augmenteraient pas les prêts aux PME, selon les critères définis par la BCE, seront contraintes de rembourser les TLTRO anticipativement. Ce ciblage, mais aussi leur faible coût (taux *refi* plus 10 points de base (pb)) et leur maturité longue (jusqu'à quatre ans) devraient favoriser le financement de l'économie réelle et par ricochet, relancer le moteur de la croissance de l'activité au sein de la Zone euro.

La BCE a également annoncé l'arrêt de la stérilisation de son programme de rachat de titres publics SMP (*Securities Markets Program*). Pour rappel, mis en œuvre à partir de 2010, au plus fort de la crise de la dette souveraine, le SMP devait permettre aux banques centrales de la Zone euro d'acheter sur le marché secondaire des obligations souveraines, émises par les pays de la Zone euro les plus en difficulté (Grèce, Portugal, Espagne, Irlande), afin de faire baisser les taux et de rendre possible le financement de ces Etats. La BCE s'était alors engagée à stériliser ses achats afin de ne pas accroître la masse monétaire et ainsi les pressions inflationnistes. La BCE a mis fin au SMP en septembre 2012, lorsqu'elle a adopté le principe de son nouveau programme d'achat OMT (*Outright Monetary Transactions*), mais a poursuivi la stérilisation du solde du portefeuille SMP. L'arrêt de la stérilisation du SMP induit donc une création monétaire qui concourt à la lutte contre les risques déflationnistes. Enfin, l'institut de Frankfort a également décidé de poursuivre ses opérations principales de refinancement des banques à taux fixes et pour des montants illimités.

Trois mois après cet important train de mesures, la BCE a encore renforcé le caractère expansionniste de sa politique monétaire en abaissant une nouvelle fois, en septembre, l'ensemble de ses taux directeurs et en s'engageant dans un programme de rachat de titres de dette privée, titres adossés à des actifs (ABS), y compris hypothécaires (RMS) ou obligations sécurisées (*covered bonds*). Ce programme de financement « direct » de l'économie réelle vient en complément aux opérations ciblées de refinancement à plus long terme (ou TLTRO).

Début 2015, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale estimait toutefois que ces récentes décisions n'avaient pas généré l'impact quantitatif, c'est-à-dire l'accroissement de liquidités, attendu. Les mesures monétaires adoptées en juin et septembre 2014 se révélaient en effet insuffisantes pour endiguer la faiblesse persistante de la dynamique d'évolution des prix. La succession de mauvaises surprises quant aux chiffres d'inflation observés accroît en outre 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'achat d'actifs, 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.). Concrètement, à partir de mars 2015, la BCE va racheter des titres publics et privés, sur les marchés secondaires, pour un montant cumulé de 60 milliards d'euros par mois. Ces achats devraient être effectués jusqu'à fin septembre 2016 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 à, mais proches de 2% à moyen terme » (BCE, Bulletin économique, n°1, 2015).

En mettant finalement en œuvre une politique de détente quantitative (*quantitative easing*) de grande ampleur, la BCE cherche d'abord à ancrer les anticipations d'inflation, 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'offre de monnaie devrait affaiblir le taux de change de l'euro, en particulier vis-à-vis du dollar américain.

Enfin, la BCE a encore cherché à favoriser le redressement du cycle du crédit dans la Zone euro, en abaissant le coût des opérations de refinancement ciblées TLTRO des banques européennes (suppression de la prime de 10 pb au-dessus du taux *refi*).

L'orientation ultra-expansive des mesures adoptées par la BCE contraste avec la volonté de la FED d'ajuster sa politique monétaire à l'évolution de la situation conjoncturelle nettement plus favorable aux Etats-Unis, une croissance

plus soutenue de l'activité et un taux d'inflation proche de 2% jusqu'au troisième trimestre 2014. Ainsi, la reprise de l'activité américaine a amené la FED à réduire, dès janvier 2014, réunion après réunion, le montant de ses achats de titre (*tapering*) réalisés dans le cadre du troisième cycle d'assouplissement quantitatif (QE3), un processus qui s'est achevé à l'automne 2014.

L'orientation de la politique monétaire européenne dans les prochains mois demeurera très accommodante. Dans un contexte marqué par une amélioration encore modérée des perspectives économiques, un fort taux de chômage, de larges capacités de production inemployées et un risque persistant sur l'évolution des prix, l'assouplissement monétaire renforce et complète l'assouplissement des règles budgétaires annoncé en janvier par la Commission européenne. Ce double assouplissement rencontre en effet la volonté exprimée récemment par Mario Draghi (BCE) de voir se mettre en place en Europe une politique de stimulation monétaire et budgétaire concertée de soutien de la demande globale (Jackson Hole, 22 août 2014). Il est dès lors hautement improbable que la BCE procède à un resserrement de sa politique avant une « longue période » selon sa terminologie. En revanche, l'institut de Frankfort devrait maintenir ses principaux taux directeurs à leur niveau plancher actuel, la Banque ayant annoncé que les taux avaient atteint leur limite inférieure. La politique d'achat de titres privés et publics devrait se poursuivre jusqu'en septembre 2016. Cependant, la BCE semble toutefois avoir pris soin de conserver une certaine marge de manœuvre, 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. De la sorte, elle utilise l'assouplissement quantitatif pour renforcer la crédibilité de sa politique d'indications prospectives (*forward guidance*) de la trajectoire future des taux directeurs.

Outre-Atlantique, la politique d'orientation des anticipations de la Réserve fédérale reflète la volonté des membres du FOMC de préparer à une normalisation prochaine de la politique monétaire américaine. Alors qu'à l'issue de la réunion d'octobre 2014, le FOMC prévoyait encore de

maintenir les taux directeurs à leur niveau pendant « une période considérable après la fin du programme d'achat d'actifs », le comité estimait en janvier dernier « qu'il peut être patient » avant de relever les taux. En mars, le terme « patience » n'apparaissait plus. Ce changement de ton dans la communication de la FED a été interprété comme un signe d'une volonté de s'orienter vers une sortie de ces mesures non conventionnelles. A plusieurs reprises, la Réserve fédérale a indiqué que la fin de ses achats de titres réalisés dans le cadre du troisième cycle d'assouplissement quantitatif (QE3) ne présageait pas de sa politique de taux. *A contrario*, le QE3 servait indirectement à renforcer la *forward guidance* de la FED en faveur d'un biais accommodant. Son arrêt conduit donc les investisseurs à s'interroger à nouveau sur la date d'une première hausse des taux. Janet Yellen, la présidente de la FED, a clairement lié le calendrier de normalisation des taux à l'inflation et « aux progrès sur le marché du travail américain », mais aussi dernièrement, aux développements internationaux. Or, décrypter l'évolution du marché du travail est ardu, en particulier en raison de l'origine financière de la Grande Récession de 2007-2008. Les principales interrogations de la FED semblent porter sur l'ampleur réelle du sous-emploi résiduel et son impact sur l'inflation. A l'issue de la réunion de mars 2015, le FOMC s'est toutefois montré plus optimiste en révisant à la baisse ses prévisions de taux de chômage. En revanche, le comité considère à présent que « le rythme d'expansion économique s'est quelque peu modéré » et se montre préoccupé par le ralentissement de l'inflation et la hausse du dollar. Ces incertitudes, mais aussi les difficultés inédites d'une stratégie de sortie d'une politique monétaire non conventionnelle d'une telle ampleur, devraient, selon nous, inciter la FED à entamer un resserrement mesuré plutôt plus tardif que rapide de sa politique monétaire.

Globalement, si les politiques monétaires européenne et américaine demeurent encore largement accommodantes, elles empruntent à présent des trajectoires opposées. Si le calendrier est encore incertain, la consolidation de la reprise américaine au cours du premier semestre 2015 amènera la FED à réduire alors, certes progressivement, l'orientation accommodante de sa politique monétaire. Une hausse des taux directeurs américains pourrait alors intervenir au cours du troisième trimestre. En re-

vanche, la politique monétaire ultra-accommodante de la BCE devrait le rester beaucoup plus longtemps qu'aux Etats-Unis 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.

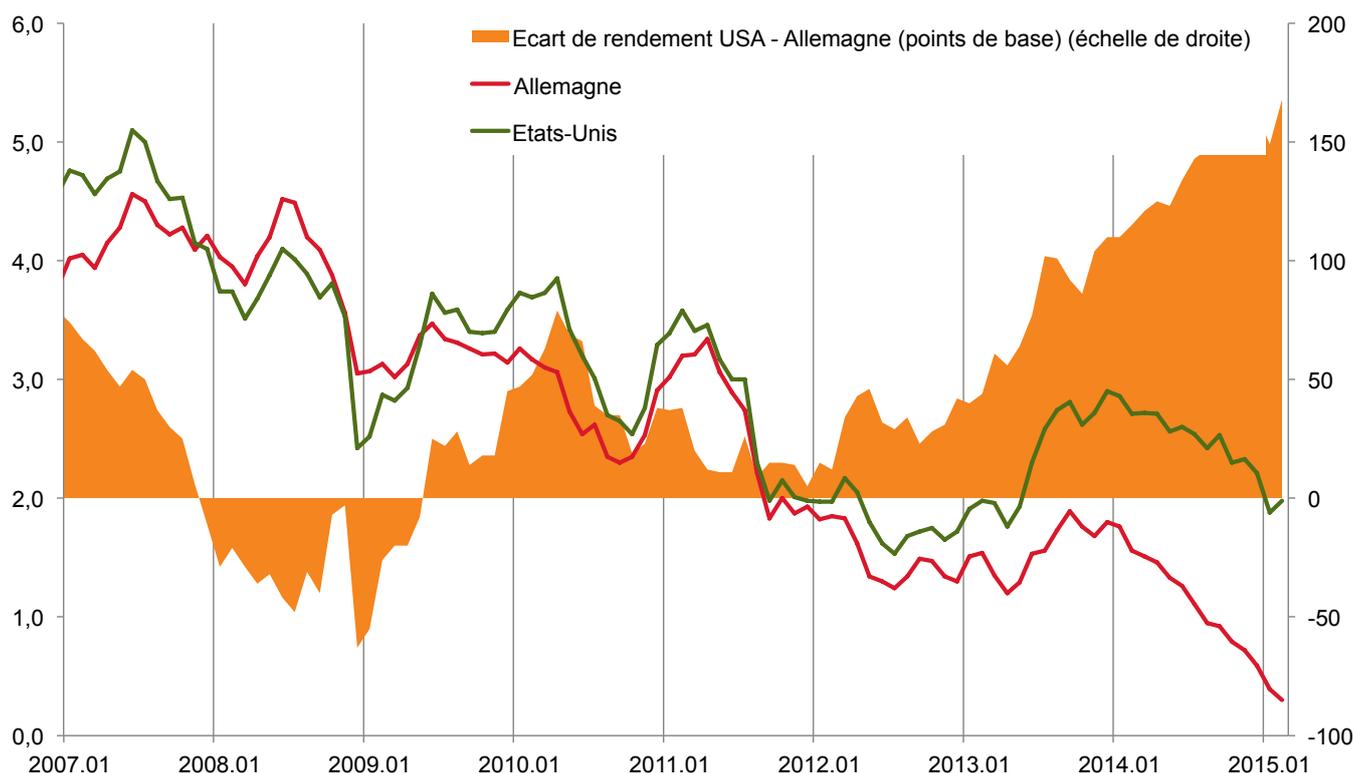
2.1.4.2. Evolution des taux longs

Sur l'ensemble de l'année 2014, les rendements obligataires américains et européens se sont globalement inscrits en recul, principalement en raison de l'orientation encore largement accommodante des politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique. Ce reflux a été amplifié par des mouvements de report sur les valeurs sûres induits par les fortes tensions géopolitiques, en particulier liées à la crise en Ukraine, et en début de période, par les turbulences sur les marchés émergents. En Europe, le repli des taux sur les obligations souveraines est également le reflet de la médiocrité des perspectives écono-

miques et des anticipations de baisse de l'inflation à moyen terme. La situation conjoncturelle morose des économies européennes a probablement induit un nouveau report en faveur des titres du Trésor américain, renforçant leur tendance baissière. Cependant, l'anticipation de relèvement des taux directeurs américains a contribué à freiner l'érosion du rendement des emprunts publics. L'évolution des taux des emprunts publics longs allemands et américains s'inscrit en effet dans un contexte marqué par une divergence croissante des politiques monétaires menées par la Banque centrale européenne et la Réserve fédérale. En janvier, les taux des titres du Trésor américain de longue maturité (10 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 Etats-Unis et en Zone euro atteignait 15 points de base. En février, le taux américain est remonté à 2,0%.

Graphique 2.9 Evolution des taux longs (rendements des obligations publiques à dix ans) – Allemagne et Etats-Unis

Source : OCDE



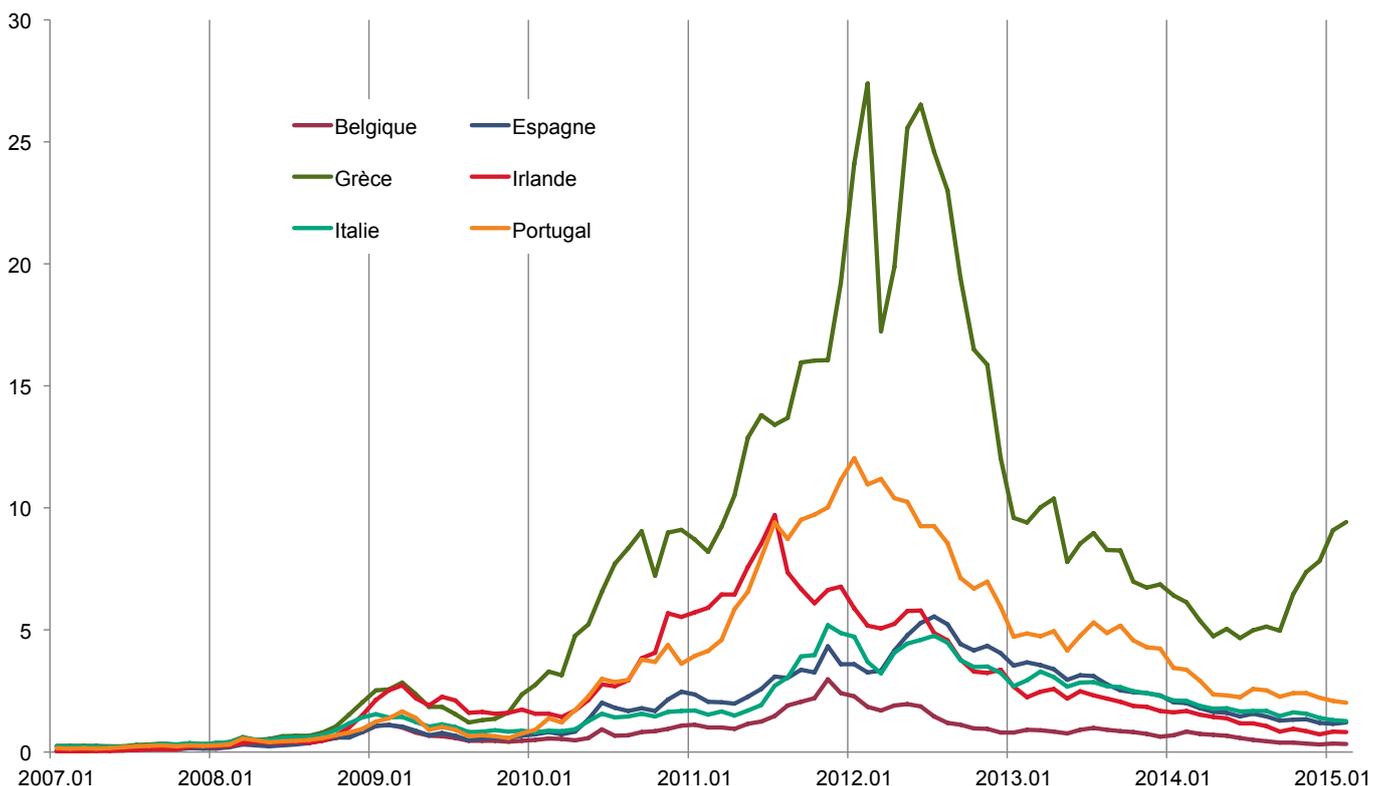
Durant les prochains mois, la consolidation attendue de la reprise économique aux Etats-Unis et les anticipations d'une normalisation plus rapide de la politique monétaire de la FED au cours de l'année 2015 devraient continuer à favoriser une hausse des rendements obligataires américains. Il est toutefois probable que la FED agira pour éviter qu'une remontée trop vive des taux longs ne vienne affaiblir la relance de l'économie américaine. Ce mouvement devrait influencer positivement l'évolution des taux longs dans la Zone euro. L'évolution des rendements des titres publics européens devrait cependant refléter le différentiel de croissance dans les deux zones et les effets de la politique monétaire plus « agressive » de la BCE. D'une part, le maintien des taux directeurs à leur niveau plancher actuel, et la perspective qu'ils demeurent à ce niveau long-temps, freineront la hausse des taux longs européens. Mais surtout, le nouvel assouplissement quantitatif annoncé par la BCE va accroître significativement le volume de liquidités dans la Zone euro, qui se reportera partiellement sur la demande de titres souverains. Dans un se-

cond temps, une fois le programme d'achat de la BCE mis en œuvre, le repli des taux obligataires souverains pourrait toutefois inciter les investisseurs à réallouer leur portefeuille en faveur de titres plus risqués /rentables, ce qui tendrait à pousser à la hausse les rendements des titres publics. Ces différents effets plaident pour une progression lente des taux d'intérêt de référence des emprunts publics de long terme, qui devrait évoluer autour de 1,0% en fin d'année, à mesure que les perspectives de l'économie européenne se redressent.

Au sein de la Zone euro, les écarts (*spreads*) des rendements des obligations d'état à dix ans en référence au taux allemand ont globalement continué à se réduire au cours de l'année dernière. En octobre, toutefois, le souhait exprimé du gouvernement grec de sortir prématurément du programme d'assistance financière internationale a induit des tensions sur les taux obligataires de la plupart des pays membres et surtout, pour les emprunts grecs, un creusement de l'écart avec le Bund allemand. Cet écart s'est encore approfondi en raison des élections législa-

Graphique 2.10 Evolution 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



tives, un scrutin qui a plébiscité le programme anti-austérité du parti du nouveau Premier Ministre. L'incertitude sur le résultat des négociations en cours avec les instances européennes sur un possible rééchelonnement de la dette grecque tend à accroître les primes de risque sur les emprunts émis par Athènes.

En janvier 2015, le taux de rendement des titres de la dette publique belge s'élevait en moyenne à 0,7%, un taux historiquement bas, correspondant à une prime de risque par rapport au Bund allemand de moins de 40 points de base.

Fin 2014, les conditions d'octroi du crédit bancaire dans la Zone euro se sont assouplies pour le troisième trimestre consécutif, tant pour les prêts consentis aux entreprises qu'aux ménages. Cette évolution, qui ressort des résultats de l'enquête européenne sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) clôturée en janvier 2015, reflète une perception du risque, notamment macroéconomique, plus favorable, hormis pour les prêts hypothécaires, tandis que les coûts de financement ou les contraintes bilantaires des banques européennes tendent à peser moins dans leurs décisions d'octroi de crédit. C'est toutefois l'influence de la pression concurrentielle qui contribue le plus à l'assouplissement global des conditions d'octroi de crédit. A court terme, les banques estiment que les conditions d'octroi de crédit aux entreprises et aux particuliers, crédit à la consommation et crédit hypothécaire, pourraient encore s'assouplir.

Rappelons toutefois que les critères d'octroi demeurent à l'heure actuelle restrictifs, les banques européennes 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. S'agissant de la demande de crédit, les banques européennes interrogées rapportent une hausse croissante de la demande de prêts des entreprises sur l'ensemble de l'année 2014. Cette hausse, qui devrait se poursuivre au cours du premier trimestre 2015, est significativement liée à l'accroissement des besoins de financement des investissements productifs, une première depuis le printemps 2011. Parallèlement, selon les résultats de l'enquête, les

banques européennes ont enregistré une hausse des demandes (nettes) de prêts des ménages (crédit à la consommation et crédit au logement) pour les troisième et quatrième trimestres 2014, qui a prolongé l'augmentation de la demande de crédit observée durant le premier semestre 2014.

2.1.4.3. Marché des changes

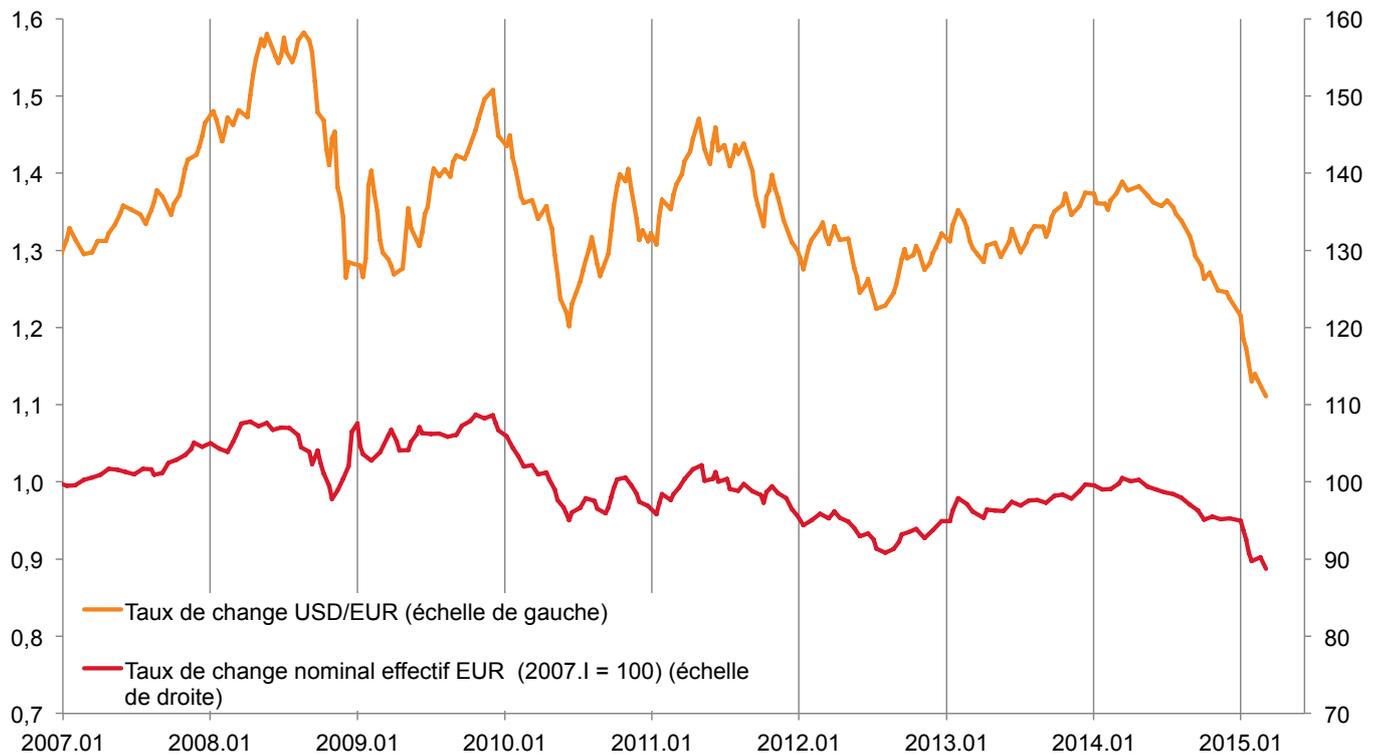
Durant les premiers mois de l'année 2014, l'euro s'est globalement raffermi par rapport au dollar, prolongeant ainsi une dynamique d'appréciation débutée à la mi-2012. Ainsi, fin avril, l'euro s'affichait à près de 1,40 dollar. Cette appréciation étonnait. L'économie américaine a en effet montré, tout au long de la période, des signes de reprise tandis que l'activité en Zone euro peinait à se redresser et l'écart de rendements des emprunts publics a continué à se creuser en faveur des titres américains, une double évolution qui aurait dû favoriser le billet vert. Comment dès lors expliquer l'appréciation de la monnaie unique ?

D'abord, l'accalmie sur le front de la crise de la dette souveraine en Europe a vraisemblablement poussé les investisseurs vers des actifs plus risqués, notamment au bénéfice des pays de la périphérie européenne, appétence qui aurait soutenu la monnaie unique. Ensuite, l'évolution de la balance courante de la Zone euro, qui est devenue excédentaire, notamment en raison des ajustements macroéconomiques des pays membres périphériques, a favorisé l'appréciation de l'euro. En outre, les tensions sur le marché monétaire européen, causées par la réduction des liquidités induite par les remboursements anticipés des LTRO par les banques, alors que la FED poursuivait ses achats d'actifs, ont encore renforcé le raffermissement de l'euro par rapport au dollar.

A partir du mois de mai 2014, le taux de change de l'euro par rapport au dollar a toutefois entamé un net mouvement de repli, à mesure que ces éléments transitoires s'atténaient. La détérioration des perspectives de croissance et d'inflation dans la Zone euro par rapport à l'économie américaine et la désynchronisation des politiques monétaires menées dans les deux espaces économiques a alors induit une rapide dépréciation de la monnaie américaine.

Graphique 2.11 Taux de change bilatéral USD/EUR et taux de change nominal effectif (EUR)

Sources : Belgostat, Banque centrale européenne



La publication au cours du printemps d'informations macroéconomiques 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 Etats-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 Etats-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 doit 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. La résurgence des incertitudes liées à la situation économique et politique de la Grèce a également pesé sur l'euro depuis l'automne.

La dépréciation du taux de change euro/dollar devrait se poursuivre dans les mois à venir, principalement en raison

des écarts de croissance attendus entre la Zone euro et les Etats-Unis et l'orientation divergente des politiques monétaires européenne et américaine. Cependant, les anticipations d'assouplissement de la politique de la part de la BCE, qui ont largement contribué à la baisse de l'euro, se sont réduites depuis l'adoption par la Banque centrale, cet été, de mesures très expansives. En l'absence d'inflexion significative des politiques monétaires américaines, c'est-à-dire un resserrement plus rapide qu'anticipé de celles-ci, la dépréciation de l'euro devrait toutefois rester modérée cette année. 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 entre 1,10 et 1,20.

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

investisseurs 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. De même, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du yen, suite à la décision de la Banque du Japon d'étendre sa propre politique d'expansion de la base monétaire. Globalement, le taux de change effectif de l'euro s'est toutefois déprécié, 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

Croissance molle au second semestre de 2014

La croissance économique en Belgique est demeurée relativement contenue au second semestre de l'année 2014, affichant +0,3% au troisième trimestre et +0,2% au quatrième sur base trimestrielle, même si cela constitue un rebond par rapport au faible niveau du second trimestre (+0,1%). Il apparaît que la croissance en glissement annuel s'inscrit à +1,0% au dernier trimestre de l'année, ce qui correspond également à la croissance annuelle moyenne du PIB belge sur l'ensemble de l'année 2014. L'évolution mitigée du PIB en seconde partie d'année masque en réalité des comportements assez contrastés des différents postes de la demande, avec une croissance globalement solide des composantes de la demande intérieure, tandis que l'évolution des exportations a été nettement moins favorable.

Parmi les facteurs positifs, l'élément le plus marquant au cours des derniers mois fut sans conteste la très bonne tenue des dépenses de consommation des particuliers qui s'inscrit en croissance de près de +2% en glissement annuel au dernier trimestre de 2014, à la faveur d'une croissance particulièrement robuste aux troisième et quatrième trimestres (respectivement +0,7% et +0,5% en variation trimestrielle). La consommation est actuellement stimulée dans une large mesure par le regain de pouvoir d'achat des ménages lié à la chute des prix du pétrole observée depuis l'automne dernier, ainsi que par le redressement marqué de leur moral, avec notamment une évolution favorable de leurs attentes en termes d'évolution du marché du travail.

En outre, les dépenses d'investissement productif des entreprises, même si elles ont à nouveau affiché une évolution particulièrement erratique de trimestre à trimestre¹, ont globalement évolué de manière favorable sur l'ensemble de 2014, la croissance sur un an s'établissant à +5% au dernier trimestre de l'année.

Par ailleurs, les investissements résidentiels ont progressé vivement au dernier trimestre de 2014 (+1,1% en rythme

trimestriel), contrastant avec les très faibles performances qui avaient été globalement observées depuis le début de l'année 2011. Toutefois, il est vraisemblable que ce rebond soit principalement le résultat d'un phénomène ponctuel lié à l'anticipation de la part des ménages d'une restriction de l'avantage fiscal attaché au « bonus-logement » prenant cours à partir du 1^{er} janvier 2015.

D'un autre côté, les exportations belges ont souffert de la faiblesse conjoncturelle constatée au niveau européen au cours du second semestre de l'année 2014, le dernier trimestre de l'année étant particulièrement moribond puisque les exportations belges ont enregistré une contraction de -2,3% sur base trimestrielle.

Dans un contexte de restriction budgétaire, les évolutions de la consommation et des investissements publics sont restées atones sur l'ensemble de l'année 2014, leur croissance annuelle moyenne s'affichant à peine en territoire positif (de respectivement +0,4% et +0,6%).

Par ailleurs, signalons que la variation des stocks a fortement amputé la croissance économique en 2014, à hauteur de -1,0%. Même si les statistiques de la comptabilité nationale relatives aux variations des stocks sont délicates à interpréter, on peut raisonnablement considérer qu'une partie de cette contribution négative est probablement à mettre en lien avec le climat d'incertitude qui a affecté les différents secteurs économiques belges durant une bonne partie de l'année 2014.

Raffermissement progressif de la reprise en 2015

La santé économique de la plupart des pays de la Zone euro est en amélioration constante depuis plusieurs mois. C'est en particulier le cas de l'Allemagne qui a connu au dernier trimestre de 2014 un net redressement de ses exportations ainsi que des investissements productifs et dont les indicateurs plus prospectifs semblent de mieux en mieux orientés. Ce pays étant le principal marché de débouché pour les biens industriels belges semi-finis, les exportations devraient par conséquent contribuer à la relance de l'activité économique belge en 2015.

¹ En effet, un investissement ponctuel d'une ampleur exceptionnelle a de nouveau été enregistré au cours de l'année, impliquant une forte croissance trimestrielle lors du troisième trimestre compensée par une contraction d'ampleur comparable au dernier trimestre de l'année.

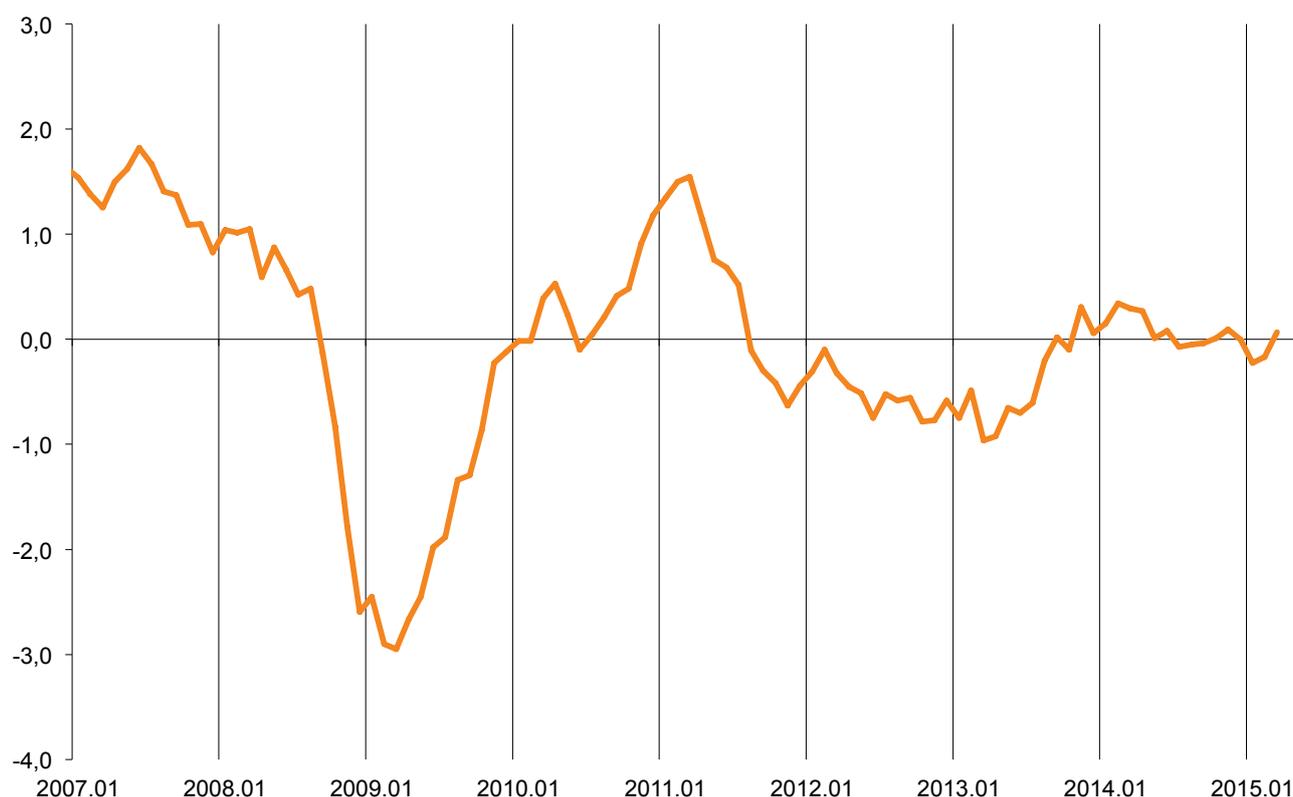
Ainsi, après la nette dégradation observée au tournant des années 2014-2015, l'évolution des indicateurs conjoncturels en Belgique montre enfin, elle aussi, une amélioration de la situation. L'indice synthétique de la BNB s'est bien relevé lors des deux derniers mois d'observation, celui-ci se trouvant à présent à un niveau légèrement supérieur à sa moyenne de long terme (graphique 2.12). Encore timide au regard de l'évolution internationale, l'amélioration du climat des affaires en Belgique annonce un redressement plus sensible de la conjoncture économique. Dans les trimestres à venir, l'activité devrait ainsi profiter de l'élan du commerce extérieur, dans un contexte de consolidation de la croissance aux Etats-Unis et de reprise plus marquée en Zone euro. L'amélioration des perspectives semble d'ailleurs dans les esprits des industriels belges à présent, comme en atteste le relèvement depuis deux mois de leur prévision de la demande à trois mois. Etant donné le niveau toujours relativement faible des carnets de commandes dans l'industrie observé depuis le début de cette année, nous anticipons néanmoins que la

croissance trimestrielle des exportations resterait contenue au premier trimestre de 2015, après quoi celle-ci devrait devenir progressivement plus vigoureuse au fil des trimestres. Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne des exportations serait de +3,2% en 2015, soit un chiffre comparable à celui de 2014 (+3,3%).

Les derniers indicateurs disponibles donnent à penser que l'évolution des investissements productifs serait également limitée à très court terme. Ainsi, en raison de la faiblesse de l'activité industrielle au second semestre de 2014, la pression sur les capacités de production installées est restée modérée, tandis que le climat de confiance des industriels demeure fragile dans une perspective historique, malgré le rebond récent. Toutefois, dans le contexte de raffermissement de la demande qui est attendu, les entreprises devraient progressivement se lancer dans de nouveaux plans d'investissement en vue de renforcer leurs capacités productives. En effet, au-delà du besoin d'étendre à nouveau leurs capacités de production pour répondre à la demande, les investissements seraient

Graphique 2.12 Evolution de la conjoncture en Belgique

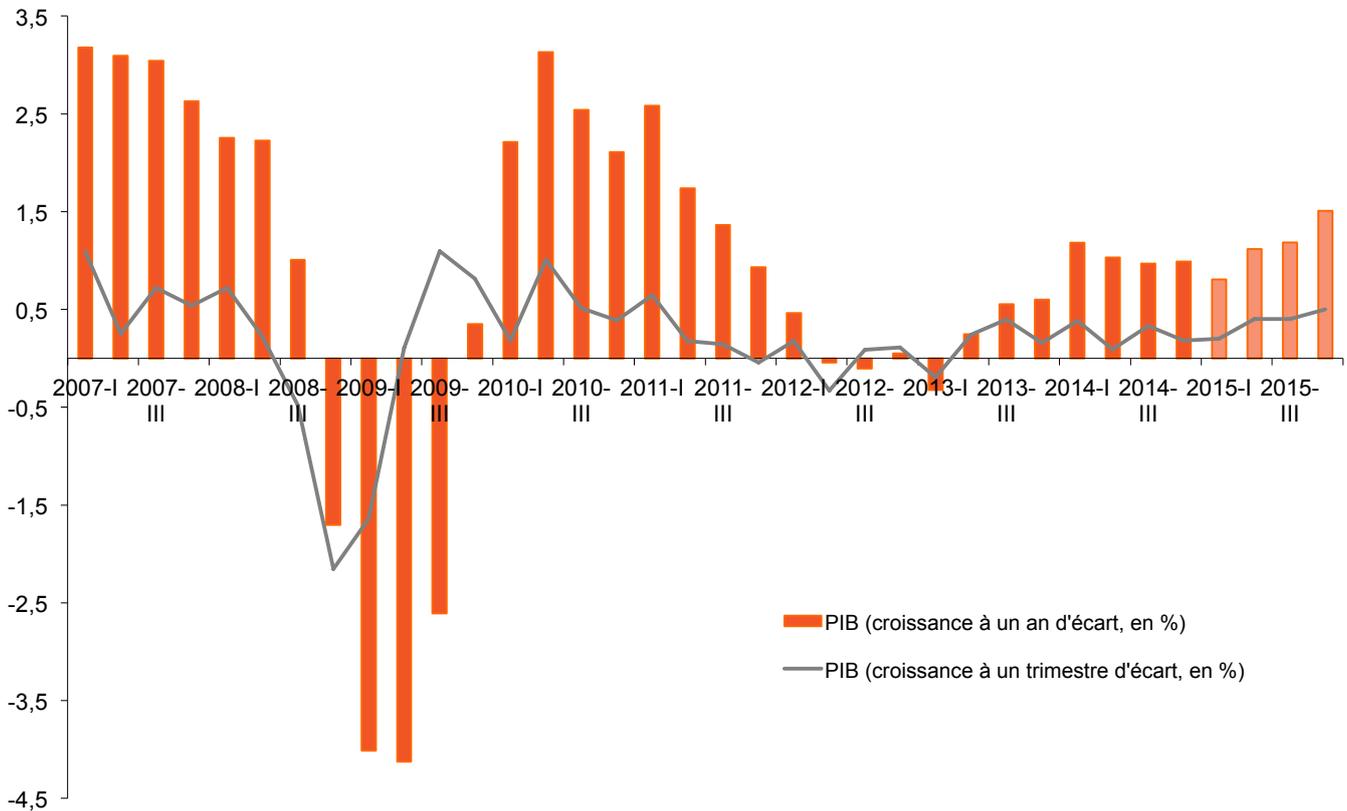
Source : BNB - Calculs : IWEPS



Graphique 2.13 Evolution 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.



également stimulés en raison du redressement plus marqué du climat de confiance qui devrait s'opérer, le tout dans un contexte où la rentabilité des entreprises s'est rétablie et les conditions de financement externe se sont globalement détendues. Par conséquent, les dépenses d'investissement productif apporteraient selon nous une contribution de plus en plus substantielle à la croissance économique endéans l'année 2015. Néanmoins, en raison d'un effet de seuil très défavorable lié à l'évolution trimestrielle erratique observée en 2014, la croissance annuelle moyenne ne serait que de +0,4% en 2015 (contre +6,7% en 2014).

La pérennisation de la reprise et le renforcement des rythmes de croissance en Belgique devraient en outre davantage amener les entreprises à procéder à de nouveaux engagements dans le courant de l'année 2015. Même si les créations nettes d'emplois restent maigres en première

partie d'année, notamment en raison de la volonté toujours manifeste des entreprises de récupérer des gains de productivité, elles devraient prendre progressivement de l'ampleur dans le courant de l'année en lien avec le renforcement de la croissance économique. En moyenne annuelle, la croissance de l'emploi s'établirait dès lors en 2015 à +0,5%, après avoir affiché une croissance de +0,3% en 2014.

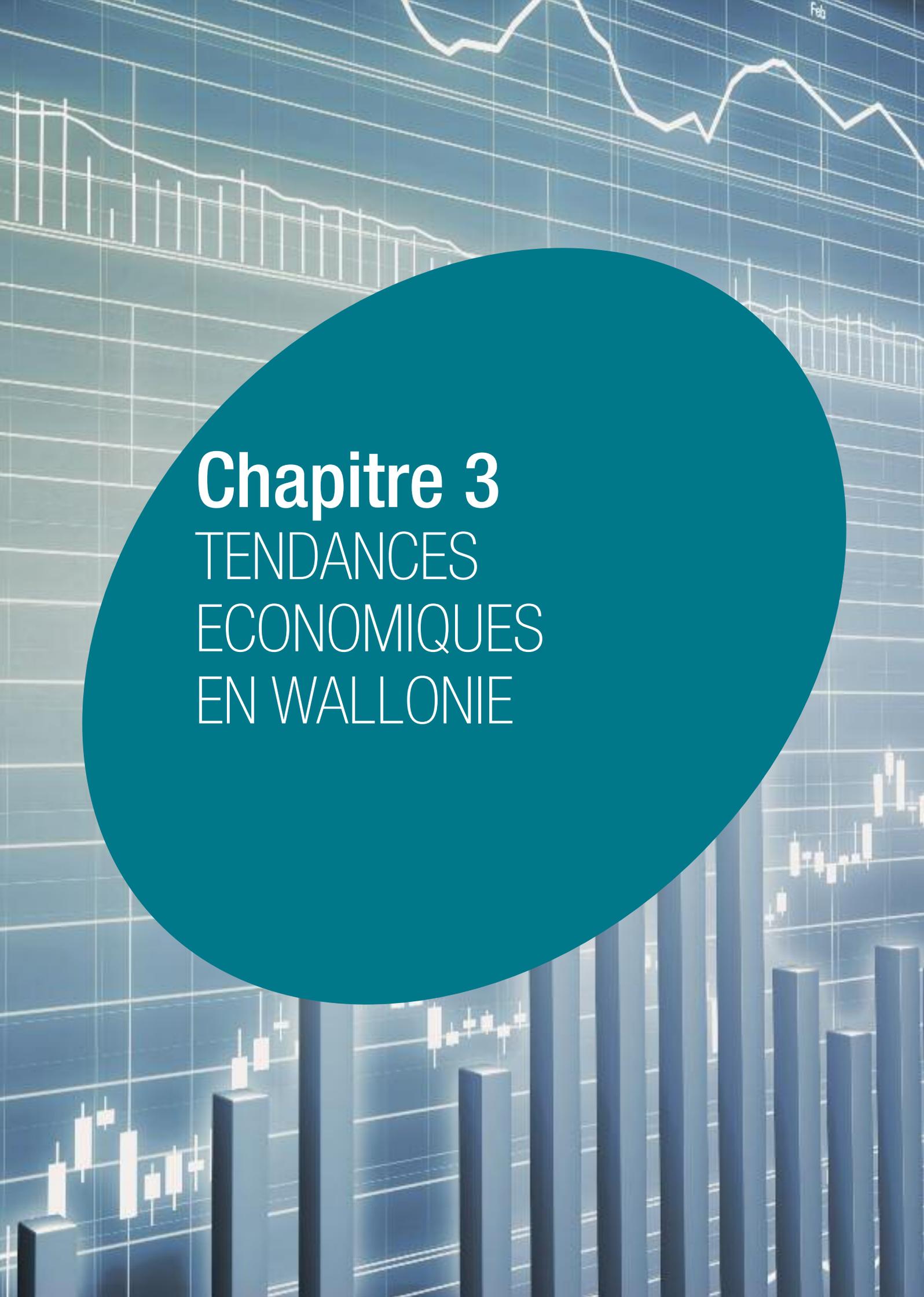
Selon notre scénario, la consommation des ménages affichera un rythme de croissance modéré durant l'ensemble de l'année 2015. En effet, le taux d'épargne s'est inscrit en baisse continue au cours des dernières années et nous considérons que les ménages ne puiseront pas davantage dans leur épargne à l'avenir. D'un autre côté, le niveau de confiance des consommateurs est tel que ceux-ci ne devraient pas non plus être tentés de reconstituer leur épargne à court terme. Par conséquent, l'évo-

lution de la consommation privée au cours des prochains trimestres suivra de près celle du revenu disponible réel. Bien que les augmentations de salaire attendues en 2015 soient fort maigres en raison du saut d'index et de la modération salariale conclue dans l'accord interprofessionnel pour les années 2015-2016, le revenu disponible augmentera malgré tout de manière modérée en 2015. Ainsi, le pouvoir d'achat sera encore soutenu en première partie d'année par les effets de la baisse des prix énergétiques, tandis qu'au fil des mois, à mesure que cet effet s'évanouira, les créations nettes d'emploi progressivement plus conséquentes soutiendraient davantage l'évolution du revenu. Selon ce scénario, la croissance annuelle de la consommation privée serait de +1,5% en 2015 et le taux d'épargne resterait inchangé à 13,5% du revenu disponible.

La croissance des investissements résidentiels devrait rester très limitée en 2015. En effet, après un très probable effet de compensation du phénomène exceptionnel observé en fin d'année 2014 qui affectera négativement leur évolution au premier trimestre de l'année, la croissance trimestrielle des investissements en logements redeviendrait faiblement positive à partir du deuxième trimestre et ne se renforcera que très progressivement durant la seconde partie de l'année, lorsque la reprise de l'emploi sera plus solidement ancrée.

Etant donné la forte intégration de l'industrie belge dans les chaînes de valeur au niveau international, le rebond des exportations qui est anticipé durant l'année 2015 devrait se traduire également par une croissance progressivement plus vigoureuse des importations. Par ailleurs, les importations se renforceraient également en raison du raffermissement de la demande intérieure, en particulier des investissements productifs qui contiennent une part relativement élevée de biens importés. Par conséquent, la croissance annuelle moyenne des importations s'établirait à +3,2% en 2015, de sorte que la contribution du commerce extérieur à la croissance ne sera que marginale (+0,1 point de croissance).

A partir des éléments qui précèdent, notre scénario global de croissance de l'économie belge pour 2015 prévoit qu'après un premier trimestre de croissance molle, celle-ci se redressera sensiblement dès le deuxième trimestre et se renforcera encore légèrement en fin d'année pour afficher une croissance trimestrielle honorable de +0,5% au dernier trimestre de l'année (graphique 2.13). Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne du PIB belge s'établirait à +1,2% en 2015.

The background features a grid of white lines on a blue gradient. Overlaid on this are several financial charts: a line graph at the top with a white line fluctuating across the grid, and a candlestick chart at the bottom with white and grey bars. A large, solid teal circle is positioned in the center-left, containing the chapter title in white text.

Chapitre 3

TENDANCES ECONOMIQUES EN WALLONIE

3.1 L'activité économique

Une évolution contrastée des différents secteurs économiques wallons au cours des derniers mois

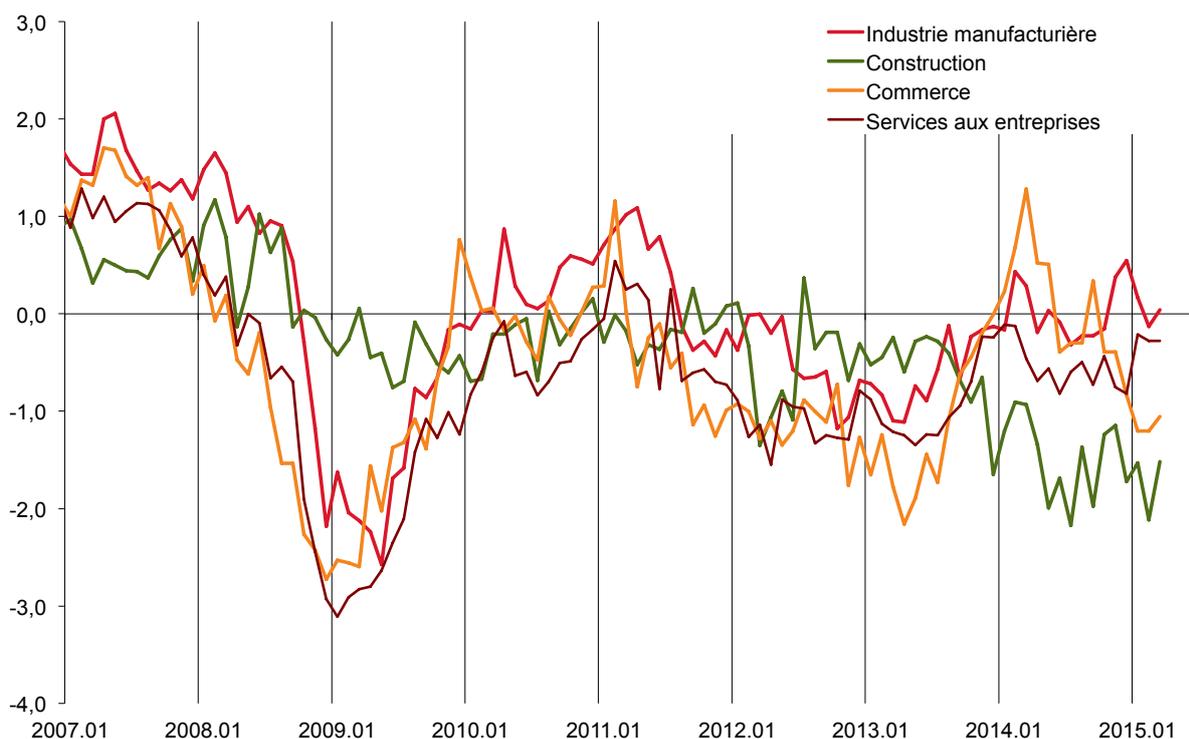
Les données d'enquête publiées par la BNB montrent une évolution contrastée de la situation conjoncturelle des principaux secteurs de l'économie wallonne depuis la fin de l'année 2014. En effet, alors que dans le secteur des services aux entreprises l'indice synthétique a eu tendance à se redresser nettement au tournant des années 2014-2015, l'évolution a été globalement moins favorable dans les autres secteurs (graphique 3.1). Ainsi, après avoir connu un bref épisode de hausse au dernier trimestre de 2014, l'indice relatif au secteur industriel s'est à nouveau replié au cours des premiers mois de 2015. À côté de cela, la confiance dans le secteur de la construction est demeurée à un très bas niveau dans une perspective historique, tandis qu'elle s'est globalement repliée dans le commerce depuis l'automne dernier, même si l'indicateur

a légèrement rebondi lors du dernier mois d'observation. Notons que sur les toutes dernières observations, les indices wallons ont globalement affiché une évolution légèrement moins favorable que celles des indicateurs belges correspondants.

Les données relatives au chiffre d'affaires pour le dernier trimestre de 2014 issues des déclarations à la TVA réalisées par les entreprises renvoient une image de la situation conjoncturelle des différents secteurs marchands globalement en ligne avec les résultats d'enquêtes présentés précédemment. Ainsi, dans le secteur industriel, le chiffre d'affaires a affiché une progression solide sur l'ensemble du second semestre de 2014 (graphique 3.2). Même si cette performance est en grande partie le résultat d'une croissance particulièrement vive enregistrée dans le secteur pharmaceutique, dont l'impact sur l'activité industrielle wallonne ne perdurera probablement pas au-delà de 2014², l'évolution des indices de la production indus-

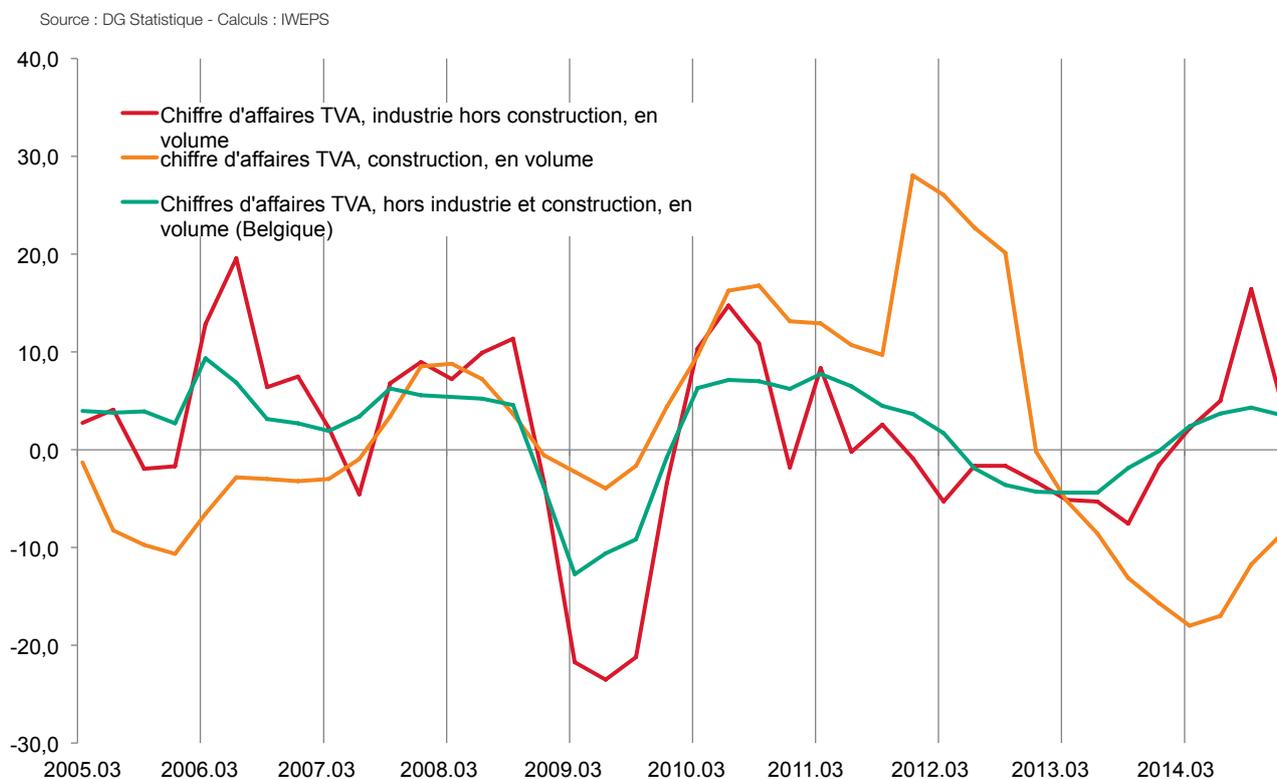
Graphique 3.1 Courbe synthétique par secteur en Wallonie

Source : BNB - Calculs : IWEPS

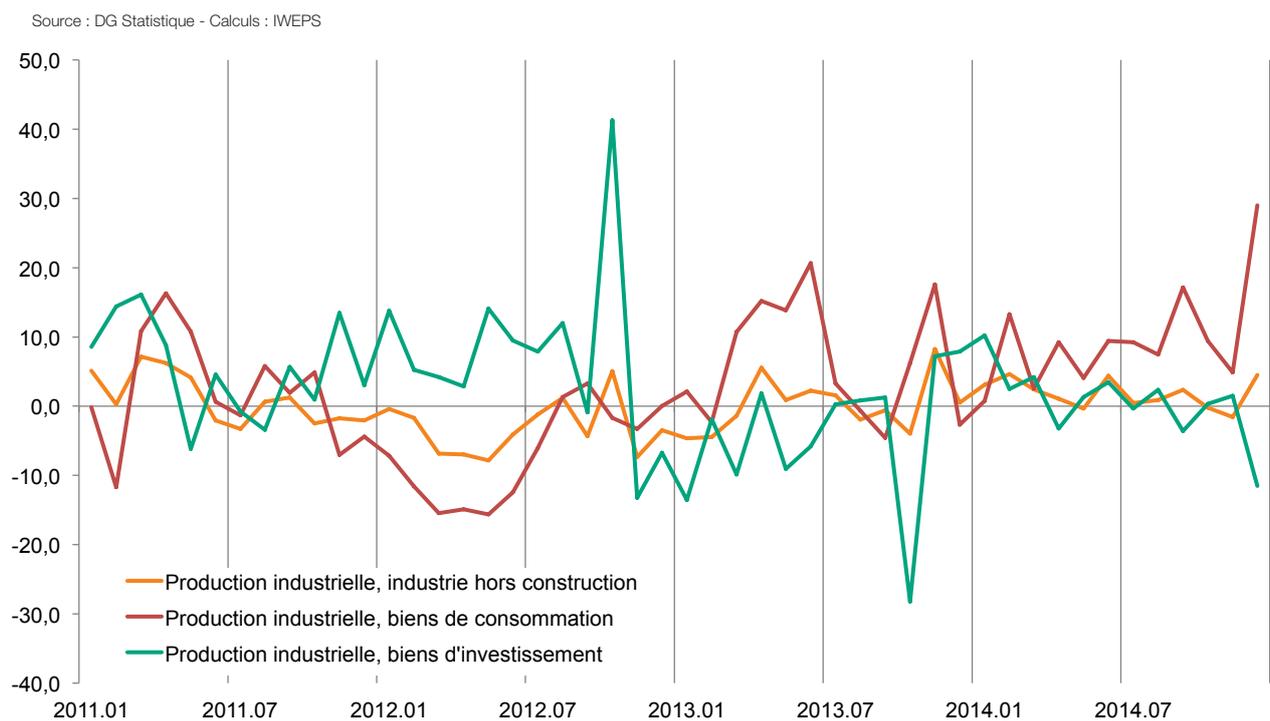


² Rappelons que l'évolution au sein de ce sous-secteur industriel peut apparaître relativement erratique d'un trimestre à l'autre et ne pas refléter les évolutions conjoncturelles sous-jacentes.

Graphique 3.2. Evolution du chiffre d'affaires dans les secteurs économiques wallons



Graphique 3.3. Evolution des indices de production industrielle en Wallonie (% yoy)



trielle témoigne également d'une évolution relativement favorable de l'activité productive dans d'autres sous-secteurs industriels en fin d'année 2014, notamment l'industrie alimentaire. D'une manière générale, nous constatons que la production industrielle a affiché une croissance robuste en fin d'année 2014 au sein des sous-secteurs industriels liés à la production de biens de consommation, tandis qu'elle a flanché dans les secteurs industriels producteurs de biens d'investissement (graphique 3.3). Dans le secteur de la construction, l'évolution du chiffre d'affaires est demeurée franchement négative tout au long de l'année 2014, confirmant l'impression de déprime qui ressort des derniers résultats d'enquêtes réalisées auprès des entrepreneurs de ce secteur. Enfin, dans l'ensemble des autres secteurs économiques marchands (incluant notamment le secteur des services aux entreprises, mais également les différentes branches du commerce) les données de TVA au niveau national³ renseignent une progression modérée du chiffre d'affaires en rythme annuel au dernier trimestre de 2014. Si cette évolution positive est bien en ligne avec le regain de confiance constaté dans le secteur des services aux entreprises, il est par contre plus délicat d'interpréter le faible niveau de la confiance dans le secteur du commerce alors que l'évolution du chiffre d'affaires dans ce secteur a été favorable au niveau national en fin d'année 2014.

Se basant notamment sur une mesure de la relation passée entre l'évolution du chiffre d'affaires total déclaré à la TVA et le PIB régional, nos estimations suggèrent qu'en 2014 le PIB wallon aurait enregistré une croissance annuelle moyenne de +0,9%, soit une évolution légèrement inférieure à celle du PIB belge qui s'établit à +1,0% selon la dernière publication des comptes nationaux trimestriels.

Raffermissement de la reprise dans le courant de 2015

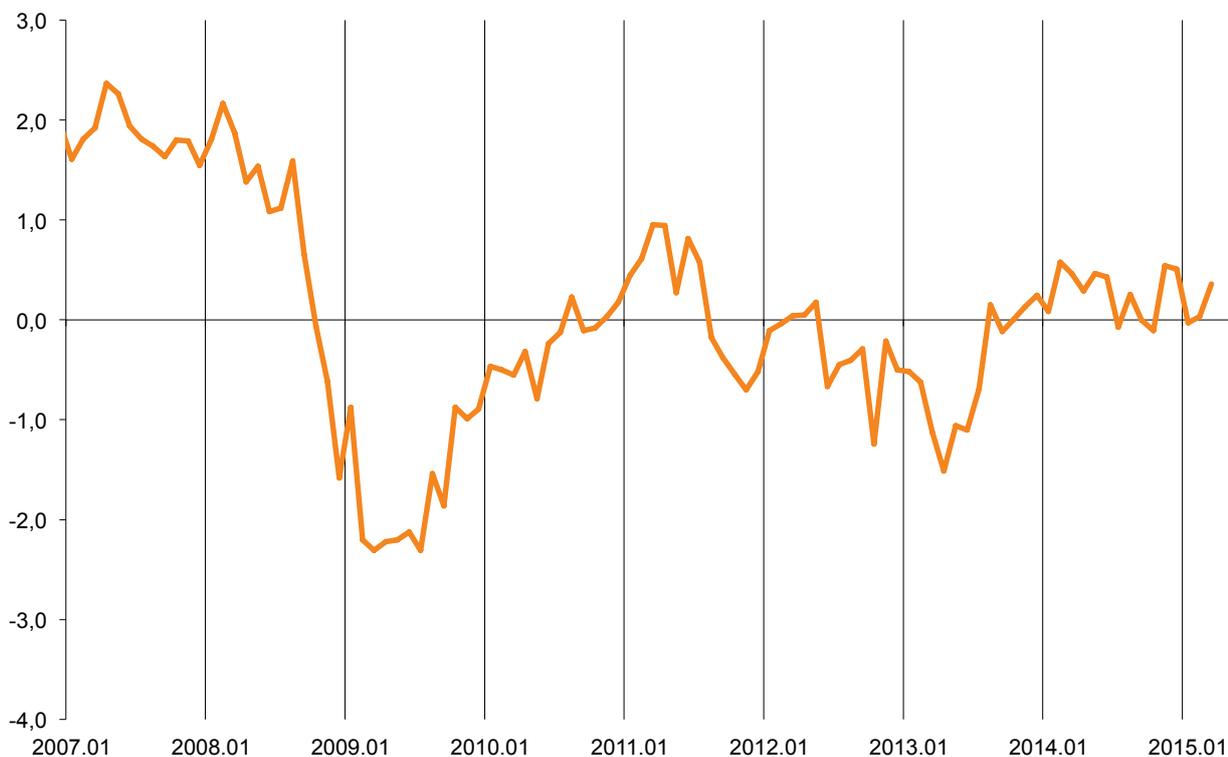
La conjoncture économique internationale connaît manifestement une embellie depuis le début de cette année, portée en particulier par la très bonne santé de l'économie américaine. En outre, les perspectives semblent s'être

enfin améliorées dans plusieurs pays au sein de la Zone euro, en particulier en Allemagne qui est un des partenaires privilégiés de la Wallonie. Dans ce contexte, les attentes des industriels belges semblent également se redresser plus récemment, alors qu'en Wallonie l'indicateur de confiance dans l'industrie ne montre pas d'orientation claire, celui-ci se stabilisant globalement à un niveau proche de sa moyenne de longue période au cours des derniers mois. La reprise jusqu'à présent relativement timorée en France, où se trouvent les principaux partenaires commerciaux des entreprises wallonnes, explique probablement en partie le déficit d'optimisme des investisseurs wallons à l'heure actuelle. Plus généralement, ceux-ci ayant été contraints à plusieurs reprises ces derniers temps de repousser leur espoir de voir enfin s'installer une reprise plus robuste, peut-être leur faudra-t-il plus de temps que d'habitude pour se laisser convaincre par les signaux plus positifs annonciateurs de la reprise imminente. Dans un contexte international de plus en plus porteur, nous anticipons en effet que le raffermissement des activités d'échange industriel intraeuropéen devrait progressivement permettre une reprise plus vive des exportations des entreprises domestiques qui sont fortement intégrées dans les chaînes de valeur au niveau européen. La remontée récente de l'appréciation du carnet de commandes à l'exportation formulée par les entrepreneurs wallons permet d'ailleurs d'envisager l'amorce d'un rebond plus soutenu du commerce extérieur dans les trimestres à venir (graphique 3.4). Dans ce contexte, la confiance des industriels devrait également se rétablir plus durablement à l'avenir, tandis que les tensions sur les capacités de production installées devraient progressivement devenir plus fortes. Par conséquent, les entreprises seraient de plus en plus incitées à accroître leurs dépenses d'investissement productif, profitant pour ce faire d'une rentabilité retrouvée et de l'assouplissement des conditions du crédit bancaire qui se poursuit. Selon ce scénario, après un premier trimestre maussade, le secteur industriel wallon devrait progressivement afficher de meilleures performances de croissance durant le reste de l'année 2015.

³ Les données de chiffre d'affaires relatives au secteur du commerce issues des déclarations à la TVA pour le dernier trimestre de 2014 souffrent d'une importante limite statistique qui contraint leur interprétation au niveau régional. En effet, il apparaît qu'une grande entreprise multirégionale active dans le commerce de détail a modifié sa procédure de déclaration à la TVA et qu'il est actuellement impossible de redistribuer correctement au niveau régional le chiffre d'affaires total enregistré par cette entreprise.

Graphique 3.4 Appréciation du carnet de commandes à l'exportation dans l'industrie manufacturière en Wallonie

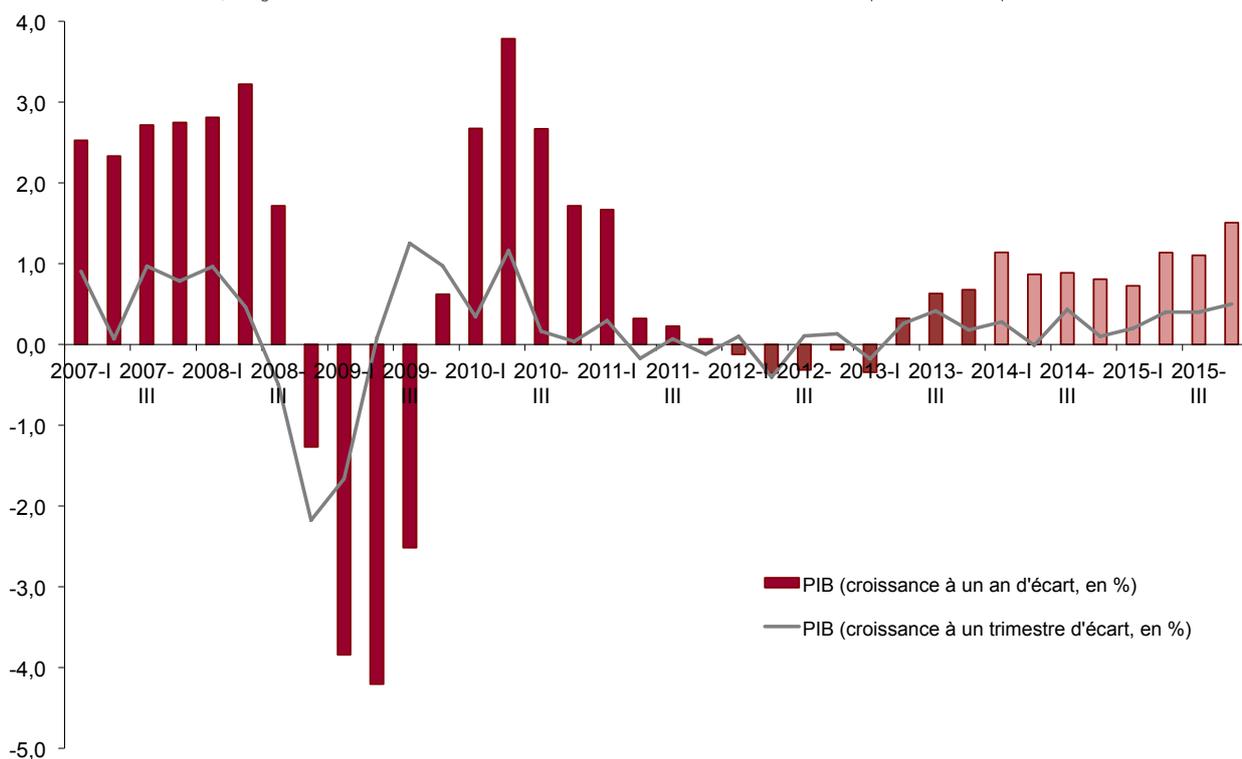
Source : BNB - Calculs : IWEPS



Graphique 3.5 Evolution du PIB en Wallonie

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.



A l'instar de ce qui est observé plus globalement au niveau européen, la dynamique de croissance de la consommation privée est à présent bien enclenchée en Belgique et en Wallonie, celle-ci profitant pleinement du regain de pouvoir d'achat lié à la baisse marquée du prix du pétrole depuis l'automne dernier. Les données de la comptabilité nationale pour le dernier trimestre de 2014 attestent ainsi au niveau belge d'une très bonne tenue de la consommation privée (+0,5% sur un trimestre) et d'une progression modérée de l'activité dans la branche des services (+0,3%), secteur domestique le plus directement influencé par la demande privée. Au niveau wallon, il apparaît également que la production industrielle dans les secteurs des biens de consommation a fortement augmenté en fin d'année 2014 (graphique 3.3). En outre, la confiance des ménages a également affiché une vive progression depuis la fin de l'année 2014, même si l'indicateur s'est légèrement replié lors du tout dernier mois d'observation. Si ce regain s'explique en partie par un effet de surprise lié à la baisse du prix du pétrole, il apparaît que les ménages sont également plus optimistes quant aux perspectives économiques, notamment en ce qui concerne le marché de l'emploi. Nous prévoyons en effet que la croissance de l'emploi se relèvera modérément en seconde partie d'année, suivant, à distance, la reprise de l'activité économique. Dans ce contexte, la consommation des ménages wallons apportera une contribution relativement robuste à la croissance économique sur l'ensemble de l'année 2015 et l'activité dans le secteur du commerce devrait en profiter pleinement dans les trimestres à venir.

Enfin, dans le secteur de la construction, l'évolution du climat de confiance a été à nouveau sensiblement plus négative en Wallonie qu'en Belgique en ce début d'année 2015, avec notamment une perception plus pessimiste des entrepreneurs à propos des perspectives à court terme de la demande. Par conséquent, la progression de l'activité dans ce secteur devrait rester lente durant une bonne partie de l'année 2015. Néanmoins, en raison notamment du raffermissement progressif de l'emploi qui est attendu en seconde partie d'année, les dépenses d'investissement résidentiel pourraient évoluer plus favorablement durant la seconde partie de 2015 dans un contexte où les conditions du crédit continuent de s'assouplir.

Reposant sur ces différents éléments, le scénario de croissance du PIB wallon pour l'année 2015 implique un rythme de croissance trimestrielle faible au premier trimestre, après quoi la croissance trimestrielle s'accélérerait nettement dès le second trimestre et se renforcera davantage légèrement en toute fin d'année. Néanmoins, en raison d'un effet de seuil légèrement défavorable, la croissance annuelle moyenne ne s'établirait qu'à +1,1% en 2015, soit légèrement en deçà de la croissance belge (prévue à +1,2% pour 2015).

3.2 L'évolution de l'emploi

Après s'être sensiblement replié en 2013, l'emploi wallon aurait affiché une progression légèrement positive en 2014. Notre analyse des indicateurs pertinents relatifs à la situation du marché du travail nous permet de tabler sur une poursuite de la reprise de l'emploi en 2015. En raison d'un rattrapage de la productivité dans un contexte de reprise économique encore relativement modérée, la croissance devrait toutefois demeurer contenue sur l'ensemble de l'année. D'un niveau particulièrement faible en première partie d'année, la croissance se relèverait légèrement au dernier trimestre, celle-ci profitant seulement en partie du raffermissement de la reprise économique qui est anticipé.

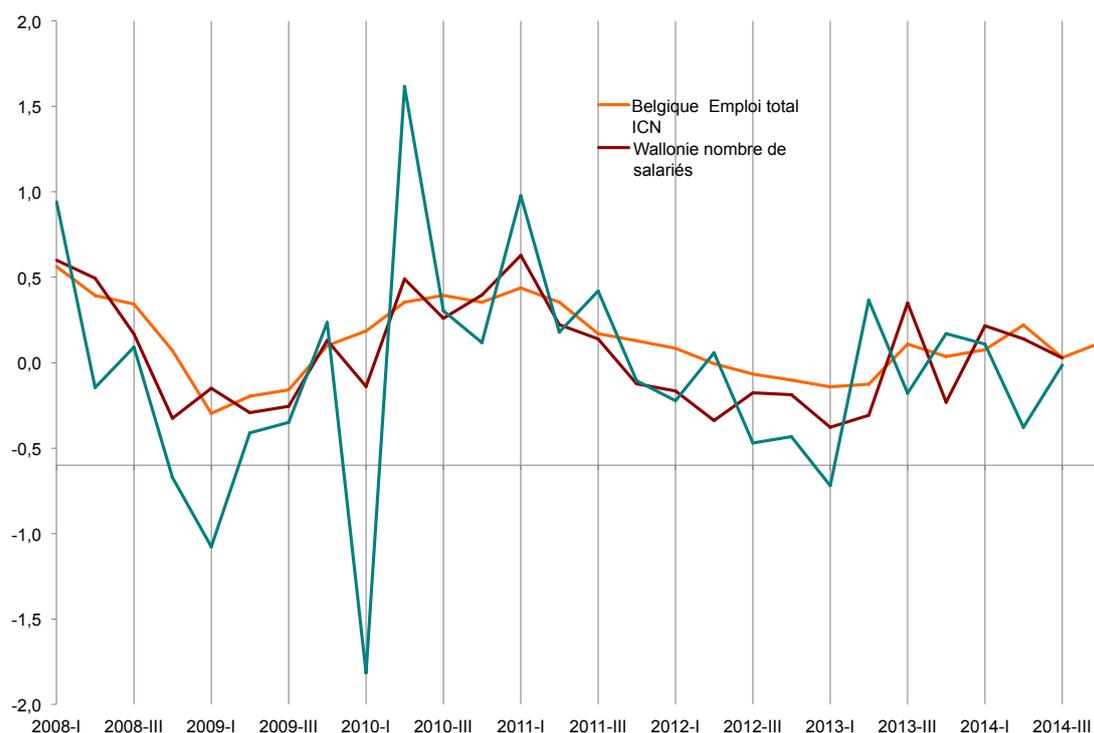
La reprise de l'emploi s'est amorcée timidement en 2014

Selon les derniers chiffres de la comptabilité régionale récemment publiés par l'ICN, l'emploi wallon s'est replié en 2013, essuyant une perte nette totale de 4 100 unités en moyenne annuelle (soit -0,3% de croissance). Les données de l'ONSS relatives aux trois premiers trimestres de

2014 indiquent que le redressement de l'activité économique observé en Wallonie a permis à l'emploi de renouer avec une croissance trimestrielle faiblement positive, hormis au troisième trimestre où l'emploi a probablement stagné (graphique 3.6). Les données de la comptabilité nationale disponibles jusqu'au dernier trimestre de 2014, qui montrent également un quasi-arrêt de la croissance trimestrielle de l'emploi en Belgique au troisième trimestre, indiquent que l'emploi a affiché une progression de +0,1% au dernier trimestre. En Wallonie, la baisse du chômage temporaire (graphique 3.7), ainsi que la hausse des heures prestées par les intérimaires (+5,6% à un an d'écart en décembre 2014), constatées en fin d'année, laissent à penser que l'emploi a également crû légèrement au dernier trimestre. Nous estimons de la sorte que la croissance de l'emploi a été faiblement positive sur l'ensemble de l'année, affichant +0,3% en moyenne annuelle, soit une augmentation de 3 400 unités. Endéans l'année, c'est-à-dire entre le début et la fin de l'année 2014, 4 700 emplois auraient été créés (création nette).

Graphique 3.6 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



L'emploi devrait continuer à augmenter faiblement en 2015

Plusieurs développements récents montrent en outre que la dynamique de reprise de l'emploi devrait se poursuivre dans les trimestres à venir.

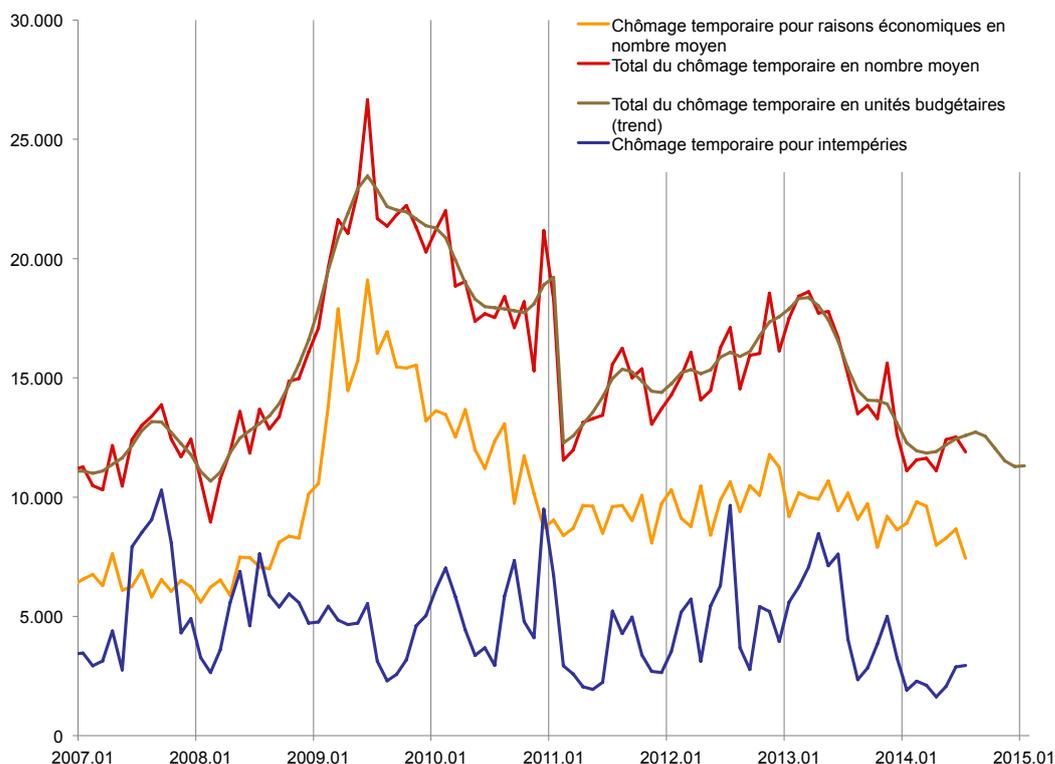
D'une part, la décomposition sectorielle de la croissance de l'emploi, réalisée par l'ONSS⁴, montre qu'elle a été principalement portée par le recours croissant au travail intérimaire lors du troisième trimestre de 2014. En outre, les données de Federgon montrent que le taux de croissance à un an d'écart du nombre d'heures effectuées par les travailleurs intérimaires s'est franchement accéléré lors des tout derniers mois d'observation (+12,3% à un an d'écart en janvier 2015, graphique 3.8). Même si en cette période où les entreprises expriment encore une relative méfiance, le recours à l'intérim peut refléter en partie le fait

que celles-ci préfèrent recourir à des emplois plus flexibles qui permettent un meilleur ajustement du volume de travail à l'activité économique, une remontée aussi nette du travail intérimaire est traditionnellement annonciatrice d'évolutions favorables de l'emploi à court terme.

D'autre part, la croissance du chômage à un trimestre d'écart est restée négative tout au long de l'année 2014 ainsi qu'en début d'année 2015, que celle-ci soit mesurée sur la base de l'inscription comme demandeur d'emploi (DEI) ou de l'indemnisation (CCI-de). Même si le renforcement de la procédure de suivi des allocataires d'insertion débutée en 2013 et l'introduction en 2014⁵ d'une telle procédure pour les jeunes en stage d'insertion (c'est-à-dire avant la période d'indemnisation, anciennement stage d'attente) ont pu entraîner les sorties de certains demandeurs d'emploi vers l'inactivité, la baisse du chômage reflète vraisemblablement une hausse de l'emploi.

Graphique 3.7 Evolution du chômage temporaire total, pour raisons économiques et pour intempéries. Nombre moyen et unités budgétaires - données dessaisonnalisées

Source : ONEM - Calculs : IWEPS - le total des unités budgétaires comprend également la suspension de crise « employés ».

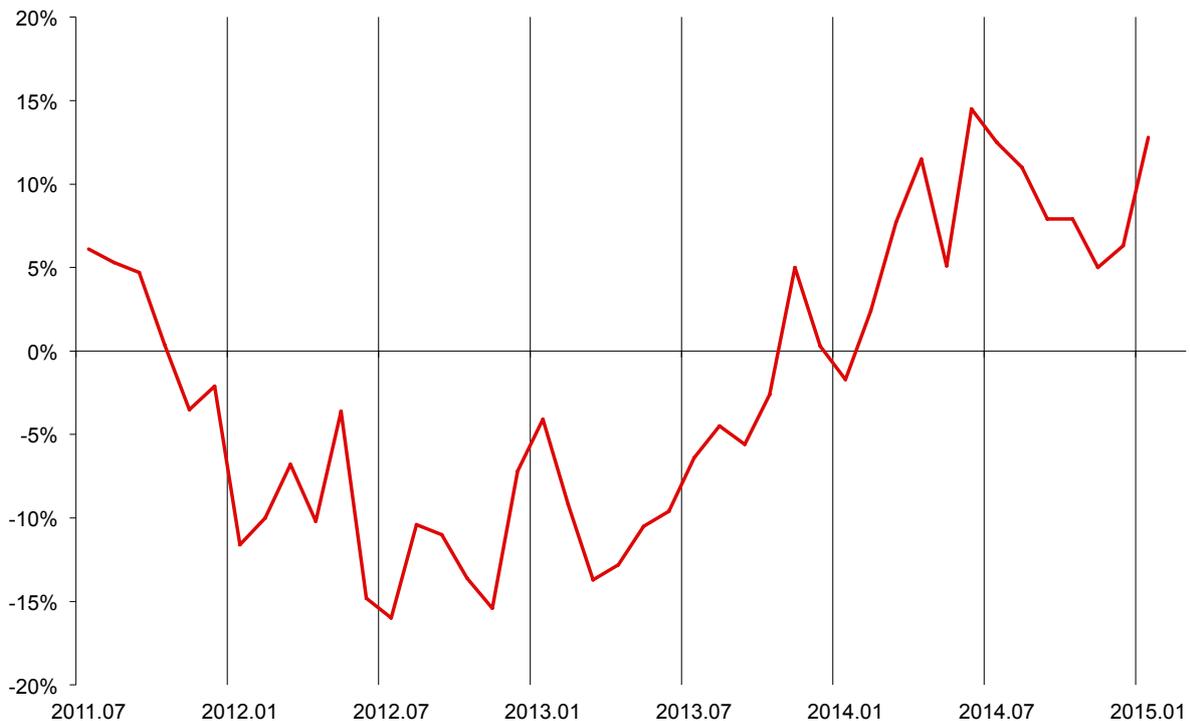


⁴ Voir ONSS, Estimations rapides de l'emploi salarié (ONSS) pour le troisième trimestre 2014.

⁵ Voir ONEM (2015)- L'ONEM en 2014. Volume : indicateurs du marché du travail et évolution des allocations

Graphique 3.8 Taux de croissance à un an d'écart du nombre d'heures effectuées par les travailleurs intérimaires en Wallonie

Source : « Market Update », Fédération des partenaires de l'emploi (FEDERGON)



Le recul du nombre de chômeurs à un trimestre d'écart est à présent particulièrement sensible puisqu'il s'inscrit à -5,2% en janvier 2015 pour les CCI-de et à respectivement -0,5% et -0,6% en janvier et février 2015 pour les DEI. A nouveau, nous n'en inférons pas une accélération de la hausse de l'emploi, car une partie de ce repli est probablement imputable aux modifications de la réglementation du chômage en matière d'allocations d'insertion dont les premiers effets se sont faits sentir en janvier 2015. En effet, depuis le 1^{er} janvier 2012, le droit aux allocations d'insertion (c'est-à-dire l'indemnisation sur la base des études) est limité à trois ans. On observe ainsi un recul du nombre de chômeurs indemnisés demandeurs d'emploi de 4,6% entre décembre 2014 et janvier 2015 (données corrigées des variations saisonnières)⁶.

L'impact de cette mesure est également particulièrement visible sur le taux de croissance à un an d'écart du nom-

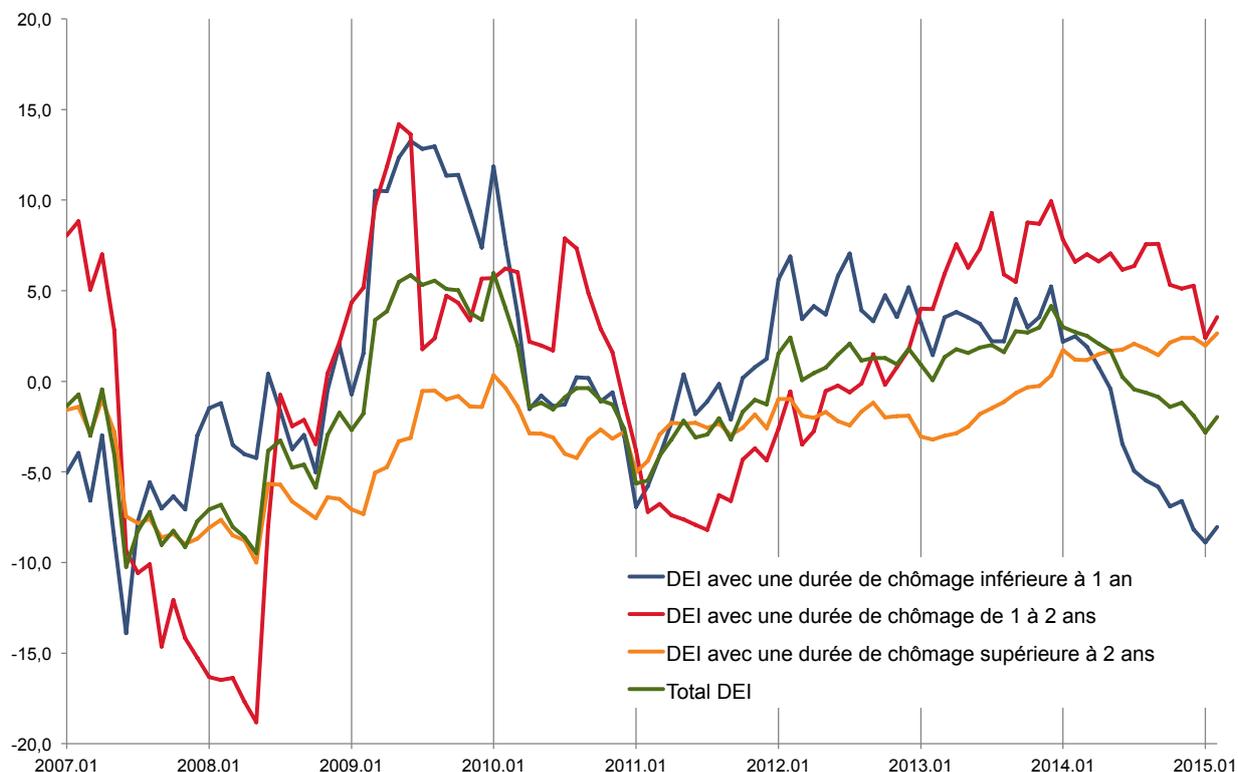
bre de CCI-de après études (-11,2% en janvier 2015). Néanmoins, l'important recul du chômage de courte durée qui est également constaté en ce début d'année 2015 (respectivement -8,9% et -8,0% à un an d'écart en janvier et février 2015, graphique 3.9) n'est en théorie pas influencé par cette nouvelle mesure de fin de droit et on peut donc y voir un signe de l'amélioration réelle de la situation de l'emploi.

Par ailleurs, notre prévision de croissance de l'emploi pour l'année 2015 peut aussi s'appuyer sur le redressement des prévisions d'emploi au cours des trois prochains mois établies par la BNB sur la base d'enquêtes mensuelles auprès des entreprises. Ces prévisions ont eu tendance à se relever au cours des derniers mois, à la fois dans l'industrie et dans le secteur des services aux entreprises, si bien qu'elles se trouvent à présent à un niveau proche de leur moyenne de longue période (voir graphique 3.10).

⁶ L'effet de cette mesure sur le chômage mesuré sur la base de l'inscription dans un service public de l'emploi (DEI) est plus faible, car la personne en fin de droit peut rester inscrite comme demandeur d'emploi.

Graphique 3.9 Taux de croissance à un an d'écart du nombre de DEI selon la durée d'inoccupation – en Wallonie

Sources: Forem – Adg – ONEM - Calculs: IWEPS



Le rythme de croissance resterait lent pour permettre un nouveau rattrapage de la productivité par tête

Malgré le renforcement de la reprise économique attendu et les signes tangibles d'amélioration de la situation du marché du travail, nous estimons que les rythmes de croissance de l'emploi resteraient très contenus au cours des prochains trimestres. En effet, les entreprises devraient encore profiter de la reprise pour récupérer des gains de productivité. Ce processus s'est amorcé en 2014, puisqu'il apparaît que sur l'ensemble de l'année la croissance de l'emploi (+0,3%) a été nettement plus faible que celle de l'activité (+0,9%) et nous considérons que les entreprises poursuivront dans cette voie en 2015. Les dernières données relatives au nombre d'opportunités d'em-

ploi reçues par le Forem semblent d'ailleurs se stabiliser depuis de nombreux mois, suggérant que la demande de travail demeure jusqu'à présent limitée. Par conséquent, nous tablons sur un redressement de la croissance de l'emploi qui serait plus lent et plus tardif que celui de l'économie.

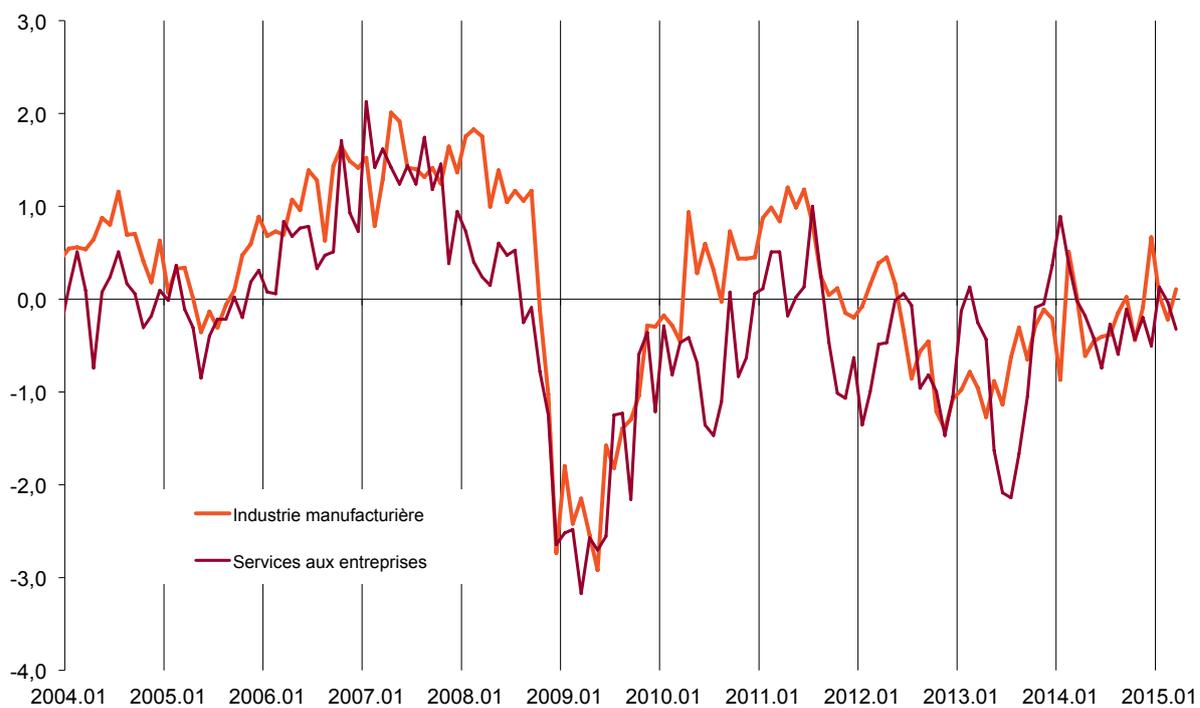
En résumé, nous prévoyons que la croissance de l'emploi wallon serait très faible en première partie d'année 2015, de l'ordre de +0,1% de croissance par trimestre. En deuxième partie d'année, le rythme de croissance des créations nettes d'emploi se renforcerait légèrement en lien avec le renforcement de l'activité économique. Il en résulterait une augmentation de 5 900 travailleurs endéans l'année⁷, soit 4 400 en moyenne annuelle⁸ (+0,4%) alors que dans le même temps le PIB croîtrait de +1,1%.

⁷ Cela signifie qu'entre le début de l'année 2015 (mesuré en fait au 31 décembre 2014) et la fin de l'année 2015 (31 décembre 2015) l'emploi en Wallonie se sera accru de 5 900 unités.

⁸ Si l'on compare l'emploi en Wallonie en 2014 en moyenne annuelle (c'est-à-dire tel que publié dans la comptabilité régionale) et l'emploi en 2015 que nous estimons également en moyenne annuelle, on obtient une différence de 4 400 unités.

Graphique 3.10 Industrie manufacturière et services aux entreprises: prévision de l'emploi au cours des trois prochains mois – Moyennes centrées réduites

Source : BNB - Calculs IWEPS



3.3 La demande intérieure

Les ménages

La baisse des prix a permis une embellie inattendue de la consommation des ménages à la fin de l'année 2014 combinée à l'amélioration, pourtant progressive, des conditions économiques. Une nette remontée de la confiance des consommateurs au début de cette année s'en est suivie, permettant d'envisager une reprise graduelle des investissements résidentiels et un renforcement de la consommation privée, dépenses des ménages dont l'évolution restera modérée en 2015 par la progression lente de l'emploi et des revenus.

Le rebond de la confiance

Au cours de la majeure partie de l'année 2014, la confiance des ménages wallons s'est considérablement dégradée. Si la confiance des acteurs reste un facteur difficile à cerner, en raison de sa composante émotionnelle, les raisons de cette dégringolade sont vraisemblablement liées à l'absence d'une réelle perspective de reprise de l'activité économique en Europe, cinq années après le début de la crise financière, renforcée par le développement des tensions géopolitiques aux frontières ukrainiennes, principalement au premier semestre. Les ménages wallons se sont ainsi d'abord montrés de plus en plus pessimistes quant à leurs prévisions d'évolution de la situation économique générale, l'indicateur relatif à cette question dans l'enquête auprès des consommateurs plongeant, dès la mi-2014, sous sa moyenne de long terme. A partir de l'été, les ménages wallons ont aussi progressivement revu à la baisse leurs perspectives d'évaluation de leur situation financière propre, de sorte que l'indice synthétique global de confiance s'est inscrit en fort recul jusqu'en novembre de l'année dernière.

Depuis décembre, les enquêtes de conjoncture montrent un net raffermissement de l'appréciation des ménages wallons, surtout quant à l'amélioration de l'environnement macroéconomique, mais aussi concernant l'évolution des paramètres microéconomiques. La vision que les ménages se font de la situation économique générale au cours des douze prochains mois semble, à nouveau, être le déterminant principal de ce rebond, mais la perception qu'ont les consommateurs de leur situation financière pré-

sente et à venir s'est également redressée. Dans un contexte marqué par le renforcement des rythmes de reprise économique en Europe, les ménages wallons semblent enfin se montrer sensibles 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 reflète en effet un recul de l'indice relatif aux prévisions de chômage (à douze mois), depuis le quatrième trimestre 2014, sous sa moyenne de long terme. En somme, l'évolution du sentiment des consommateurs wallons, que reflète la forte progression de l'indice synthétique global de confiance, semble repartie « comme en quatorze » ; en février 2015, son niveau et son orientation sont en effet similaires à ceux enregistrés un an plus tôt (voir graphique 3.11).

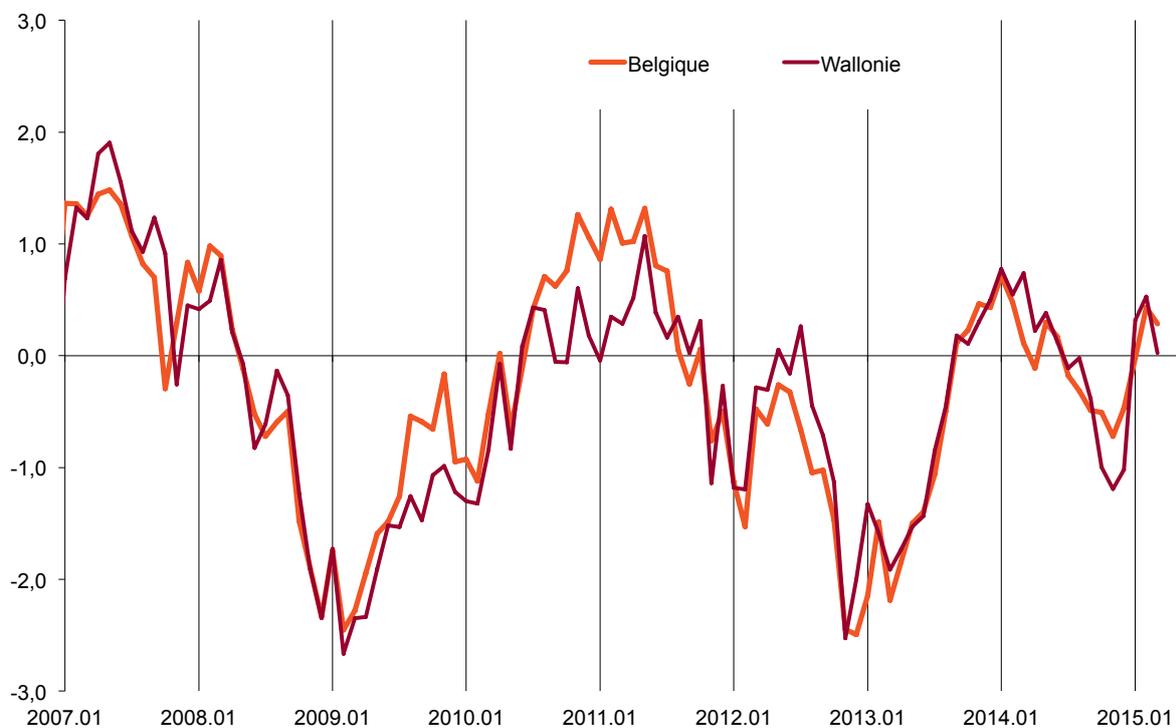
Cependant, les perceptions des ménages de leur situation financière à venir et de leur capacité d'épargne n'ont toutefois pas encore retrouvé leur moyenne de long terme. Les politiques de rigueur budgétaire adoptées par les nouveaux gouvernements régional et fédéral pèsent sur leurs anticipations financières, avec plus de réalité aujourd'hui qu'il y a six mois, une perception qui est de nature à tempérer les dépenses de consommation. De même, les prévisions de la demande dans le commerce de détail tardent encore à se redresser, en dépit de la progression du chiffre d'affaires du secteur en fin d'année 2014. A l'inverse, l'indicateur mesurant les intentions d'achats importants des ménages, en repli durant l'année 2014, semble s'être retourné. Il figure autour de sa moyenne de longue période, malgré le léger repli de la dernière observation. Cette évolution récente pourrait confirmer le redressement tendanciel et progressif des intentions d'achats qui s'observe depuis 2010 (voir graphique 3.12).

Globalement, ces éléments nous incitent à conserver un scénario de consolidation de la croissance de la consommation.

Par ailleurs, les enquêtes mensuelles de confiance de la BNB renseignent indirectement sur le comportement d'épargne des ménages. Les résultats des questions relatives à l'épargne, qu'il s'agisse de l'opportunité d'épar-

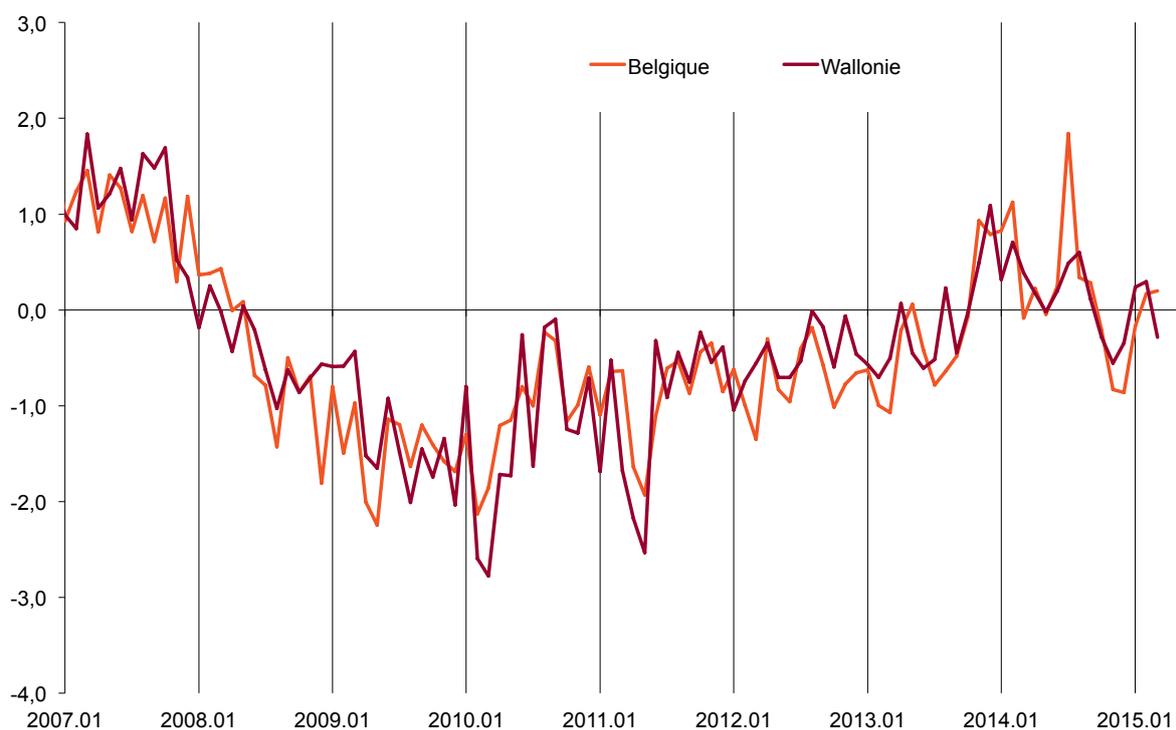
Graphique 3.11 Confiance des ménages - Indicateurs synthétiques - Moyennes centrées réduites

Sources : IWEPS (Wallonie) et BNB (Belgique) - Calculs : IWEPS



Graphique 3.12 Enquête auprès des consommateurs wallons - achats importants - moyennes centrées réduites

Sources : IWEPS (Wallonie), BNB (Belgique) - Calculs : IWEPS



gner dans le contexte actuel ou des prévisions personnelles d'épargne à douze mois, renvoient, selon nous, davantage aujourd'hui à la situation financière des ménages qu'à l'indice d'une modification de la propension à épargner ou à consommer. C'est une hypothèse que nous avons, du reste, déjà avancée lors de nos précédentes éditions. Depuis le début d'année 2015, le rebond de la confiance s'accompagne à nouveau d'un regain des prévisions d'épargne. Selon notre interprétation, 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. Aujourd'hui, à l'issue de cette période, les taux d'épargne wallons sont vraisemblablement bas, à l'instar de la Belgique, de sorte que les dépenses de consommation dépendront surtout de l'évolution du pouvoir d'achat des ménages. 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.

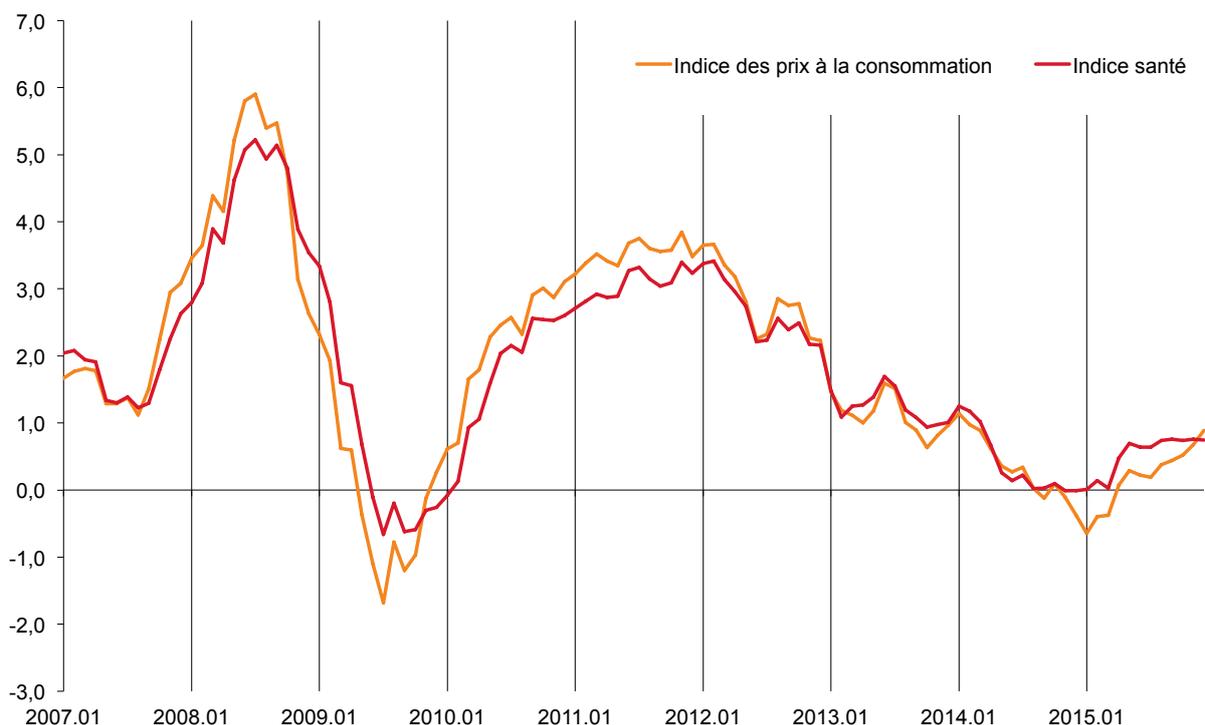
Augmentation graduelle du pouvoir d'achat

En 2014, alors que la situation sur le marché du travail arrêta de se dégrader, le pouvoir d'achat des ménages aurait profité du repli rapide de l'inflation et d'une hausse des revenus de la propriété, inédite depuis 2011. La progression des revenus de la propriété ne devrait toutefois pas se poursuivre en 2015. Le portefeuille des ménages bénéficierait toutefois de l'amélioration progressive de l'emploi attendue cette année. Compte tenu de la décélération de l'inflation prévue en 2015, en raison notamment de la baisse des prix enregistrée en début d'année, la progression des revenus réels en 2015 serait équivalente à la hausse enregistrée l'année dernière, soit +1,4%. Il s'agirait ainsi des premières évolutions annuelles positives en termes réels depuis 2009.

Le ralentissement de la dynamique de l'inflation s'est poursuivi jusqu'à la fin 2014, prolongeant un mouvement initié au début de l'année 2012. A partir de septembre et globalement au cours du dernier trimestre de l'année dernière, le relevé de l'indice des prix à la consommation ré-

Graphique 3.13 Prévisions de l'inflation (taux de croissance des prix à un an d'écart)

Sources : DG Statistique (Indices jusque février 2015), BFP (prévision).



vérait une baisse – absolue et non plus relative – du niveau général des prix (à un an d'écart). Cette désinflation devrait, selon la dernière prévision du Bureau fédéral du Plan (février 2015), perdurer jusqu'à la fin du premier trimestre de 2015.

La diminution rapide des prix de l'énergie demeure le principal vecteur du reflux de l'inflation. La chute du cours du pétrole, qui a plongé de près de 50% au cours du second semestre 2014, a en particulier entraîné une forte pression sur les prix (voir section 2.1.3). En Belgique, l'orientation baissière des prix du gaz et de l'électricité sur les marchés des matières premières a contribué, plus que dans les pays voisins, à contenir l'inflation. La baisse du taux de la TVA sur l'électricité à usage domestique a encore renforcé ce mouvement.

L'inflation des produits alimentaires s'est également affaiblie depuis le printemps. Les prix des aliments non transformés, en particulier les fruits et les légumes, s'inscrivent même en baisse, en raison de conditions d'offre particulièrement favorables, créées par l'abondance de récoltes et la diversion vers le marché intérieur des livraisons de produits alimentaires interdits d'exportation sur le marché russe. Ces éléments contribuent plus fortement à la baisse de l'inflation en Belgique qu'ailleurs dans la Zone euro.

En revanche, l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors des prix des biens énergétiques ou alimentaires, a continué à s'accélérer en Belgique en 2014, alors qu'elle tendait à ralentir chez nos partenaires européens. Sur l'ensemble de l'année dernière, l'inflation sous-jacente en Belgique s'établit aux environs de sa moyenne de long terme, à +1,4%, alors que dans la Zone euro, en diminution, elle n'atteint que +0,8%. Comme c'est le cas depuis plusieurs années, les prix évoluent notamment plus rapidement dans les services en Belgique.

Le Bureau fédéral du Plan prévoit une accélération progressive et encore modérée de la hausse des prix à la consommation à partir du printemps 2015, passant d'un

rythme annuel de +0,3% en mai à près de +0,9% en fin d'année. Cette estimation est réalisée sur la base d'une hypothèse de prix du pétrole égal à 62 dollars en moyenne en 2015 et de taux de change euro/dollar fixé à 1,14, correspondant à notre analyse (cf. chapitre 2). Sur l'ensemble de l'année 2015, le taux d'inflation moyen devrait s'élever à 0,2%. L'indice santé, utilisé pour l'indexation des salaires et des loyers, s'accroîtrait à un rythme moyen de 0,5%. En tout état de cause, la faiblesse de l'inflation observée et attendue reporte l'impact du saut d'index au-delà de 2015.

L'évolution récente du revenu⁹ des ménages wallons, en recul en termes nets, reflète la faiblesse des créations d'emploi et l'incidence des mesures d'ajustement des budgets publics. Ainsi, en dépit du net ralentissement de l'inflation, la progression réelle du pouvoir d'achat des ménages a été affectée dans le courant de l'année 2013 par la forte détérioration du marché du travail. Le poste des rémunérations ne se serait accru que de +1,6% en termes nominaux, contre une moyenne historique supérieure à +3,0%, contribuant donc faiblement à la croissance du revenu disponible. En outre, dans un contexte budgétaire restrictif, l'évolution des impôts et des cotisations sociales en 2013 s'est avérée plus rapide que la hausse des prestations.

Notre analyse prévisionnelle de l'évolution des revenus des ménages wallons est reportée dans le tableau 3.1. La prévision repose d'abord sur le scénario décrit à la section précédente concernant l'emploi, notamment salarié, qui prévoit, après la détérioration en 2013, une stabilisation en 2014 et un léger regain en 2015. Ce scénario est ensuite complété d'une évolution pratiquement nulle des gains salariaux par tête, en dépit d'un rétablissement attendu de la productivité moyenne durant cette période¹⁰. La période de progression très lente des rémunérations devrait se prolonger au cours des années 2014 et 2015. La hausse des salaires par tête devrait n'engranger qu'un faible regain. En 2014, la faible progression de l'emploi,

⁹ Les derniers chiffres de la comptabilité régionale du revenu des ménages portent sur l'année 2012.

¹⁰ 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 de septembre 2014 et le Budget économique de février 2015.

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

Source : Estimations IWEPS au départ de données de l'ICN (jusqu'à 2012)

	Structure en % du revenu primaire			Croissance nominale en %		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Excédent d'exploitation et revenu des indépendants	11,2	11,2	11,3	2,4	1,3	1,8
Rémunération des salariés	79,4	79,0	79,0	1,6	0,8	1,1
Revenus nets de la propriété	9,4	9,8	9,7	-2,5	6,7	-0,4
Solde des revenus primaires	100,0	100,0	100,0	1,3	1,4	1,0
Prestations sociales (hors transferts sociaux en nature)	34,1	34,1	34,3	4,1	1,2	1,7
Autres transferts courants nets	-0,4	-0,3	-0,4	-	-	-
Impôts courants	-20,3	-20,3	-19,9	5,5	1,3	-0,9
Cotisations sociales	-31,3	-31,0	-31,1	2,0	0,5	1,2
Revenu disponible nominal	82,2	82,5	82,9	1,0	1,8	1,5
Revenu disponible réel	-	-	-	-0,1	1,4	1,4

dans un contexte de reprise conjoncturelle progressive, ne devrait pas avoir donné lieu à de fortes tensions sur les salaires. En 2015, le gouvernement fédéral entend fixer la norme salariale égale à 0% pour 2015, de sorte que la croissance nominale des salaires resterait limitée aux éventuelles indexations en cours, dans un contexte d'inflation faible (le saut d'index n'intervenant qu'en 2016). Après une hausse des rémunérations estimée à +0,8% en 2014, la légère amélioration de l'emploi en 2015 permettrait une légère accélération des rémunérations à +1,1% en 2015.

D'après les données partielles des comptes nationaux de 2014 et le budget économique publié en février dernier par l'ICN, les revenus primaires des ménages belges devraient avoir bénéficié d'une hausse des dividendes, poussant le poste des revenus de la propriété à la hausse. Cet effet, qui devrait également se produire en Wallonie, s'estomperait en 2015, de sorte que le solde des revenus primaires des Wallons progresserait moins vite cette année que l'année passée.

En 2014 et 2015, le revenu disponible des ménages wallons devrait bénéficier de la synthèse du système d'impôts et de transferts. Ainsi, les impôts courants, qui étaient en forte augmentation en 2013, ralentiraient en 2014 avant de se réduire quelque peu en 2015. Parallèlement, les co-

tisations sociales croîtraient à un rythme relativement réduit. Bien que modeste, l'augmentation attendue des prestations sociales devrait toutefois être supérieure à la hausse des prélèvements courants, favorisant de la sorte le pouvoir d'achat des ménages wallons.

Croissance modérée des dépenses de consommation

Malgré les baisses réelles successives du revenu disponible des ménages wallons entre 2010 et 2013, la croissance des dépenses de consommation des particuliers est restée relativement vive. Cette évolution s'est toutefois traduite par une forte détérioration du taux d'épargne des ménages durant cette période. A la faveur de la hausse des revenus de la propriété, généralement moins affectés à la consommation courante, nous nous attendons à un léger redressement du taux d'épargne en 2014. Dès lors, l'amélioration du revenu disponible réel décrite précédemment ne devrait pas se répercuter dans les mêmes proportions sur les dépenses de consommation. Toutefois, les gains de pouvoir d'achat engrangés suite à la chute de l'inflation et l'amélioration rapide de la confiance des ménages, permettent d'envisager un rebond de la consommation en fin d'année 2014 et des rythmes de progression en 2015 plus élevés que nous ne les avons initialement anticipés.

La croissance de la consommation s'établirait dès lors à +1,0% en 2014, avant de rejoindre en 2015 le rythme de progression du pouvoir d'achat, soit +1,4%. Le retour de la confiance des ménages wallons donnerait donc lieu à une stabilisation du taux d'épargne, compte tenu du rattrapage des années précédentes et des perspectives du marché du travail qui ne s'amélioreront que graduellement.

Investissements résidentiels : gains temporaires et attentes mitigées

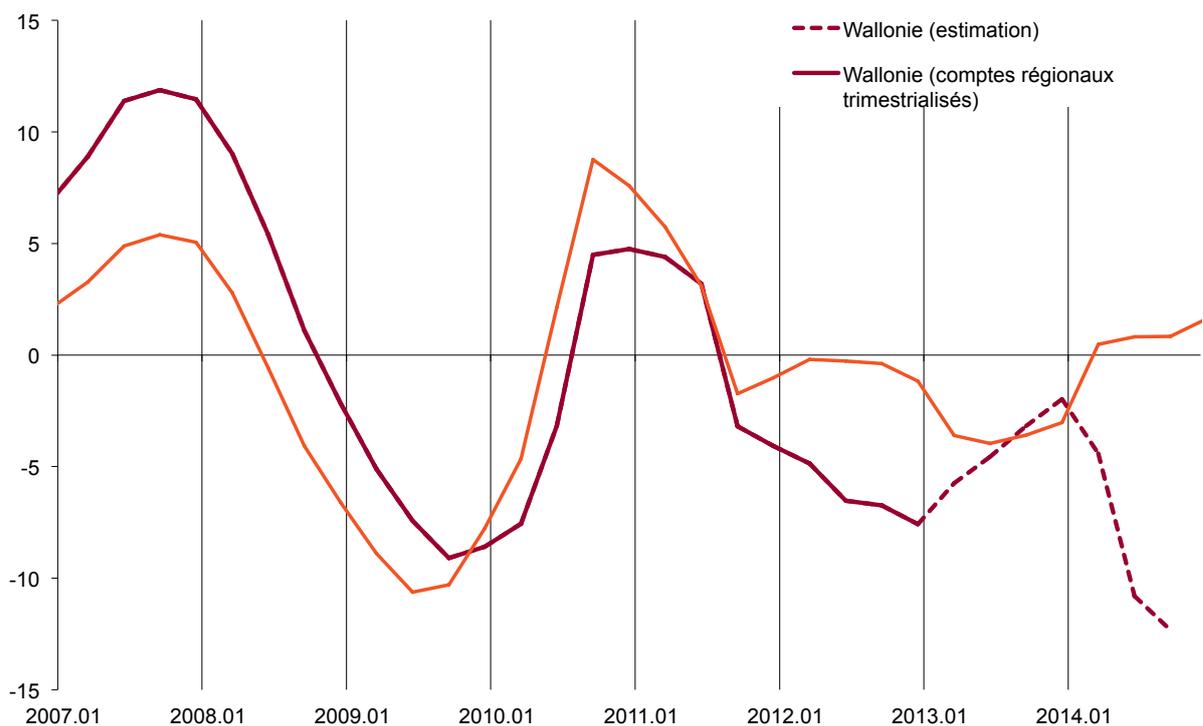
En 2014, les dépenses d'investissement résidentiel en Wallonie devraient une nouvelle fois s'inscrire en baisse, prolongeant ainsi une dynamique défavorable enclenchée dès le début 2011. Notre estimation chiffrée des investissements en volume complète les statistiques de formation brute de capital fixe (FBCF) en logement publiées par l'Institut des Comptes nationaux (ICN). Au niveau régional, les statistiques des investissements en habitation sont publiées en rythme annuel et avec retard, à cette date, jusqu'à 2012. Sur la base de nos calculs, couvrant les trois premiers trimestres de l'année dernière (cf. graphique 3.14), nous estimons que le recul des investissements

pourrait atteindre de nouveau un rythme de l'ordre de -4,3%, malgré le rebond que nous escomptons au dernier trimestre (cf. infra). La croissance de cette composante de la demande afficherait donc une performance nettement inférieure à celle enregistrée en moyenne dans le pays.

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. Si pour l'ensemble de la Belgique, la hausse de l'activité du secteur de la construction, entamée à la mi-2013, s'est prolongée jusqu'en mai 2014, à la faveur d'un hiver clément, en Wallonie, en revanche, le nombre de logements commencés s'est globalement replié dès le premier trimestre 2014. Ensuite, aux deuxième et troisième trimestres, la détérioration de la confiance des ménages a vraisemblablement freiné la dépense d'investissement en logement, tant en Wallonie que dans l'ensemble du pays, jusqu'au mois d'octobre de l'année passée, dernière statistique publiée. Inquiets en particulier de l'évolution de leur situation financière, les ménages wallons pourraient avoir postposé le démarrage

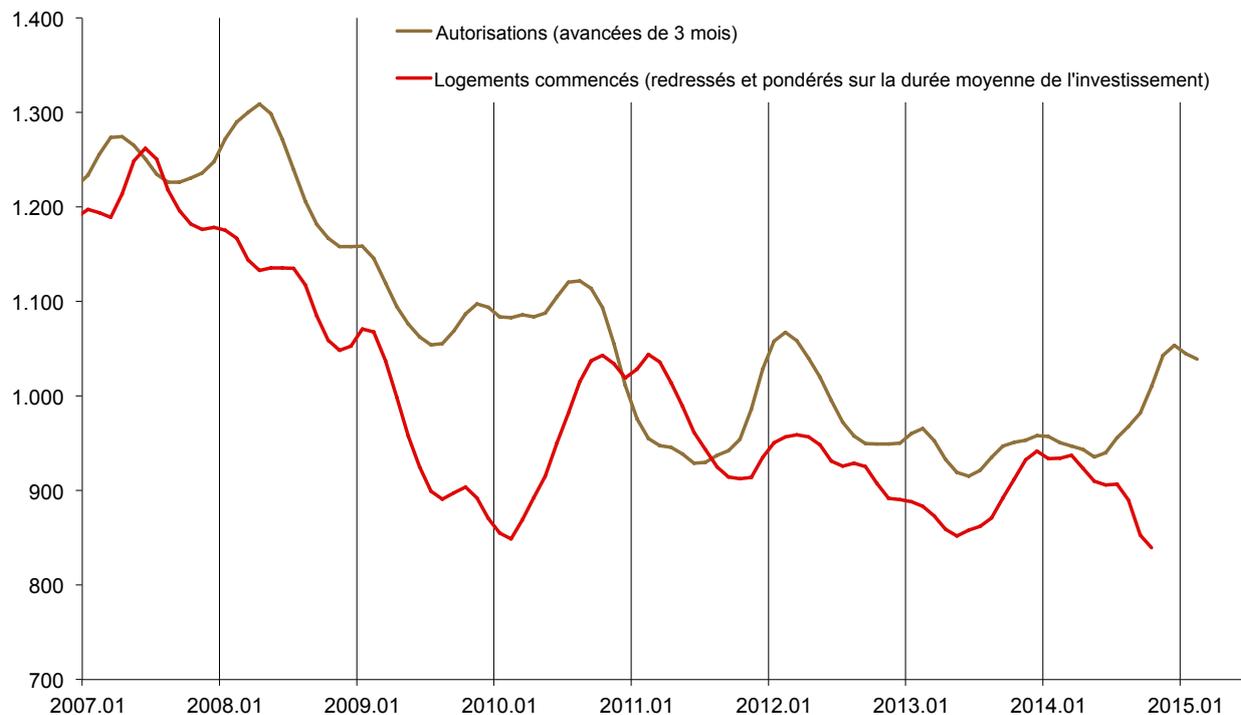
Graphique 3.14 Investissements résidentiels des ménages – Variations à un an d'écart

Sources : ICN, DG Statistique – Calculs IWEPS



Graphique 3.15 Nombre de logements autorisés et commencés dans les bâtiments résidentiels en Wallonie
Tendance sous-jacente

Source : DG Statistique – Calculs : IWEPS



de leurs projets de construction ou de rénovation en 2015. En 2015, les perspectives mitigées de la demande et de l'offre d'investissements en habitation nous conduisent cependant à prévoir une reprise certes lente des investissements résidentiels, qui interviendrait après un premier trimestre probablement à nouveau négatif, conséquence du rebond transitoire qui devrait être intervenu au cours du trimestre précédent.

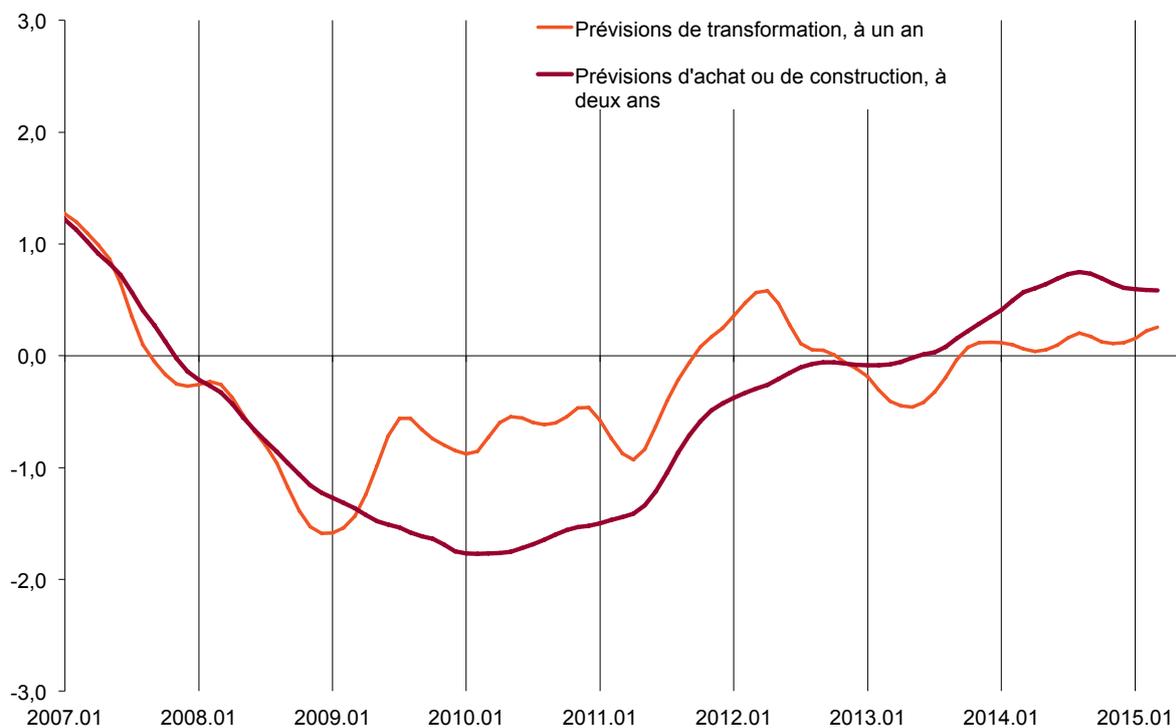
La statistique des autorisations de bâtir anticipe d'environ trois mois celle des logements commencés (voir graphique 3.15). En Wallonie, le nombre des autorisations de bâtir, en baisse jusqu'en juillet 2014, s'est fortement redressé d'août à octobre, et dans une moindre mesure en novembre. Sur l'ensemble de l'année dernière, le nombre d'autorisations de bâtir ne devrait toutefois pas dépasser 12 000 permis, un seuil qui n'a plus été atteint depuis quatre ans. L'accroissement du nombre de permis de bâtir octroyés en Wallonie au cours du second semestre fait écho à l'amélioration des perspectives du marché du travail. A mesure que refluent les craintes de perdre son emploi, les ménages wallons ont probablement retrouvé plus

d'appétence pour les projets immobiliers de plus longue haleine.

Plus tardive qu'en Flandre, la hausse des permis enregistrée en Wallonie pourrait également s'expliquer, comme au nord du pays, par des facteurs temporaires. Si en Wallonie, le moratoire sur les primes au logement et à l'énergie a seulement été annoncé en octobre, le gouvernement wallon en avait toutefois déjà évoqué le principe dès le début de l'automne, à la suite de la forte réduction du bonus logement décidée par le gouvernement flamand au cours de l'été. A cet égard, le Service public fédéral (SPF) Finances constatait en novembre que « de nombreux contribuables (avaient) accéléré leur décision de conclure un emprunt hypothécaire (finançant) l'achat, la construction ou la rénovation de leur propre habitation » en prévision de la modification de l'avantage fiscal qui suivrait la régionalisation du dispositif du bonus-logement (SPF Finances, 17 nov. 2014). Ces derniers mois, les données relatives aux crédits hypothécaires sont fortement perturbées par l'énorme augmentation des refinancements

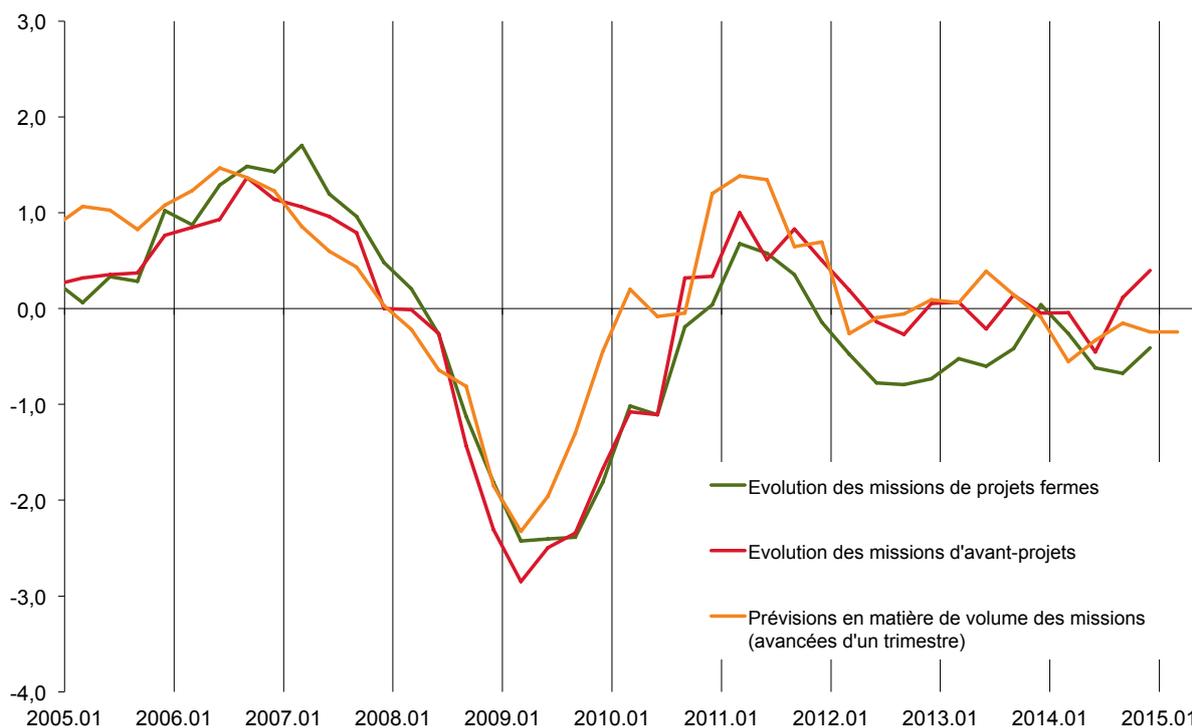
Graphique 3.16 Prévisions des ménages wallons en matière de logement (moyennes centrées réduites, tendances sous-jacentes)

Sources : IWEPS (Wallonie) et BNB (Belgique) - Calculs : IWEPS



Graphique 3.17 Enquête auprès des architectes – Belgique (moyennes centrées réduites)

Source : BNB – Calculs IWEPS



d'emprunts hypothécaires existants, induits par la faiblesse des taux d'intérêt. Il est toutefois probable que les ménages wallons ont effectivement cherché à anticiper la perte de l'avantage en accélérant leur demande de travaux de construction durant les derniers mois de 2014. *A contrario*, le premier trimestre de 2015, correspondant à la période de gel temporaire de ces aides, pourrait alors s'avérer moins favorable aux nouveaux investissements résidentiels, qui interviendraient plutôt à partir du printemps de cette année.

Au-delà de ces variations temporaires en début d'année, nous prévoyons donc un raffermissement graduel de la demande d'investissements résidentiels à partir du printemps 2015. Plusieurs composantes de la confiance globale des ménages se sont nettement améliorées en janvier et février, de sorte que le climat apparaît aujourd'hui favorable à de tels investissements. Interrogés dans le cadre des enquêtes de confiance, les ménages wallons font d'ailleurs état de leur intention d'investir. D'une part, les prévisions d'achat ou de construction (à deux ans), en hausse depuis la mi-2013 et qui se sont infléchies à partir de l'été 2014, demeurent encore au-dessus de leur moyenne de long terme. D'autre part, l'investissement en habitation pourrait bénéficier du soutien des transformations, dont les prévisions d'évolution à un an sont globalement en hausse depuis la fin de l'année 2013, au-dessus de leur moyenne de long terme.

La reprise de la demande d'investissement en logement attendue en 2015 devrait cependant être encore peu dynamique, en raison de contraintes financières et compte tenu de l'incidence incertaine de changements réglementaires. D'une part, l'évolution des revenus reste modérée et les critères d'octroi des crédits hypothécaires (hors taux d'intérêt) demeurent encore nettement restrictifs. Ces conditions freinent probablement davantage les ménages wallons qui ont largement puisé dans leur épargne, pourtant déjà plus faible, affectant ainsi leur position patrimoniale, gage de conditions de crédit favorables.

D'autre part, un certain degré d'incertitude réglementaire pèse encore sur la demande. Ces risques sont liés aux

décisions fiscales qui pourraient intervenir concernant le bonus logement wallon, dont la réforme s'est actuellement limitée à la fixation d'un taux forfaitaire de déductibilité à 40%. Le régime préférentiel de TVA applicable aux travaux de rénovation est lui aussi en discussion, à l'échelon fédéral cette fois. Pour le moment, la plus forte restriction définie en fonction de l'âge du logement (dix ans au lieu de cinq ans) semble être repoussée à 2016.

Les statistiques de l'activité des opérateurs des investissements résidentiels témoignent du caractère encore hésitant de l'amélioration du climat et des attentes. Les missions de projets fermes demandées aux architectes se sont légèrement redressées, seulement à partir du dernier trimestre 2014 (voir graphique 3.17). Si les missions d'avant-projet semblent s'être plus vite relevées, les prévisions de « volume des missions », indicateur qui anticipe plus précocement encore l'activité, ont peu évolué et demeurent sous leur moyenne de long terme. Ces attentes des architectes ne laissent donc guère présager une reprise rapide. Il en va de même du carnet d'ordres des entrepreneurs. Dans le segment résidentiel, il semble toujours aussi peu dynamique, à un niveau pratiquement inchangé depuis fin 2012, sous sa moyenne de long terme. En outre, le climat des affaires dans le secteur de la construction (voir section 3.1) apparaît particulièrement morose en Wallonie. Les prévisions de la demande y demeurent notamment faibles, sans orientation positive claire.

En 2015, compte tenu de l'ensemble de ces éléments, l'amélioration graduelle des investissements résidentiels devrait induire une hausse de cet agrégat de l'ordre de +0,3%, soit un premier taux de croissance positif depuis quatre ans.

Les entreprises

Lors de notre précédent exercice de prévision, en octobre 2014, nous constatons une reprise des investissements des entreprises sur le début de l'année, avec l'enregistrement de taux de croissance positifs aux premier et deuxième trimestres¹¹ (graphique 3.17). Toutefois, face à

¹¹ Pour rappel, il convient de considérer avec précaution le rebond observé en seconde partie de l'année 2013, celui-ci se justifiant principalement par des stratégies individuelles d'investissement d'entreprises du secteur du génie civil (troisième trimestre 2013) et de la pharmacie (quatrième trimestre 2013).

une dégradation générale de la confiance des entreprises observée depuis le début de l'été en Wallonie et à des prévisions de la demande qui présentaient à ce moment des signes de faiblesse, nous envisageons un revirement de la dynamique d'investissement pour la seconde partie de l'année. Les données issues des déclarations à la TVA, aujourd'hui disponibles pour les deux derniers trimestres de l'année 2014, accréditent ce scénario (graphique 3.18).

Toutefois, jugeant que les perspectives d'évolution des déterminants économiques de l'investissement restaient malgré tout relativement bien orientées, nous insistons sur le caractère temporaire du ralentissement et anticipons une reprise progressive à l'horizon 2015.

Notre analyse globale de la situation conjoncturelle actuelle, y compris le contexte international, nous incite à ré-

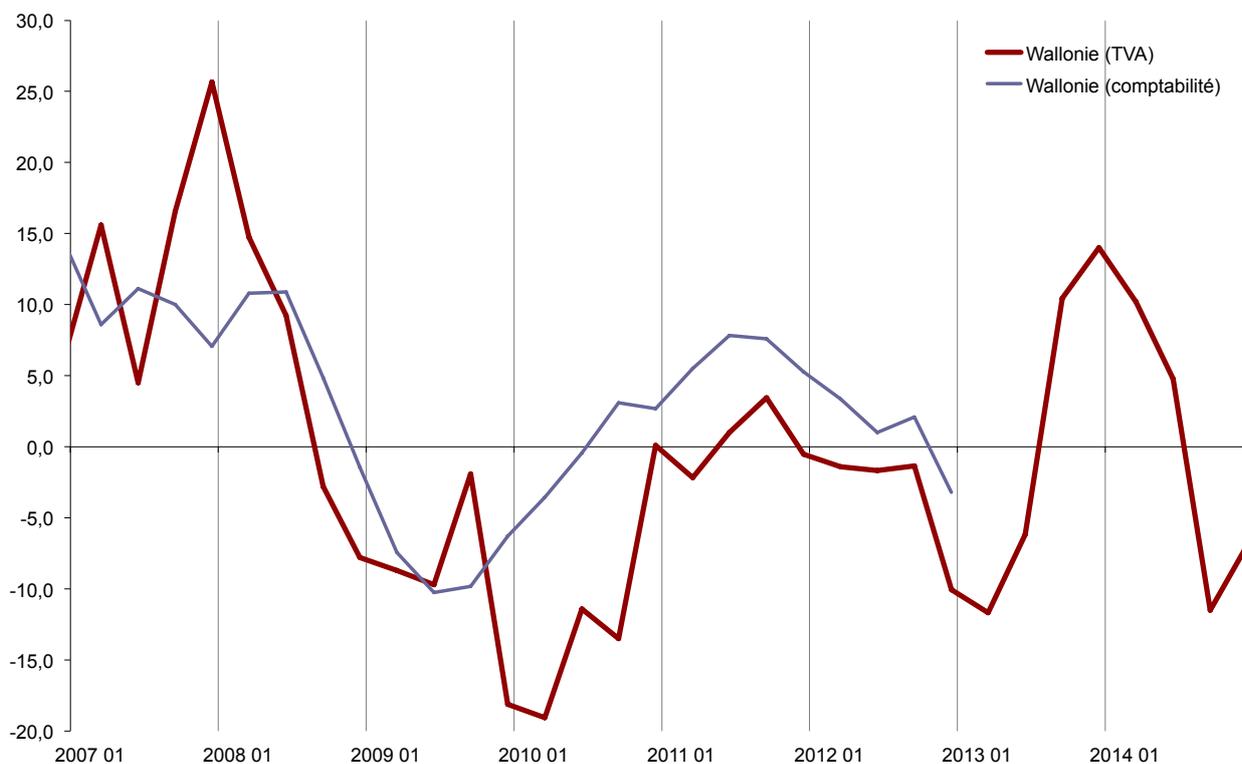
térer un scénario d'une relance *crescendo* de la formation brute de capital fixe en 2015.

Les entrepreneurs eux-mêmes ne démentent pas cette perspective d'une reprise de l'investissement. Si l'on en croit la dernière enquête semestrielle réalisée par la BNB auprès des entreprises de l'industrie manufacturière¹², la formation brute de capital fixe devrait progresser en 2015 dans pratiquement tous les secteurs¹³. Une progression des montants investis de l'ordre de +12% est attendue en Belgique. En outre, selon cette enquête, les investissements envisagés devraient davantage viser une extension des capacités de production qu'un remplacement des équipements existants. Certes, il convient d'interpréter ces anticipations d'investissement avec prudence : elles peuvent n'être que partiellement réalisées ou reportées à une année ultérieure. Malgré tout, cette prévision nationale

Graphique 3.18 Croissance des investissements des entreprises en Wallonie : comptes régionaux et estimations sur la base des données de TVA – variations à un an d'écart

Sources : ICN, DG Statistique – Calculs : IWEPS

Note : données en volume, corrigées des variations saisonnières.

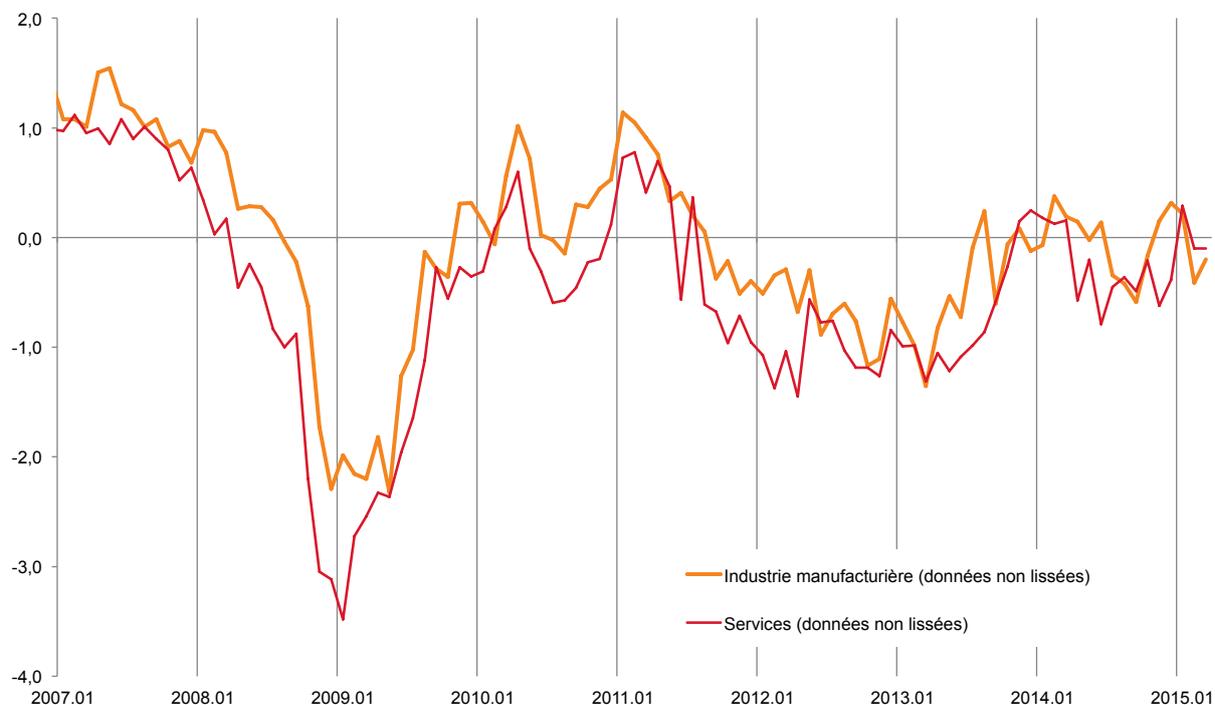


¹² La Banque nationale de Belgique mène deux fois par an une enquête sur les investissements des entreprises dans l'industrie manufacturière au sens strict (c'est-à-dire à l'exclusion des entreprises de la construction et de la branche d'activité « électricité, gaz et eau »).

¹³ A l'exception de l'industrie textile (hors confection et bonneterie), de l'industrie alimentaire, de la fabrication de papier et de l'industrie de la terre cuite.

Graphique 3.19 Prévisions de la demande en Wallonie : industrie manufacturière et services
Moyenne centrée réduite

Source : BNB – Calculs : IWEPS



dénote dans le chef des entrepreneurs une volonté d'investir.

Nous détaillons dans les lignes qui suivent les arguments qui fondent notre diagnostic d'une reprise graduelle de l'investissement productif.

Un trou d'air du côté de la demande

Alors qu'une amélioration des prévisions de demande à trois mois semblait s'amorcer en seconde partie de l'année 2014, tant dans l'industrie que dans les services aux entreprises, les enquêtes de conjoncture font état pour les deux premiers mois de 2015 d'une hésitation des entrepreneurs par rapport aux perspectives de débouchés (graphique 3.19). Les investisseurs potentiels risquent donc à court terme de temporiser leurs projets.

Ce revers de début d'année au niveau des anticipations de demande s'inscrit dans un climat entrepreneurial plutôt méfiant en Wallonie. Cette méfiance n'est pas propre aux entrepreneurs wallons : elle s'observe de manière générale en Europe. Elle s'explique certainement en partie par l'absence prolongée d'un réel décollage de l'activité écono-

mique. Dès lors, pour peu que les entrepreneurs voient dans la confirmation de la bonne tenue de l'économie américaine et l'amélioration de l'état de santé de la plupart des économies européennes, en particulier celui de la locomotive allemande, les signes d'une reprise qui pourrait enfin s'avérer vigoureuse et durable, ils devraient se montrer plus enclins à la prise de risque au travers d'investissements nouveaux.

Ce diagnostic nous incite au final à ne pas exagérer l'incidence sur les investissements des entreprises de cette faiblesse des perspectives de demande, faiblesse transitoire à notre sens ; l'enquête de conjoncture de mars indiquant une stabilisation, voire déjà une légère amélioration, des perspectives.

Un taux d'utilisation des capacités de production à son niveau moyen de long terme

Le taux d'utilisation des capacités de production industrielle a fluctué tout au long de l'année 2014, dans une zone proche de sa moyenne de long terme (77,8%) (graphique 3.20).

Le taux d'utilisation des capacités pour l'industrie dans son ensemble cache toutefois des évolutions différentes selon le type de biens produits. Le taux d'utilisation pour la production de biens intermédiaires s'est inscrit tout au long de l'année 2014 sur une trajectoire ascendante et commence l'année 2015 à un niveau bien au-deçà de sa moyenne de long terme (85,8% pour une moyenne de long terme de 78,6%). Pour les biens de consommation, malgré un contrecoup fin 2014, le taux d'utilisation s'affiche aussi au début de l'année à un taux supérieur à sa moyenne de long terme (82,8%, pour une moyenne de long terme de 78,9%). Par contre, le taux d'utilisation pour la production de biens d'investissement plafonne en ce début d'année à 75,7%, soit un niveau en deçà de sa moyenne de long terme (78%). Ces taux et leur évolution témoignent probablement de situations contrastées au sein de l'industrie : si certains secteurs ou entreprises font déjà face à une pression sur leurs capacités de produc-

tion, d'autres souffrent encore d'une situation de surcapacité.

Globalement, les niveaux d'utilisation des capacités de production observés actuellement nous laissent présager d'opportunités d'investissement, de remplacement, mais aussi d'extension, pour les entreprises d'ici fin 2015, pour autant qu'une progression des débouchés s'observe effectivement dans les prochains mois (cf. *supra*).

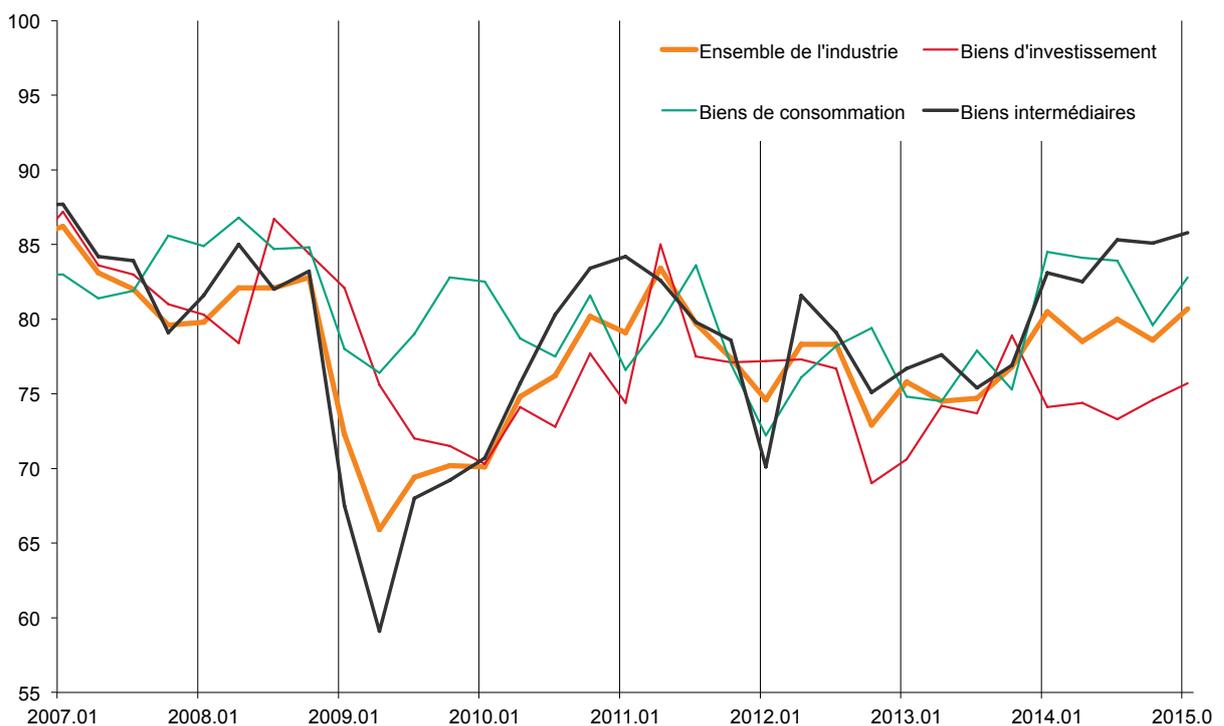
Des conditions de crédit qui continuent à s'assouplir

Quant aux paramètres financiers, en janvier 2015, les chefs d'entreprises ont rapporté une perception très positive quant aux taux d'intérêt sur les nouveaux crédits, alors que les conditions non monétaires (frais, volumes et garanties exigées) sont jugées plus négatives au quatrième trimestre 2014 par rapport au trimestre précédent. Ces perceptions des entrepreneurs sont cohérentes avec

Graphique 3.20 Taux d'utilisation de la capacité de production en Wallonie – Données désaisonnalisées

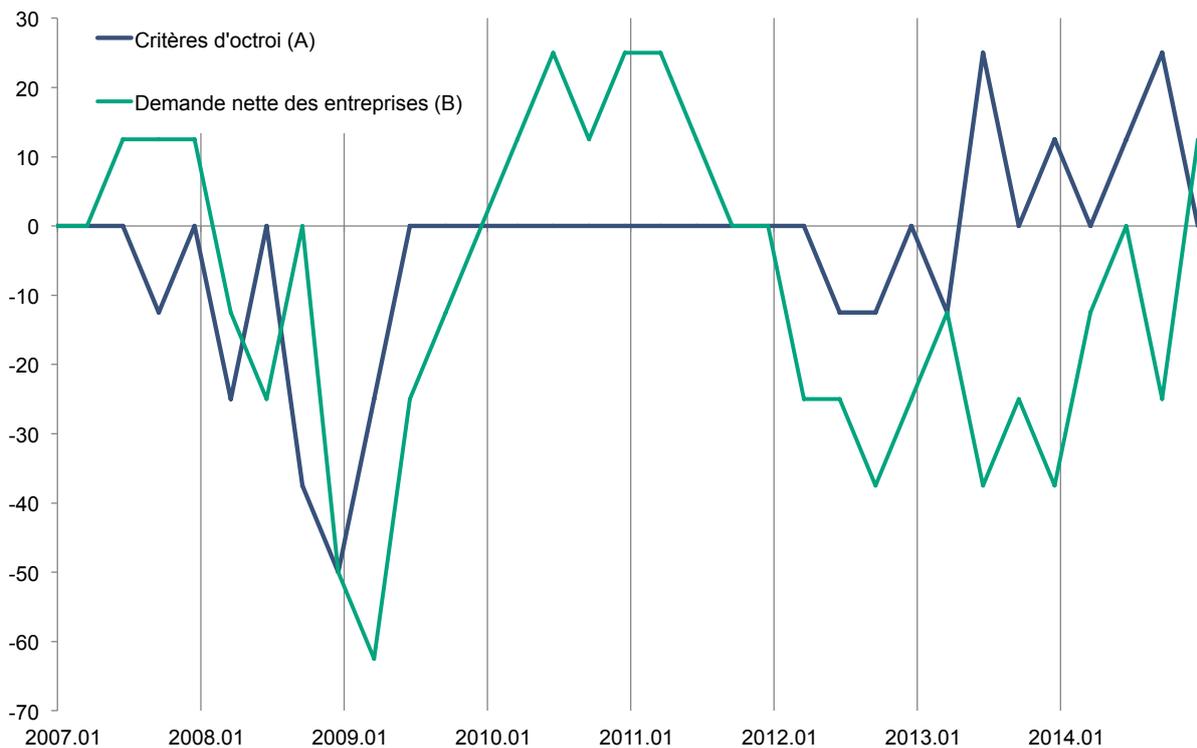
Note : sur la période 1988q4-2014q4, le degré d'utilisation moyen de la capacité de production s'élève à 77,8% pour l'ensemble de l'industrie manufacturière, à 78,0% pour la production de biens d'investissement, à 78,9% pour la production de biens de consommation et à 78,6% pour la fabrication de biens intermédiaires.

Source : BNB – Calculs : IWEPS



Graphique 3.21 Evolution des conditions d'octroi et de la demande de crédits bancaires des entreprises belges – Enquête sur la distribution du crédit bancaire

Note : (a) Un résultat positif (négatif) indique un assouplissement (durcissement) net des conditions d'octroi de prêts aux entreprises de la part des banques belges dans leur ensemble ; (b) un résultat positif (négatif) indique une hausse (baisse) de la demande nette de crédit bancaire émanant des entreprises.
Source : BNB (Bank Lending Survey)



celles recueillies via les enquêtes européennes relatives au secteur bancaire (*bank lending survey*¹⁴ et *MIR survey*¹⁵). L'enquête européenne sur les taux d'intérêt (*MIR survey*) montre en Belgique une baisse des taux appliqués aux crédits aux entreprises à moyen et long termes, consécutive aux niveaux planchers des taux de référence sur les marchés monétaires et des capitaux (cf. section 2.1.3).

Quant à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*bank lending survey*), les banques belges déclarent au quatrième trimestre 2014 une stabilisation de leurs conditions de crédit à destination des entreprises (graphique 3.21). Pour le début de l'année 2015, les banques belges envisagent un maintien de leurs critères d'octroi de crédit aux PME et un modeste allègement en faveur des grandes

entreprises. Rappelons toutefois que l'actuelle phase d'assouplissement atténué, mais ne renverse pas encore, le cycle de durcissement mené par les banques à partir du second semestre 2007.

Parallèlement, pour le quatrième trimestre, les établissements belges de crédit font état d'un accroissement global de la demande de prêts bancaires, exclusivement attribuable aux grandes entreprises. La formation brute de capital fixe est un des motifs qui justifient cette demande de fonds bancaires (graphique 3.21) (*bank lending survey*). Selon les banques, la disponibilité de financement interne aurait modéré la demande de financement bancaire de la part des entreprises. De fait, les entreprises semblent actuellement pouvoir s'appuyer sur des ressources propres

¹⁴ 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 suivants : le taux d'intérêt, les autres frais, le volume de crédit, les garanties exigées.

¹⁵ 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).

pour financer en partie leurs dépenses d'investissement. Les conditions de prêts bancaires relativement plus souples et la disponibilité de fonds internes dans le chef de certaines entreprises devraient permettre aux entrepreneurs de trouver, à l'horizon 2015, un environnement financier propice au soutien de leurs projets d'investissement.

Une relance crescendo de la formation brute de capital fixe en 2015

Au final, sous réserve d'une concrétisation des perspectives, telles qu'exposées ci-devant, l'investissement productif devrait retrouver plus de tonus endéans l'année 2015. Avec un profil d'accélération progressive, nous tablons sur un taux de croissance annuel de l'ordre de +2,5%.

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'Etat 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.

Les gouvernements, aux différents niveaux de pouvoir, sont en train de préparer les ajustements budgétaires. La Région wallonne, la Fédération Wallonie-Bruxelles, mais aussi l'Etat fédéral, ne présenteront pas des budgets en équilibre. Malgré cela, les dépenses publiques seront réduites à tous les niveaux de pouvoir.

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, nous tablons sur une croissance de la consommation publique, tant en Wallonie qu'en Belgique, de +0,9%, portée uniquement par l'acquis de croissance

de la fin de l'année 2014. L'effet des programmes d'austérité approuvés par les différents gouvernements et le non-remplacement d'une part importante des agents de la fonction publique partant à la retraite devraient tirer la croissance de la consommation publique vers le bas dans les années à venir.

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 15 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, et des chiffres disponibles au niveau belge pour 2014, nous estimons que les investissements publics enregistreront une augmentation de l'ordre de +0,9% en 2015.

3.4 Le commerce extérieur

Les développements récents du commerce extérieur wallon peuvent être appréhendés à l'aide des statistiques mensuelles régionalisées de la BNB relatives aux marchandises. Les dernières données disponibles datent de décembre 2014.

Sur la lancée de 2013, la progression des ventes de marchandises à l'étranger s'est poursuivie durant le premier trimestre de 2014, à un rythme moins soutenu toutefois, avant de marquer le pas au cours du second trimestre, en phase avec le ralentissement de l'activité au sein de la Zone euro. En tendance, l'évolution (lissée) des exportations wallonnes dessine un mouvement de reprise enclenché dès la toute fin de l'année 2012, et qui ne s'est pas démenti jusqu'au premier trimestre 2014 (cf. graphique 3.22), le printemps marquant un premier repli des ventes internationales. Cette inflexion s'explique principalement par le ralentissement de la dynamique de reprise des marchés intra-Zone euro, essentiellement en Allemagne et dans une moindre mesure aux Pays-Bas. Ensemble, les marchés allemand et hollandais absorbent le quart des ventes internationales de la Wallonie. Les ventes

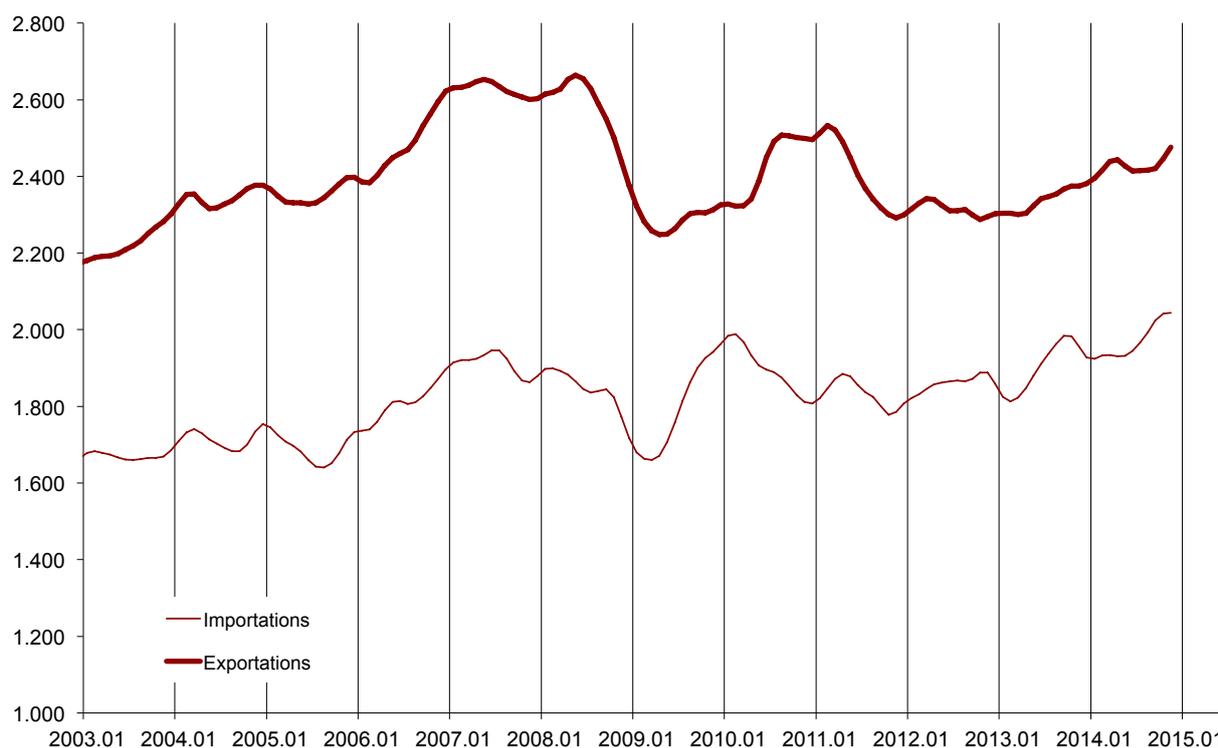
de marchandises vers la France, premier marché d'exportation pour les entreprises wallonnes, demeuraient en hausse, bien qu'enregistrant une progression relativement modérée.

Au cours du troisième trimestre 2014, ce sont principalement les exportations à destination de la France qui enregistrent une croissance exceptionnelle (+15,1% à un an d'écart). Le dernier trimestre est caractérisé par une augmentation importante des exportations de produits pharmaceutiques, en particulier vers la France.

Au début de l'année 2014, les importations ont continué à se réduire, de façon beaucoup moins vive, cependant, qu'à la fin de l'année 2013. En Wallonie, les importations suivent globalement une évolution tendancielle comparable à celle des exportations. En particulier, l'évolution des statistiques d'importation se révèle largement influencée par les achats de l'industrie pharmaceutique, en raison de l'importance de cette branche d'activité dans le tissu industriel régional, et surtout dans les exportations totales. Néanmoins, leur variation à court terme peut apparaître

Graphique 3.22 Tendence des exportations et importations wallonnes hors gaz et électricité - en volume

Source : BNB – Calculs : IWEPS



Graphique 3.23 Marchés potentiels de la Wallonie (sur base des taux de croissance des importations des pays partenaires) – Taux de croissance à un an d'écart

Sources : BNB, OCDE, Commission européenne – Calculs : IWEPS



plus erratique en raison des développements de l'investissement des entreprises. Le ralentissement des importations depuis la fin de l'année dernière s'explique ainsi en grande partie par la décélération des commandes à l'étranger de l'industrie pharmaceutique au cours de cette période. De même, l'accélération du dernier trimestre est uniquement portée par ce secteur. Hors industrie pharmaceutique, les importations sont d'ailleurs en baisse sur une base annuelle.

Les prochains mois devraient être marqués par la continuation des bonnes performances de l'économie américaine et par une reprise progressive des économies européennes. Au sein de la Zone euro, les données et les indicateurs récents nous laissent penser que l'activité économique pourrait enregistrer au cours de l'année 2015 un renforcement graduel.

Suivant ce scénario, la croissance des exportations wallonnes devrait s'amplifier tout au long de l'année. Le rebond de l'appréciation que portent les industriels wallons,

actifs dans l'industrie manufacturière, quant au niveau de leur carnet de commandes à l'exportation va dans ce sens, même si le mouvement est encore timide (cf graphique 3.4).

En 2015, les exportations wallonnes devraient de plus bénéficier du raffermissement progressif de l'activité industrielle en Europe, dans le sillage de l'accélération attendue des échanges internationaux enclenchée par la reprise économique aux Etats-Unis. La dépréciation de la monnaie européenne devrait aussi globalement favoriser les exportations communautaires. Le regain de dynamisme des exportations wallonnes devrait toutefois rester mesuré, en ligne avec le raffermissement graduel des perspectives économiques de la Zone euro. La perspective d'une reprise modérée des exportations wallonnes est confirmée par l'analyse de l'estimation des marchés potentiels, reprise au graphique 3.23. Compte tenu des prévisions de croissance de l'OCDE et de la Commission européenne relatives aux importations des différents marchés d'exportation de la Wallonie (prévisions respective-

ment de novembre 2014 et de février 2015), la croissance de la demande externe adressée à la région s'inscrirait dans une trajectoire de hausse trimestre après trimestre.

La reprise des exportations pourrait se traduire en une hausse des importations wallonnes, dépendance qui naît de l'importance de la composante importée des produits destinés aux marchés extérieurs. La Wallonie, à l'image de la Belgique dans son ensemble, est en effet largement intégrée dans le commerce intra-branche et les chaînes de productions industrielles à l'échelle européenne. L'accroissement des dépenses de consommation privée, mais aussi la reprise des investissements productifs, devraient également alimenter la demande adressée à l'étranger.

En conclusion, l'évolution des échanges commerciaux de la Wallonie devrait s'inscrire en 2015 dans un climat conjoncturel plutôt favorable, marqué par une accélération de la croissance économique aux Etats-Unis et par le raffermissement progressif de la reprise de l'activité en Zone euro. En moyenne, sur l'ensemble de l'année, les exportations totales (flux de biens et services, ajustés aux comptes nationaux) devraient se redresser (+3,5%), un taux de croissance proche de celui des importations (+3,4%). La contribution du commerce extérieur à la croissance économique de la Wallonie demeurerait dès lors légèrement positive, de l'ordre de +0,2 point de croissance.

NOTES



*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



Wallonie