

Les **thématiques**
de l'IWEPS

Tendances Économiques

Analyses et prévisions
conjoncturelles

N° 49 | Octobre 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/2015/10158/4
Reproduction autorisée, sauf à des fins commerciales, moyennant mention de la source.



Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique
Route de Louvain-la-Neuve, 2 - 5001 BELGRADE - NAMUR
Tél: 32 (0)81 46 84 11 | Fax: 32 (0)81 46 84 12
<http://www.iweeps.be>
info@iweeps.be

Table des matières

1. PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE POUR LA PÉRIODE 2015-2016	5
2. CONTEXTE INTERNATIONAL ET NATIONAL	11
2.1. Le contexte international	12
2.1.1. La croissance mondiale	12
2.1.2. La situation conjoncturelle des Etats-Unis et de la Zone euro ...	16
2.1.3. Matières premières	23
2.1.4. Politique monétaire, évolution des taux longs et marché des changes	25
2.2. La situation conjoncturelle en Belgique	33
3. TENDANCES ECONOMIQUES EN WALLONIE	37
3.1. L'activité économique	38
3.2. Le commerce extérieur	41
3.3. La demande intérieure	44
3.3.1. Les ménages	44
3.3.2. Les entreprises	53
3.3.3. Le secteur public	58
3.4. L'évolution de l'emploi	60

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 23 octobre 2015

The background of the entire page is a collage of financial data visualizations. It includes a line chart at the top with a fluctuating white line on a blue grid, a candlestick chart on the right side, and a 3D bar chart at the bottom with blue bars of varying heights. A large, dark teal circle is positioned in the center-left, serving as a container for the title text.

Chapitre 1

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

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

Lors de notre précédent exercice en mars 2015, nous anticipions un renforcement progressif des activités d'échange au niveau mondial dans le courant de l'année 2015. Or, force est de constater que les évolutions du commerce international sont demeurées jusqu'à présent peu favorables. Il semble en effet que le ralentissement structurel de la croissance au sein de la plupart des pays émergents ait été sous-estimé. En particulier, le processus de modification radicale du modèle de croissance de la Chine, devenue la première puissance économique mondiale depuis peu, provoque des répercussions qui n'avaient pas été correctement anticipées, notamment sur les prix des matières premières, mais également sur le commerce extérieur de bon nombre d'économies satellites fournisseurs de composantes à l'industrie chinoise. La réévaluation de ces facteurs a d'ailleurs poussé le FMI à revoir récemment (octobre 2015) une nouvelle fois à la baisse ses perspectives de croissance de la majeure partie des économies émergentes pour les années 2015 et 2016.

D'un autre côté, la baisse des prix des matières premières, en particulier le pétrole, a constitué une aubaine pour la dynamique de croissance de la plupart des économies avancées en octroyant un gain de pouvoir d'achat substantiel aux ménages et permettant un relèvement franc de la rentabilité des entreprises. La croissance aux Etats-Unis s'est ainsi véritablement consolidée, portée principalement par la consommation des ménages, tandis qu'au sein de la Zone euro la plupart des économies ont vu leur situation s'améliorer nettement depuis le début de l'année 2015. La croissance y a en effet profité du redressement sensible de l'activité dans les secteurs proches des consommateurs, notamment le commerce.

Au-delà du facteur temporaire lié à la baisse des prix pétroliers, il semble qu'une dynamique de croissance interne plus durable se mette également en place dans la Zone euro depuis plusieurs mois. Dans un contexte où la politique monétaire demeure largement accommodante et où

la rigueur budgétaire s'est tempérée, la baisse du chômage est notamment de bon augure pour la demande domestique à venir. En outre, le relèvement spectaculaire de pays tels que l'Espagne, dont les performances reposent en partie sur un rebond du commerce extérieur, tend à montrer que les ajustements structurels passés portent à présent leurs fruits sur la croissance.

Néanmoins, l'évolution de l'activité dans le secteur industriel en Europe, dépendant davantage de la situation sur le plan du commerce international, s'est révélée relativement moins dynamique en première partie d'année 2015. Plus globalement, depuis la sortie de crise de 2009, l'activité industrielle n'a pas encore retrouvé les rythmes de croissance auxquels on pouvait s'attendre sur la base des expériences de reprise passées. Les investissements des entreprises tardent également à se redresser davantage. Depuis la grande récession de 2009, la réalité d'une expansion économique globale, moins rapide qu'auparavant, s'impose de plus en plus, pour plusieurs raisons. D'une part, au lendemain de la crise, il est vite apparu que les ressources financières mobilisables dans l'économie s'étaient taries, constituant un frein sérieux aux investissements et affectant sensiblement le potentiel de croissance. La crise de la dette des pays européens périphériques a ensuite révélé les fragilités institutionnelles du modèle européen, qui pouvaient être une source d'instabilité macroéconomique sérieuse. Enfin, il semble à présent de plus en plus évident que l'économie mondiale soit appelée à s'accommoder d'un nouveau régime, qualifié parfois de « new mediocre »¹, caractérisé par une moindre croissance économique des pays émergents ainsi qu'une décélération du commerce mondial. L'adaptation des agents à ces nouvelles réalités au cours des dernières années a constitué autant d'à-coup fragilisant la confiance et, par là, pesant sur l'activité économique des économies avancées. En outre, confrontés à des épisodes successifs de reprise avortée, les investisseurs semblent à présent réclamer des signaux de rétablissement plus durables avant de se lancer dans de nouveaux

¹ Pour une discussion de ce concept et une énumération des facteurs explicatifs potentiels, voir *Facteurs expliquant le ralentissement de la croissance dans les économies émergentes*, Revue économique de septembre 2015, BNB.

projets, ce qui freine le processus d'expansion de l'activité économique.

Compte tenu de ces éléments, il est fort probable que la contribution du commerce extérieur à la croissance des économies avancées sera relativement contenue à l'avenir. Ceci étant, la reprise économique en Zone euro devrait selon nous se consolider dans les prochains mois. Celle-ci reposerait en premier lieu sur une dynamique de croissance interne. Même si la reprise peut être perturbée à court terme en raison d'un nouvel accès d'incertitude, tel que le repli de la confiance des consommateurs européens constaté ces derniers mois, les facteurs qui soutiennent la demande intérieure semblent en effet à présent mieux orientés. Ainsi, la situation sur le marché du travail s'éclaircit, les conditions du crédit s'assouplissent et les marchés immobiliers se sont stabilisés, ce qui devrait permettre à la consommation de poursuivre sa progression. Nous anticipons en outre que l'activité économique au niveau mondial se raffermira malgré tout à l'avenir, sous l'effet notamment du renforcement de la croissance américaine. Profitant de cet élan, la situation conjoncturelle dans le secteur industriel européen devrait s'améliorer, d'autant plus que la dépréciation passée de la monnaie unique commencerait à exercer ses effets bénéfiques sur la compétitivité extérieure des économies de la Zone euro les plus largement ouvertes. Le relèvement récent des anticipations des entrepreneurs dans les principaux pays-membres, en particulier en Allemagne, devrait ainsi, s'il se confirme, permettre aux investissements de prendre progressivement davantage d'allant.

En Wallonie, les développements récents ont été fort semblables à ce qui est observé plus généralement au niveau européen. Ainsi, le commerce extérieur a apporté une contribution très faible à la croissance économique au cours des derniers mois, tandis que les dépenses de consommation des ménages ont largement profité du regain de pouvoir d'achat engrangé à la faveur de la baisse du prix du pétrole. Les investissements des entreprises se sont montrés particulièrement volatils, en raison de décisions ponctuelles d'investissements de grande ampleur dans le secteur pharmaceutique dont les évolutions reflè-

tent traditionnellement peu la situation conjoncturelle globale. Mais l'analyse plus détaillée montre que l'amélioration de la situation demeure jusqu'à présent relativement timide dans l'industrie, même si le relèvement graduel des prévisions de la demande constitue un signe encourageant pour l'avenir, à l'instar de ce qui est observé au niveau européen.

Dans le contexte international décrit précédemment, notre scénario de croissance à court terme pour la Wallonie est en demi-teinte. D'un côté, il est attendu que le commerce extérieur de la Wallonie se redresse progressivement à l'avenir, notamment sous l'effet du raffermissement des échanges industriels intraeuropéens. D'un autre côté, en raison de facteurs spécifiques pesant sur les ménages wallons, la croissance de la consommation privée faiblirait sensiblement à court terme, si bien que globalement la dynamique de croissance économique en Wallonie serait moins favorable que ce qui est attendu au niveau européen sur l'horizon de projection.

Plus précisément, les exportations de la Wallonie profiteraient de la reprise des échanges en Europe dès la fin de cette année. L'évolution attendue des principaux marchés étrangers de la Wallonie indique toutefois que la croissance des exportations ne dépasserait guère +4,0% par an, rythme reflétant en quelque sorte l'instauration d'un nouveau régime de croissance à l'échelle mondiale.

Dans ce contexte, les entreprises pourraient ensuite relever leurs dépenses d'investissement. Bien qu'insuffisamment généralisées aujourd'hui, les tensions sur l'appareil productif installé pourraient naître de la demande supplémentaire adressée aux entreprises wallonnes. Dès lors, les entreprises profiteraient de l'amélioration de leur rentabilité, ainsi que des conditions du crédit de moins en moins restrictives, pour augmenter leurs investissements d'extension. Notre scénario table donc sur une accélération des investissements dans le courant de l'année 2016, amélioration que masque pourtant le faible chiffre de croissance annuelle moyenne obtenu pour cette composante en raison de la correction de mouvements passés exceptionnels.

L'emploi suivrait la reprise de l'activité économique. L'amélioration du marché du travail est en effet palpable aujourd'hui. Si la baisse générale du chômage l'exagère sans doute, l'accroissement du nombre de personnes en emploi est une réalité depuis le début de l'année qui devrait se confirmer, comme l'atteste l'augmentation des postes vacants fixes. La tendance à la hausse du volume moyen de travail par emploi se poursuit en même temps, participant au redressement de la productivité par personne qui devrait accompagner la reprise de l'activité dans un contexte wallon où la productivité ne s'est pas encore rétablie de façon aussi nette qu'au niveau national. Ce rattrapage attendu devrait tempérer les embauches à venir, comme en témoigne la lenteur du redressement des prévisions d'emploi formulées par les chefs d'entreprises. De cette façon, après une progression de +0,5% en 2015, l'emploi augmenterait de +0,7% en 2016.

Cette évolution modérée de l'emploi contribuerait aux modestes attentes que nous formulons en termes de pouvoir d'achat des ménages et de dépenses privées ; ces der-

nières étant une composante importante de la demande wallonne qui, en comparaison des prévisions européennes, ferait pâle figure. En effet, la progression des revenus devrait se révéler plutôt faible en termes réels, dans un contexte où la modération salariale prévaut encore, après un saut d'index en 2015 et une probable absence d'indexation en 2016, malgré la recrudescence de l'indice général des prix qui s'est opérée (et continuera à s'opérer en raison notamment du relèvement de certaines taxes indirectes). A très court terme, l'effet bénéfique de la baisse des prix s'est évanoui, ne permettant plus aux ménages de maintenir les rythmes rapides de croissance de la consommation vraisemblablement enregistrés en début d'année. En outre, le repli de la confiance des consommateurs depuis l'été n'est probablement pas de nature à inciter les Wallons à puiser dans leur réserve d'épargne, qui, dans une perspective historique, se situe aujourd'hui à des niveaux plancher. Après une croissance estimée à +1,5% pour 2015, la consommation ne progresserait donc plus qu'à un rythme de +0,7% l'année prochaine. Les signaux sont en revanche enfin un peu plus favorables

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.

	2015			2016		
	Zone euro	Belgique	Wallonie	Zone euro	Belgique	Wallonie
Dépenses de consommation finale privée	1,8	1,9	1,5	1,5	1,0	0,7
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	1,0	0,3	0,3	0,6	0,5	0,5
Formation brute de capital fixe	2,1	2,1	1,3	2,6	1,1	1,1
des entreprises, indépendants et ISBL	-	2,9	3,1	-	0,6	0,4
des ménages	-	0,3	-3,4	-	2,4	3,1
des administrations publiques	-	0,9	0,9	-	1,4	1,4
Variation des stocks ¹	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2
Exportations nettes de biens et services ¹	0,1	-0,5	-0,1	0,2	0,4	0,5
Exportations	4,6	3,6	3,4	4,6	4,4	4,3
Importations	4,9	4,3	4,2	4,7	3,9	3,7
Produit intérieur brut aux prix du marché²	1,5	1,2	1,0	1,6	1,5	1,4
Emploi	1,0	0,6	0,5	0,9	0,8	0,7

pour les investissements résidentiels qui pourraient renouer avec la croissance en 2016, après une baisse pratiquement ininterrompue depuis la crise de 2009.

Compte tenu de l'évolution ainsi attendue des différentes composantes de la demande adressée à l'économie wallonne, notre prévision de PIB régional s'établit à +1,0% en 2015, comme en 2014. La croissance économique se relèverait graduellement sur notre horizon de projection, pour atteindre +1,4% en moyenne annuelle en 2016.

Un certain nombre de risques entourent notre scénario central.

D'un côté, certains facteurs font peser un risque à la baisse sur l'évolution attendue de l'activité économique mondiale. Ainsi, la Chine est en pleine mutation économique et le ralentissement progressif de sa croissance est un phénomène dont on anticipe la poursuite à l'avenir. Néanmoins, si le ralentissement devenait soudainement plus brusque qu'anticipé, notamment en raison d'un retournement plus brutal des marchés boursiers ou immobiliers, cela affecterait sensiblement l'économie mondiale. Un autre risque pour la croissance mondiale tient à l'ampleur et au timing de la normalisation attendue de la politique monétaire aux Etats-Unis. Une augmentation trop rapide des taux directeurs, en provoquant un rapatriement rapide des capitaux des pays émergents vers les Etats-

Unis, fragiliserait nettement ces pays, en particulier ceux d'entre eux qui ont déjà été fortement impactés par la baisse des prix des matières premières au cours des derniers mois.

D'un autre côté, notre scénario prévoit un très net tassement de la croissance de la consommation privée en Wallonie au cours des prochains trimestres. Cette faiblesse est en grande partie le résultat d'une progression défavorable du revenu disponible que nous projetons, en raison notamment de l'absence d'indexation des salaires sur l'horizon de projection. Or, il apparaît que les prévisions actuelles du timing de la future indexation automatique des salaires sont très sensibles à un choc, même d'ampleur très limitée, qui pousserait le niveau des prix à la hausse au cours des prochains mois. Dans ce cas, l'indexation des salaires pourrait se matérialiser plus tôt que ce que nous anticipons. Par ailleurs, s'il s'avérait que la fragilité du moral des ménages constatée lors des derniers mois se révélait transitoire et que leur confiance retrouve rapidement à l'avenir des niveaux historiquement élevés, ceux-ci pourraient davantage puiser dans leur épargne de précaution pour stabiliser leur niveau de consommation. Dans ces cas de figure, la consommation des ménages pourrait être relativement plus dynamique qu'escompté et la croissance économique wallonne serait alors plus élevée que ce qui est anticipé dans notre scénario.

Prévisions arrêtées le 23 octobre 2015.

The background of the slide features a complex financial chart. It includes a line graph at the top with a jagged white line on a blue grid, and a candlestick chart at the bottom with white and grey bars. A large, dark teal circle is positioned in the center, serving as a backdrop for the chapter title.

Chapitre 2

CONTEXTES INTERNATIONAL ET NATIONAL

2.1 Le contexte international

2.1.1. La croissance mondiale

En 2014, selon le Fonds monétaire international (FMI), l'économie mondiale a encore enregistré une croissance de +3,4%, un niveau similaire à celui des deux années précédentes. Rappelons que les années 2010 et 2011 de sortie de crise s'étaient soldées par des croissances respectivement de +5,4% et de +4,2%. Depuis, la croissance mondiale s'est donc stabilisée à un niveau inférieur à celui des années antérieures à la crise². Cette croissance résulte d'un double mouvement. Ces trois dernières années ont été marquées par le lent renforcement de la croissance des économies avancées, malgré la crise européenne sur la dette souveraine. En même temps s'opérait un ralentissement progressif de l'envolée des économies émergentes. Selon les prévisions du FMI, l'année 2015 devrait poursuivre cette tendance générale. La croissance mondiale atteindrait +3,1%, soit un léger tassement de -0,3 point par rapport à 2014, ce chiffre étant la balance entre une hausse de +0,2 point de la croissance dans les économies avancées (+2,0%) et d'une diminution de -0,6 point dans les pays émergents (+4,0%). La croissance dans ces derniers reste toutefois le double de celle des pays avancés, alors que le poids de leur PIB dépasse maintenant largement la moitié de la production mondiale (57,1%).

Depuis notre analyse du printemps dernier, deux phénomènes ont obligé le FMI à réviser quelque peu à la baisse le scénario de la croissance mondiale pour l'année 2015. Le premier est lié à un hiver rigoureux en Amérique du Nord qui a paralysé partiellement l'activité aux Etats-Unis. Celui-ci a pesé lourdement sur le chiffre de croissance du premier trimestre. Le deuxième trimestre n'a que partiellement corrigé cette baisse, bien que les dernières révisions de croissance de ce trimestre nuancent la faiblesse de la reprise annoncée outre-Atlantique. L'économie américaine voit son secteur industriel freiner la reprise, notam-

ment par la perte de rentabilité du secteur des producteurs de gaz et pétrole de schiste et l'appréciation du dollar. Le deuxième provient du ralentissement de l'activité plus important qu'initialement attendu des pays producteurs de matières premières dont les prix accusent de forts reculs.

Les éléments soutenant notre scénario du printemps dernier sont cependant toujours présents. La chute des prix énergétiques et des matières premières maintient l'inflation à un très bas niveau dans les économies avancées alors qu'elle pèse fortement sur l'activité des pays producteurs. Elle est conjuguée en Europe à une dépréciation de l'euro. La clé du scénario conjoncturel actuel en Europe pour ancrer la croissance réside dans une reprise de la demande intérieure européenne, qui compensera le moindre dynamisme du commerce extérieur hors Zone euro dans les prochains mois.

Les révisions des prévisions du FMI opérées entre le mois d'avril et le mois d'octobre 2015 donnent une bonne mesure des changements dans les hypothèses du scénario établies il y a six mois. L'ensemble des prévisions de 2015 est revu à la baisse. Par rapport aux prévisions d'avril dernier, la croissance de 2016 est fortement revue à la baisse pour la plupart des zones économiques, comme les Etats-Unis, l'Amérique latine, l'Afrique ou le Moyen-Orient. En 2016, l'économie de la Zone euro voit cependant ses prévisions maintenues. Etonnamment, entre avril et octobre, les prévisions de la Chine sont également restées inchangées malgré la crise boursière de cet été qui a mis en exergue certaines carences de l'économie chinoise. Etant donné la difficulté de faire la part entre les chiffres officiels sur l'économie chinoise et la réalité du ralentissement, l'ampleur et l'impact de celui-ci sont difficilement quantifiables. En outre, dès le début d'année, le FMI avait anticipé le ralentissement actuel de la croissance chinoise.

² La croissance mondiale annuelle était de +4,2% en moyenne entre 1997 et 2007.

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 2014.

2 Estimations et prévisions FMI, octobre 2015

3 Hors pays du G7.

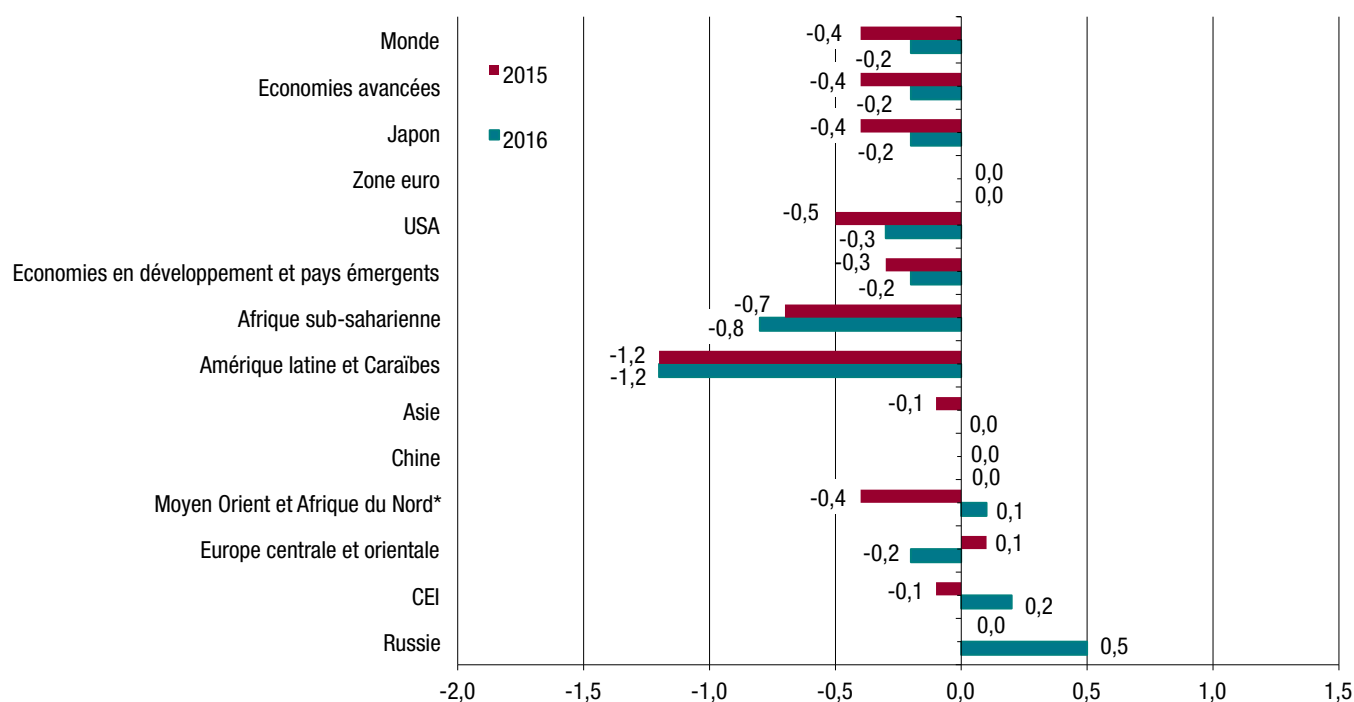
4 Y compris Pakistan et Afghanistan.

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale

	% 2014 ¹	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ²	2016 ²
Monde	100,0	3,1	0,0	5,4	4,2	3,4	3,3	3,4	3,1	3,6
Economies avancées	42,9	0,2	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,1	1,8	2,0	2,2
Japon	4,4	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,7	1,6	-0,1	0,6	1,0
Zone euro	12,2	0,5	-4,6	2,0	1,6	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,6
USA	15,9	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,6	2,8
Autres économies avancées ³	6,5	1,2	-2,0	4,6	2,8	1,7	2,1	2,8	2,2	2,4
Pays émergents et en développement	57,1	5,8	3,1	7,5	6,3	5,2	5,0	4,6	4,0	4,5
Afrique subsaharienne	3,1	6,0	4,1	6,6	5,0	4,3	5,2	5,0	3,8	4,3
Amérique latine et Caraïbes	8,6	3,9	-1,3	6,1	4,9	3,1	2,9	1,3	-0,3	0,8
Asie	29,9	7,3	7,5	9,6	7,9	6,8	7,0	6,8	6,5	6,4
Chine	16,6	9,6	9,2	10,6	9,5	7,7	7,7	7,3	6,8	6,3
Moyen-Orient et Afrique du Nord ⁴	7,6	5,2	2,2	4,9	4,5	5,0	2,3	2,7	2,5	3,9
Europe centrale et orientale	3,3	3,1	-3,0	4,8	5,4	1,3	2,9	2,8	3,0	3,0
Communauté Etats indépendants	4,7	5,3	-6,3	4,6	4,8	3,4	2,2	1,0	-2,7	0,5
Russie	3,3	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-3,8	-0,6

Graphique 2.1 - Révisions des prévisions du FMI entre le mois d'avril et le mois d'octobre 2015

Source : FMI – Calculs : IWEPS



Les indicateurs avancés de l'OCDE, qui anticipent les retournements conjoncturels à un horizon de six mois, confirment ces révisions. Ils enregistrent une baisse pour les Etats-Unis et la Chine alors que l'indicateur de la Zone euro atteint un niveau historiquement élevé.

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, témoignent de bonnes perspectives pour l'ensemble des puissances économiques européennes. Cette tendance augure d'une consolidation de la reprise de l'ensemble de la Zone euro. Pour les Etats-Unis, l'indicateur composite PMI de l'activité se maintient encore à un niveau élevé soutenu par le secteur des services, mais ce dernier, comme celui pour l'industrie manufacturière, a enregistré une diminution au cours de l'année. En Chine, l'indicateur composite Markit accuse une forte baisse poussée par le secteur manufacturier alors que, comme aux Etats-Unis, le secteur des services se situe encore dans la zone d'expansion de l'activité.

En résumé, comme dans notre précédente publication, nous retenons pour cette année le scénario d'un fléchissement de la croissance dans les économies émergentes qui ne s'accélérerait qu'en cours d'année 2016, d'une poursuite de la reprise américaine après un mauvais premier trimestre 2015 et d'une croissance modérée en Europe. Sur le vieux continent, la croissance reposerait sur une accélération de la demande intérieure, légèrement plus forte que nous ne l'anticipions en début d'année, alors qu'un affaiblissement de la contribution du commerce extérieur est attendu. Au total, l'économie de la Zone euro pourrait enfin progresser de +1,5% de croissance en 2015 et de +1,6% l'année prochaine, niveau qu'elle n'a plus atteint depuis 2011.

Cependant, des risques à la baisse pèsent sur ce scénario:

- Une aggravation de la crise chinoise.
La Chine est en pleine mutation économique. D'une économie de production bas de gamme reposant sur des coûts salariaux extrêmement faibles où les postes

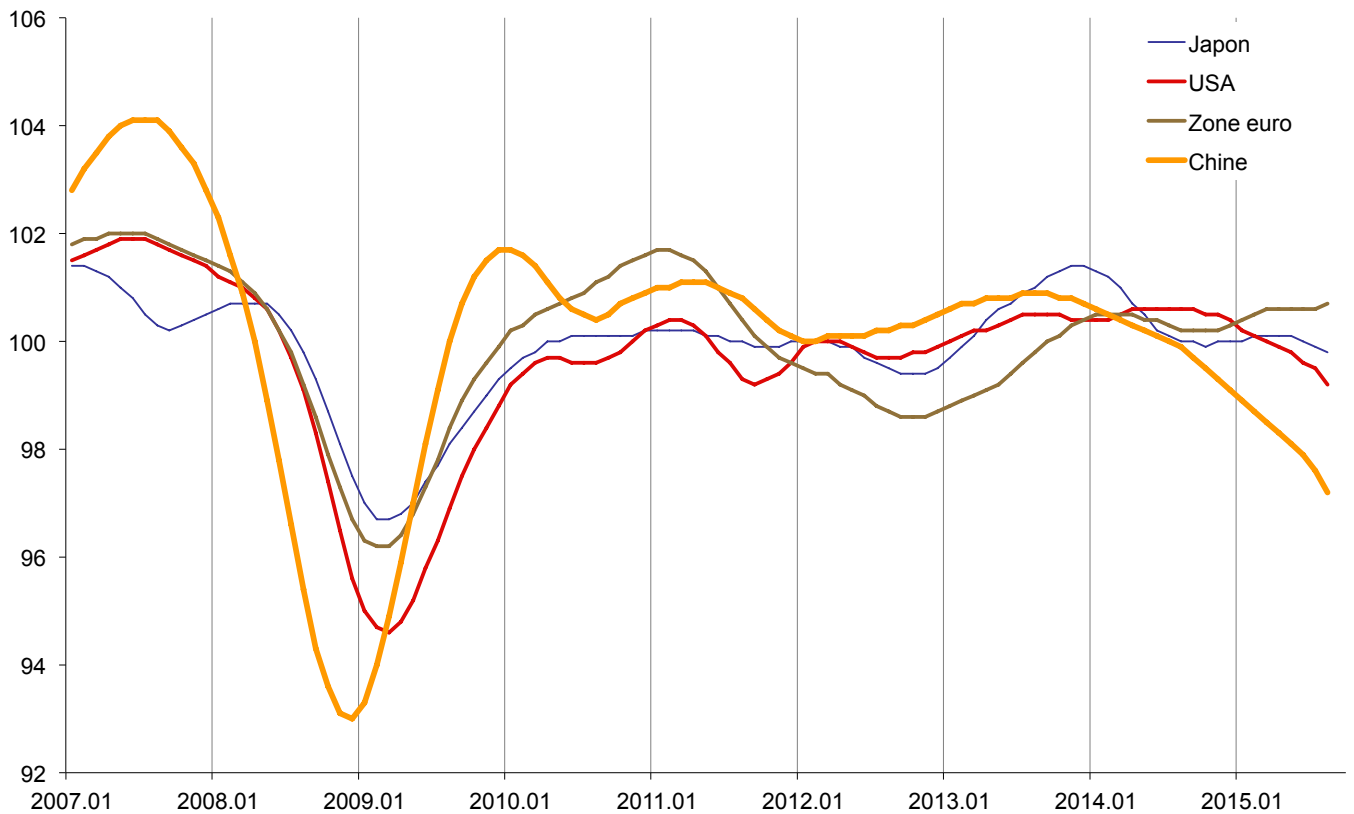
de croissance sont les investissements et les exportations industrielles, elle s'oriente depuis quelques années vers une économie où la consommation prendrait le relais par une hausse des salaires observée ces dernières années et où la production se tournerait vers des produits à plus haute valeur ajoutée. Cette transformation ne se fait pas sans heurts. Au cours du premier semestre, la situation industrielle s'est dégradée suite à l'appréciation du renminbi (yuan) toujours lié au dollar. Les indices industriels précurseurs ont également plongé, provoquant un fort recul des cours boursiers. La Banque centrale est intervenue pour calmer le marché, laissant toutefois de fortes pertes chez les petits investisseurs très nombreux en Chine. Le 11 août, la Chine a revu le cours pivot du yuan en abaissant ainsi les marges de fluctuation par rapport au dollar et créant une dévaluation de la monnaie. Cette décision a pesé à son tour sur les cours des autres bourses des pays émergents. Toutefois, les organismes internationaux comme le FMI et l'OCDE avaient déjà en début d'année anticipé le ralentissement en tablant sur une croissance autour de +6,5% cette année. Ainsi, les récentes prévisions d'octobre du FMI restent inchangées par rapport à celles d'avril dernier. Malgré les interventions de la Banque centrale et des pouvoirs publics, le ralentissement de la première économie (mesurée en pourcentage de la production mondiale) pourrait être beaucoup plus brusque qu'attendu et contaminer l'ensemble de la planète.

- Une détérioration de l'économie américaine par une remontée trop précoce et abrupte des taux directeurs de la FED.

Le 17 septembre dernier, la FED a décidé de laisser ses taux inchangés. L'éventuelle hausse annoncée est donc reportée probablement au mois de décembre et pourrait donc être l'annonce de la fin d'une politique accommodante entamée avec la crise en 2007. Les perspectives de l'économie sont au vert, mais l'inflation reste encore proche de zéro, la hausse des salaires est absente. Une augmentation des taux rendrait la situation des pays émergents plus délicate qu'elle ne l'est déjà actuellement, en attirant les capitaux vers les Etats-Unis et en appréciant le billet vert. Nombre d'économies de pays émergents, sauf la Chine en dé-

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

Source : OCDE – Calculs : IWEPS



flation, connaissent actuellement une stagflation, c'est-à-dire une inflation avec un ralentissement de la croissance. Un relèvement trop rapide des taux américains pourrait également entraîner ces pays vers une crise.

- Les risques géopolitiques toujours présents.
Les tensions dans la région de Syrie-Irak ont provoqué l'arrivée massive de migrants sur les côtes européennes. Une amplification du conflit pourrait mener à un embrasement général de la région productrice de pétrole et remettre en cause un pronostic de prix du baril très bas.

2.1.2. La situation conjoncturelle des deux premières puissances dans les économies avancées

2.1.2.1 Les Etats-Unis

Au deuxième trimestre 2015, l'économie américaine a enregistré une croissance de +1,0% par rapport au premier, qui lui-même avait connu un fort tassement en atteignant à peine une hausse de +0,2%. Cette mauvaise performance du début d'année est imputable à la rigueur de l'hiver qui a paralysé une part de l'activité américaine en arrêtant une partie du transport et fermant certains établissements. Le deuxième trimestre a donc en partie bénéficié du report de certaines dépenses qui avaient été empêchées par le froid. Les premières estimations du deuxième trimestre ont cependant surpris par leur faiblesse, laissant présager une interruption dans la reprise de l'économie américaine. Les révisions du PIB du deuxième trimestre tombées cet été obligent maintenant les analystes à revoir quelque peu leur copie. L'investissement enregistre en effet une hausse inattendue qui contribue pour +0,2 point à la croissance alors que dans un premier temps il avait été estimé en recul. Pour la consommation des ménages, cet apport est de +0,6 point. La demande intérieure, moteur traditionnel de l'économie américaine, retrouve donc son dynamisme. Quant au commerce extérieur, malgré l'appréciation du dollar et le ralentissement des économies émergentes, il reste neutre pour la croissance (+0,0 point), tout comme les stocks.

Pourtant, les conditions hivernales des premiers mois de l'année ne sont pas le seul frein à la croissance. La production fléchit depuis le début de l'année et sur un an sa progression n'atteint plus que +0,9% en août. L'indicateur avancé ISM (*Institute for Supply Management*) du secteur manufacturier anticipe une poursuite du repli de la production. Les indicateurs Markit font de même. Les facteurs en partie responsables de cette situation morose sont à chercher dans l'appréciation du dollar, mais aussi dans la chute des prix pétroliers qui pénalise tant la production que les investissements du secteur énergétique, notamment les entreprises exploitant le pétrole et le gaz de schiste. En opposition au secteur industriel, les indica-

teurs en provenance du secteur des services auprès des directeurs d'achats restent à des niveaux élevés.

Le poste de la demande intérieure qui restera le plus dynamique devrait être la consommation des ménages. Tout contribue pour qu'elle prenne le chemin de la croissance au cours des prochains trimestres. Les derniers chiffres du commerce de détail confirment la poursuite de cette tendance. Les nouvelles en provenance du marché du travail restent bonnes. Le chômage n'atteint plus que 5,1% en septembre et les créations d'emplois selon l'enquête sur les fiches de paie de l'emploi non agricole sont toujours en hausse de +2,0% sur un an, bien que les dernières données marquent un ralentissement (selon l'enquête auprès des ménages, l'emploi aurait même reculé en septembre). La confiance des ménages est au plus haut selon l'indicateur de l'Université du Michigan. Le revenu disponible réel des ménages ne cesse de progresser alors que le taux d'épargne se maintient en dessous des cinq pour cent. L'envolée des ventes de véhicules depuis le début de l'année est le reflet de la propension des ménages à consommer. De même, le marché immobilier résidentiel poursuit son embellie. Tant les ventes de nouvelles maisons que les nouvelles constructions enregistrent une forte hausse sur un an. Comme pour les investissements des entreprises, la hausse des taux attendue en 2016 pourrait tempérer partiellement cette tendance.

Des éléments freinent la vigueur de la reprise. La production et les attentes dans le secteur industriel sont touchées par le recul du secteur énergétique, notamment chez les producteurs de gaz et de pétrole de schiste. De plus, dans un climat d'anticipation par le marché d'une hausse des taux, les investissements seront confrontés à un resserrement des conditions d'accès au crédit.

L'appréciation du dollar et le ralentissement de la croissance dans les pays émergents entraînent un fléchissement attendu de la demande extérieure adressée aux Etats-Unis.

Ces facteurs n'empêcheront donc pas une reprise durable de l'économie américaine même si les rythmes de crois-

sance sont revus à la baisse par rapport au début d'année. La croissance pourrait selon notre scénario atteindre +2,6% cette année et +2,8% l'année prochaine.

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

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

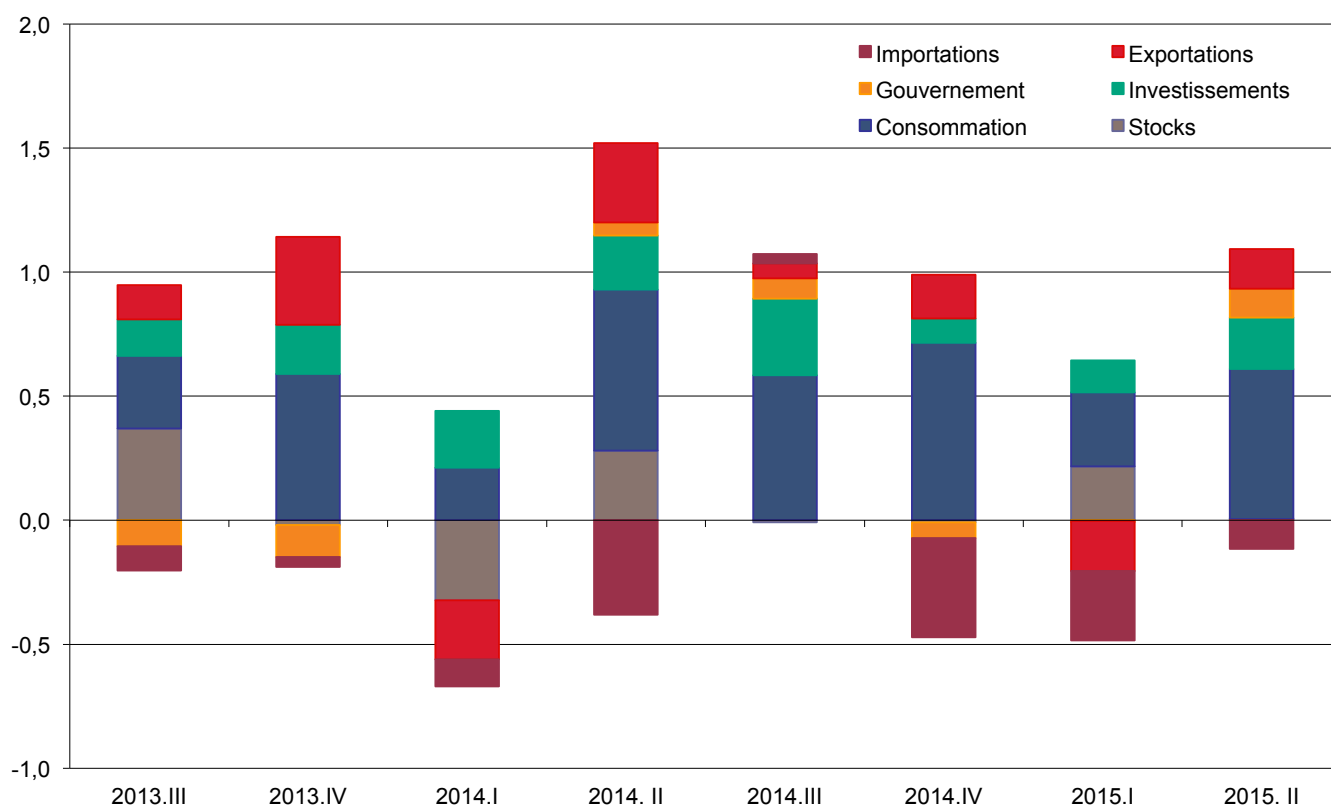


Tableau 2.2 – Evolutions macroéconomiques récentes et perspectives du FMI pour les années 2010 à 2016 (variations annuelles en volume) pour les Etats-Unis

1 Changement exprimé en pourcentage du PIB de la période précédente.

2 Prévisions FMI.

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2015

Etats-Unis	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ²	2016 ²
PIB	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,6	2,8
Consommation privée	1,9	2,3	1,5	1,7	2,7	3,2	3,5
Consommation publique	0,1	-2,7	-0,9	-2,5	-0,5	0,6	1,2
Formation brute du capital fixe	1,1	3,7	6,3	2,4	4,1	4,0	5,4
Contribution des stocks (% PIB) ¹	1,5	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,0
Exportations nettes ¹	-0,5	0,0	0,1	0,2	-0,2	-0,8	-0,8

2.1.2.2. La Zone euro

Au deuxième trimestre 2015, l'économie européenne a enregistré une croissance de +0,4%, après avoir progressé de +0,5% au premier. Depuis le troisième trimestre de l'année dernière, la croissance d'un trimestre à l'autre est restée supérieure à +0,3%, indiquant que l'économie européenne se maintient sur le chemin de la croissance.

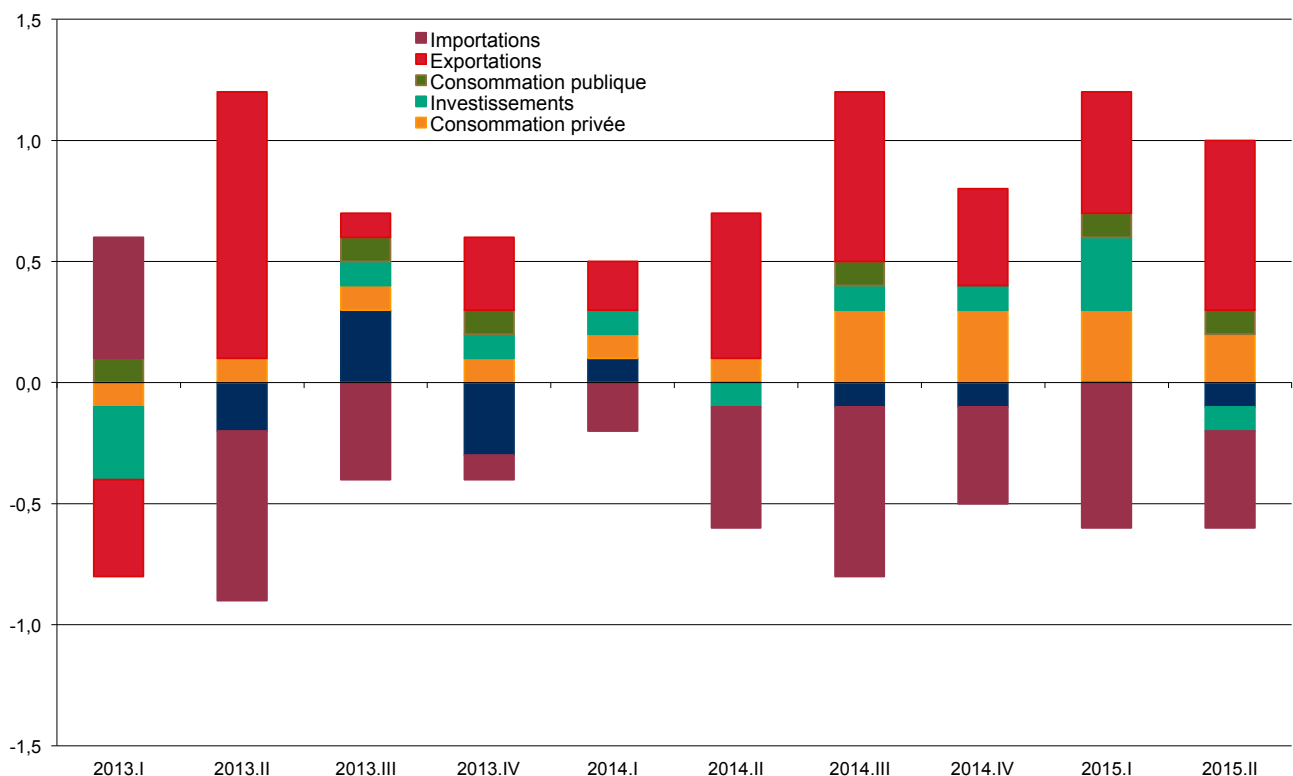
La croissance du deuxième trimestre repose sur la bonne tenue de la consommation privée et publique (respectivement +0,2 et +0,1 point de contribution) alors que les investissements tiraient -0,1 point à cette croissance. Quant au commerce extérieur, il reste poussé par le dynamisme des exportations et contribue pour +0,3 point. La reprise observée en Zone euro découle donc de la baisse des prix pétroliers qui dégage des marges financières pour les ménages et de la dépréciation de l'euro qui permet aux entreprises de regagner des parts dans les échanges commerciaux hors Zone euro.

Pour ancrer les économies dans une reprise solide et durable, le relais de ces facteurs temporaires devrait être pris par les différents postes de la demande intérieure afin qu'elle devienne autoalimentée. La poursuite du raffermissement de la confiance des ménages va dans ce sens. Elle les pousse à puiser enfin dans leur épargne pour accroître leurs dépenses et leurs investissements. L'amélioration attendue du marché du travail devrait contribuer à maintenir les dépenses et les investissements des ménages. Le taux de chômage baisse : 11,0% en août contre 11,5% un an plus tôt et l'emploi a progressé de +0,3% au deuxième trimestre par rapport au premier. Sur un an, son augmentation atteint +0,8%. Autres éléments favorables à la consommation privée : l'inflation très basse, même négative en septembre (-0,1%), et les taux hypothécaires attractifs.

Les indicateurs avancés de l'OCDE et les indicateurs issus des enquêtes auprès des directeurs d'achat vont dans le même sens. Les indicateurs du commerce de détail et des

Graphique 2.4 Contribution à la croissance des différents postes du PIB (glissement trimestriel) de la Zone euro

Source : Eurostat – Calculs : IWEPS



services restent à des niveaux élevés, ceux du secteur manufacturier se maintenant au-dessus de leur moyenne de long terme.

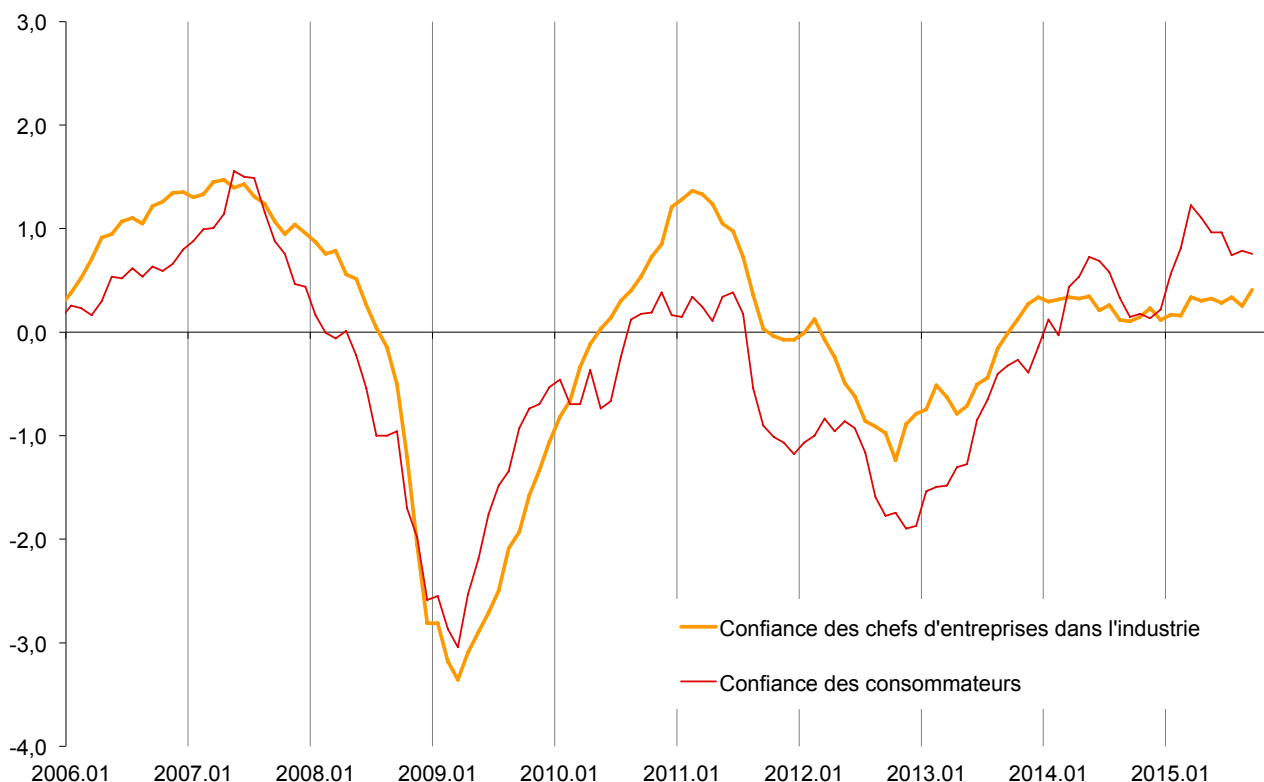
Du côté des entreprises, les investissements restent toujours limités par une sous-utilisation des capacités de production, alors que les conditions de crédit restent bonnes. Les enquêtes sur l'utilisation des capacités de production montrent cependant que le niveau de celle-ci s'élève dans les grandes économies européennes. Une hausse des dépenses des ménages et les ouvertures du commerce extérieur par les avantages compétitifs de la dépréciation de l'euro pourraient les redynamiser, mais l'apport des exportations reste soumis actuellement à un fléchissement de la demande mondiale qui ne se redressera qu'au cours de l'année 2016.

Examinons les situations des grandes puissances économiques européennes pour appréhender la solidité de la reprise.

L'Allemagne, troisième exportateur mondial, maintient un taux de croissance élevé au deuxième trimestre (+0,4%), après +0,3% au premier et +0,6% en fin d'année dernière. Les indicateurs auprès des directeurs d'achats Markit restent à de hauts niveaux, l'indice des services restant élevé et l'indice manufacturier ayant progressé au cours de l'année. La croissance allemande du deuxième trimestre repose encore sur les exportations qui progressent de +2,2% sur un trimestre et sur les investissements en équipement (+0,1% après +1,9% au premier trimestre). Toutefois, les indices Ifo sur l'économie allemande annoncent un ralentissement des entrées de commandes à l'exportation et une progression plus lente de l'industrie manufacturière. Au total, l'anticipation du climat des affaires continue de s'y redresser, mais à un rythme moindre. Le relais attendu de la consommation et des investissements a été peu observé au deuxième trimestre. La première progressant seulement de +0,2% alors que les seconds reculaient même de -2,3%, poussés par les mauvaises performances du secteur de la construction. La dernière

Graphique 2.5 Evolution des indicateurs conjoncturels sur la confiance des ménages et des entreprises de la Zone euro

Source : Directorate General for Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) – Calculs : IWEPS



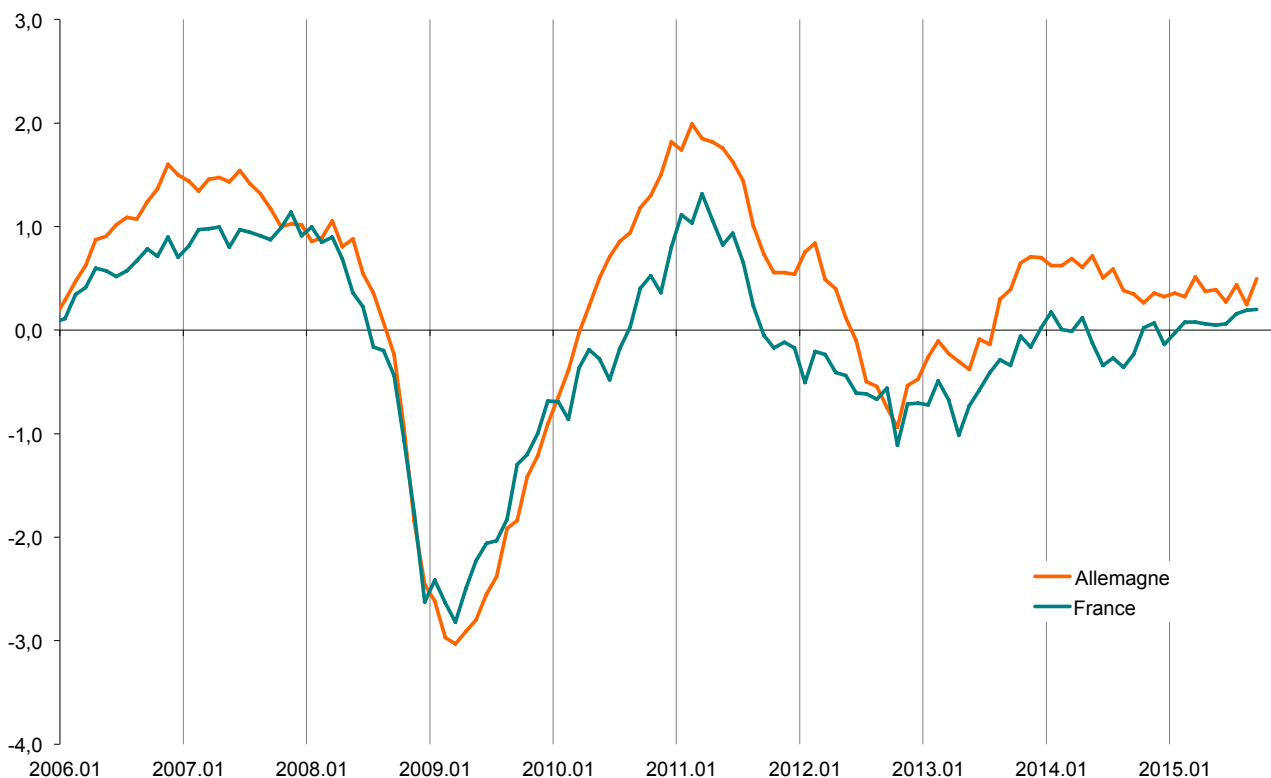
enquête de la Commission européenne sur la confiance des ménages marque un recul, même si le niveau reste élevé comme le montre l'indicateur Markit sur le commerce de détail. Dans ce cadre, la reprise attendue en Allemagne devrait être plus faible qu'anticipée depuis l'été. Les prévisions de croissance du FMI n'ont été cependant que légèrement revues à la baisse de -0,1 point entre juillet et octobre tant pour 2015 que 2016. L'économie allemande devrait enregistrer +1,5% de croissance en 2015 et +1,6% en 2016.

L'économie française a stagné au cours du deuxième trimestre (+0,0%), après toutefois une forte progression au premier trimestre de +0,7%. L'arrêt de la croissance au deuxième trimestre est imputable à une stagnation des dépenses des ménages (+0,0%) qui avaient fortement progressé au premier trimestre (+0,9%). Comme en Allemagne, les investissements sont surtout freinés par les investissements des ménages depuis le début de l'année, ceux-ci reculant de -1,2% et -1,5% respectivement aux premier et deuxième trimestres. Inversement à l'Alle-

magne, la confiance des ménages a rebondi au mois de septembre permettant d'envisager une hausse des dépenses des ménages au cours des prochains trimestres, bien que le marché du travail ne s'améliore que lentement. Les indicateurs avancés Markit restent bien orientés tant dans les services que dans l'industrie ou le commerce de détail. Ces indicateurs ont rejoint les niveaux d'expansion de l'activité (au-dessus des 50 points) qu'ils avaient quittés en 2011. C'est dans les comportements des ménages que se trouve la clé de la croissance dans les prochains mois en France. Ils doivent soutenir le secteur industriel qui la porte actuellement. En effet, les deux postes sollicités jusqu'ici les investissements (+0,6% et +0,3% respectivement aux premier et deuxième trimestres par rapport au trimestre précédent) et les exportations (+1,5% et +2,0% aux premier et deuxième trimestres). Ces dernières devraient être confrontées à un fléchissement de la demande extérieure dans les prochains mois. La croissance française devrait progressivement rejoindre les niveaux enregistrés par l'Allemagne (+1,2% en 2015, +1,5% en 2016).

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

Source : Directorate General for Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) – Calculs : IWEPS



Les pays du sud de la Zone euro poursuivent leur redressement rapide. Le PIB de l'Espagne a progressé de +1,0% et l'emploi de +0,9%. Le PIB devrait poursuivre cette tendance au cours des prochains trimestres. Les indicateurs avancés Markit et les enquêtes de conjoncture de la Commission européenne confirment l'embellie de l'économie espagnole. L'économie italienne retrouve également plus de vigueur, le début de l'année a enregistré le retour à la croissance après la crise sur la dette souveraine (+0,3% au deuxième trimestre après +0,4% au premier). L'emploi s'améliore aussi (respectivement +0,1% et +0,2% aux premier et deuxième trimestres). Là aussi, les

indicateurs avancés et ceux issus des enquêtes de conjoncture sont bien orientés indiquant que l'Italie poursuit son redressement, même si le rythme sera plus faible que celui adopté par l'Espagne. Après trois années de recul, la croissance attendue en Italie est de +0,8% en 2015 et +1,3% en 2016, alors qu'elle devrait atteindre en Espagne +3,1% en 2015 et +2,5% en 2016 selon le FMI.

Au total, les prévisions tablent sur une convergence des croissances des principales économies européennes en 2016. Cette tendance est un élément renforçant notre scénario de poursuite de la reprise dans la Zone euro.

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

Source : Directorate General for Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) – Calculs : IWEPS

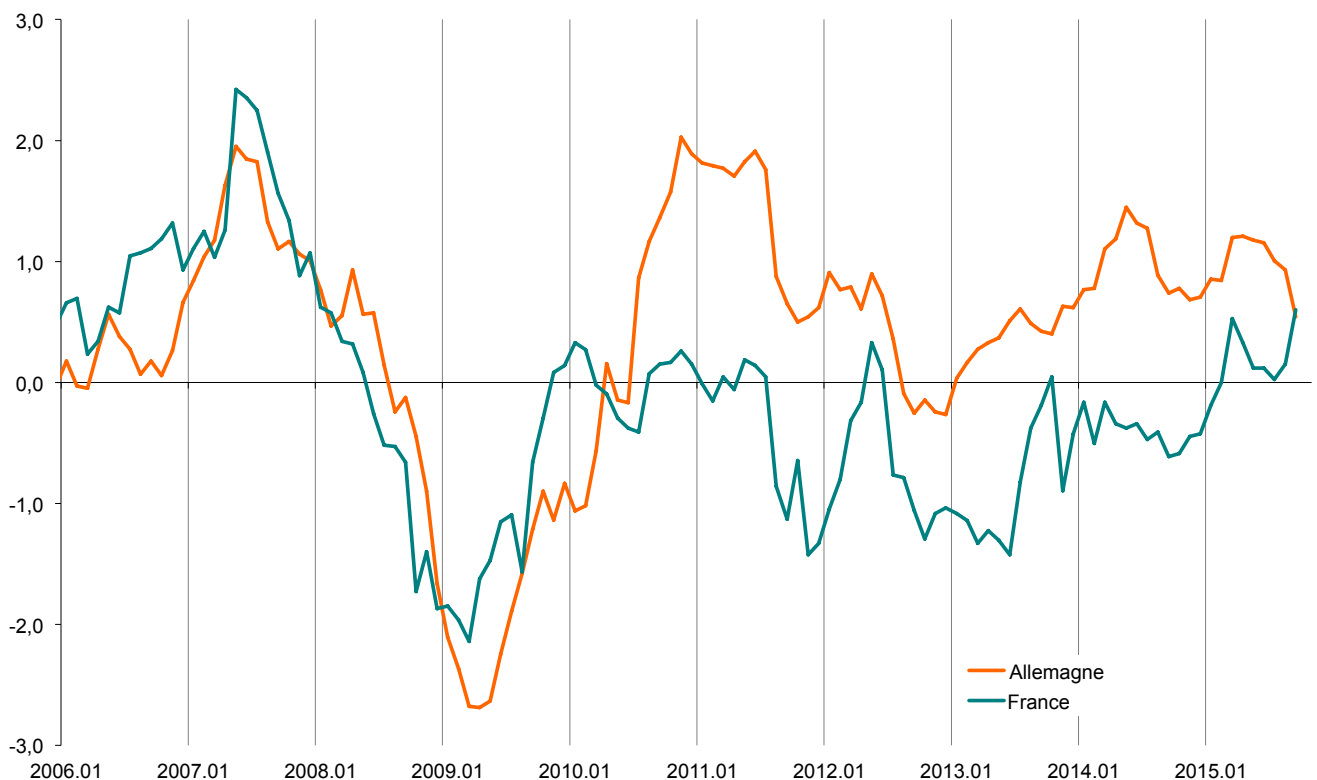


Tableau 2.3 Evolutions macroéconomiques récentes et perspectives du FMI pour les années 2010 à 2016
(Variations annuelles en volume) pour la Zone Euro

1 Changement exprimé en pourcentage du PIB de la précédente période.

2 Prévisions FMI.

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2015

Zone euro	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ²	2016 ²
PIB	2,0	1,6	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,6
Consommation privée	0,8	0,0	-1,2	-0,6	0,9	1,8	1,5
Consommation publique	0,8	-0,1	-0,1	0,2	0,8	1,0	0,6
Formation brute du capital fixe	-0,4	1,6	-3,6	-2,6	1,2	2,1	2,6
Contribution des stocks (% PIB) ¹	0,9	0,4	-0,9	0,2	-0,1	-0,2	0,0
Exportations nettes ¹	0,6	1,0	1,5	0,4	0,0	0,1	0,2

Tableau 2.4 Evolutions macroéconomiques récentes et perspectives du FMI pour les années 2010 à 2016
(Variations annuelles en volume) pour l'Allemagne

1 Changement exprimé en pourcentage du PIB de la période précédente.

2 Prévisions FMI.

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2015

Allemagne	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ²	2016 ²
PIB	3,9	3,7	0,6	0,4	1,6	1,5	1,6
Consommation privée	0,3	1,3	0,9	0,8	1,0	1,8	1,4
Consommation publique	1,3	0,9	1,3	0,8	1,7	1,9	1,2
Formation brute du capital fixe	5,0	7,4	0,1	-1,3	3,5	1,9	1,9
Contribution des stocks (% PIB) ¹	1,4	0,5	-1,6	0,5	-0,3	-0,6	0,0
Exportations nettes ¹	1,1	0,9	1,5	-0,4	0,4	0,4	0,1

Tableau 2.5 Evolutions macroéconomiques récentes et perspectives du FMI pour les années 2011 à 2015
(Variations annuelles en volume) pour la France

1 Changement exprimé en pourcentage du PIB de la période précédente.

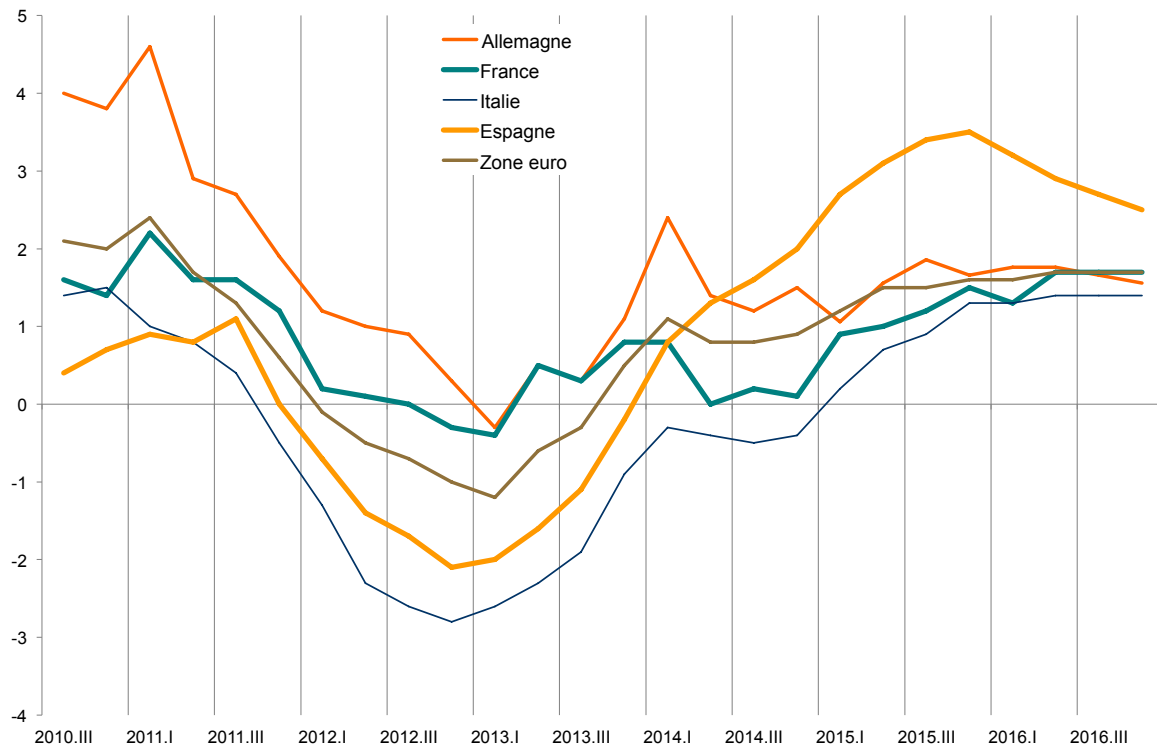
2 Prévisions FMI.

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2015

France	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ²	2016 ²
PIB	2,0	2,1	0,2	0,7	0,2	1,2	1,5
Consommation privée	1,8	0,5	-0,2	0,4	0,6	1,8	1,8
Consommation publique	1,3	1,0	1,6	1,7	1,5	1,3	0,6
Formation brute du capital fixe	2,1	2,1	0,2	-0,6	-1,2	-0,4	1,6
Contribution des stocks (% PIB) ¹	0,3	1,1	-0,6	0,2	0,2	-0,1	0,0
Exportations nettes ¹	-0,1	0,0	0,5	0,0	-0,5	0,0	0,0

Graphique 2.8 – Prévisions de croissance du PIB trimestriel à un an d'écart pour les principaux pays de la Zone euro

Source : Consensus Forecasts septembre 2015 – Calculs : IWEPS



2.1.3 Matières premières

Comme nous l'annoncions en mars dernier dans notre précédente édition, le prix du baril de Brent de la Mer du Nord s'est maintenu autour des 50 dollars le baril au cours des derniers mois. Rappelons que cette forte chute des prix observée dans la seconde partie de l'année 2014 est le résultat surtout de l'arrivée sur le marché des gaz et pétrole de schiste et du pétrole bitumeux qui créait les conditions d'un excédent d'offre sur la demande. Ce déséquilibre du marché est renforcé par le ralentissement de la croissance mondiale et la reprise des livraisons de Libye, d'Irak et même d'Iran, après la levée de l'embargo. De plus, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), Arabie Saoudite en tête, a officiellement déclaré qu'elle ne resserrera pas les vannes, ce qui maintiendra le faible niveau des prix. Pratiquement, avec des prix aussi bas, seuls les pays du Golfe ont encore une rentabilité dans la production pétrolière, empêchant tout plan d'investissements dans des exploitations moins rentables. Cet été, poussé par l'excédent d'offre sur le marché, les

annonces de ralentissement de la croissance mondiale et les accords sur le nucléaire iranien, le prix du baril de Brent est descendu, pour s'établir en septembre en dessous des 50 dollars le baril alors qu'il était légèrement remonté au cours de l'année. 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 59 dollars en fin 2016 par le *Consensus Forecasts*. Les analystes de l'*US Energy Information Administration* (EIA) tablent maintenant sur un prix du baril de Brent qui resterait autour de 54 dollars en moyenne sur l'année 2015 et 59 dollars en 2016. Les prix ne pourront légèrement remonter qu'avec une accélération de la croissance mondiale qui est attendue au cours de l'année 2016.

Dans son estimation d'octobre, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit une hausse de la demande de +1,8 million de barils par jour en 2015 contre +1,2 million de barils par jour en 2016. C'est donc une faible hausse de +1,3% qui est attendue l'année prochaine. Les stocks tant commerciaux que stratégiques de l'OCDE ont pu bénéfi-

cier de l'excédent de l'offre sur la demande pour se reconstituer et ils devraient atteindre encore des niveaux historiquement hauts dans les prochains mois.

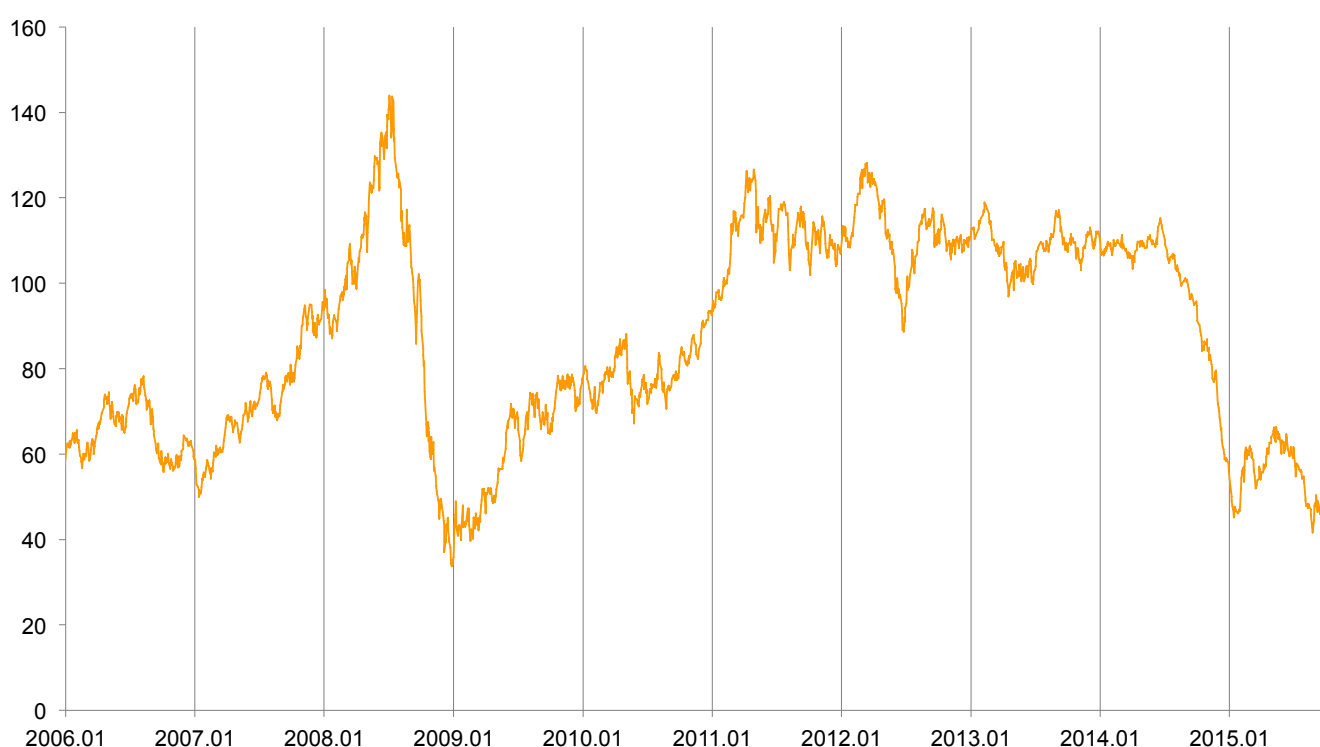
Actuellement, selon l'AIE, la production attendue non OPEP devrait diminuer de -0,5 million de barils par jour en 2016 par rapport à cette année. Les sites de production européens de la Mer du Nord, comme ceux des Etats-Unis ou de la Russie, sont touchés par cette réduction. En 2016, l'OPEP tentera de respecter son nouveau *Call crude and stock change* fixé à 31,1 millions de barils, mais qui a toujours été dépassé ces dernières années. Dans ce contexte et avec l'arrivée du pétrole iranien sur le marché en 2016, l'offre sur le marché du pétrole devrait rester excédentaire.

Mais ces prévisions ne tiennent pas compte des risques de tensions géopolitiques tels 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 continué également d'évoluer à la baisse depuis le milieu de l'année dernière, suite au recul des prix des matières alimentaires et des matériaux industriels. Mais ces tendances sont à la fois le résultat de l'appréciation du dollar et du ralentissement de la demande mondiale. Dans la Zone euro, les prix des matières premières hors énergie exprimés en euro en août étaient en baisse de -7,6% sur un an, les matières industrielles reculant même de -13,2%. Seuls les prix des matières alimentaires exprimés en euro ont retrouvé une croissance sur un an cet été (+1,3% en août) après avoir fortement chuté. Comme nous le mentionnions déjà lors de notre précédente analyse, le décrochage de l'euro par rapport au dollar devrait encore se faire sentir au cours des prochains mois et soutenir légèrement l'inflation en Europe.

Graphique 2.9 – Evolution mensuelle du cours du Brent en dollar par baril

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



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

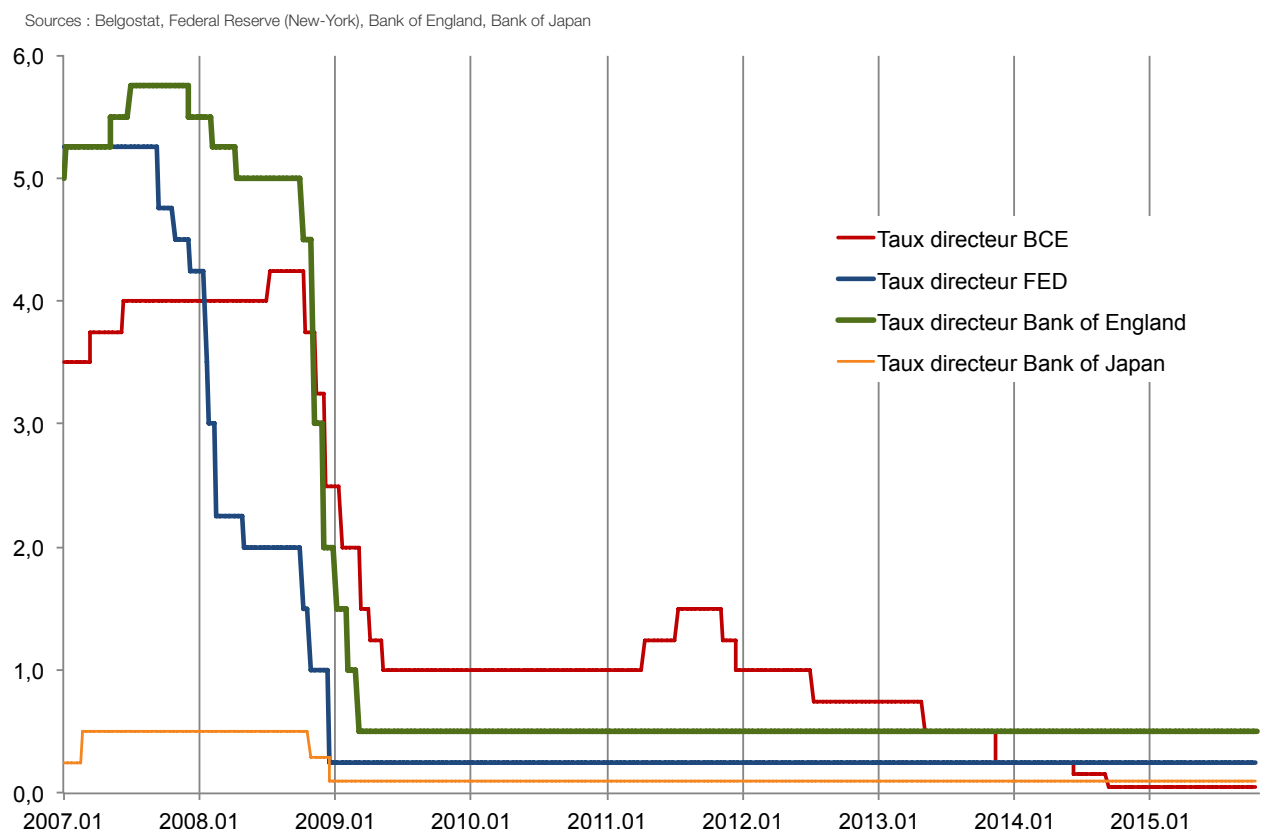
2.1.4.1. La politique monétaire

Huit ans après le déclenchement de la crise financière bancaire et financière à l'automne 2008, les taux d'intérêt directeurs des banques centrales américaine et européenne demeurent à des niveaux historiquement bas. Quasi nuls, les taux de la politique monétaire aux Etats-Unis et au Japon demeurent inchangés depuis décembre 2008 ; les taux de la Banque d'Angleterre (BoE), depuis janvier 2009. Dans la Zone euro, la Banque centrale européenne (BCE), qui avait participé à ce mouvement de désescalade rapide des taux directeurs dès la fin de l'année 2008, avait cependant cherché à garder un temps une marge de manœuvre à sa politique monétaire. A partir de l'été 2012, la crise des dettes souveraines et le ralentissement inattendu de la dynamique des tensions sous-jacentes sur les prix, dans un contexte de langueur persistante de l'activité économique dans la Zone euro,

ont convaincu la BCE de réduire à plusieurs reprises ses taux directeurs. Depuis septembre 2014, le principal taux de refinancement des opérations monétaires (*refi*) de la BCE s'établit à 0,05%. En Grande-Bretagne, le taux correspondant de la BoE s'élève à 0,50%, tandis qu'au Japon, ce taux appliqué par la Banque du Japon (BoJ) est de 0,10%. Aux Etats-Unis, à l'issue de sa très attendue réunion de septembre dernier, la *Federal Reserve* américaine (FED) a décidé de laisser inchangé le principal taux directeur, qui demeure donc pour l'heure, entre 0% et 0,25%.

L'ampleur de la crise financière et de ses répliques (cf. la crise des dettes souveraines de la Zone euro) a donc conduit les principales banques centrales des pays développés à déployer une politique monétaire très expansionniste. Outre une politique de taux d'intérêt proches de zéro, les autorités monétaires ont toutes innové, en développant et en mettant en œuvre une panoplie d'instruments non conventionnels.

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



Au cours de l'année 2014, les politiques monétaires menées par la FED et par la BCE ont pourtant cessé d'être synchronisées et se sont graduellement engagées sur des voies divergentes : orientation ultra-accommodante pour la BCE, sortie progressive des mesures non conventionnelles pour la FED. Le découplage des politiques monétaires répond à l'évolution différente de la situation conjoncturelle en Europe et aux Etats-Unis.

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

Début 2015, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale estimait toutefois que l'arsenal de mesures monétaires adoptées au cours de l'été 2014 n'avait pas généré l'impact quantitatif, c'est-à-dire l'accroissement de liquidités, attendu. Le train de mesures accommodantes arrêtées six mois plus tôt se révélait en effet insuffisant pour endiguer la faiblesse persistante de la dynamique d'évolution des prix. La succession de mauvaises surprises quant aux chiffres d'inflation observés contribuait en outre à accroître les risques d'érosion des perspectives à moyen terme de stabilité des prix, forçant la BCE à apporter une « réponse de politique monétaire vigoureuse ». Lors de sa réunion du 22 janvier 2015, le Conseil des gouverneurs a ainsi décidé de lancer un programme étendu d'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.). A partir de mars 2015, la BCE s'est ainsi portée acquéreuse des titres publics et privés, sur les marchés secondaires, pour un montant cumulé de 60 milliards d'euros par mois. Ces achats devraient se poursuivre jusqu'à la 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

proches de 2% à moyen terme » (BCE, Bulletin économique, n°6, 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.

Le programme de détente quantitative de la BCE complète le train de mesures adoptées durant l'été 2014 et qui restent d'application. Le principal taux directeur reste inchangé à 0,05% et le taux de dépôt, qui rémunère les liquidités bancaires déposées auprès de la BCE pour 24 heures, demeure négatif. La BCE cherche ainsi à dissuader les banques de recourir à ces facilités de dépôts, comme elles s'étaient habituées à le faire depuis la crise financière et européenne, afin qu'elles allouent ces montants au financement de l'activité économique. De même, la BCE poursuit ses opérations ciblées de refinancement à long terme (*Targeted Longer Term Refinancing Operations* ou TLTRO) des banques européennes. Afin de favoriser l'activité de prêt bancaire aux sociétés non financières et aux ménages, ces opérations sont conditionnées 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 *ref*) et leur maturité longue (jusqu'à quatre ans) doit favoriser le financement de l'économie réelle, fortement intermédié en Europe, et par ricochet relancer le moteur de la croissance de l'activité au sein de la Zone euro. Enfin, la BCE dispose encore de son programme d'achat conditionnel des

dettes publiques de grande ampleur, l'OMT (*Outright Monetary Transactions*), et poursuit ses opérations principales de refinancement des banques à taux fixes et pour des montants illimités.

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. Alors que la FED avait clôturé dès l'automne 2014 son troisième programme d'achat de titres (QE3), le ralentissement transitoire de l'activité économique en début d'année 2015, induit par les mauvaises conditions météorologiques, la hausse du dollar et la faiblesse persistante des pressions inflationnistes ont cependant convaincu les membres du FOCOM de ne pas précipiter un cycle de resserrement. Bien que la présidente de la FED, Janet Yellen, ait à plusieurs reprises déclaré que la politique monétaire évoluerait d'ici la fin 2015, les difficultés inédites d'une stratégie de sortie d'une politique monétaire non conventionnelle d'une telle ampleur obligent le FOCOM à agir avec circonspection. Le comité de politique monétaire a depuis le début de l'année laissé ses principaux taux d'intérêt directeurs inchangés, jusque et y compris lors de la réunion de septembre, dont une partie des observateurs pensait qu'elle entérinerait une première hausse des taux.

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 répétée de la Banque de voir se mettre en place en Europe une politique de stimulation monétaire et budgétaire concertée de soutien de la demande globale. Il est dès lors fort 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 « ou plus tard si nécessaire ». En indiquant que sa politique d'assouplissement quantitatif demeurera « dans tous les cas » liée à une amélioration durable des anticipations d'inflation et donc conditionnée à l'évolution des perspectives économiques, la Banque centrale utilise l'assouplissement quantitatif pour renforcer la crédibilité de sa politique d'indications prospectives (*forward guidance*) de la trajectoire future des taux directeurs. En outre, la Banque rappelle que « le programme d'achat d'actifs est suffisamment souple, sa dimension, sa composition et sa durée pouvant être modifiées ». Pour l'heure, les projections de taux d'inflation réalisées par la BCE tablent sur une accélération encore modérée en 2016 de l'indice des prix (1,1%), de sorte que le programme d'achat de titres de la BCE pourrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année 2016.

Outre-Atlantique, la normalisation de la politique monétaire américaine interviendra selon toutes vraisemblances d'ici la fin de cette année. Lors de sa réunion de septembre, le FOCOM avait justifié sa décision de ne pas changer sa politique de taux en raison des risques déflationnistes que pourraient exercer « les récents développements économiques et financiers mondiaux ». La FED signifiait de la sorte son inquiétude quant à l'impact sur les perspectives de croissance américaine du ralentissement de la conjoncture, en particulier en Chine, et de la forte nervosité des marchés financiers. L'inflation de base, qui continue d'évoluer en deçà de l'objectif de 2%, en partie en raison de la baisse des cours du pétrole, constitue une préoccupation supplémentaire pour les membres du comité. Le resserrement à court terme de la politique monétaire américaine reste pourtant d'actualité. La *Federal Reserve* prévoit en effet que l'inflation devrait s'inscrire graduellement en hausse, vers son objectif de 2%, alimentée notamment par les progrès sur le marché du travail américain. Dans une communication récente, Janet Yellen a en outre estimé que, pour l'instant, l'impact sur l'économie américaine des développements à l'étranger n'était pas suffisamment important « pour avoir un effet significatif sur la trajectoire de la politique monétaire » et que, dès lors, la FED commencerait probablement à relever les taux

sur les fonds fédéraux plus tard cette année, « suivi par un rythme graduel de resserrement des taux ensuite ».

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 hausse des taux directeurs américains pourrait intervenir en décembre, ou au plus tard en début d'année prochaine. En revanche, 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.

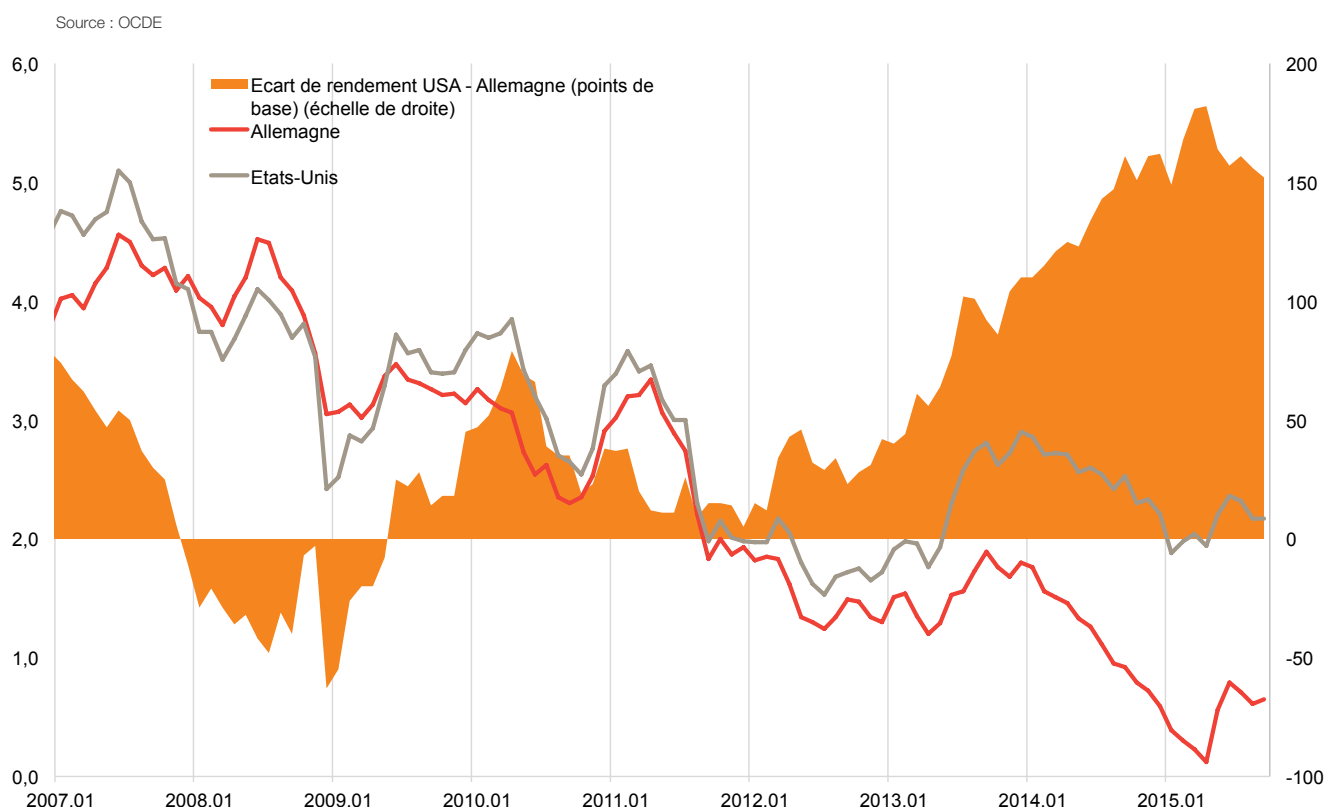
2.1.4.2. Evolution des taux longs

En janvier 2015, les taux des titres du Trésor américain de longue maturité (dix ans) s'élevaient à 1,9%, tandis que les taux obligataires longs de la Zone euro (en référence

au taux allemand) s'établissaient à 0,4%, de sorte que l'écart de taux des emprunts publics de longue maturité aux Etats-Unis et en Zone euro atteignait 15 points de base. Ce faible niveau est le résultat d'une baisse continue des taux sur l'ensemble de l'année 2014. Cette orientation baissière s'explique par l'orientation encore largement accommodante des politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique. En Europe, le repli des taux sur les obligations souveraines est également le reflet de la médiocrité des perspectives économiques 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.

A partir de février 2015 et jusqu'à la mi-juillet, la consolidation graduelle de la reprise économique aux Etats-Unis

Graphique 2.11 Evolution des taux longs (rendements des obligations publiques à dix ans) en Allemagne et aux Etats-Unis



et les anticipations d'une normalisation de la politique monétaire de la FED ont favorisé une hausse des rendements obligataires américains.

En Europe, les rendements des titres publics de longue maturité ont, eux, prolongé leur baisse jusqu'en avril 2015, en raison du différentiel de croissance dans les deux zones et surtout, sous l'effet de la politique monétaire plus « agressive » de la BCE. Le maintien des taux directeurs à leur niveau plancher actuel et la perspective qu'ils demeurent longtemps à ce niveau freinent en effet la hausse des taux longs européens. Les opérations de refinancement ont significativement accru le volume de liquidités dans la Zone euro, qui s'est partiellement reporté sur la demande de titres souverains. Ce mouvement de repli des rendements des emprunts publics s'est encore accentué à la suite de l'annonce (janvier), puis de la mise en œuvre (mars) par la BCE de son programme d'achats d'actifs étendus aux titres publics (QE). En avril 2015, les rendements des titres souverains étaient ainsi retombés à des minima historiques (0,11%). Les rendements se sont ra-

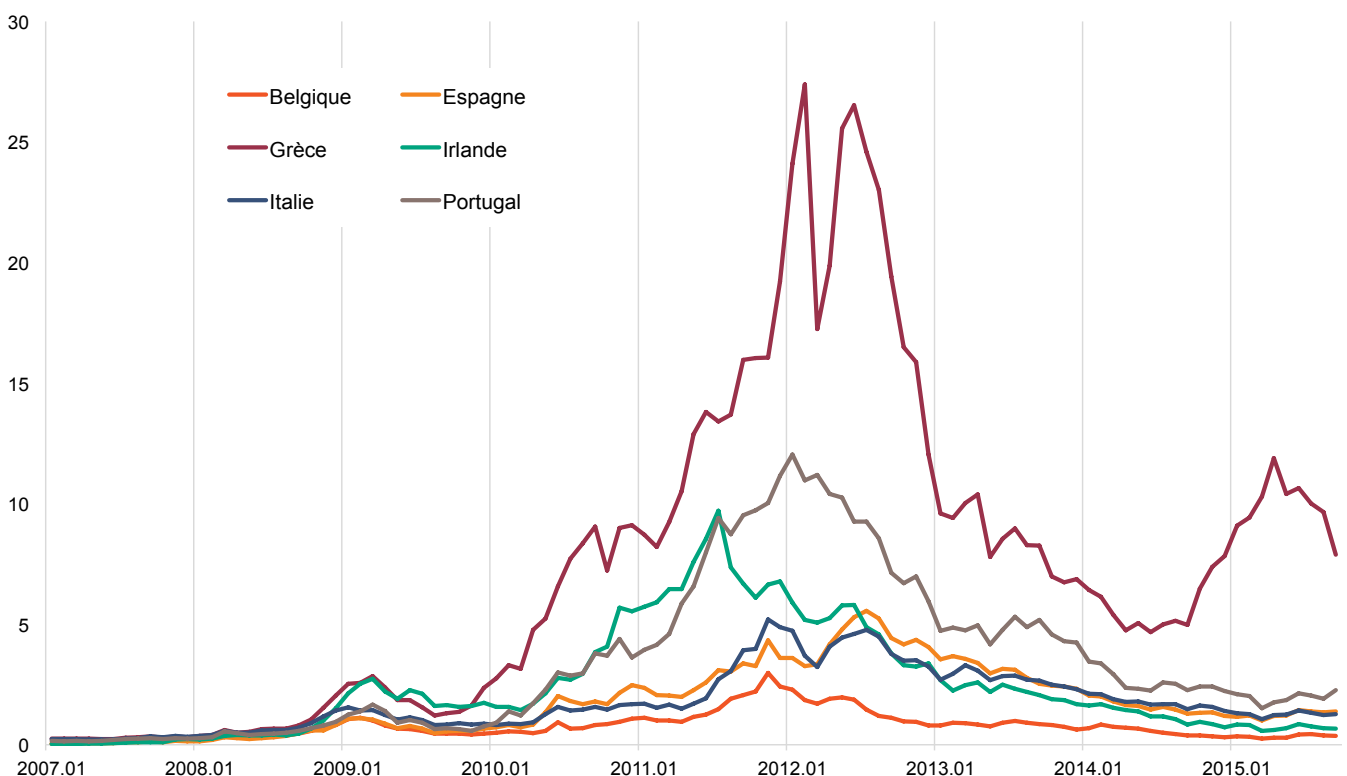
pidement redressés ensuite, pour atteindre en juin 2015 des niveaux supérieurs à leur niveau de début d'année, principalement en raison d'une accélération plus vive que prévu de l'inflation observée et attendue.

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

À partir de la mi-août, la chute des marchés boursiers en Chine et la dévaluation de la monnaie chinoise, dans un

Graphique 2.12 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



contexte de modération de la croissance de l'économie chinoise, ont en revanche significativement affecté les marchés financiers internationaux. L'inquiétude que font peser les évolutions en Chine sur la croissance mondiale a entraîné un repli des rendements des titres souverains en Europe et aux Etats-Unis. Ce recul est encore accentué par un abaissement des prévisions d'inflation induite par la baisse des prix des produits pétroliers.

L'évolution future des taux des emprunts publics longs allemands et américains devrait s'inscrire dans un contexte marqué par une divergence croissante des politiques monétaires menées par la Banque centrale européenne et la Réserve fédérale. Le relèvement graduel des taux directeurs américains, à partir de la fin de l'année ou le début de l'année prochaine, dans un contexte de consolidation de la conjoncture, notamment sur le marché du travail, et de reprise attendue de l'inflation, en phase avec l'objectif de la FED, devrait induire une nouvelle dynamique de croissance des taux longs américains. L'inquiétude des marchés quant aux perspectives économiques des économies émergentes devait toutefois freiner un temps encore la progression des taux aux Etats-Unis. Cette recherche de qualité (*quality flight*) devrait également affecter les rendements obligataires européens, déjà sous pression en raison des achats menés par la BCE dans le cadre de son QE. La reprise économique très modérée attendue dans la Zone euro et la faiblesse des tensions inflationnistes devraient donc se traduire en une progression très graduelle des taux de référence des emprunts publics de long terme, qui pourrait demeurer sous la barre de 1,0% en fin d'année et évoluer autour de 1,5% en moyenne en 2016. Aux Etats-Unis, les rendements obligataires pourraient évoluer autour de 3,0% en moyenne l'année prochaine. On observerait au cours de l'année 2016 un creusement du différentiel d'intérêt entre la Zone euro et les Etats-Unis.

Au cours du premier semestre 2015, les conditions d'octroi du crédit bancaire dans la Zone euro se sont encore assouplies, tant pour les entreprises que pour les ménages, prolongeant ainsi un cycle entamé à partir du deuxième trimestre 2014. Parmi les facteurs déterminant cette évolution, les résultats des enquêtes européennes

sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*), menées en avril et juillet 2015, montrent que l'assouplissement global des conditions d'octroi de crédit résulte principalement de la concurrence accrue entre les banques, tandis que les coûts de financement ou les contraintes bilantaires des banques européennes tendent à peser moins dans leurs décisions d'octroi de crédit. En revanche, la perception du risque, notamment macroéconomique, s'est dégradée au cours du deuxième trimestre, freinant de la sorte le relâchement des contraintes de crédit. Depuis le printemps, les banques ont néanmoins assoupli les modalités de crédit sur les nouveaux prêts dans toutes les catégories, notamment sur les crédits hypothécaires. A court terme, les banques estiment toutefois que les conditions d'octroi de crédits hypothécaires aux ménages pourraient à nouveau se durcir. Les critères d'octroi de crédit aux entreprises ne devraient pas évoluer, contrairement aux crédits à la consommation accordés aux particuliers, qui devraient encore s'assouplir significativement. Rappelons toutefois que les critères d'octroi demeurent à l'heure actuelle relativement 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.

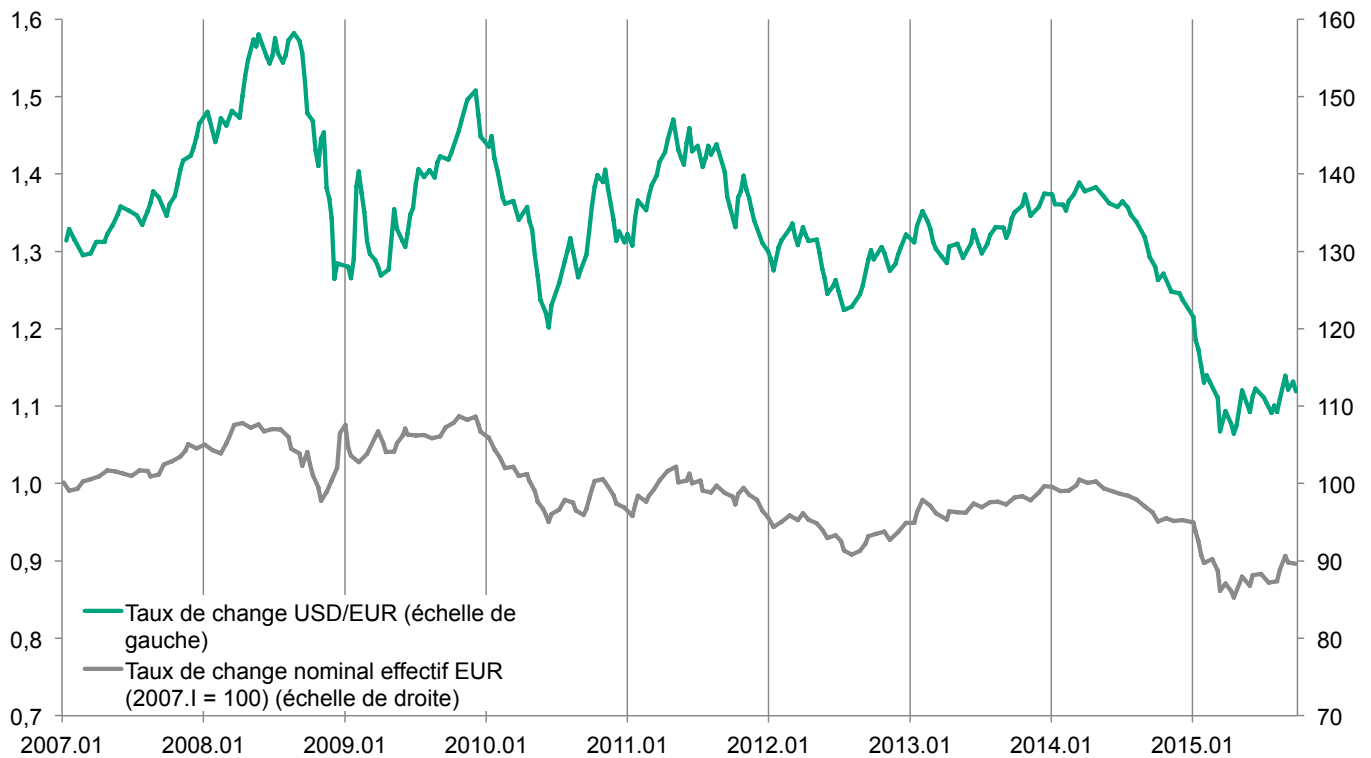
S'agissant de la demande de crédit, les banques européennes interrogées rapportent un regain important de la demande nette de prêts des entreprises au cours du deuxième trimestre. Cette hausse, qui devrait se poursuivre au cours du troisième trimestre 2015, est significativement liée au niveau général des taux d'intérêt, mais aussi à un accroissement des besoins de financement des investissements productifs, un facteur dont la contribution s'était révélée négative au premier trimestre. Parallèlement, selon les résultats de l'enquête, les banques européennes ont enregistré une forte hausse des demandes (nettes) de prêts des ménages (crédit à la consommation et crédit au logement) pour les deuxième et surtout troisième trimestres 2015.

2.1.4.3. Marché des changes

Le taux de change de l'euro par rapport au dollar s'est nettement déprécié entre mai 2014 et avril 2015. La dé-

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

Source : Banque centrale européenne



térioration des perspectives de croissance et d'inflation dans la Zone euro par rapport à l'économie américaine et, surtout, la désynchronisation des politiques monétaires menées dans les deux espaces économiques ont en effet induit une rapide dépréciation de la monnaie américaine. La publication 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 pouvait donc dès lors être mesuré à l'aune de la dépréciation du taux de change plutôt que de la baisse des taux d'intérêt, déjà historiquement bas. L'euro s'est ensuite renforcé entre la mi-avril et le début juin, principalement en raison d'une

réduction des écarts de rendements de long terme aux USA et dans la Zone euro. Durant l'été, l'évolution du cours de change de l'euro reflète l'incidence d'un regain des incertitudes sur les marchés financiers, liées à la situation politique en Grèce d'abord, aux développements financiers en Chine ensuite. L'euro s'est ainsi d'abord replié, jusqu'à la fin du mois de juillet, le temps que se résolve temporairement la crise grecque. En août, les fortes turbulences sur les marchés financiers internationaux, inquiets des perspectives de croissance de la Chine, ont affecté les attentes des opérateurs quant au calendrier de la première hausse des taux directeurs américains. Les anticipations d'un report du resserrement de la politique monétaire de la FED ont alors affaibli le dollar.

L'appréciation du taux de change euro/dollar ne devrait toutefois pas se poursuivre dans les mois à venir, principalement en raison des écarts de croissance attendus entre la Zone euro et les Etats-Unis et surtout de l'orientation divergente des politiques monétaires européenne et américaine. En effet, la FED ne tardera pas à remonter ses

taux d'intérêt directeurs, au plus tard début 2016, alors que la BCE est encore loin de considérer un tel mouvement. Cette désynchronisation des politiques monétaires contribuerait à creuser l'écart de taux d'intérêt entre l'Europe et les Etats-Unis, favorisant l'affaiblissement de la monnaie unique par rapport au dollar. Compte tenu de la difficulté de prévoir l'évolution des marchés des changes, notamment en raison des risques géopolitiques, des mouvements de fuite vers les monnaies refuges et des déséquilibres de balance de paiement, notre prévision retient l'hypothèse d'un taux de change USD/EUR évoluant globalement entre 1,10 et 1,05 jusqu'en fin d'année, avant de se déprécier encore au cours de l'année prochaine pour évoluer entre 1,05 et la parité au cours du premier semestre 2016.

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 rap-

port 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. En août, la dépréciation du renminbi et les turbulences sur les marchés boursiers chinois ont vraisemblablement induit un report des opérateurs vers les marchés obligataires et boursiers européens. Globalement, le taux de change effectif de l'euro s'est apprécié depuis le printemps 2015, à l'instar du taux de change bilatéral euro/dollar, en raison des décisions d'assouplissement de la BCE et de l'ajustement des attentes des marchés quant aux perspectives économiques de la Zone euro comparées à celles d'autres grandes économies.

2.2 La situation conjoncturelle en Belgique

Poursuite du redressement économique au premier semestre de 2015

La croissance économique en Belgique s'est avérée relativement solide au premier semestre de l'année 2015. Sur la base des derniers agrégats trimestriels publiés par l'Institut des Comptes nationaux (ICN), le PIB belge a augmenté de +0,4% au deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent, soit une progression identique à celle observée au premier trimestre. En glissement annuel, l'activité économique a crû de +1,3% au deuxième trimestre de l'année. L'acquis de croissance pour l'année 2015 à la fin du premier semestre est de l'ordre de +1,0%.

Si l'on observe l'évolution générale des différents postes de la demande et leur apport à la croissance du PIB belge au deuxième trimestre, on constate la contribution positive des exportations nettes (+2,5 points). Celle-ci est liée à l'augmentation significative du volume des exportations de biens et services au deuxième trimestre (+3,3% par rapport au trimestre précédent), après un premier trimestre atone (+0,7%).

Quant à la demande intérieure (hors stocks), après une progression de +2,7% au premier trimestre, elle s'est contractée de -2,1% au deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent.

Ce net recul de la demande intérieure au deuxième trimestre s'explique par la forte chute de l'investissement des entreprises (-13,4%), en lien avec un achat exceptionnel de brevets au trimestre précédent. En d'autres termes, cette évolution erratique de trimestre à trimestre, liée à une stratégie individuelle d'investissement exceptionnelle, n'a en soi rien d'inquiétant ; d'autant que les principaux déterminants des dépenses d'investissement des entreprises étaient bien orientés en première partie d'année : perspectives de demande à la hausse, taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière au niveau de sa moyenne de long terme et conditions de financement relativement favorables.

Quant aux dépenses de consommation des ménages, elles ont progressé à un rythme soutenu, tant au premier

qu'au deuxième trimestre 2015 (respectivement +0,7% et +0,5% de trimestre à trimestre), avec un acquis de croissance à la moitié de l'année de l'ordre de +1,8%. La consommation aurait ainsi profité des gains de pouvoir d'achat engrangés suite au reflux de l'inflation. Les investissements résidentiels ont également bien progressé au deuxième trimestre de 2015 (+0,8% par rapport au trimestre précédent) ; alors que la contre-performance du premier trimestre (-0,9% par rapport au trimestre précédent) s'explique par la restriction de l'avantage fiscal lié au « bonus-logement » au 1^{er} janvier 2015, qui avait gonflé l'investissement en logements au dernier trimestre 2014. Cette évolution favorable des postes de dépenses des ménages s'est inscrite dans un contexte de raffermissement tendanciel du moral des particuliers, entamé dès le mois de décembre 2014 et qui s'est poursuivi lors des premiers mois de l'année 2015. L'indice général de confiance des consommateurs s'est ainsi établi à des niveaux supérieurs à sa moyenne de longue période au cours du premier semestre de 2015.

Dans un contexte de restriction budgétaire, les dépenses publiques se sont contractées. Précisément, au deuxième trimestre de l'année 2015, la consommation publique a reculé de -0,1% et les investissements publics de -4,2% par rapport au trimestre précédent.

Au final, grâce au contexte économique en amélioration, l'emploi intérieur a progressé de manière constante au premier semestre : +0,2% de trimestre à trimestre, au premier comme au deuxième trimestre.

Temporisation de l'activité économique, puis modeste accélération à l'horizon 2016

En Belgique, le troisième trimestre de l'année 2015 a débuté sur un refroidissement du climat des affaires, avec une détérioration de l'indicateur synthétique de conjoncture de la BNB (cf. graphique 2.14). Globalement, cette perte de confiance des entrepreneurs s'explique par des anticipations moins favorables, auxquelles les turbulences rencontrées par l'économie chinoise ne sont probablement pas étrangères. Concomitamment, la confiance des

ménages a chuté brutalement. L'appréciation formée par les ménages de leur situation financière, en lien probablement avec la matérialisation budgétaire des décisions du gouvernement fédéral, telles que la hausse de la TVA sur l'électricité, et leurs prévisions d'évolution de la situation économique globale se sont en effet détériorées.

Certes, ce recul de la confiance des acteurs économiques belges est de nature à temporiser à court terme l'expansion économique. Toutefois, sur la base de notre analyse des développements économiques récents, tant au niveau international qu'au niveau belge, cette baisse de la confiance ne serait que temporaire. Elle ne remettrait donc pas en question la dynamique de croissance enclenchée. Ainsi, selon notre scénario, l'activité économique en Belgique devrait se tasser quelque peu à court terme pour augmenter ensuite progressivement d'ici la fin de l'année 2016. Bien entendu, notre exercice de prévision ne peut totalement exclure le risque d'une détérioration plus vive ou prolongée de la confiance, susceptible de donner lieu à un revirement conjoncturel plus marqué, tel que celui connu en Belgique au printemps 2014.

Nous détaillons dans les lignes qui suivent les éléments qui fondent ce diagnostic, en tenant compte de l'aléa évoqué ci-dessus.

Dans les trimestres à venir, l'activité économique belge devrait profiter du soutien du commerce extérieur dans un contexte d'expansion de la croissance aux Etats-Unis et de consolidation de la reprise en Zone euro. De plus, la compétitivité des exportateurs belges sera soutenue par la dépréciation de l'euro et la modération salariale en vigueur. Néanmoins, dans une perspective historique, les rythmes de croissance resteraient contenus, en raison de l'affaiblissement structurel de la croissance de grandes économies au sein des pays émergents. Sur cette base, la croissance annuelle moyenne des exportations serait de +3,6% en 2015 et de +4,3% en 2016.

Les derniers indicateurs disponibles donnent à penser que l'évolution des investissements des entreprises sera modérée à court terme. Outre l'actuelle fragilité de la confiance des industriels, il semble que, malgré la progression favorable du volume de commandes, l'activité éco-

nomique générée peine à exercer une pression forte sur la capacité de production installée. Avec la persistance de conditions de financement plus avantageuses et pour autant qu'une progression favorable des débouchés se maintienne dans les prochains mois, les entreprises intensifieront progressivement leur effort d'investissement. En dépit de cette accélération, la croissance annuelle moyenne devrait être plus faible en 2016 qu'en 2015 (+0,6% en 2016 contre +2,9% en 2015 selon nos prévisions), en raison d'un important effet de seuil négatif pour l'année 2016 (résultant de la forte progression des investissements enregistrée au premier trimestre de 2015).

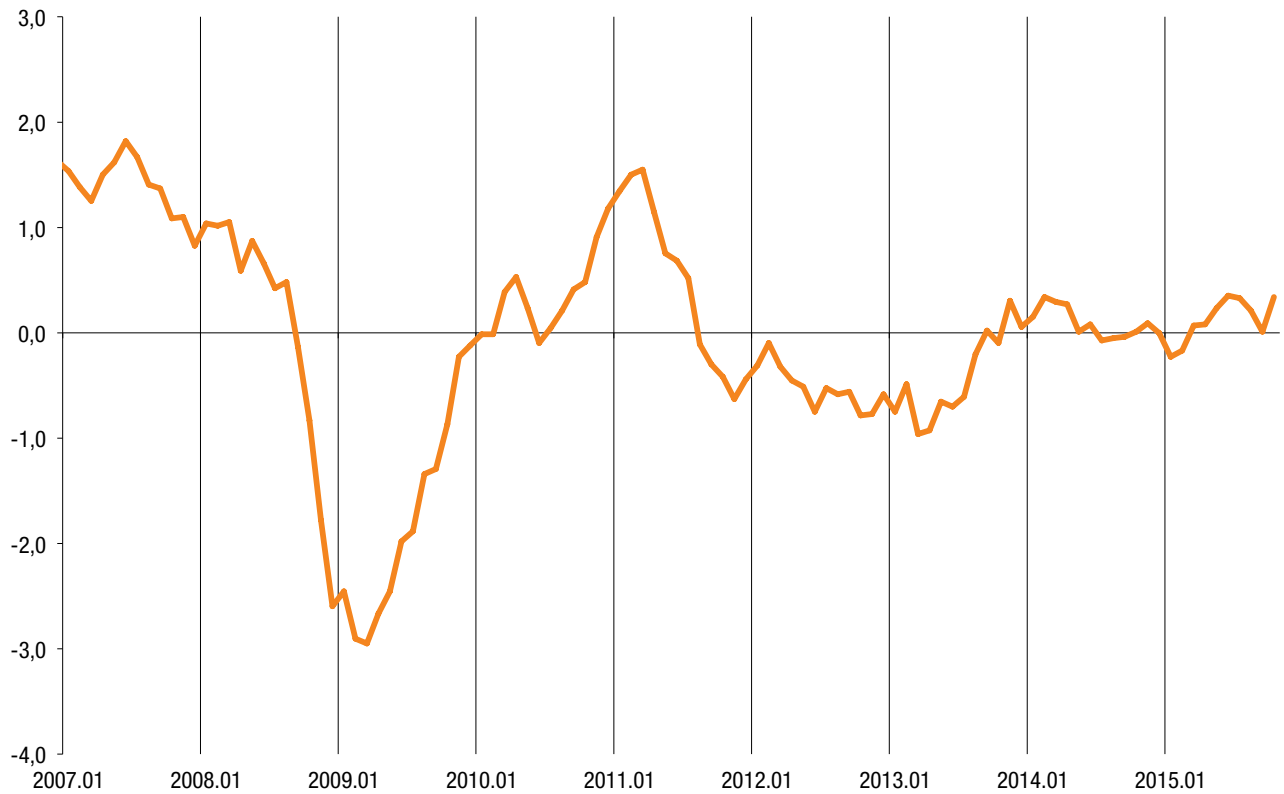
La pérennisation de la reprise économique amènera probablement les entreprises à procéder davantage à de nouveaux engagements. Même si ces créations pourraient rester contenues dans un premier temps, notamment en raison de la volonté des entreprises de récupérer des gains de productivité, elles gagneraient en intensité dans le courant de l'année 2016 avec le renforcement de la croissance économique. En moyenne annuelle, la croissance de l'emploi s'établirait en 2015 à +0,6% et s'accélérerait en 2016, avec une progression de +0,8%.

Quant aux ménages, selon notre scénario, au second semestre de 2015, leur consommation progressera, mais à un rythme nettement moins soutenu qu'en début d'année, sous l'effet du rebond d'inflation, dans un climat de confiance détérioré. Toutefois, grâce à l'acquis de croissance du premier semestre, l'année 2015 se conclurait sur une progression annuelle de +1,9%. En 2016, la consommation des ménages devrait être freinée par la faible progression du revenu disponible réel. Nous tablons dès lors sur une hausse de la consommation de +1,0% en 2016.

En ce qui concerne les investissements résidentiels, la modification au 1^{er} janvier 2016 du régime de taux de TVA réduit pourrait donner lieu à une anticipation de travaux de rénovation sur la fin de l'année 2015. Au-delà de cet effet temporaire, portés par la bonne tenue de la conjoncture économique, ils progresseraient durant l'année 2016. Au total, les investissements en logements croîtraient de +0,3% en 2015 et de +2,4% en 2016.

Graphique 2.14 Evolution de la conjoncture en Belgique

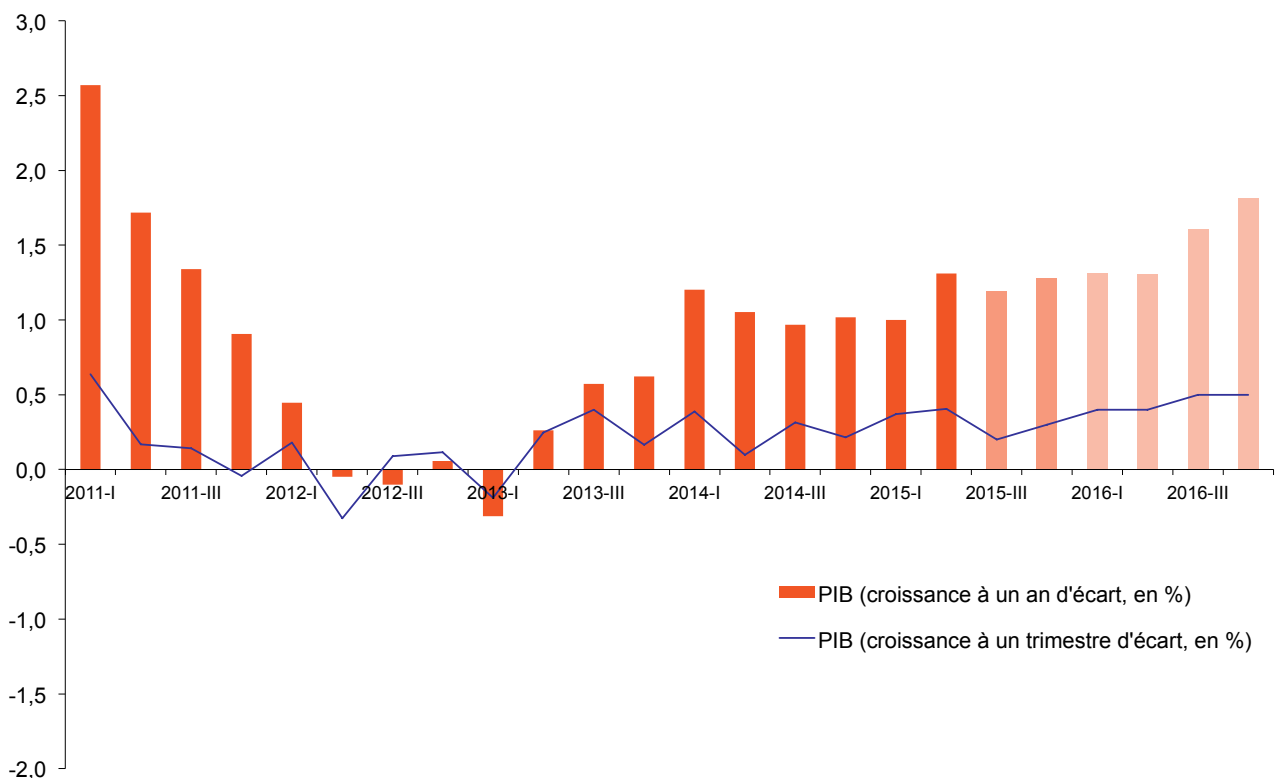
Source : BNB - Calculs : IWEPS



Graphique 2.15 - Evolution du PIB belge

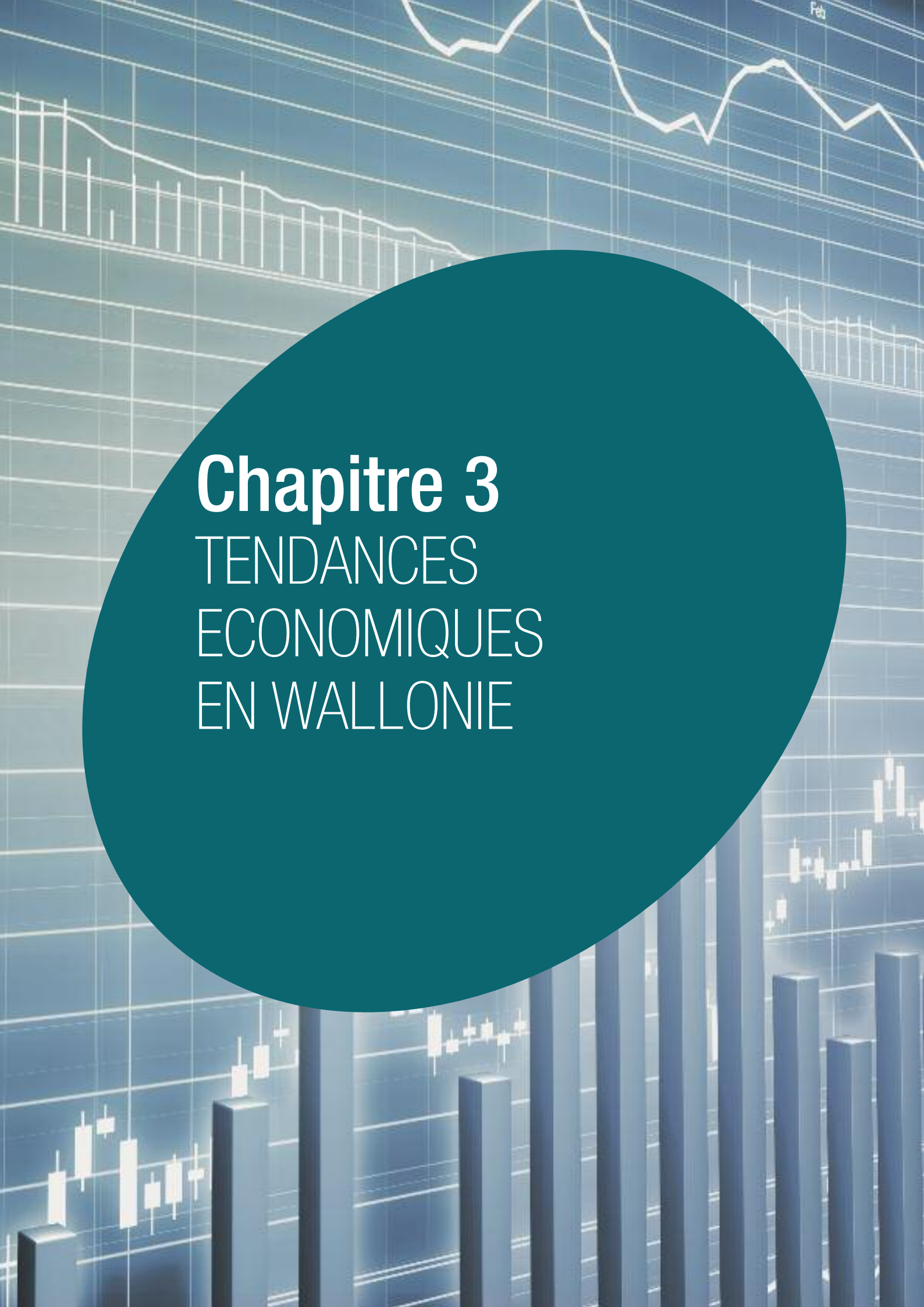
Source : ICN - Calculs : IWEPS

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.



Etant donné la forte intégration de l'industrie belge dans les chaînes de valeur au niveau international, l'évolution favorable des exportations que nous envisageons devrait se traduire par une progression des importations. Les importations se renforceraient également en raison du raffermissement anticipé de la demande intérieure. Par conséquent, la croissance annuelle moyenne des importations s'établirait à +4,3% en 2015 et + 3,9% en 2016, de sorte que la contribution du commerce extérieur à la croissance serait négative en 2015 (-0,5 point), mais positive en 2016 (+0,4 point).

A partir des éléments qui précèdent, notre scénario de croissance de l'économie belge pour 2015 et 2016 se résume en une modération du redressement économique au second semestre de 2015, avec une accélération modérée sur la fin de la période de prévision (cf. graphique 2.15). La croissance annuelle moyenne du PIB belge s'établirait ainsi en 2015 à +1,2% et serait un peu plus soutenue en 2016, atteignant +1,5%.

The background of the slide features a complex financial chart. It includes a line graph at the top with a white line fluctuating across a blue grid. Below the line graph is a candlestick chart with white and grey bars. At the bottom, there is a 3D bar chart with blue bars of varying heights. A large, dark teal circle is positioned in the center-left of the slide, containing the chapter title.

Chapitre 3

TENDANCES ECONOMIQUES EN WALLONIE

3.1 L'activité économique

Les derniers chiffres de comptabilité nationale pour la Wallonie s'arrêtent aujourd'hui à l'année 2013. Encore provisoires, ils n'actent toujours que l'absence de progression du PIB après la crise des finances publiques au sein de la Zone euro. Les signes d'une reprise économique graduelle sont cependant évidents à partir de 2014 et tendent à se confirmer en 2015. Comme ce chapitre en fera état, l'évolution observée de l'activité, en 2014 et pour une bonne partie de l'année 2015, est toutefois marquée par plusieurs soubresauts dans un contexte de fragilité du climat des affaires, de sorte que le taux de croissance annuel moyen attendu pour ces deux années plafonne à +1,0%. Notre scénario, basé sur les composantes de la demande analysées dans les chapitres suivants, envisage un renforcement graduel des rythmes de croissance dans le courant de l'année 2016, de sorte que la croissance annuelle moyenne s'élèverait à +1,4%.

Observations sectorielles en demi-teinte

C'est l'évolution du chiffre d'affaires global - et sa relation passée avec le PIB régional - qui guide notre estimation de croissance de +1,0% pour l'année 2014. Cette évolution moyenne est d'abord le résultat d'une reprise nette de l'activité manufacturière en Wallonie, amplifiée par des ventes exceptionnelles à l'étranger (cf. section 3.2) au troisième trimestre de 2014. L'activité dans les services affichait également une bonne tenue en début d'année, mais elle n'a pas résisté au fléchissement de la confiance des agents au printemps de l'année dernière. En revanche, ce n'est pas avant la fin de l'année passée que le chiffre d'affaires dans la construction a commencé à enregistrer une croissance positive en rythme trimestriel, tandis qu'aucun redressement n'était encore véritablement perceptible dans le secteur du commerce, malgré la décrue des prix profitant au pouvoir d'achat des ménages.

Au tournant de l'année 2015, l'image de la situation économique sectorielle s'est quelque peu modifiée.

En effet, les chiffres provisoires des ventes³ des secteurs de la construction, du commerce et des services confirment au premier semestre une dynamique, certes mo-

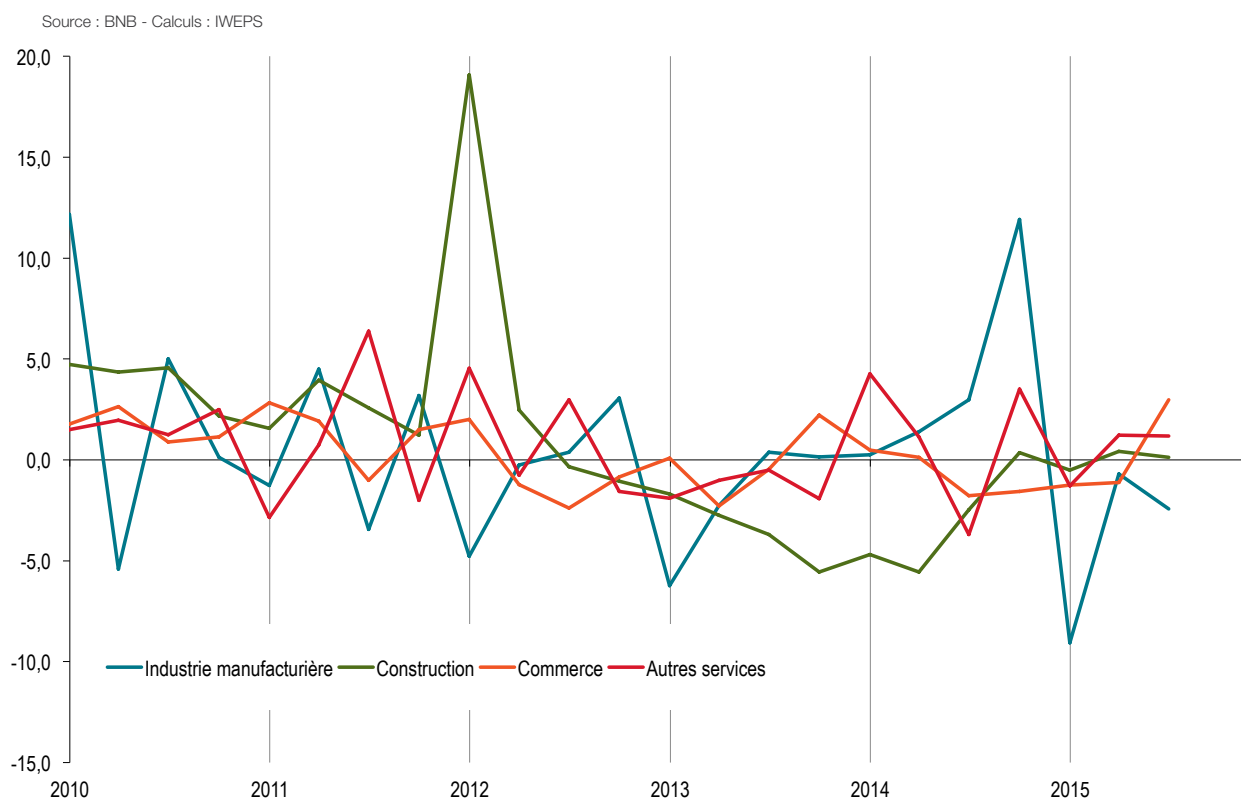
deste, mais positive. Le secteur du bâtiment bénéficie ainsi notamment de la relative douceur de l'hiver dernier et de la mise en chantier progressive de projets de construction plus nombreux, tandis que le chiffre d'affaires dans les services remonte, en phase avec la confiance des ménages et celle des commerçants.

En revanche, si l'on en croit les données de chiffres d'affaires issues des déclarations à la TVA, l'industrie subit le contrecoup de l'embellie temporaire de la fin de 2014 et la mollesse de la demande extérieure adressée à la Wallonie en première partie d'année 2015. Les données de la production industrielle nous permettent de nuancer quelque peu cette observation générale. Ainsi, malgré un regain de février à avril, la progression des indices reste globalement négative pour les biens d'investissements, prolongeant en réalité l'affaiblissement des rythmes de production déjà observés au cours de l'année 2014 pour ce pan de l'activité industrielle. En début d'année 2015, l'évolution des indices de production est par contre plus favorable pour les biens de consommation, en particulier dans l'industrie alimentaire. Contrairement aux données de chiffres d'affaires, la production en Wallonie apparaît même mieux orientée qu'en moyenne dans le pays, laissant penser, comme le suggère également l'enquête mensuelle auprès des entreprises, à une reconstitution des stocks plus prononcée (mais plus tardive) en Wallonie que dans le reste du pays. En bref toutefois, malgré ces différences, les diverses statistiques manufacturières à notre disposition traduisent la progression lente qui caractérise actuellement l'activité industrielle wallonne.

Dès 2014, la reprise de l'activité a pu endiguer la chute de l'emploi (cf. section 3.4) et a permis un retour à une légère hausse des créations brutes d'entreprises (primo assujettissements à la TVA). Si le début de l'année 2015 coïncide avec un recul marqué de la courbe des cessations brutes d'activité (au rang desquelles figurent les faillites), le potentiel de nouvelles activités que renvoie la démographie des entreprises du premier semestre reste toutefois très faible, car le nombre moyen de cessations demeure élevé et les primo-assujettissements ont plutôt eu tendance à se stabiliser depuis le début de l'année.

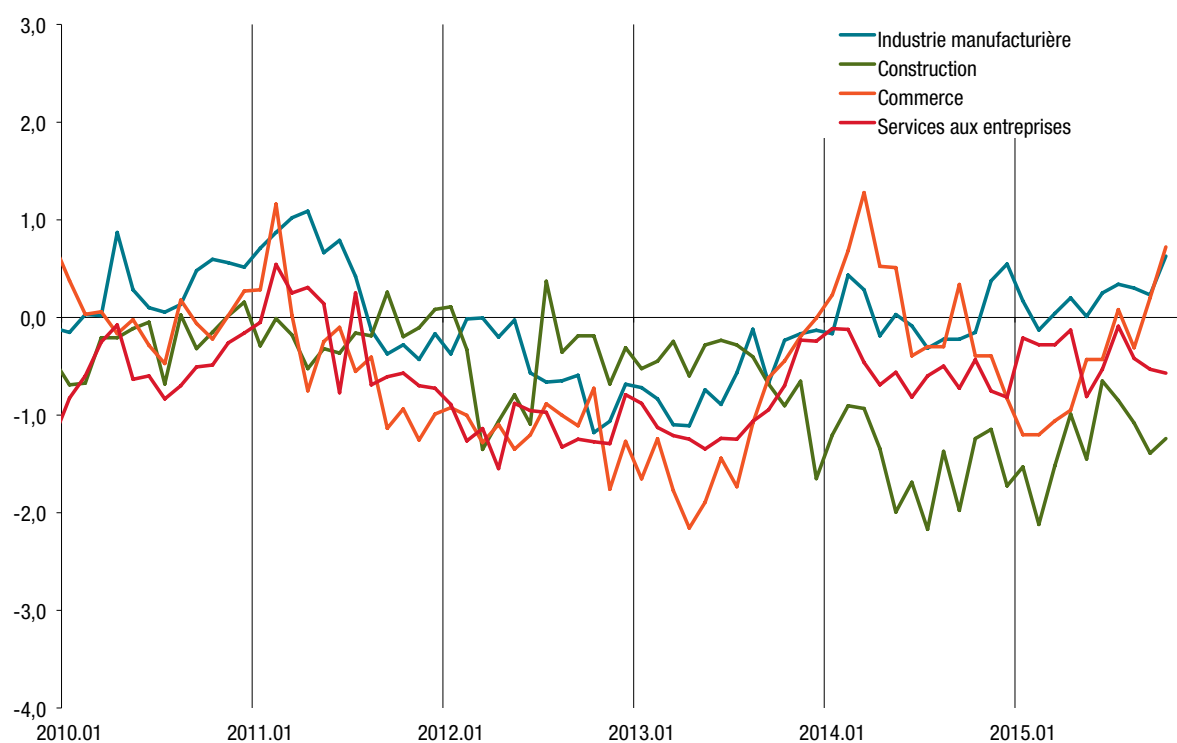
³ Les données régionalisées de chiffres d'affaires selon la TVA de 2015 à notre disposition sont entachées d'erreurs que nous avons corrigées provisoirement avant une prochaine révision par la DG Stat. Il convient donc de les considérer avec prudence.

Graphique 3.1 Croissance du chiffre d'affaires des principaux secteurs en Wallonie (à un trimestre d'écart, volumes corrigés des variations saisonnières)



Graphique 3.2 – Enquête auprès des entreprises - Courbes synthétiques sectorielles en Wallonie

Source : BNB - Calculs : IWEPS



Une accélération plus lente que prévu

Alors que l'amélioration des conditions économiques au sein de la Zone euro au printemps permettait d'envisager un regain de croissance du secteur industriel tourné vers la demande extérieure en cours d'année et que les réalisations évoquées plus haut semblaient indiquer une mise en place progressive de la reprise au sein des autres secteurs, l'évolution récente du climat des affaires, appréhendé au départ de l'enquête mensuelle de la BNB, nous pousse à tempérer la reprise que nous anticipions. En effet, l'indice synthétique manufacturier stagne et les niveaux de la confiance des entrepreneurs restent faibles et hésitants jusqu'en septembre dans les autres secteurs.

En cela, les mouvements observés en Belgique et en Wallonie divergent quelque peu de ceux mis en évidence à l'échelon international. Dans les services, l'opinion des entrepreneurs de la région paraît ainsi plus empreinte de doutes. Dans l'industrie, le climat reflète davantage le manque d'allant du secteur observé en Allemagne notamment. Nous verrons dans les prochains chapitres com-

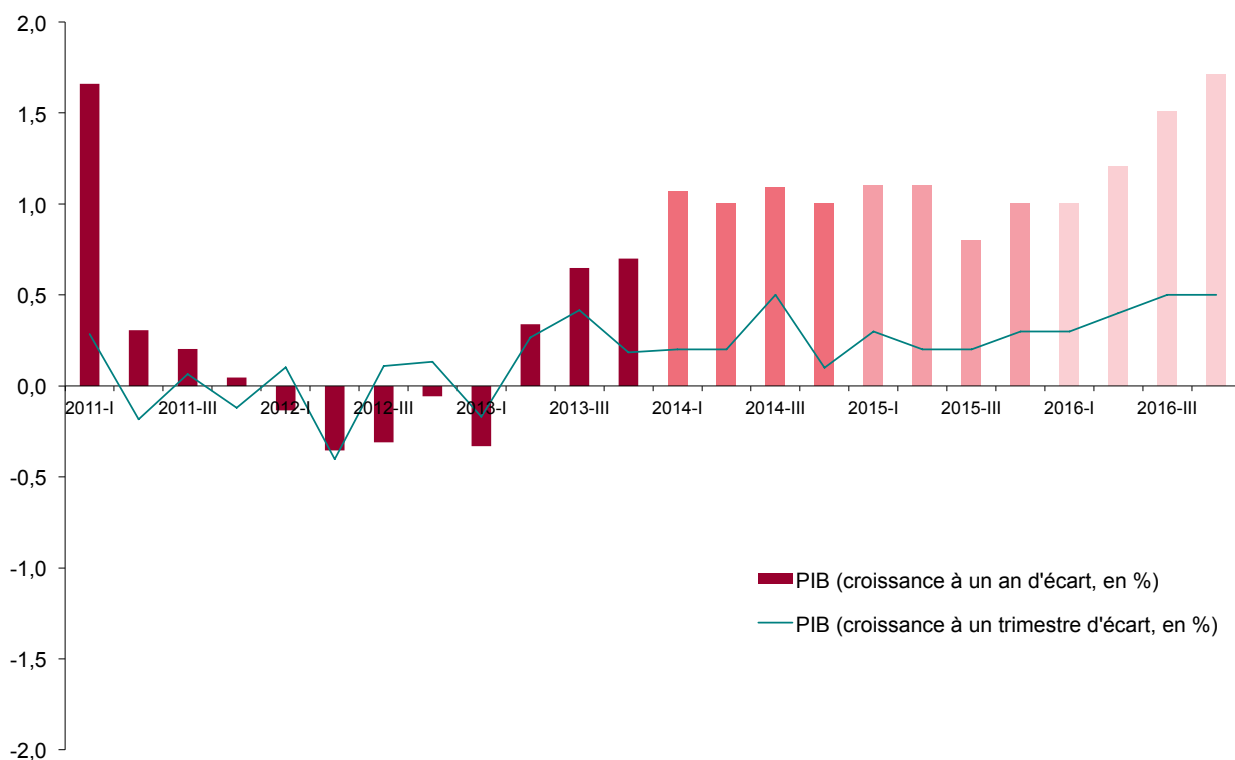
ment cette relative morosité transparaît dans les différentes composantes de la demande finale adressée à la production wallonne. Les perspectives de demande formulées par les entrepreneurs n'enregistrent par ailleurs qu'une progression lente (cf. section 3.3.2).

De telles évolutions ne nous permettent donc pas d'envisager à très court terme une accélération du PIB régional. Notre scénario repose dès lors sur un profil de croissance lente durant le second semestre de 2015. En raison du renforcement des activités d'échange au niveau mondial qui est attendu, les exportations wallonnes devraient davantage soutenir la croissance à partir du début de l'année 2016. Dans ce contexte, la confiance des entrepreneurs devrait se redresser plus nettement, permettant aux décisions d'investissement et d'embauche de favoriser graduellement la demande intérieure (cf. section 3.3). Selon ce scénario, la croissance du PIB se redresserait progressivement dans le courant de l'année 2016, si bien que la croissance annuelle moyenne atteindrait +1,4% (contre +1,0% en 2015).

Graphique 3.3 - Evolution du PIB en Wallonie

Source : ICG - Calculs : IWEPS

Note : PIB en euros chaînés, corrigé des effets de calendrier et des variations saisonnières. Les données en clair sont des prévisions établies par l'IWEPS.



3.2 Le commerce extérieur

L'évolution récente du commerce extérieur de la Wallonie peut être analysée sur la base des statistiques relatives aux échanges de marchandises compilées par la BNB. Ces données renseignent les flux mensuels d'exportations et d'importations de marchandises de la Région jusqu'au mois de juin 2015 (cf. graphique 3.4).

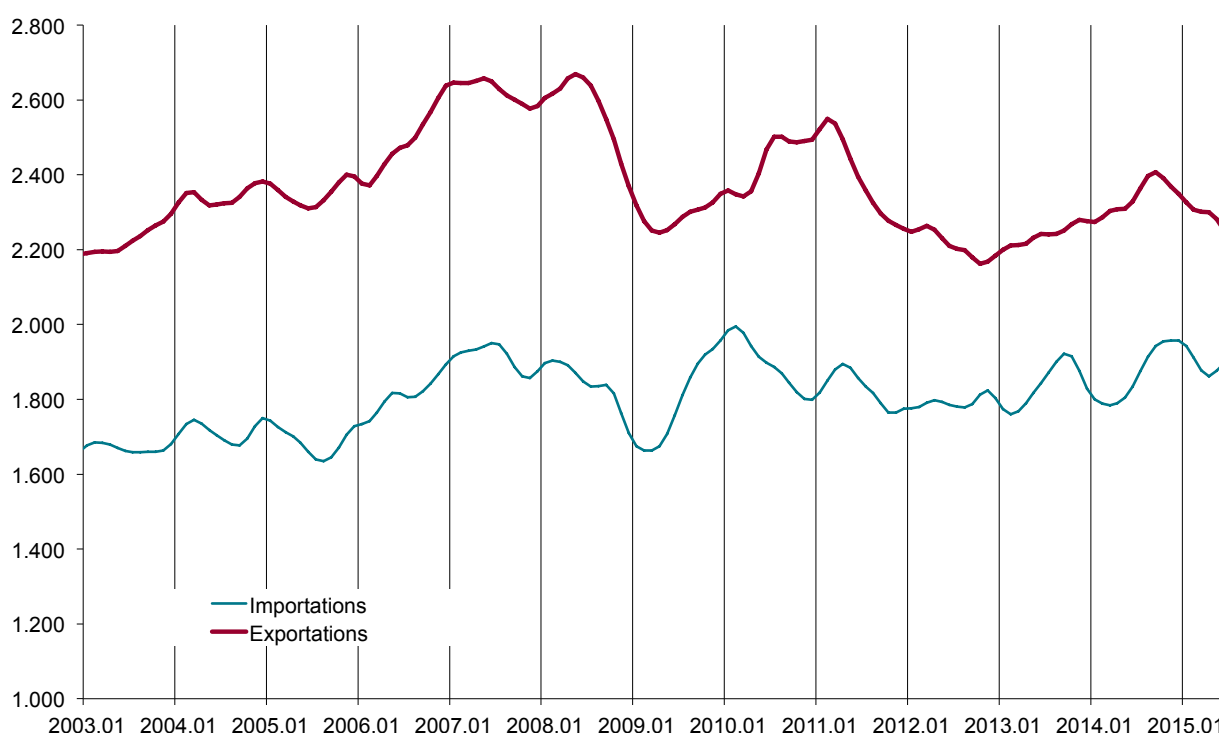
Il ressort de ces données que l'évolution des exportations wallonnes a été globalement peu favorable au cours du premier semestre 2015. Une fois n'est pas coutume, on constate que les exportations de produits pharmaceutiques ont sensiblement influencé le profil de croissance des exportations totales au cours des derniers mois. Ainsi, alors que les exportations de ces produits avaient sensiblement augmenté en deuxième partie d'année 2014, il apparaît qu'elles se sont globalement repliées au cours du premier semestre de 2015, ce mouvement étant en grande partie le résultat d'un mouvement particulièrement erratique des exportations à destination de la France (principal marché extérieur de la Wallonie). Au-delà de ce phénomène particulier, il apparaît de manière générale que l'évolution des exportations a été très molle au cours du

deuxième trimestre de cette année, notamment à destination de l'Allemagne (deuxième marché d'exportation des produits wallons), reflétant le faible dynamisme industriel observé dans ce pays au cours des mois récents.

Historiquement, les importations wallonnes de marchandises affichent la même évolution tendancielle que celle des exportations en raison de l'importance de la composante importée des produits wallons destinés aux marchés extérieurs. Ceci reflète le degré d'intégration élevé de l'industrie wallonne dans les chaînes de valeur à l'échelle européenne, comme c'est le cas de l'industrie belge dans son ensemble. Toutefois, l'évolution à court terme des importations de biens peut s'avérer particulièrement volatile, en raison du comportement fort erratique des dépenses d'investissement des entreprises dont le contenu en biens importés est très élevé. Ce fut notamment le cas lors de la période récente puisque des investissements exceptionnels conséquents ont été consentis dans l'industrie wallonne au dernier trimestre de 2014, ce qui a gonflé temporairement le volume des biens importés durant cette période et affaibli mécaniquement le niveau

Graphique 3.4 Tendence des exportations et importations en volume en Wallonie

Source : BNB - Calculs : IWEPS

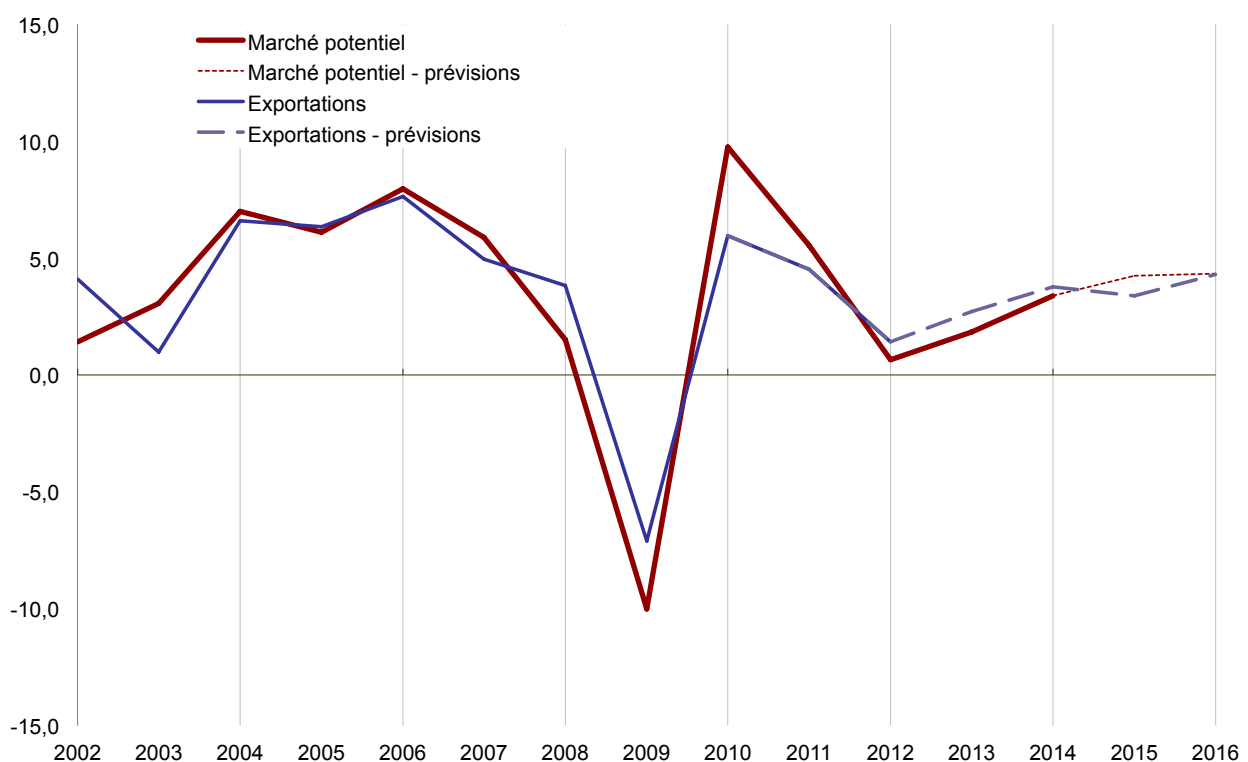


des importations lors des premiers mois de l'année 2015. Les perspectives de croissance des exportations wallonnes sont limitées à court terme en raison de l'évolution peu dynamique du commerce international. Toutefois, dans un contexte où la croissance des échanges internationaux devrait progressivement se redresser à l'avenir, il est attendu que la croissance des exportations wallonnes se renforce progressivement à partir du début d'année 2016.

Plus précisément, l'évolution du commerce international a été faible en première partie d'année 2015 et resterait limitée à court terme, notamment sous l'effet du ralentissement conjoncturel constaté depuis l'été au sein de plusieurs économies émergentes, ce qui rend peu plausible une accélération franche à très court terme des exportations de marchandises wallonnes. Les résultats des enquêtes de la BNB montrent d'ailleurs que le niveau des carnets de commandes à l'exportation des industriels wallons a eu tendance à se replier au cours des derniers mois d'observation. Toutefois, en raison de la reprise progres-

sive des activités d'échange au niveau mondial qui est anticipée, sous l'effet en particulier d'une croissance qui demeure très solide aux Etats-Unis, les échanges industriels intraeuropéens devraient se redresser plus franchement à l'avenir. Le commerce extérieur des économies de la Zone euro devrait également commencer à bénéficier davantage de la dépréciation passée de la monnaie unique. Dès lors, les exportations wallonnes de biens industriels semi-finis pourraient se redresser plus franchement, d'autant plus que la compétitivité des entreprises commencerait à bénéficier de la politique de modération salariale opérée par le gouvernement fédéral. Compte tenu des récentes perspectives de croissance établies par le FMI (octobre 2015) relatives aux importations des principaux marchés de débouchés wallons, il apparaît ainsi que l'évolution des marchés potentiels de la Wallonie demeurerait favorable sur l'horizon de projection (cf. graphique 3.5). Néanmoins, en raison notamment de la récente révision à la baisse des perspectives de croissance au sein des pays émergents, il apparaît que la croissance des marchés potentiels plafonnerait en 2016 à un niveau sensiblement en deçà du

Graphique 3.5. Marché potentiel des exportations wallonnes (sur la base des prévisions d'importations des partenaires)



niveau qui était le sien durant la période d'avant crise, impliquant que la croissance des exportations wallonnes resterait relativement modérée sur cet horizon de projection. Signalons en effet que même si l'effet direct du ralentissement des pays émergents est limité en raison de la faible part des exportations wallonnes à destination de ces pays, l'évolution des exportations sera néanmoins impactée par des effets indirects liés à la moindre demande pour des biens industriels semi-finis de la part des partenaires commerciaux européens, dont les exportations sont les plus fortement exposées à ces marchés, ce qui est en particulier le cas de l'Allemagne.

Le renforcement progressif des exportations wallonnes devrait stimuler les importations de biens intermédiaires sur l'horizon de projection. En outre, le redressement des dépenses d'investissements productifs qui est attendu à

l'avenir devrait également soutenir la demande pour des biens d'équipement importés ; si bien que le rythme de croissance de trimestre à trimestre des importations devrait progressivement dépasser celui des exportations dans le courant de l'année 2016.

Selon notre scénario, la croissance annuelle moyenne des exportations wallonnes totales (flux de biens et services, ajustés aux comptes nationaux) s'établirait à +3,4% en 2015 et +4,3% en 2016, tandis que celle des importations serait plus élevée en 2015 (+4,3%) qu'en 2016 (+3,9%) en raison d'un effet de seuil positif très élevé en début d'année. Selon ces projections, la contribution du commerce extérieur à la croissance économique de la Wallonie serait légèrement négative en 2015 (-0,1 point de croissance) et sensiblement positive en 2016 (+0,4 point de croissance).

3.3 La demande intérieure

3.3.1 Les ménages

En 2015, la hausse attendue des dépenses de consommation privée serait essentiellement soutenue par l'amélioration du marché de l'emploi et la hausse du revenu des ménages, qui bénéficie encore en début d'année du recul des prix des produits énergétiques. Cet effet prix favorable devrait toutefois s'estomper en cours d'année. Le rebond de l'inflation, mais aussi le récent repli de la confiance des consommateurs, devraient ainsi freiner les rythmes de progression des dépenses de consommation privée au cours des prochains mois. En 2016, la reprise de la consommation privée serait encore entravée par la faible augmentation du pouvoir d'achat des ménages. Les signaux sont en revanche enfin un peu plus favorables pour les investissements résidentiels qui pourraient renouer avec la croissance en 2016.

Les hésitations de la confiance

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

Depuis le début janvier 2015, la confiance des consommateurs wallons a suivi une progression en dents de scie. Le raffermissement du moral des ménages, entamé dès le mois de décembre 2014 et qui s'est poursuivi lors des mois de janvier et de février de cette année, s'est interrompu en mars, suite à une détérioration des attentes relatives au contexte macroéconomique, mais aussi à une perception dégradée de leur situation financière propre. Stable en avril, l'indice synthétique de la confiance des consommateurs s'est redressé en mai, puis, après avoir reculé en juin, s'est à nouveau inscrit en hausse en juillet et en août.

A cette date, l'orientation du sentiment des ménages wallons se révélait dans l'ensemble favorable. Le regain tendanciel de confiance des particuliers s'appuie notamment sur une perception globalement positive de l'évolution des paramètres économiques observés, les prévisions étant souvent moins optimistes. Les ménages wallons semblent

ainsi s'être notamment montrés sensibles, avec un retard de quelques mois, au gain de pouvoir d'achat induit par la chute du prix du pétrole. Le regain de confiance des particuliers s'appuie aussi sur l'atténuation des craintes relatives à l'emploi. Le résultat des enquêtes de confiance montre en effet que l'indice relatif aux prévisions de chômage (à douze mois) évolue sous sa moyenne de long terme depuis le quatrième trimestre 2014.

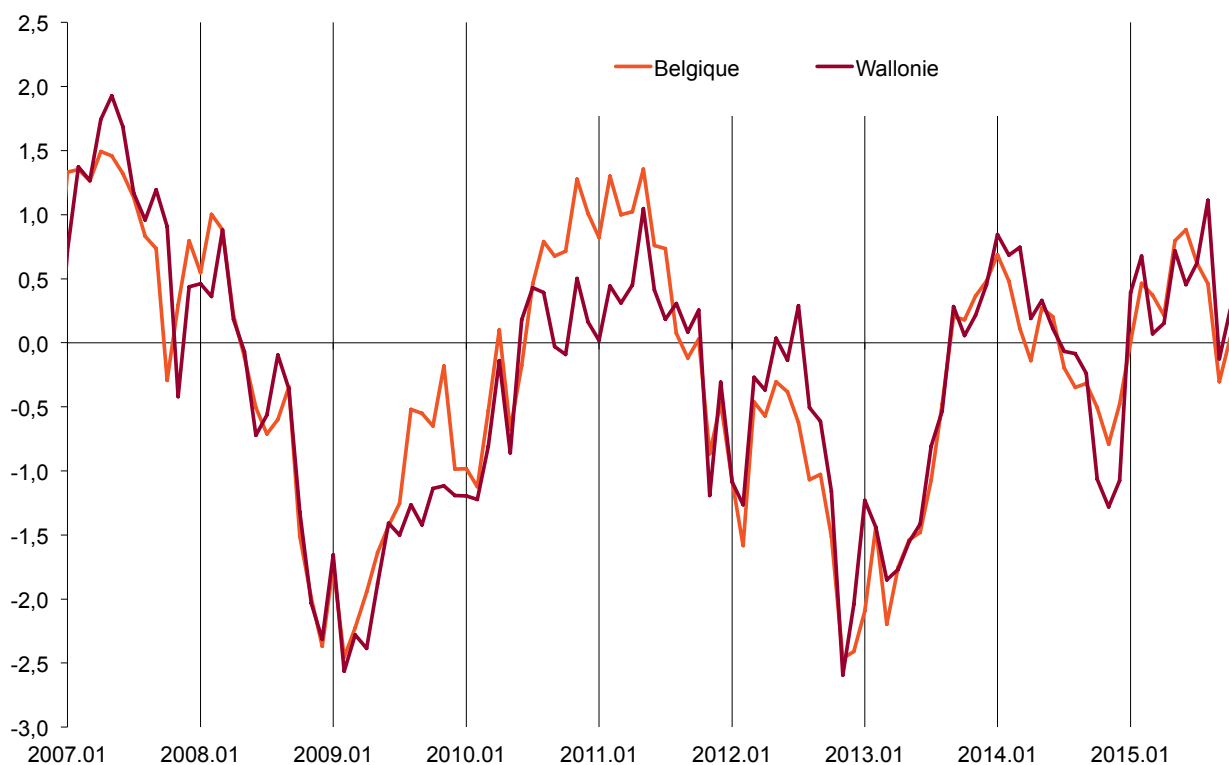
Cependant, la relative volatilité de l'indice synthétique, créée par les changements brusques de la perception des ménages quant au développement de l'environnement macroéconomique, mais aussi concernant l'évolution des paramètres microéconomiques, trahit, en creux, la fébrilité des consommateurs wallons.

En septembre 2015, l'appréciation des ménages sur leur situation financière et l'appréciation des perspectives d'évolution de la situation économique globale se sont à nouveau retournées. L'indice synthétique a alors replongé à son niveau moyen de long terme. La confiance des ménages s'est quelque peu redressée en octobre, compensant le repli du mois de septembre.

Il est encore mal aisé de déterminer si ce repli de la confiance des consommateurs wallons se révélera transitoire ou se renforcera encore. L'évolution récente du sentiment des ménages emprunte en effet un chemin hésitant. La progression globalement favorable du « moral des ménages » jusqu'au mois d'août, mais aussi le redressement de la demande dans le commerce de détail, nous incitent à conserver un scénario de consolidation de la croissance de la consommation au cours du premier semestre de 2015. A partir de l'été, la progression des dépenses de consommation des ménages se serait ensuite nettement ralentie, un tassement de la consommation privée qui pourrait perdurer au cours du dernier trimestre 2015 et se prolonger encore en début d'année 2016. Cependant, à mesure que la situation sur le marché du travail s'améliorera, on devrait observer un raffermissement de la confiance des consommateurs qui se traduirait par une reprise graduelle de la consommation privée à partir du troisième trimestre 2016. Pour l'heure, l'indicateur mesurant l'appréciation des consommateurs quant à l'oppor-

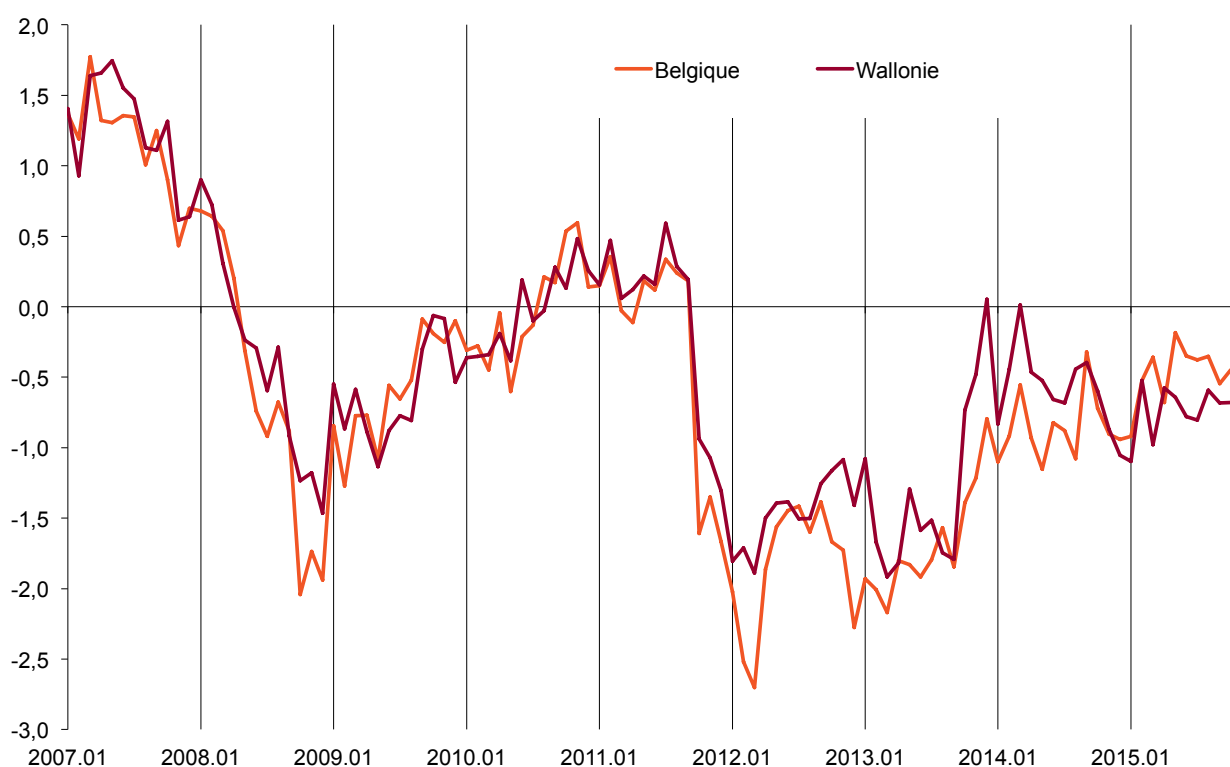
Graphique 3.6 – Confiance des ménages - Indicateurs synthétiques - Moyennes centrées réduites

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



Graphique 3.7 Enquête auprès des consommateurs wallons - Achats importants - Moyennes centrées réduites

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



tunité de réaliser des achats importants demeure sous sa moyenne de longue période, de même la perception des ménages de leur situation financière à venir et de leur capacité d'épargne. 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.

Par ailleurs, les enquêtes mensuelles de confiance de la BNB renseignent indirectement sur le comportement d'épargne des ménages. Depuis le début d'année 2015, les variations de la confiance s'accompagnent d'une volatilité prononcée des prévisions d'épargne, mais ne semblent pas avoir significativement influé sur le jugement des consommateurs quant à l'opportunité d'épargner, qui est resté en-deçà de sa moyenne de longue période.

Les taux d'épargne wallons sont vraisemblablement bas, davantage encore qu'en Belgique, de sorte que les dépenses de consommation dépendront surtout de l'évolution du pouvoir d'achat des ménages⁴. La hausse attendue des revenus des ménages se partagerait donc également en une hausse de la consommation et de l'épargne, altérant peu le rapport entre les deux.

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

En 2014, alors que la situation sur le marché du travail arêtait 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 pas se poursuivre en 2015. Le portefeuille des ménages bénéficierait toutefois de l'amélioration progressive de l'emploi attendue cette année. Malgré la faiblesse persistante de la dynamique d'inflation prévue en 2015, en raison notamment du recul des prix enregistré en début d'année, la progression des revenus réels en 2015 devrait donc être moins forte (+1,5%) que celle enregistrée l'année dernière (+2,1%). En 2016, l'accroissement du revenu en termes nominaux serait soutenu par la légère progression des sa-

laire. En raison du rebond de l'inflation, et en l'absence prévue d'indexation des salaires en cours d'année, la hausse du revenu disponible réel atteindrait seulement +0,7%.

Le ralentissement de la dynamique de l'inflation s'est achevé en début d'année. Le taux d'inflation, qui a atteint un plancher en janvier 2015, s'est depuis lors progressivement redressé. Encore négatifs au cours du premier trimestre, les rythmes de croissance de l'indice des prix à la consommation se sont graduellement accélérés tout au long des trois premiers trimestres.

L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors prix des biens alimentaires ou énergétiques, plus volatils, s'est globalement stabilisée depuis le début de l'année 2015, enregistrant une hausse moyenne de +1,3%, en retrait par rapport à l'année 2014 (+2,2%).

Les prix des produits alimentaires se sont redressés depuis le début d'année 2015, recouvrant des taux de progression positifs (à un an d'écart) à partir d'avril. Pour rappel, les prix des aliments non transformés, en particulier les fruits et les légumes, s'étaient nettement repliés au cours de l'année 2014, 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.

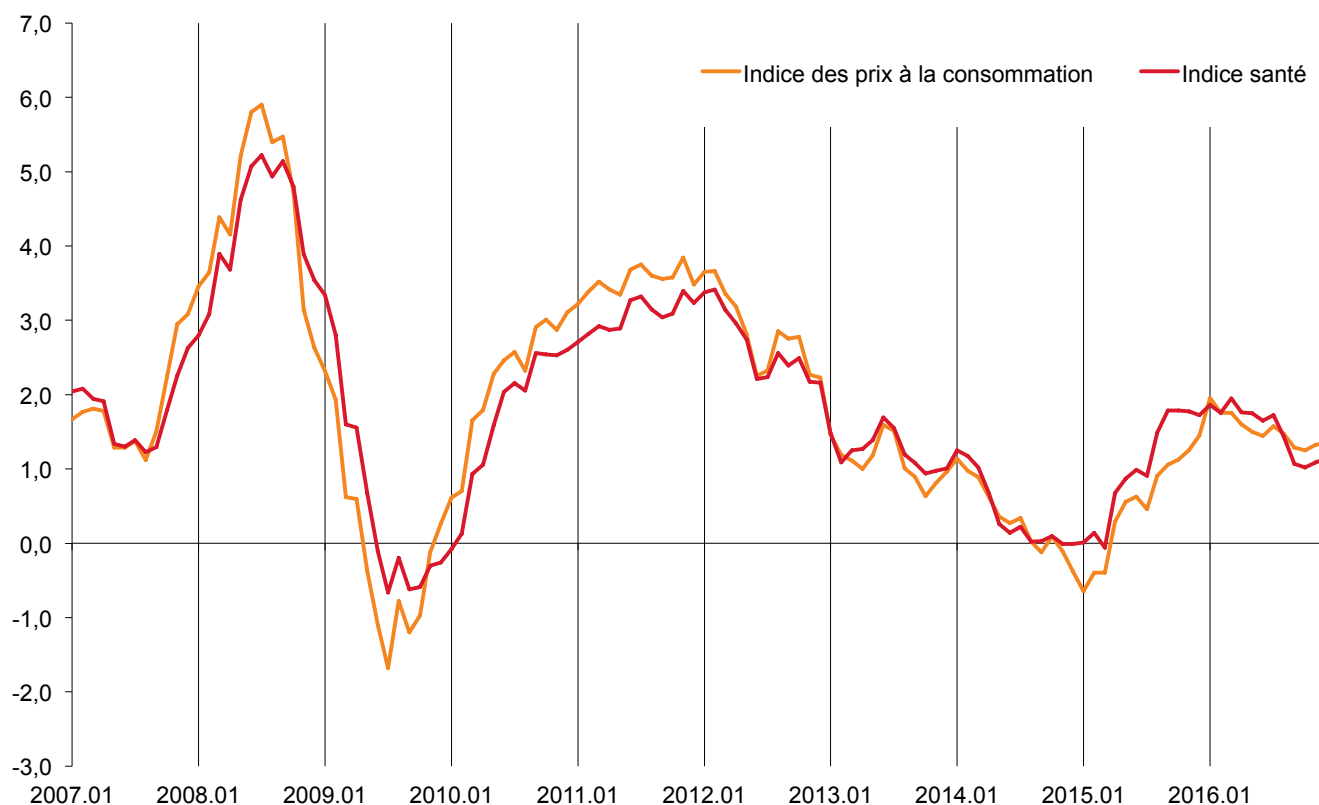
En revanche, le repli (en termes absolus et non relatifs) des cours des produits énergétiques continue à peser sur le développement de l'inflation totale, maintenant l'indice des prix à la consommation en-deçà du niveau de l'inflation sous-jacente. La désinflation des prix énergétiques s'est toutefois graduellement ralentie depuis le début de l'année, notamment sous l'incidence d'un certain nombre de mesures gouvernementales, tel que, en septembre, le relèvement de la TVA à 21% prélevée sur le prix de l'électricité.

Le Bureau fédéral du Plan prévoit une accélération progressive de la hausse des prix à la consommation jusqu'à

⁴ 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.

Graphique 3.8 Prévisions de l'inflation (taux de croissance des prix à un an d'écart)

Sources : DG Statistique (indices jusqu'en février 2015), BFP (prévision).



la fin de l'année et encore en janvier 2016. Les rythmes de croissance de l'indice des prix à la consommation devraient ensuite décliner légèrement durant le reste de l'année prochaine. Sur l'ensemble de l'année 2015, le taux d'inflation moyen devrait s'élever à 0,5%. Il atteindrait 1,5% en 2016. L'indice santé, utilisé pour l'indexation des salaires et des loyers, s'accroîtrait à un rythme moyen de +1,0% cette année et +1,5% en 2016⁵. Sur cette base, la faiblesse de l'inflation observée et attendue reporte le dépassement de l'indice-pivot en fin d'année prochaine. Cependant, comme le note le Bureau fédéral du Plan, étant donné l'évolution prévue de l'inflation et de la relative stabilité de l'indice santé au cours du second semestre 2016, le mois de dépassement du pivot est très sensible à une modification à la hausse des prix. Si les prix devaient aug-

menter plus rapidement que prévu, par exemple suite à une hausse plus forte des cours du pétrole, l'indice-pivot serait dépassé plus tôt dans le courant de l'année 2016.

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 suivante concernant l'emploi, notamment salarié, qui prévoit un léger regain en 2014 et une amélioration en 2015 et 2016. Ce scénario est ensuite complété d'une évolution pratiquement nulle des gains salariaux par tête en 2015, puis d'une légère hausse en 2016, dans un contexte de reprise de l'activité, qui s'accompagnerait de nouveaux gains de la productivité moyenne durant cette période⁶.

⁵ L'estimation du Bureau fédéral du Plan est réalisée sur la base d'une hypothèse de prix du pétrole égal à 54 dollars en moyenne en 2015, 53 dollars en 2016 et d'un taux de change euro/dollar fixé à 1,12 pour les deux années.

⁶ 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 %		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Excédent d'exploitation et revenu des indépendants	11,0	11,0	10,9	-0,1	0,6	1,1
Rémunération des salariés	78,8	78,9	79,0	0,9	1,1	2,3
Revenus nets de la propriété	10,1	10,1	10,2	10,2	0,7	2,9
Solde des revenus primaires	100,0	100,0	100,0	1,7	1,0	2,3
Prestations sociales (hors transferts sociaux en nature)	34,3	34,7	34,4	2,1	2,3	1,1
Autres transferts courants nets	-0,4	-0,4	-0,3	2,1	-6,6	-10,8
Impôts courants	-20,0	-19,7	-19,6	0,1	-0,3	1,6
Cotisations sociales	-31,1	-31,1	-31,0	1,1	1,1	1,9
Revenu disponible nominal	82,8	83,5	83,5	2,5	1,9	2,1
Revenu disponible réel	-	-	-	2,1	1,5	0,7

L'évolution récente du revenu⁷ des ménages wallons reflète la faiblesse persistante des créations d'emploi et l'incidence des mesures d'ajustement des budgets publics et de modération salariale. En 2014, la progression des revenus du travail devrait avoir encore été freinée par l'atonie du marché du travail et le respect de la norme salariale, fixée par le gouvernement à 0% pour la période 2013-2014. Le poste des rémunérations ne se serait accru que de +0,9% en termes nominaux, contre une moyenne historique supérieure à +3,0%, contribuant donc faiblement à la croissance du revenu disponible.

La période de progression lente des rémunérations devrait se prolonger au cours des années 2015 et 2016. La hausse des salaires par tête devrait n'engranger qu'un modeste regain. En 2015, le gel des salaires conventionnels réels, qui se poursuit, et le saut d'index décidé par le gouvernement fédéral limiteraient encore la croissance nominale des salaires. En 2016, après trois ans sans augmentation barémique réelle, les rémunérations bénéficieraient d'un élargissement (limité) de la norme salariale, à concurrence de maximum 0,67% de la masse salariale brute. Dans ce contexte, la croissance des revenus du travail devrait rester faible en 2015 (+1,1%) et modérée en 2016 (+2,3%), soutenue par une amélioration encore relative des conditions sur le marché de l'emploi.

En 2014, d'après les données des comptes nationaux et le budget économique publié en septembre 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 s'être produit en Wallonie, s'estomperait en 2015, de sorte que le solde des revenus primaires des Wallons progresserait faiblement (+1,0%) cette année, avant de se redresser (+2,3%) en 2016, sous l'effet de la hausse conjuguée des revenus du patrimoine et des rémunérations des travailleurs.

En 2015, le revenu disponible des ménages wallons devrait bénéficier du système d'impôts et de transferts. Ainsi, tandis que les cotisations sociales s'inscriraient en légère hausse, les impôts courants pourraient se replier, en raison de la faible croissance de la masse salariale et sous l'effet d'un ensemble de mesures publiques, telles que l'augmentation des frais professionnels forfaitaires. 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. En 2016, en revanche, le ralentissement de la croissance des prestations sociales et la hausse des prélèvements courants viendraient freiner la progression du revenu disponible des ménages, qui at-

⁷ Les derniers chiffres de la comptabilité régionale du revenu des ménages portent sur l'année 2012.

teindrait +2,1% en termes nominaux, soit seulement +0,7% en termes réels.

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

La progression des dépenses de consommation des particuliers au cours de la période 2010-2012 résulte essentiellement d'une forte diminution du taux d'épargne des ménages durant cette période. Ce repli devrait toutefois avoir été interrompu en 2013-2014, à la faveur de la hausse des revenus de la propriété, généralement moins affectés à la consommation courante, mais également en raison d'une correction des comportements de consommation induite par l'évolution déprimée du marché du travail. En 2015, le redressement attendu du revenu disponible réel décrit précédemment ne devrait pas être soutenu par sa composante « revenus de la propriété », qui progresserait à peine. Ce développement concourt avec les enquêtes de conjoncture à nous faire prévoir une stabilisation de la propension à épargner en 2015. Ce comportement d'épargne devrait se prolonger en 2016, en raison de l'inertie habituelle des comportements de consommation et surtout de la faiblesse du niveau d'épargne des ménages en Wallonie.

Dès lors, les gains de pouvoir d'achat engrangés suite au reflux de l'inflation et à la progression de l'emploi, dans un contexte d'amélioration globale de la confiance des ménages jusqu'à l'été, permettent d'envisager une progression relativement vive de la consommation privée en 2015 en termes réels. En 2016, la consommation des ménages serait en revanche freinée par la faible progression du revenu disponible réel, largement entamée par le rebond de l'inflation.

La croissance de la consommation s'établirait dès lors à +1,5% en 2015 et à seulement +0,7% en 2016, soit à peu près le rythme de progression du pouvoir d'achat au cours de cette période.

Investissements résidentiels : les signes d'une reprise

En 2015, les dépenses d'investissement résidentiel en Wallonie devraient une nouvelle fois s'inscrire en baisse,

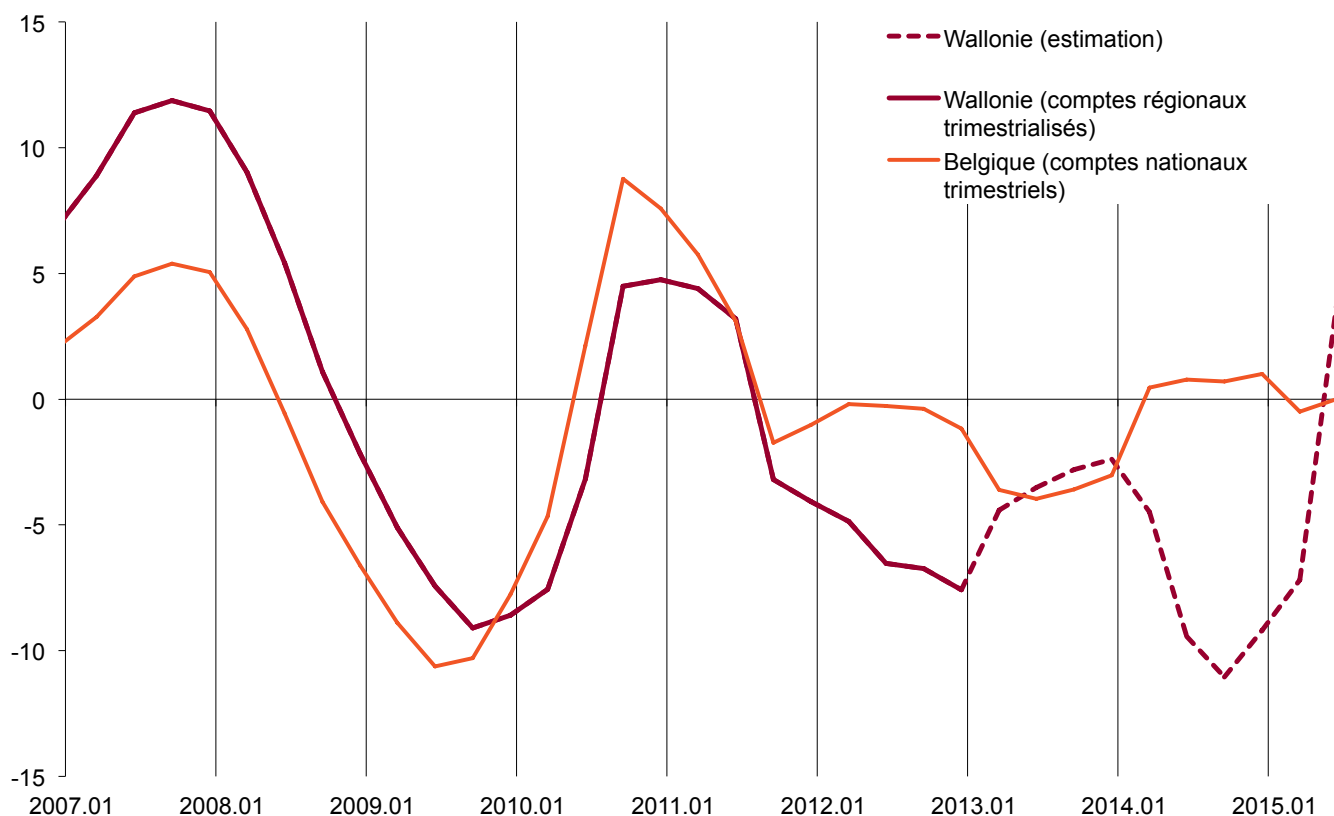
prolongeant ainsi une dynamique défavorable enclenchée dès le début 2011. Notre estimation chiffrée des investissements en volume complète les statistiques de formation brute de capital fixe (FBCF) en logement publiées par l'Institut des Comptes nationaux (ICN). Au niveau régional, les statistiques des investissements en habitation sont publiées en rythme annuel et avec retard (disponibles jusque 2012). Sur la base de nos calculs (cf. graphique 3.9), nous estimons que le recul des investissements pourrait atteindre de nouveau un rythme de l'ordre de -3,4%, malgré le rebond que nous escomptons en fin d'année (cf. *infra*). La croissance de cette composante de la demande afficherait donc une performance nettement inférieure à celle enregistrée en moyenne dans le pays. En 2016, le raffermissement des perspectives de la demande et de l'offre d'investissements en habitation, dans un contexte de reprise conjoncturelle, nous conduit à prévoir une reprise des investissements en logement, qui pourrait atteindre +3,1%.

Le nombre de logements commencés donne une indication de la mise en chantier de l'investissement résidentiel, dont la dépense s'échelonne ensuite en moyenne sur une période d'une dizaine de mois. En Wallonie, le nombre de logements commencés, qui s'est replié au cours du troisième trimestre 2014, a cessé de se détériorer au cours du dernier trimestre de l'année passée et jusqu'en janvier 2015. En légère baisse en février, l'activité de la construction s'est plus nettement ralentie en mars et encore en mai. Inquiets en particulier de l'évolution de leur situation financière, les ménages wallons pourraient avoir postposé le démarrage de leurs projets de construction ou de rénovation.

La statistique des autorisations de bâtir anticipe d'environ trois mois celle des logements commencés (cf. graphique 3.10). En Wallonie, le nombre des autorisations de bâtir, en hausse durant les trois premiers trimestres 2014, s'est fortement infléchi à partir de l'automne 2014, un repli qui s'est poursuivi jusqu'en avril dernier. La réduction du nombre de permis de bâtir octroyés en Wallonie fait écho aux hésitations de la confiance des ménages wallons (cf. *infra*). En l'absence d'une réelle amélioration des perspectives de leur situation financière, les ménages wallons ont pro-

Graphique 3.9 Investissements résidentiels des ménages – Variations à un an d'écart

Sources : ICN, DG Statistique – Calculs IWEPS



bablement reperdu leur appétence pour les projets immobiliers de plus longue haleine.

L'évolution défavorable du nombre de permis jusqu'en début d'année est aussi le reflet de la progression observée auparavant, et qui a nettement été influencée par des facteurs transitoires. Ainsi, l'annonce du moratoire sur les primes au logement et à l'énergie durant le premier trimestre 2015 a probablement incité les ménages wallons à anticiper la perte de cet avantage en accélérant leur demande de permis de façon à commencer les travaux en 2014. 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 régio-

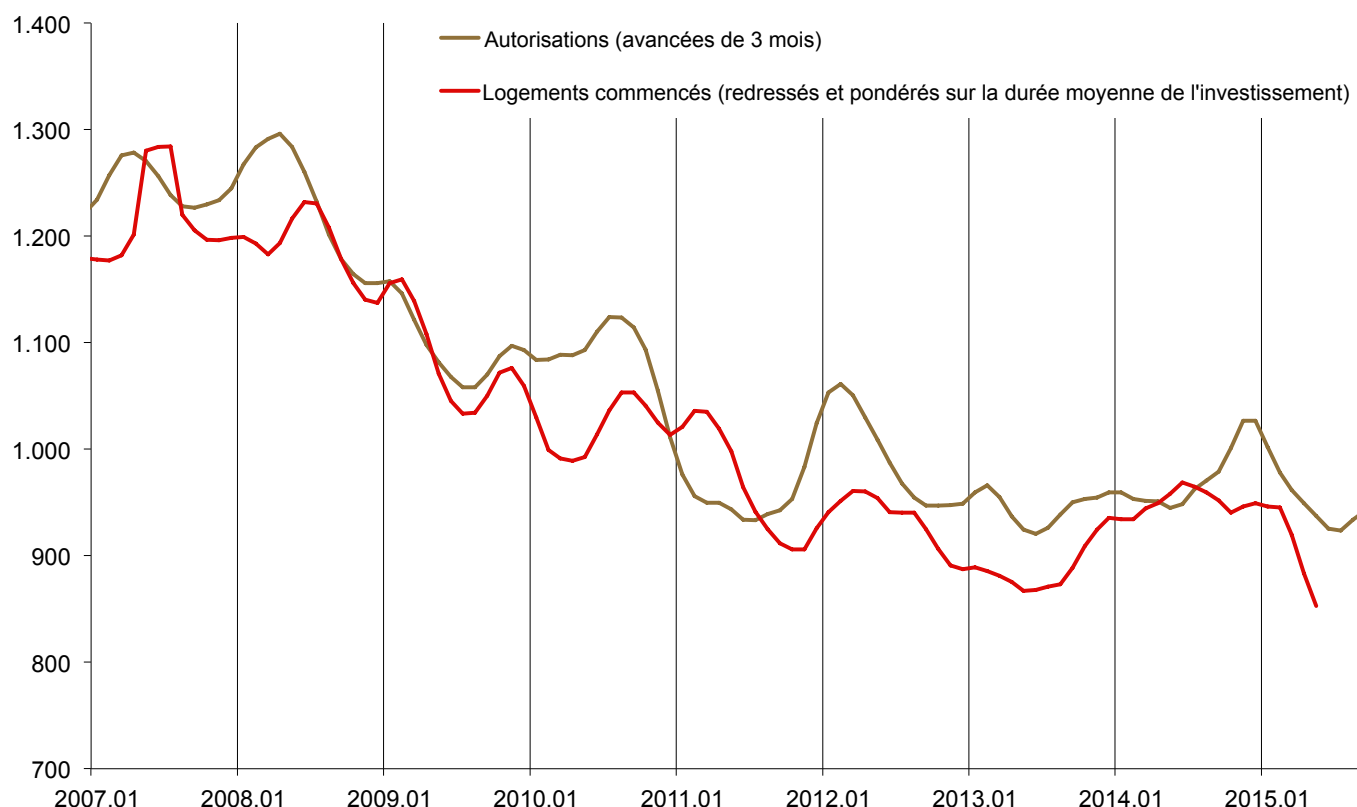
nalisation du dispositif du bonus-logement (SPF Finances, 17 nov. 2014). *A contrario*, le premier trimestre de 2015 s'est logiquement avéré moins favorable aux nouveaux investissements résidentiels. Les autorisations ont toutefois recommencé à progresser au deuxième trimestre⁸, annonçant des mises en chantier plus nombreuses à partir de l'été 2015.

En début d'année 2015, les données relatives aux crédits hypothécaires étaient encore fortement perturbées par l'énorme augmentation des refinancements d'emprunts hypothécaires existants, induits par la faiblesse des taux d'intérêt. On observe toutefois que le nombre de demande de crédits hypothécaires et de crédits réalisés, en forte hausse en fin d'année 2014, enregistre un net recul durant le premier trimestre 2015. Constaté tant pour les rénovations que pour les nouvelles constructions, le repli au premier trimestre du nombre de demandes de crédits

⁸ A l'issue du premier trimestre 2015, le gouvernement wallon a annoncé une refonte de la politique d'octroi des primes énergie-logement, visant à accroître l'efficacité du système d'aide, en faveur des ménages à bas et moyen revenus. Le nombre d'aides est à présent drastiquement diminué, mais surtout s'inscrit dans un cadre budgétaire dont l'enveloppe a été revue à la baisse.

Graphique 3.10 Nombre de logements autorisés et commencés dans les bâtiments résidentiels en Wallonie
– Tendance sous-jacente

Source : DG Statistique – Calculs : IWEPS



hypothécaires et de crédits réalisés est néanmoins proportionnellement plus faible pour les rénovations. À partir du printemps, les indicateurs de crédits immobiliers se sont cependant à nouveau redressés.

L'évolution de ces différents indicateurs dessine, selon nous, un scénario de contraction initiale des dépenses d'investissements des ménages, jusqu'au printemps 2015, le raffermissement graduel de la demande d'investissements résidentiels intervenant à partir du deuxième trimestre 2015, une reprise qui se serait donc enclenchée plus tardivement que nous ne l'anticipions. Nous l'avons vu, l'évolution récente des statistiques recensant le nombre de permis de bâtir et le nombre de demande de crédits hypothécaires et de crédits réalisés montre que ces indicateurs ont déjà cessé de se détériorer et ont commencé à se redresser. Plusieurs composantes de la confiance globale des ménages se sont d'ailleurs progressivement améliorées, de sorte que le climat apparaît aujourd'hui plus favorable à de tels investissements.

Interrogés dans le cadre des enquêtes de confiance, les ménages wallons font ainsi état de leur intention d'investir, dans des travaux de rénovation, d'abord, dans la construction de nouveaux logements, dans un second temps.

La reprise des dépenses d'investissements des ménages serait donc d'abord principalement soutenue par des travaux de transformation. La suppression à partir de 2016 du régime préférentiel de TVA applicable aux travaux de rénovation pour les bâtiments de moins de dix ans, mesure annoncée par le gouvernement fédéral, pourrait en outre inciter les ménages à anticiper la perte de cet avantage et à entreprendre dès cette année leurs projets de rénovation, produisant une accélération plus prononcée encore des investissements de ce segment. À l'appui de cette hypothèse, les prévisions d'évolution à un an des transformations sont nettement en hausse sur l'ensemble de l'année 2015 et se situent très au-dessus de leur moyenne de long terme (cf. graphique 3.11). De même,

en dépit de leur baisse au cours du premier trimestre 2015, le nombre de demandes de crédits hypothécaires et de crédits réalisés associés à des projets de rénovation est globalement demeuré élevé depuis le début de l'année.

En 2016, portée par l'amélioration attendue du climat conjoncturel, la construction de nouveaux logements viendrait graduellement renforcer la progression des dépenses d'investissements en habitation en Wallonie. Les enquêtes de conjoncture révèlent en effet que les prévisions d'achat ou de construction (à deux ans) sont globalement en hausse depuis le début de l'année 2015. Plus généralement, l'amélioration attendue de la conjoncture économique et le niveau encore bas des taux d'intérêt devraient favoriser la mise en œuvre d'investissement résidentiel.

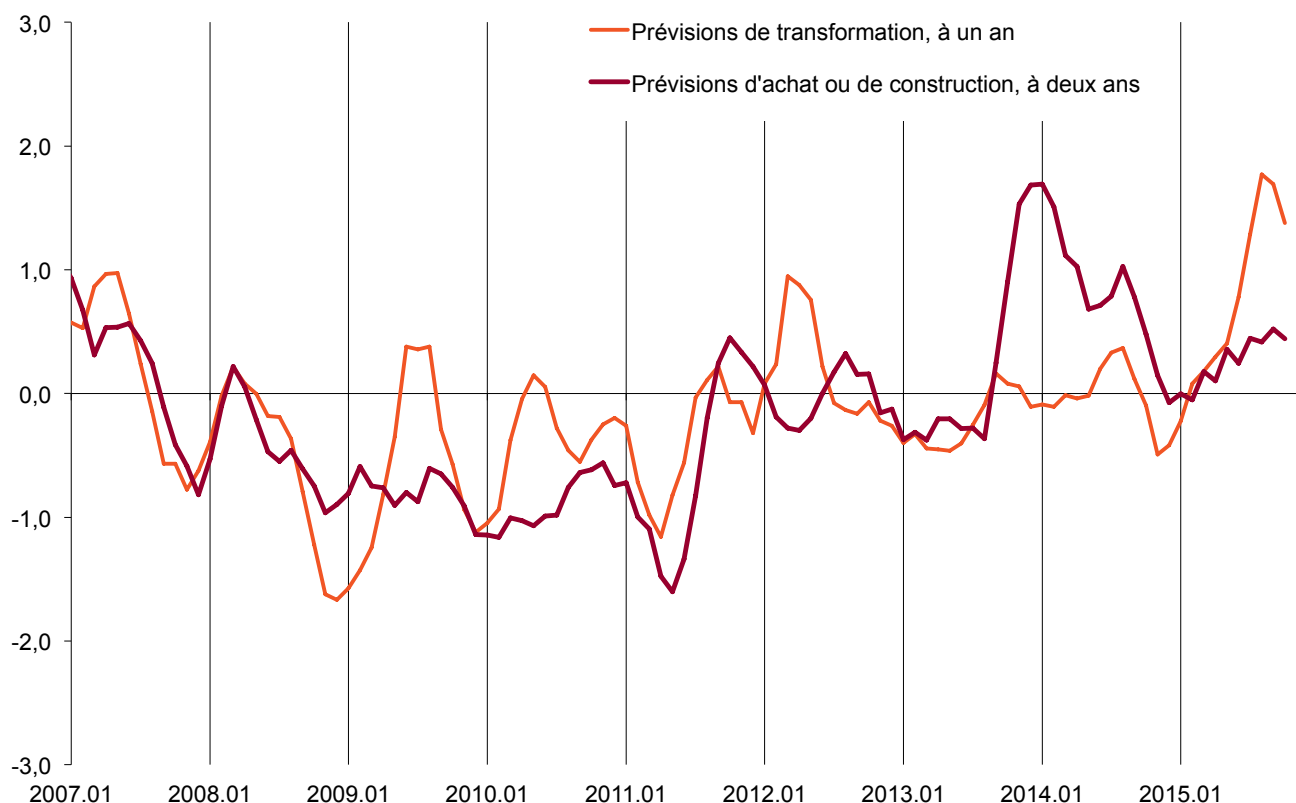
On notera que le gouvernement wallon a décidé la suppression du bonus-logement à partir du 1^{er} janvier 2016,

remplacé par un système de primes dites « chèques habitat », décision qui pourrait à son tour générer un effet d'anticipation dès la fin d'année, sur les nouvelles constructions cette fois.

Les statistiques de l'activité des opérateurs des investissements résidentiels témoignent de l'amélioration du climat et des attentes. D'une part, les missions de projets fermes demandées aux architectes se sont plus nettement redressées à partir du mois de mars 2015 (cf. graphique 3.12). Ensuite, les missions d'avant-projet, qui se sont rapidement redressées à partir de l'été 2014, continuent leur progression, très au-delà de leur moyenne de long terme. Enfin, les prévisions de « volume des missions », indicateur qui anticipe plus précocement encore l'activité, se sont infléchies à partir du mois de mars 2015 et évoluent au-delà de leur moyenne de long terme. Les attentes des architectes laissent donc présager une reprise de l'investissement en habitations. Il en va de même

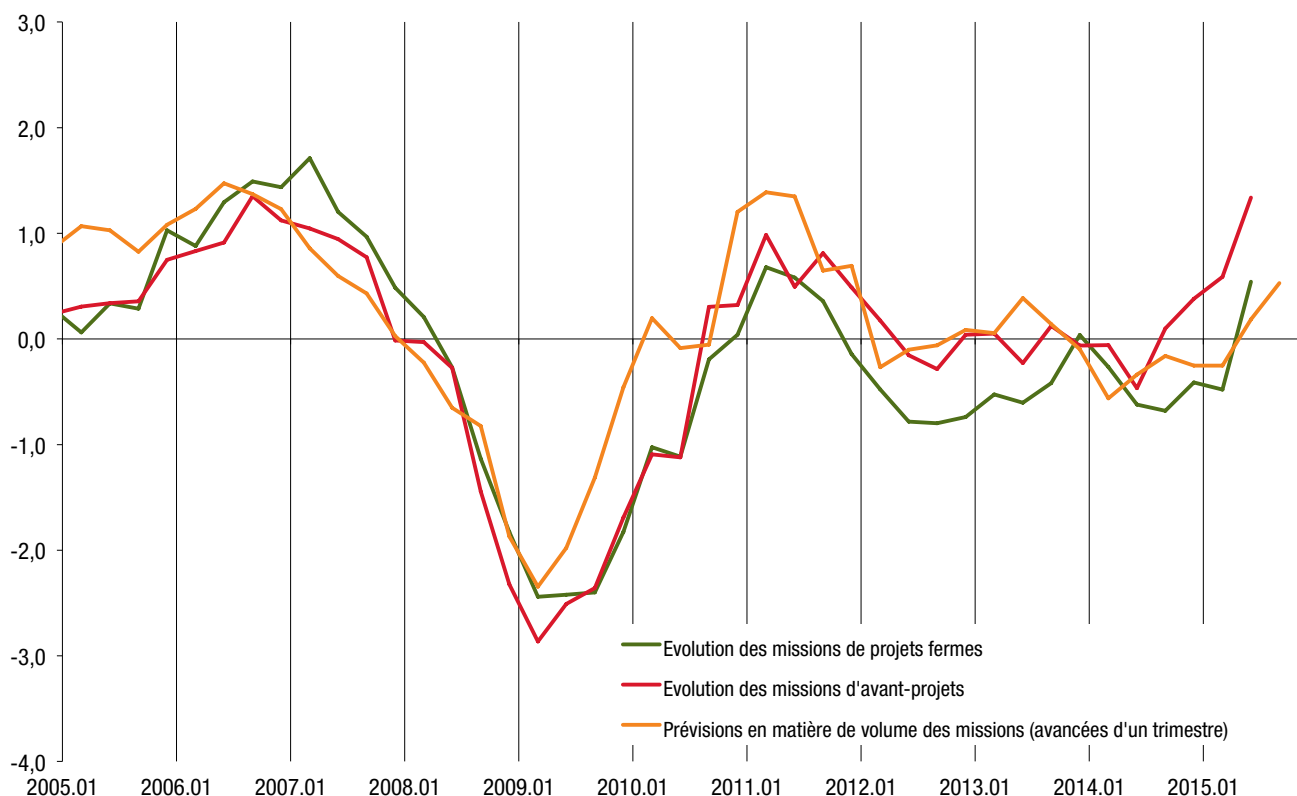
Graphique 3.11 Prévisions des achats et constructions de logements par les ménages wallons (moyennes centrées réduites, tendances sous-jacentes)

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



Graphique 3.12 Enquête auprès des architectes – Belgique (moyennes centrées réduites)

Source : BNB – Calculs IWEPS



du carnet d'ordres des entrepreneurs, qui tend, dans le segment résidentiel, à être plus étoffé. En outre, le climat des affaires dans le secteur de la construction s'est beaucoup éclairci depuis le début de l'année. Les prévisions de la demande y enregistrent notamment une nette amélioration.

Effets temporaires mis à part, la reprise de la demande d'investissement en logement attendue en 2015 devrait cependant être encore peu dynamique. 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.

En 2015, compte tenu de ces éléments et d'un acquis de croissance encore particulièrement défavorable en début

d'année, l'amélioration graduelle des investissements résidentiels ne devrait pas se traduire en une hausse de cet agrégat, qui enregistrerait cette année encore un recul de l'ordre de -3,4%. Le rétablissement des dépenses d'investissement des ménages s'accélérerait en fin d'année et au cours de l'année prochaine, de sorte que les investissements résidentiels recouvreraient en 2016 des taux de progression positifs, de l'ordre de +3,1%, pour la première fois depuis cinq ans.

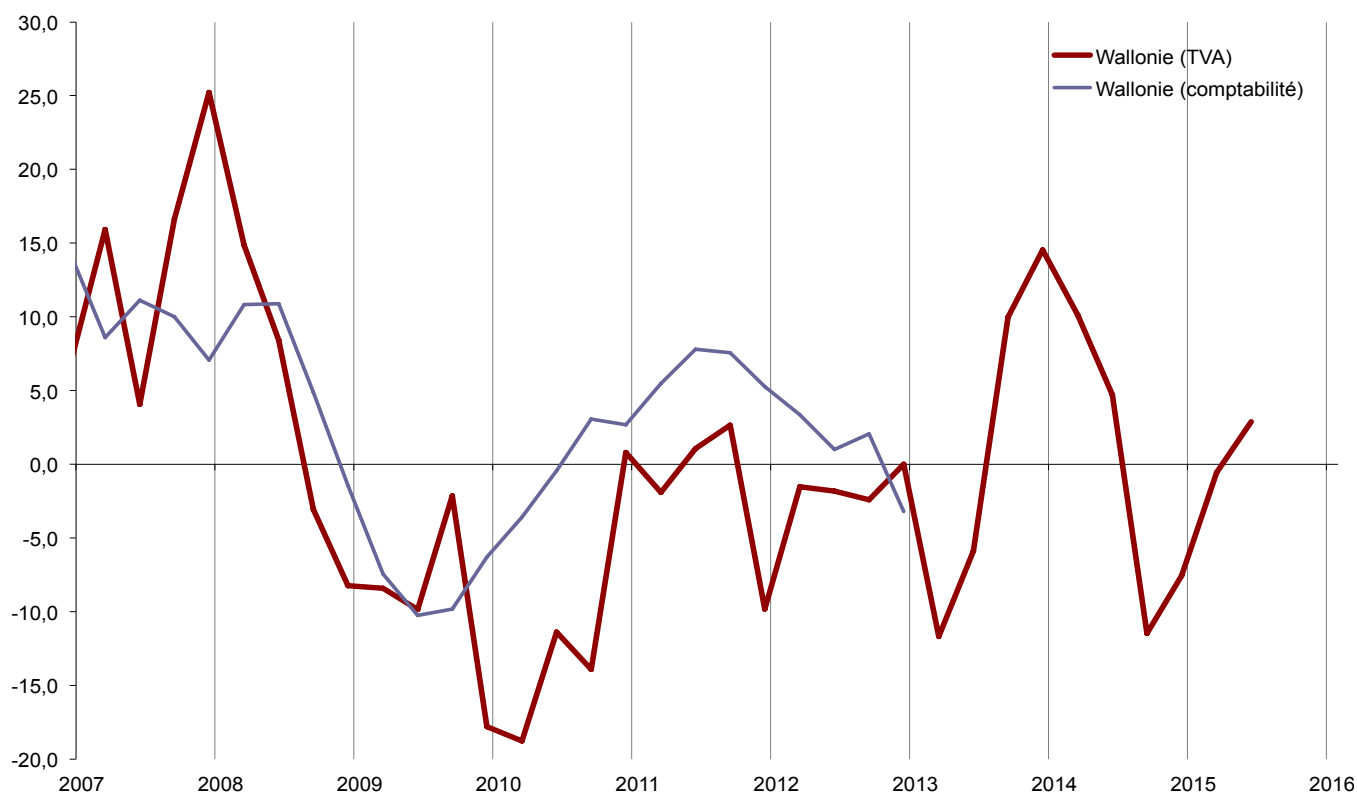
3.3.2. Les entreprises

Lors de notre précédent exercice de prévision, en mars 2015, nous constatons un revirement de la dynamique d'investissement au second semestre 2014, en raison d'une dégradation générale de la confiance observée dès le printemps 2014. Nous tablions toutefois sur une reprise graduelle de la formation brute de capital fixe à l'horizon 2015 ; tous les déterminants économiques de l'investissement présentant alors des perspectives d'évolution fa-

Graphique 3.13 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, DGSIE – Calculs : IWEPS

Note : données en volume, corrigées des variations saisonnières.



avorable, dans un contexte international porteur. Les données issues des déclarations à la TVA, aujourd'hui disponibles pour les deux premiers trimestres de l'année 2015, accréditent ce scénario de redressement (cf. graphique 3.13).

Notre analyse globale de la situation conjoncturelle actuelle nous incite à réitérer un scénario de relance de la formation brute de capital fixe en Wallonie, que nous qualifierions de modérée, sur la période de projection.

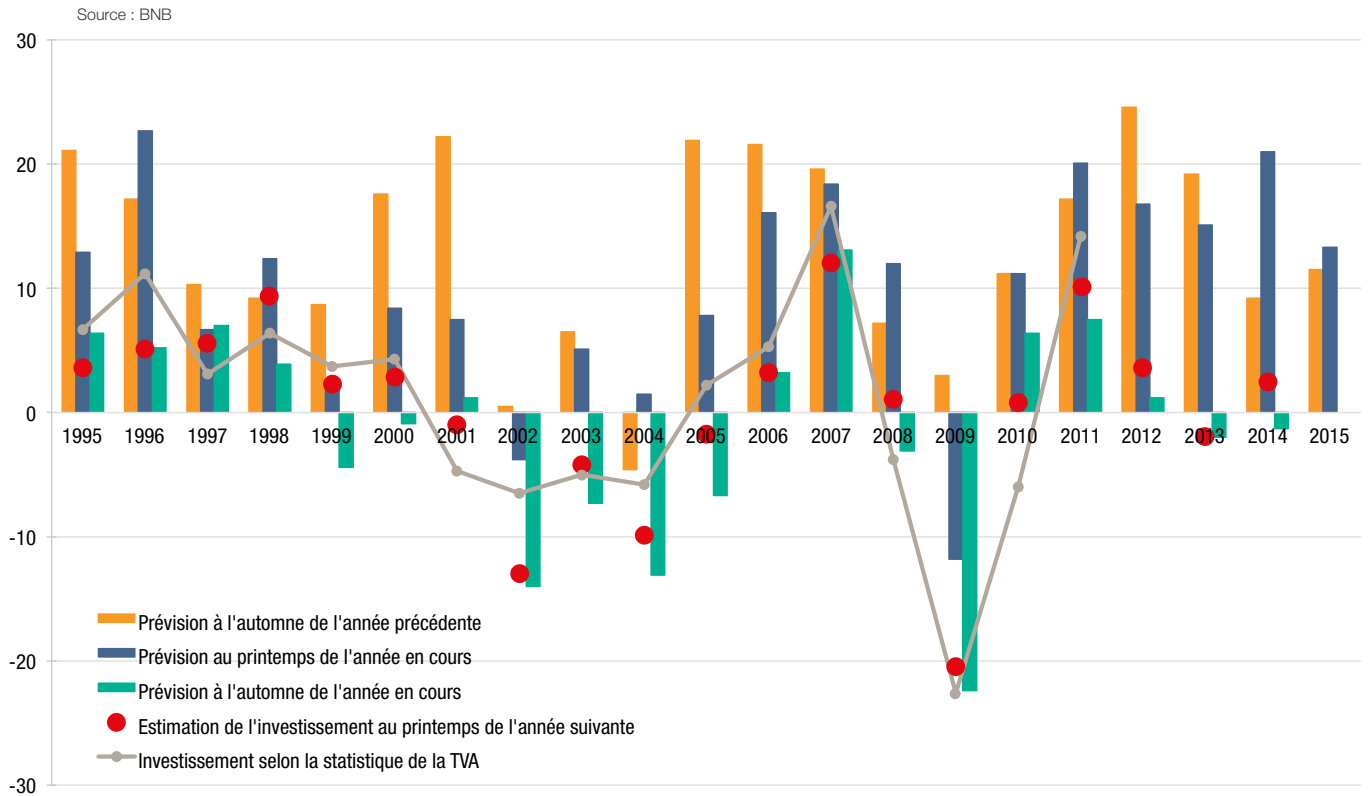
Sur la base de la dernière enquête semestrielle réalisée par la BNB auprès des entreprises de l'industrie manufacturière⁹, les entrepreneurs eux-mêmes s'inscrivent dans cette perspective de reprise. Au printemps 2015, les entrepreneurs annonçaient pour cette année une hausse sensible des montants investis (à prix courants) de l'ordre de +13%, confirmant ainsi leur estimation de l'automne

précédent (cf. graphique 3.14). Cette hausse des investissements serait principalement imputable aux grandes entreprises (plus de 500 travailleurs) et aux entreprises exportatrices (entreprises qui exportent entre 40 et 60% de leur production).

Cette prévision nationale dénote dans le chef des entrepreneurs une volonté d'investir ; propension aussi mise en avant par la dernière enquête semestrielle menée par l'Union wallonne des Entreprises auprès de ses membres (Point conjoncturel n°27, octobre 2015). Il convient toujours d'interpréter l'ampleur de ces anticipations d'investissement avec prudence : elles peuvent n'être que partiellement réalisées ou reportées à une année ultérieure. Au-delà de ce principe de précaution, le graphique 3.14, relatif aux prévisions et estimations successives des entrepreneurs quant au montant de leur investissement, laisse apparaître, sur les dernières années, de nets retour-

⁹ 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 »).

Graphique 3.14 Investissements en biens de capital fixe dans l'industrie manufacturière en Belgique : enquête semestrielle



nements dans la dynamique d'investissement, consécutifs à des soubresauts conjoncturels, tel que celui qu'a connu la Belgique au printemps 2014.

La succession de reprises économiques avortées, que nous avons connue ces cinq dernières années, constitue incontestablement un frein à la prise de risque et à toute relance rapide de l'investissement ; avec des entrepreneurs attentistes par rapport à des signaux de relance économique vigoureuse et très sensibles à toute annonce économique défavorable, en Wallonie comme à l'international, susceptible d'enrayer la reprise. Cette situation génère une incertitude importante pour l'exercice de prévision. Si les inquiétudes concernant les économies émergentes, avec en tête la Chine, venaient à entamer la confiance des entrepreneurs wallons, la reprise de l'investissement pourrait une nouvelle fois se gripper. A l'inverse, une bonne tenue des économies américaines et de la Zone euro pourrait doper l'activité et, par la même occasion, la confiance des entrepreneurs, donnant ainsi plus d'élan à l'investissement des entreprises wallonnes.

Nous détaillons dans les lignes qui suivent les arguments qui fondent ce diagnostic d'une reprise modérée de l'investissement productif d'ici 2016, en tenant compte de l'aléa évoqué ci-dessus.

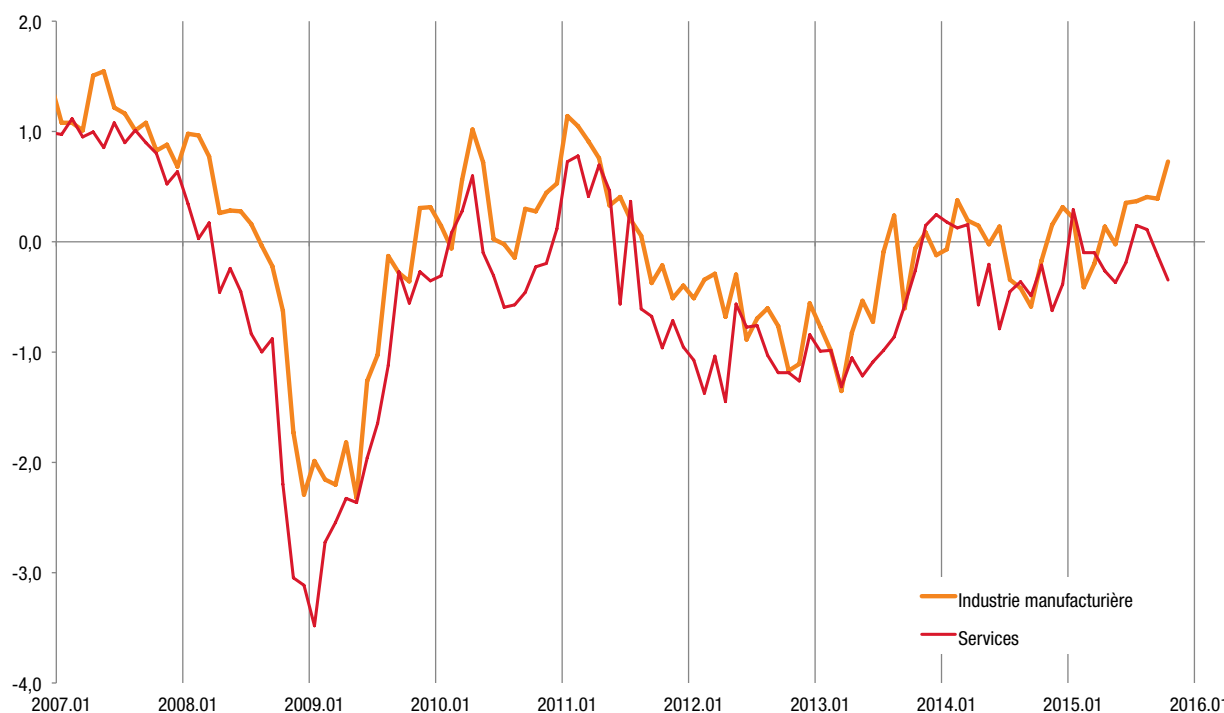
Des perspectives de demande relativement bien orientées, mais qui peinent à générer une activité suffisante pour créer une tension sur l'appareil productif

Dans l'industrie manufacturière, les anticipations de demande se sont redressées au début de l'année 2015 et sont actuellement bien orientées, à des niveaux au-deçà de la moyenne de long terme (cf. graphique 3.15).

Quant au taux d'utilisation des capacités de production industrielle, depuis le début de l'année 2014, il fluctue dans une zone proche de sa moyenne de long terme (77,8%) (cf. graphique 3.16). Ceci indique que, malgré la progression favorable du volume de commandes, l'activité économique générée peine à exercer une pression forte sur la capacité de production installée.

Graphique 3.15 Prévisions de la demande en Wallonie : industrie manufacturière et services – Moyenne centrée réduite

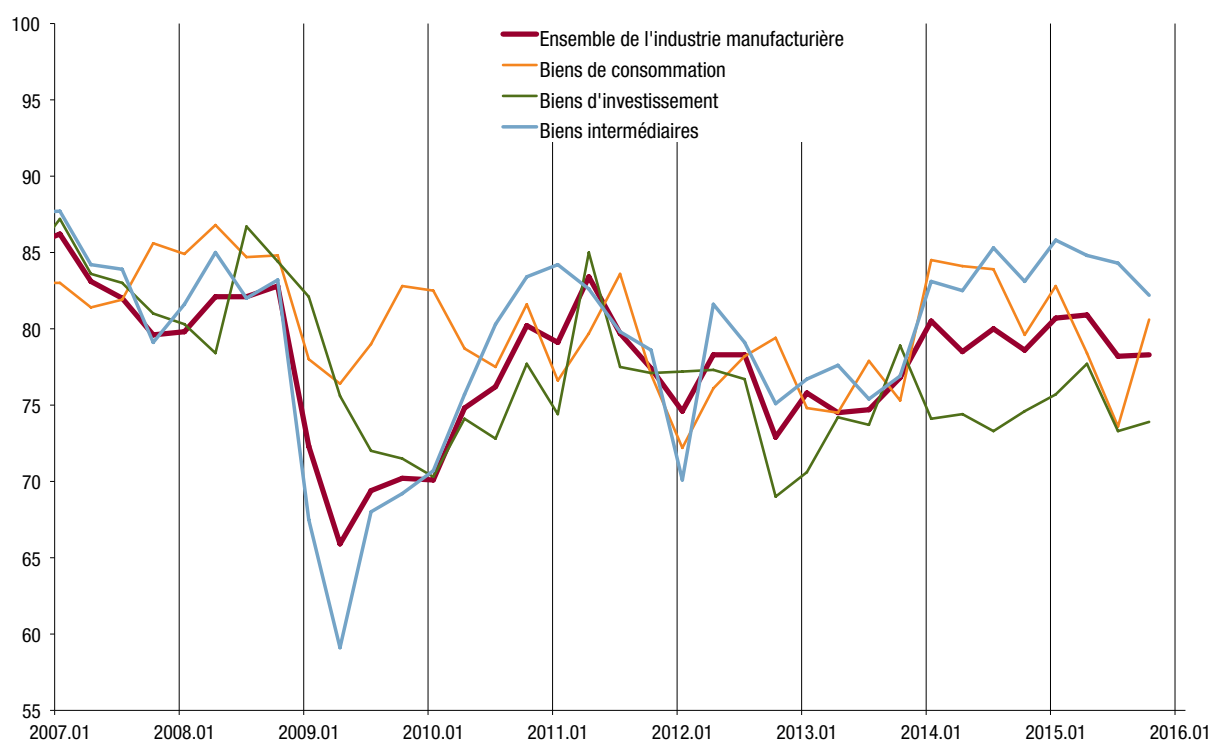
Source : BNB – Calculs : IWEPS



Graphique 3.16 Taux d'utilisation de la capacité de production en Wallonie – Données dessaisonnalisées

Note : la moyenne de longue période du degré d'utilisation de la capacité de production s'élève à 77,8% pour l'ensemble de l'industrie manufacturière, à 77,9% pour la production de biens d'investissement, à 78,8% pour la production de biens de consommation et à 78,7% pour la fabrication de biens intermédiaires.

Source : BNB – Calculs : IWEPS



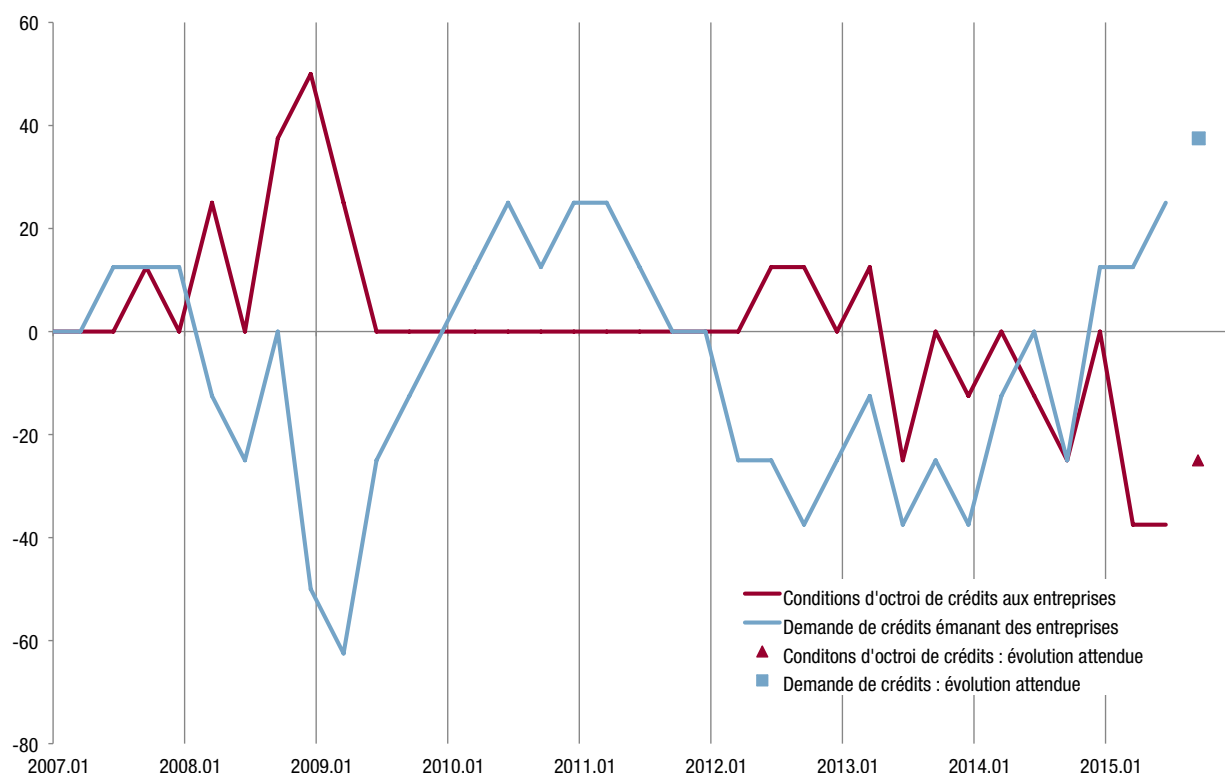
Graphique 3.17 Conditions d'octroi et demande de crédits des entreprises belges : appréciation globale des banques

Notes:

Conditions d'octroi de crédits aux entreprises : un résultat positif (négatif) indique un durcissement (assouplissement) des conditions d'octroi de crédits.

Demande de crédits émanant des entreprises : un résultat positif (négatif) indique une hausse (baisse) de la demande de crédits.

Source: BNB (Bank Lending Survey)



En outre, le taux d'utilisation des capacités de production pour l'industrie dans son ensemble cache des évolutions différentes selon le type de biens produits. Le taux d'utilisation pour la production de biens intermédiaires plafonne depuis le début de l'année 2015 à un niveau au-dessous de sa moyenne de long terme (entre 82% et 86%, pour une moyenne de long terme de 78,7%). En ce qui concerne les biens de consommation, le taux d'utilisation s'est nettement redressé sur les dernières données disponibles, passant de 73,6% en juillet à 80,6% en octobre. Par contre, sur la première partie de 2015, pour les biens d'investissement, le taux d'utilisation tend à plonger en dessous de sa moyenne de long terme et se situe en octobre à 73,9% (pour une moyenne de long terme de 77,9%).

Au final, le niveau général d'utilisation des capacités de production observé actuellement augure d'opportunités d'investissement, pour autant qu'une progression favorable des débouchés se maintienne dans les prochains mois, ce que nous considérons comme le plus probable, en lien avec notre scénario général d'une consolidation de l'activité économique d'ici 2016.

Des conditions de crédit qui continuent à s'assouplir

Quant aux paramètres financiers, au deuxième trimestre 2015, les chefs d'entreprises ont rapporté, pour le cinquième trimestre consécutif, une perception positive des conditions générales d'accès au crédit¹⁰. Cette bonne ap-

¹⁰ 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 crédits, les garanties exigées.

préciation découle d'une évaluation toujours positive, mais stabilisée par rapport au trimestre précédent, des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits et d'une vision moins négative, par rapport à la précédente enquête, des conditions non monétaires (frais, volumes et garanties exigées).

Ces perceptions des entrepreneurs sont cohérentes avec celles recueillies via les enquêtes européennes relatives au secteur bancaire (Bank Lending Survey¹¹ et MIR Survey¹²). L'enquête européenne sur les taux d'intérêt (MIR Survey) renseigne en Belgique, pour le mois d'août 2015, une légère baisse des taux appliqués aux crédits aux entreprises. La moyenne des taux d'intérêt s'établit à 2,02% (contre 2,07% en juillet), en lien avec les niveaux très bas 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 deuxième trimestre 2015 un nouvel assouplissement de leurs conditions de crédit à destination des entreprises, quelle que soit leur taille (cf. graphique 3.17). Parallèlement, les établissements belges de crédit font état d'un accroissement de la demande de prêts bancaires tant dans le chef des grandes entreprises que des PME. La formation brute de capital fixe est un des motifs qui justifient cette demande de fonds bancaires. Selon les banques, la disponibilité de financement interne aurait modéré la demande de financement bancaire de la part des entreprises.

Pour le troisième trimestre de l'année 2015, les banques belges envisagent d'assouplir à nouveau leurs critères d'octroi et tablent sur une expansion de la demande de crédits des entreprises.

La poursuite du cycle d'assouplissement des conditions de prêts bancaires et la disponibilité de fonds internes

dans le chef de certaines entreprises devraient permettre aux entrepreneurs de trouver, à l'horizon 2016, un environnement financier propice au soutien de leurs projets d'investissement.

Une relance modérée de la formation brute de capital fixe à l'horizon 2016

Au final, en 2015 et 2016, l'investissement productif devrait contribuer positivement à l'activité économique en Wallonie. Avec un profil de croissance modérée et en progression à partir du troisième trimestre 2015, nous tablons sur une croissance annuelle de l'ordre de +3,1% en 2015 et +0,4% en 2016. Le faible chiffre de 2016 pour la Wallonie s'explique par un effet de seuil négatif, lié à une hausse exceptionnelle des investissements au premier trimestre 2015, résultant d'un achat de brevets à l'étranger. En d'autres termes, il doit être considéré comme une conséquence mécanique d'une stratégie individuelle d'investissement et non comme un revirement de la dynamique globale d'investissement des entreprises wallonnes.

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 budgets 2016 des différents niveaux de pouvoir sont en cours de finalisation. La Région wallonne, la Fédération Wallonie-Bruxelles, mais aussi l'Etat fédéral, poursuivent leur trajectoire budgétaire, devant mener à moyen terme à un retour à l'équilibre. Les dépenses publiques sont

¹¹ 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).

¹² L'enquête de l'Eurosystème sur les taux d'intérêt (*MIR Survey*) fournit mensuellement une information sur les taux appliqués par les institutions financières monétaires aux dépôts et aux emprunts des sociétés non financières et des ménages. Une notice méthodologique relative à cette enquête est disponible sur le site de la BNB (http://www.nbb.be/doc/DQ/MIR/fr/presentation/MIR_mir.htm).

donc toujours resserrées, laissant peu de marges de manœuvre pour des politiques nouvelles.

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

Pour 2015, nous tablons sur une croissance de la consommation publique, tant en Wallonie qu'en Belgique, de +0,3%, 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. En 2016, la consommation publique devrait connaître une croissance à peine plus élevée, de l'ordre de +0,5%.

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, nous estimons que les investissements publics enregistreront une augmentation de l'ordre de +0,9% en 2015 et de +1,4% en 2016.

3.4 L'évolution de l'emploi

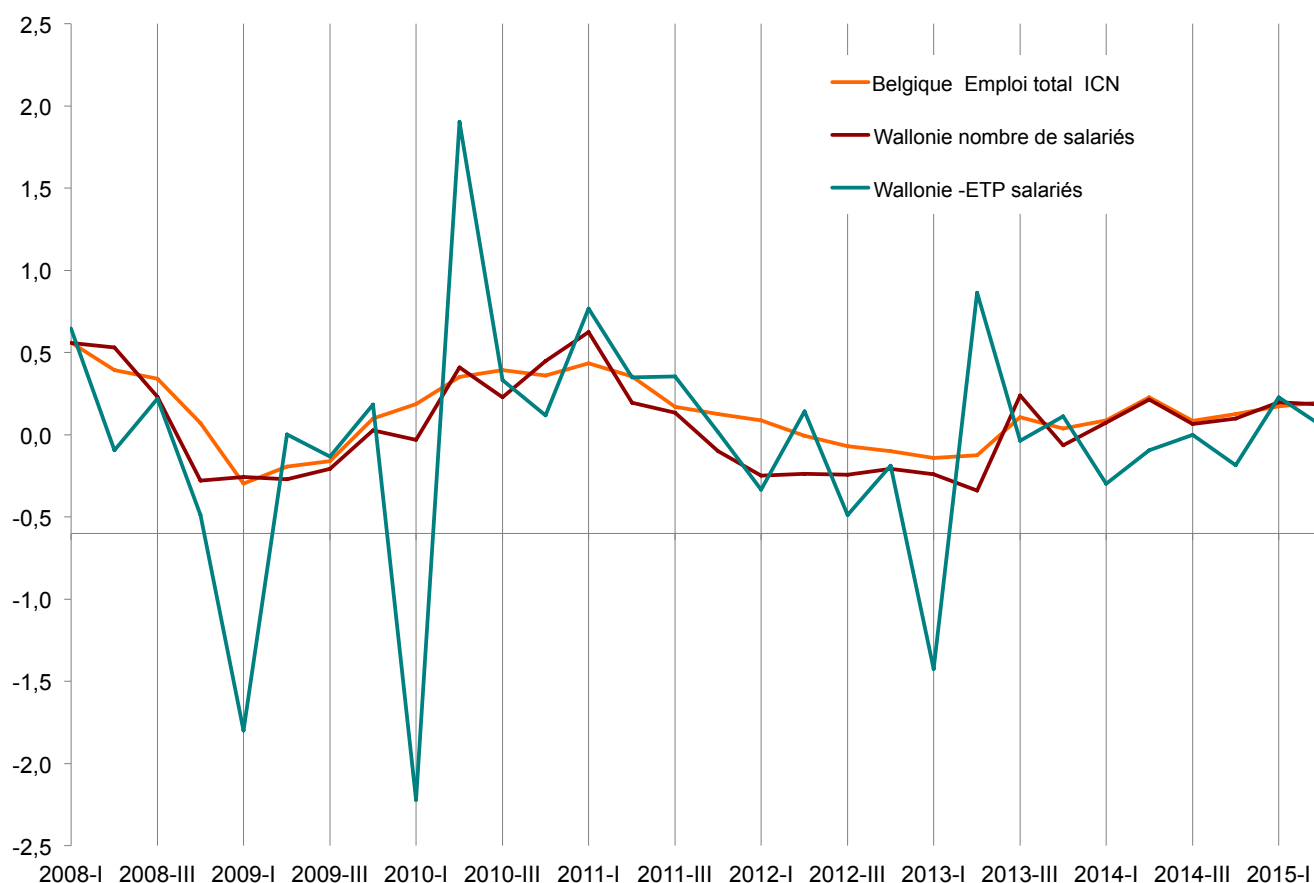
Dans un contexte de poursuite de la reprise économique, la croissance de l'emploi s'est raffermie en début d'année 2015, comme en témoignent les données de l'ONSS disponibles pour les deux premiers trimestres. A un trimestre d'écart, le nombre de salariés assujettis à l'ONSS s'est ainsi accru de +0,2% lors de chacun des deux premiers trimestres 2015 (cf. graphique 3.18). Le rythme de croissance reste néanmoins modéré, les entreprises, dans un contexte de croissance économique encore modeste et un climat encore incertain, souhaitant vraisemblablement encore relever le niveau de la productivité du travail dont le niveau demeure faible dans une perspective historique, avant de procéder à de nouvelles embauches. Notons également que depuis 2014, on observe un essoufflement

du soutien qu'offrait le système des titres-services à la progression de l'emploi¹³.

Le recul du volume de travail observé globalement sur l'ensemble de l'année 2014 (cf. graphique 3.18) s'est arrêté à partir du début d'année 2015, la croissance trimestrielle s'établissant à +0,2% et +0,1%, respectivement au premier et au deuxième trimestre de 2015 (données des-saisonnalisées). En outre, le recours des entreprises au chômage temporaire (données disponibles jusqu'en août 2015, cf. graphique 3.19), affiche une tendance baissière au cours des derniers mois, laissant présager la poursuite du relèvement du volume de travail au cours des mois récents.

Graphique 3.18 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 %

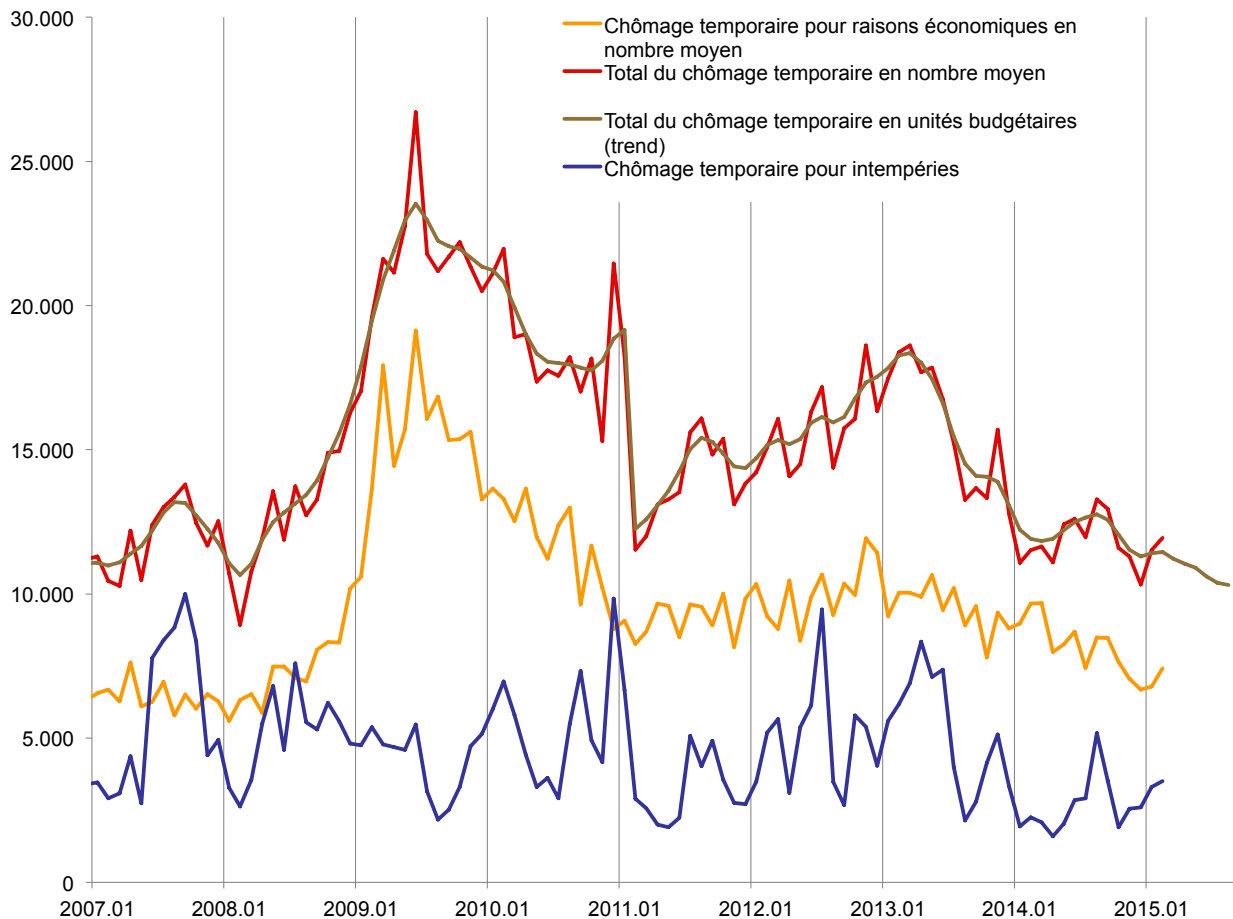
Sources : ONSS brochure verte ; ICN Comptes trimestriels – Calculs : IWEPS



¹³ D'après les données de l'ONEM, le nombre de chèques vendus en Wallonie ne progresse plus à un an d'écart depuis 2014.

Graphique 3.19 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 ».



La décomposition sectorielle réalisée par l'ONSS¹⁴ montre que la croissance de l'emploi continue à être largement soutenue par la demande de travail via l'intérim depuis le début de 2015. Le niveau élevé du taux de croissance à un an d'écart du nombre d'heures effectuées par les travailleurs intérimaires confirme cette tendance pour la Wallonie. Les données les plus récentes montrent cependant un léger tassement du taux de croissance à un an d'écart (cf. graphique 3.20). Le taux de croissance à un mois d'écart publié par Federgon est même devenu négatif au

mois d'août 2015 (-0,7%)¹⁵. Cette évolution pourrait néanmoins être interprétée comme un signal positif pour le marché de l'emploi. Les entreprises encore relativement frileuses en début d'année auraient préféré recourir dans un premier temps au travail intérimaire pour ajuster le volume de travail à l'activité économique. Elles seraient maintenant prêtes à recruter sur la base de contrat « fixe » comme en témoigne l'augmentation du taux de vacances d'emploi¹⁶ pour les postes fixes (de 1,8% au second trimestre 2014 à 2,0% au trimestre correspondant de 2015,

¹⁴ Voir ONSS, Estimations rapides de l'emploi salarié (ONSS) pour le premier trimestre 2015 et ONSS, Estimations rapides de l'emploi salarié (ONSS) pour le deuxième trimestre 2015.

¹⁵ « Market Update » Fédération des partenaires de l'emploi (FEDERGON), 08-2015, « Decreased TAW activity in August ». Lien : <http://www.federgon.be/fr/travail-interimaires/chiffres/chiffres-mensuels-de-linterim/>

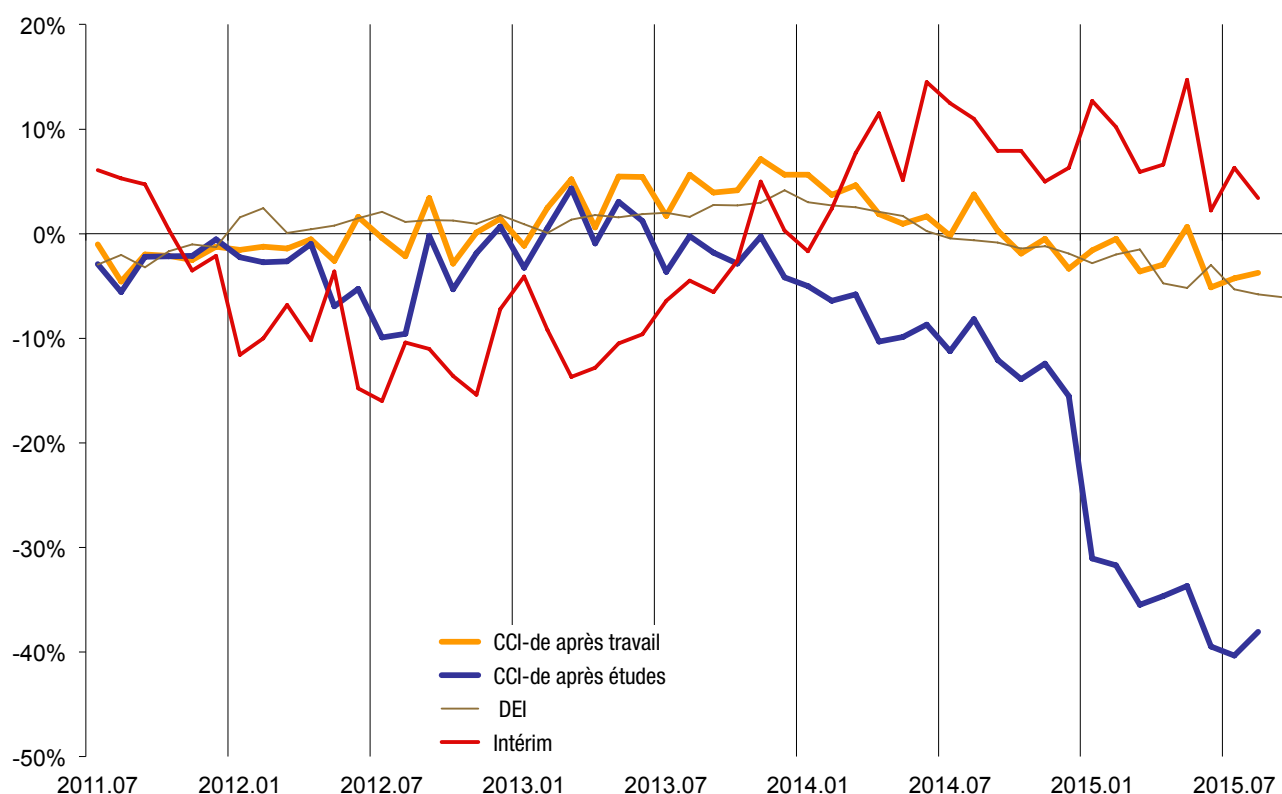
¹⁶ Un emploi vacant est un poste rémunéré nouvellement créé pour une durée d'au moins quatre semaines, non pourvu ou qui deviendra vacant sous peu et pour lequel des démarches actives sont menées afin de trouver un candidat approprié en dehors de l'entreprise.

Un poste occupé est un poste rémunéré au sein de l'organisation à laquelle un salarié a été affecté.

Le taux de vacance d'emploi est calculé en divisant le nombre d'emplois vacants par la somme des emplois vacants et des postes occupés.

Graphique 3.20 Taux de croissance à un an d'écart du nombre d'heures effectuées par les travailleurs intérimaires, du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés (DEI), du nombre de chômeurs complets indemnisés après travail et du nombre de chômeurs complets indemnisés après études, en Wallonie

Sources : « Market Update » Fédération des partenaires de l'emploi (FEDERGON), ONEM STAT-INFO, Forem.



soit une hausse de 0,2 point) alors que le taux d'emploi vacant pour l'intérim recule à un an d'écart (de 18,5% au second trimestre 2014 à 17,3% au trimestre correspondant de 2015, soit une baisse de 1,2 point¹⁷). La légère reprise de la croissance du nombre d'opportunités d'emploi reçues par le Forem au cours des tout derniers mois confirme cette tendance¹⁸.

En lien avec la consolidation de l'emploi, le nombre de chômeurs a sensiblement diminué au cours des derniers mois. Notons cependant que la baisse n'est pas uniquement le reflet de l'embellie conjoncturelle.

En effet, elle reflète également des modifications de la réglementation et des procédures de suivi. Ces mesures ont particulièrement touché les demandeurs d'emploi bénéficiant d'une allocation d'insertion. Ainsi, les procédures de suivi concernant les allocataires d'insertion ont été renforcées depuis 2013 et, en 2014, une telle procédure a été introduite pour les jeunes en stage d'insertion, c'est-à-dire avant l'indemnisation, limitant ainsi les entrées dans la catégorie des CCI après études¹⁹. Ceci explique en partie le recul important depuis mi-2013 du nombre de personnes appartenant à cette catégorie (cf. graphique 3.20). Par ailleurs, depuis le 1^{er} janvier 2012, le droit aux allocations

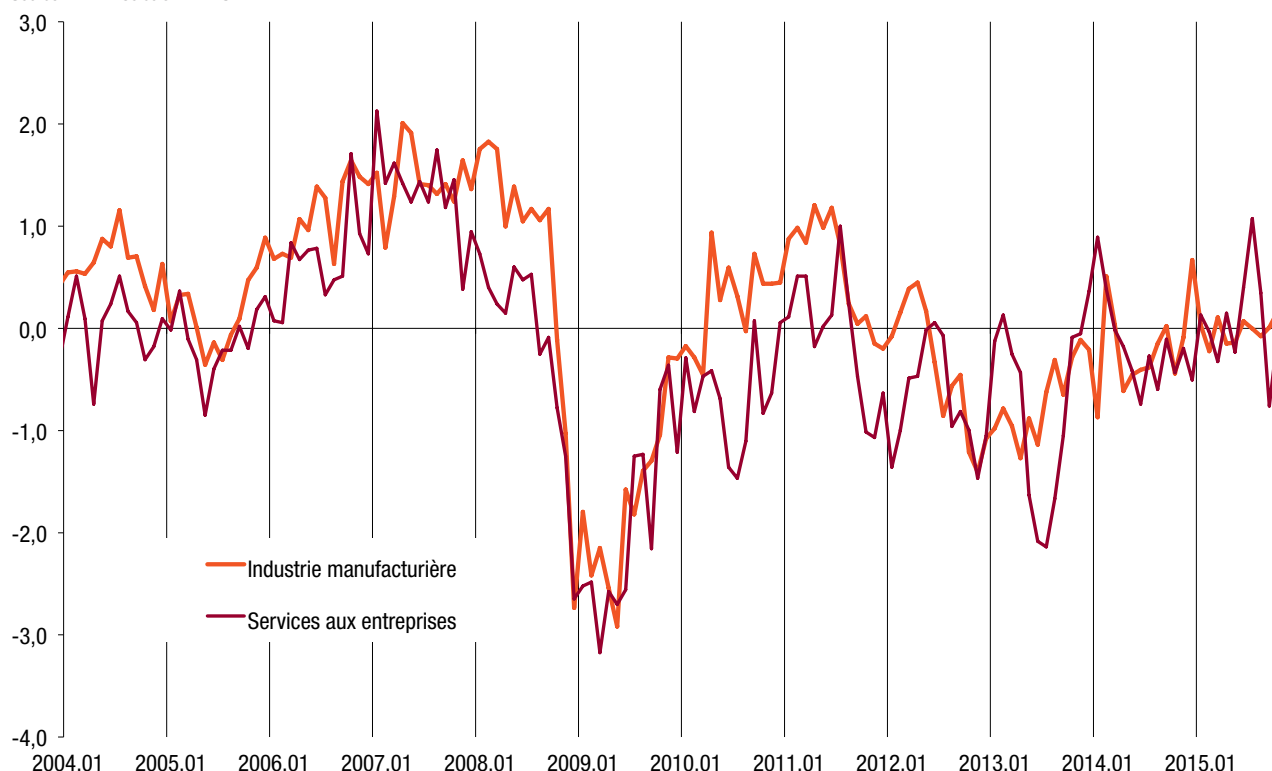
¹⁷ Source : Direction générale Statistique - Statistics Belgium, Enquête trimestrielle sur les postes vacants, lien : <http://statbel.fgov.be/fr/statistiques/chiffres/travailvie/vacature/>

¹⁸ Source : Le Forem, lien : <https://www.leforem.be/chiffres-et-analyses/statistiques/statistiques-locales/opportunite-emploi.html>. Ces données sont également analysées par le Forem dans « Suivi des effets de la crise sur le marché de l'emploi wallon - Août 2015 » lien : <https://www.leforem.be/chiffres-et-analyses/analyses-et-actualites/marche-de-l-emploi-wallon-analyses/indicateurs-d-impact-de-la-crise.html>

¹⁹ Voir ONEM -L'ONEM en 2014. Volume 2 : Indicateurs du marché du travail et évolution des allocations.

Graphique 3.21 Industrie manufacturière et services aux entreprises: prévision de l'emploi au cours des trois prochains mois – Moyennes centrées réduites

Source : BNB - Calculs : IWEPS



d'insertion (c'est-à-dire l'indemnisation sur la base des études) est limité à trois ans, entraînant une chute du nombre de CCI bénéficiant d'allocations sur la base des études en janvier 2015. Comme le montre le graphique 3.20, l'évolution du taux de croissance à un an d'écart du nombre de CCI bénéficiant d'allocations sur la base des études se détache largement de l'évolution du nombre de CCI percevant des allocations sur la base du travail.

Le nombre de chômeurs relevant de cette dernière catégorie a été moins influencé par les changements réglementaires et montre une tendance baissière depuis mi-2014, tendance observée également pour les demandeurs d'emploi inoccupés (DEI) et que nous interprétons comme un réel signe de l'amélioration de la situation du marché du travail²⁰.

Par ailleurs, les données d'enquête témoignent également de l'amélioration des perspectives du marché du travail. Ainsi, les prévisions d'emploi au cours des trois prochains mois établies par la BNB sur la base d'enquêtes mensuelles auprès des entreprises ont tendance à se redresser depuis mi-2014 (cf. graphique 3.21). Les toutes dernières données, plus volatiles dans le secteur des services aux entreprises, montrent que les répondants à l'enquête sont encore hésitants. En outre, l'enquête de l'UCM auprès d'un panel d'indépendants et de chefs de PME wallonnes et bruxelloises confirme les perspectives de croissance positive de l'emploi pour les prochains trimestres, quoiqu'à un rythme lent²¹. Enfin, la dernière enquête semestrielle menée par l'Union wallonne des Entreprises²² auprès de ses membres montre également une amélioration des prévisions d'embauches.

²⁰ D'un autre côté, signalons qu'un autre changement réglementaire est intervenu récemment, induisant au contraire une hausse mécanique du nombre de CCI. En effet, l'âge à partir duquel les chômeurs peuvent demander une dispense d'inscription comme demandeur d'emploi a été relevé de 58 à 60 ans au 1^{er} janvier 2013 et de nouvelles restrictions ont été apportées à la possibilité de demander cette dispense depuis le 1^{er} janvier 2015 pour les nouveaux entrants âgés de 60 ans ou plus. L'évolution du nombre de DEI selon la catégorie d'âge montre ainsi que les modifications réglementaires ont sensiblement affecté les statistiques relatives aux chômeurs âgés sur la période récente.

²¹ UCM – Charlie Tchinda – PME Wallonie-Bruxelles – Situation au 2^e trimestre 2015.

²² Point conjoncturel n°27, octobre 2015.

Sur la base des différents éléments présentés précédemment, nous estimons qu'en deuxième partie d'année 2015 la croissance de l'emploi s'établirait à un rythme semblable à celui enregistré en première partie d'année. Dès lors, la croissance de l'emploi serait de +0,5% en moyenne annuelle en 2015, soit une augmentation de 6 400 unités. Endéans l'année, c'est-à-dire entre le début et la fin de l'année 2015, 7 400 emplois seraient créés (créations nettes).

En 2016, malgré le renforcement de la reprise économique qui est attendu, nous estimons que la croissance de l'emploi ne s'accélérerait que très légèrement en fin d'année. En effet, les entreprises devraient encore profiter de la reprise pour récupérer des gains de productivité. D'après notre analyse, ce processus amorcé en 2014 se serait poursuivi en 2015 puisque nous estimons que sur l'en-

semble de l'année la croissance de l'emploi (+0,5%) serait nettement plus faible que celle de l'activité (+1,0%) et nous considérons que les entreprises poursuivront dans cette voie en 2016.

En résumé, nous prévoyons qu'en 2016 la croissance de l'emploi wallon se poursuivrait régulièrement à un rythme de l'ordre de +0,2% de croissance par trimestre en première partie d'année. En deuxième partie d'année, le renforcement de l'activité économique se traduirait par une légère accélération du rythme de croissance des créations nettes d'emploi, la productivité du travail ayant retrouvé son niveau d'avant la crise de 2008. Il en résulterait une augmentation de 11 700 travailleurs endéans l'année²³, soit 9 000 en moyenne annuelle²⁴ (+0,7%) alors que dans le même temps le PIB croîtrait de +1,4%.

²³ Cela signifie qu'entre le début de l'année 2016 (mesuré en fait au 31 décembre 2015) et la fin de l'année 2016 (31 décembre 2016) l'emploi en Wallonie se sera accru de 11 700 unités.

²⁴ Si l'on compare l'emploi en Wallonie en 2015 en moyenne annuelle (c'est-à-dire tel que publié dans la comptabilité régionale) et l'emploi en 2016 que nous estimons également en moyenne annuelle, on obtient une différence de 9 000 unités.



Wallonie



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

Route de Louvain-la-Neuve, 2

B-5001 BELGRADE – NAMUR

Tél. 32 (0)81 46 84 11

Fax 32 (0)81 46 84 12

www.iweeps.be

info@iweeps.be

Suivez-nous sur :   