Les thématiques de l'IWEPS







Table des matières

| 1. | PEF | RSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE POUR | |
|----|------|--|----|
| | LA I | PÉRIODE 2016-2017 | 5 |
| | | | |
| 2. | CO | NTEXTE 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 | 25 |
| | | 2.1.4. Politique monétaire, évolution des taux longs et marché des changes | 27 |
| | 2.2. | La situation conjoncturelle en Belgique | 35 |
| | | | |
| 3. | TEN | IDANCES ECONOMIQUES EN WALLONIE | 41 |
| | 3.1. | L'activité économique | 42 |
| | 3.2. | Le commerce extérieur | 48 |
| | 3.3. | La demande intérieure | 52 |
| | | 3.3.1. Les ménages | 52 |
| | | 3.3.2. Les entreprises | 63 |
| | | 3.3.3. Le secteur public | 68 |
| | 3 4 | L'évolution de l'emploi | 69 |

Les Tendances économiques présentées ci-dessous ont été élaborées par : SébastienBRUNET,FrédéricCARUSO,MarcDEBUISSON,DidierHENRY,EvelyneISTACE,VirginieLOUIS, Olivier MEUNIER, 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 21 octobre 2016



1. PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE POUR LA PÉRIODE 2016-2017

Un contexte mondial peu porteur...

La croissance économique mondiale est restée très contenue dans une perspective historique au cours des mois récents. Sous l'effet notamment de la faible demande chinoise qui découle de la poursuite du processus de transformation structurelle de son économie, la demande mondiale de marchandises, ainsi que les prix des matières premières, sont restés à de très faibles niveaux. C'est une des raisons pour lesquelles l'activité économique dans la plupart des économies émergentes exportatrices est demeurée atone. En outre, cette situation rend les investissements dans le domaine énergétique peu rentables, expliquant en partie pourquoi la croissance a été décevante aux États-Unis récemment, malgré la poursuite de l'amélioration du marché du travail. Les publications récentes des perspectives économiques mondiales établies par le FMI annoncent ainsi que la croissance se repliera sur l'ensemble de l'année 2016 (+3,1%) au niveau le plus faible observé depuis la crise de 2009, alors que 2015 avait déjà été particulièrement médiocre.

En outre, le ralentissement de l'économie mondiale s'accompagne d'un fléchissement encore plus prononcé du commerce international. Ainsi, alors que durant les deux décennies précédant la crise, le commerce international avait augmenté en moyenne à un rythme près de deux fois plus élevé que celui de l'activité économique¹, il apparaît que cette relation s'estompe lors des dernières années. Bien qu'une série de facteurs soient probablement en cause, il semble que le niveau déprimé des dépenses d'investissement au niveau mondial depuis la sortie de crise en soit la principale raison. En effet, la vigueur de ce type de dépenses, dans un contexte d'externalisation croissante des processus de production et d'allongement continu des chaînes de valeur à l'échelle de la planète, avait largement contribué à la croissance exceptionnelle des échanges internationaux dans la période d'avant crise.

En 2017, toujours d'après le FMI, la croissance écono-mique mondiale rebondirait modestement (+3,4%), sur fond de hausse modérée des prix des matières premières, à la faveur d'une reprise graduelle dans les économies émergentes et également d'un raffermissement plus net de la croissance aux États-Unis.

...dans lequel la Zone euro semble néanmoins tirer son épingle du jeu jusqu'à présent

Paradoxalement, dans ce contexte de croissance mondiale en berne, la situation conjoncturelle en Zone euro a plutôt eu tendance à s'améliorer dans le courant de l'année 2015, principalement sous l'effet d'un renforcement de la consommation des ménages et, dans une moindre mesure, des investissements privés. Les ménages et les entreprises des pays de la Zone euro ont en effet bénéficié des effets déflationnistes liés à la baisse généralisée des prix des matières premières, ce qui a stimulé le pouvoir d'achat et a contribué au redressement de la rentabilité des entreprises. Alors que le redémarrage des investissements productifs demeure modeste jusqu'à présent, les entreprises européennes ont profité du relèvement de leurs marges pour procéder à de nombreux engagements. La vigueur relative de la progression de l'emploi en Zone euro, eu égard au rythme de croissance de l'activité, est un phénomène remarquable à l'heure actuelle, permettant au chômage de s'inscrire en recul continu depuis plusieurs mois. Il s'agit là sans conteste d'un élément très favorable qui devrait continuer à soutenir les dépenses de consommation et d'investissement des ménages européens à l'avenir.

Toutefois, la croissance en Zone euro est en phase de ralentissement. Le deuxième trimestre de cette année a ainsi déjà été marqué par un fléchissement de la croissance. Même si des facteurs temporaires semblent être

¹ FMI, « Global Trade : What's Behind the Slowdown? », World Economic Outlook, Chapitre 2, Octobre 2016.

L'activité économique en Wallonie a été soutenue par la demande externe, alors que des facteurs internes spécifiques à la région ont pesé sur l'activité en première partie d'année 2016

Étant donné que les entreprises wallonnes exportatrices sont spécialisées dans la production de biens intermédiaires et sont intégrées dans des chaînes de valeur principalement européennes, l'évolution du commerce extérieur de la région a bénéficié jusqu'ici de l'orientation favorable de la demande intérieure en Zone euro, même si la croissance des exportations wallonnes est vraisemblablement restée plus faible que la moyenne belge.

D'un autre côté, les différentes composantes de la demande intérieure en Wallonie ont souffert en première partie d'année. Force est ainsi de constater que l'amélioration de la rentabilité des entreprises wallonnes qui s'est opérée depuis plusieurs trimestres, en partie grâce à la baisse des prix énergétiques, n'a pas donné lieu à un franc rebond des dépenses d'investissement. Les entreprises ont visiblement préféré affecter leurs nouvelles ressources financières à l'emploi plutôt qu'aux investissements. Il n'est pas exclu que les mesures de réductions du coût du travail mises en place au niveau fédéral au cours des années récentes, en modifiant sensiblement les prix relatifs des facteurs, aient eu une influence sur les choix stratégiques des entrepreneurs en termes d'allocation des ressources. Toujours est-il que les dépenses d'investissement sont, d'après les premières observations dont nous disposons, restées désespérément atones, dans un contexte de regain d'incertitude qui a particulièrement touché les industriels wallons lors des tout premiers mois de l'année.

En outre, malgré les évolutions globalement très favorables du marché du travail, nous estimons que la consommation des ménages wallons a connu un net fléchissement en première partie d'année 2016, à l'instar de ce qui est observé au niveau belge durant cette période. Cette évolution s'explique en grande partie par la recrudescence de l'inflation depuis le début de l'année, qui a entamé le pouvoir d'achat des ménages, dans un contexte d'évolution salariale toujours limitée. Notons que le rebond de l'inflation est un phénomène typiquement belge à l'heure actuelle, lié au relèvement d'une série de taxes et accises, tandis que l'inflation dans la plupart des pays de la Zone euro demeure à un niveau plancher. En outre, il semble que des facteurs spécifiques, tels les évènements tragiques de mars dernier, aient sensiblement entamé le climat général de confiance des ménages belges et wallons en début d'année. Ceci a pu peser sur leur comportement de dépenses, si bien que la contribution de la consommation privée à la croissance s'est avérée bien plus faible qu'en moyenne en Europe.

Enfin, le climat de confiance plus fragile a aussi pesé sur les dépenses d'investissement résidentiel des ménages wallons durant la première partie de cette année. Vraisemblablement stimulés en 2015 par la volonté d'anticiper l'entrée en vigueur de restrictions fiscales (sur les avantages accordés aux détenteurs d'un crédit hypothécaire et sur le régime de TVA appliqué aux rénovations), ces investissements auraient connu un repli mécanique en première partie d'année 2016. Or, l'évolution décevante des autorisations de bâtir n'augure pas d'un redressement rapide de cette composante de la demande au cours des prochains trimestres.

Les exportations wallonnes seraient affectées à court terme par le tassement de la croissance en Zone euro, tandis que la demande intérieure est appelée à se raffermir

Dans les trimestres à venir, la contribution des exportations wallonnes à la croissance économique se tasserait en raison du ralentissement de la croissance attendue en Zone euro, si bien que sur l'ensemble de l'année 2016 les exportations n'enregistreraient qu'une progression modeste (+2,8% après +4,4% en 2015). En deuxième partie d'année 2017, la demande globale adressée aux entreprises exportatrices wallonnes devrait se raffermir plus franchement, à la faveur du renforcement de la dynamique des investissements en Zone euro et d'une accélération de la croissance à l'échelle mondiale. En raison d'une faible évolution au tournant des années 2016-2017, la croissance moyenne des exportations wallonnes ne rebondirait toutefois que légèrement sur l'ensemble de l'année 2017 (+3,7%). D'un autre côté, l'évolution défavorable de la demande intérieure en première partie d'année 2016 s'est accompagnée d'une croissance très lente des importations. A l'avenir, le renforcement attendu de la demande intérieure wallonne stimulera dans une large mesure la demande de biens importés. Ainsi, la contribution du commerce extérieur à la croissance wallonne serait plus faible en 2017 qu'en 2016, malgré le raffermissement relatif des exportations attendu l'année prochaine.

Il est en effet attendu que la demande intérieure wallonne se relève graduellement à l'avenir, compensant en partie l'impact du tassement temporaire du commerce extérieur sur la croissance domestique. D'une part, la consommation des ménages devrait pouvoir bénéficier des acquis récents en termes d'emplois ; d'autant plus que l'emploi devrait continuer à progresser à l'avenir, comme l'indiquent notamment les prévisions d'embauches remarquablement bien orientées dans les enquêtes auprès des entreprises. Selon notre scénario, dans un contexte de croissance économique somme toute modérée et de poursuite du rétablissement de la productivité moyenne du travail, la croissance de l'emploi ralentirait toutefois en 2017 (+0,6% ou 8 000 unités) par rapport à 2016 (+0,9%, soit 9 200 unités). En outre, l'indexation des salaires intervenue durant l'été 2016, ainsi que la nouvelle indexation prévue pour l'été 2017, soutiennent indéniablement le pouvoir d'achat, tandis que les prochaines négociations intersectorielles pourraient permettre une augmentation plus substantielle des salaires réels en 2017. Toutefois, compte tenu du net regain d'inflation en 2016 et 2017 (à +2,0% et +1,7% en moyenne annuelle), le pouvoir d'achat ne progresserait finalement que modérément à raison de respectivement +1,3% et +1,2%. Étant donné le très faible premier semestre, la croissance des dépenses de consommation n'atteindrait que +0,8% en 2016. Ainsi, après plusieurs années de baisse du taux d'épargne, les ménages wallons auraient profité du redressement de leurs revenus en 2016 pour reconstituer leur épargne de précaution, dans un contexte de regain de l'incertitude. En 2017, la consommation privée augmenterait au même rythme que le revenu disponible (+1,2%), impliquant une stabilisation du taux d'épargne.

D'autre part, les conditions semblent à présent réunies pour pouvoir assister à un raffermissement plus franc des dépenses d'investissement productif. En effet, les conditions de financement auxquelles font face les entreprises, tant internes qu'externes, sont très favorables. Les pers-

pectives de demande se sont bien redressées au cours des derniers mois. Et des tensions semblent progressivement se faire jour sur les capacités de production installées. Néanmoins, la croissance économique attendue demeurant dans un premier temps encore relativement modeste, nous n'anticipons pas de véritable accélération des investissements à court terme. En deuxième partie d'année 2017, lorsque la croissance se sera renforcée, les dépenses d'investissement pourraient alors se raffermir davantage.

Enfin, si l'on en croit les intentions d'investir des ménages et les attentes des professionnels du secteur, les dépenses d'investissement en logements devraient graduellement afficher une tendance haussière sur l'horizon de projection. Ces dépenses profiteraient en effet de la poursuite de l'amélioration du pouvoir d'achat, sur fond d'augmentation régulière de l'emploi, ainsi que des conditions du crédit bancaire qui semblent relativement favorables, en particulier en termes de taux d'intérêt.

Les différents éléments de notre scénario exposés précédemment impliquent que la croissance annuelle moyenne du PIB wallon serait de +1,2% en 2016, croissance identique à celle de 2015. En 2017, après un début d'année marqué par le tassement de la demande externe, la croissance de trimestre à trimestre se relèverait progressivement en deuxième partie d'année, si bien que sur l'ensemble de l'année la croissance économique wallonne atteindrait +1,4%.

Un certain nombre de risques entourent notre scénario central

Notre scénario est conditionnel à un certain nombre d'hypothèses dont la réalisation est naturellement sujette à l'incertitude.

En particulier, l'intensité des répercussions économiques qu'aura effectivement le Brexit sur la dynamique de croissance en Zone euro et sur les exportations de la

Wallonie est encore délicate à estimer à l'heure actuelle. Nous avons retenu dans notre scénario une hypothèse de tassement des importations britanniques de biens et services européens au cours des prochains trimestres, en lien avec les prévisions de croissance établies par le FMI qui attestent d'un ralentissement de l'activité économique outre-Manche, sensible certes, mais qui ne perdurerait pas au-delà du court terme. Or, signalons que le processus de négociation des conditions de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne qui s'enclenchera en début d'année 2017 pourrait constituer une source d'incertitude supplémentaire dans le chef des agents économiques britanniques et européens, notamment si un blocage majeur devait apparaître entre les partenaires. Ce regain d'incertitude, non anticipé à ce stade dans notre scénario, pourrait affecter les investissements productifs au sein de la Zone euro et engendrer un tassement plus prononcé qu'attendu des exportations wallonnes. D'un autre côté, le ralentissement de l'économie britannique pourrait s'avérer plus faible qu'anticipé dans notre scénario, si le rebond récent des indicateurs conjoncturels se confirme.

Par ailleurs, la confiance des consommateurs wallons semble avoir été fortement ébranlée en ce début d'automne par les annonces de futures restructurations importantes dans un certain nombre de secteurs d'activité. Les résultats d'enquêtes plus spécifiques se rapportant à l'évaluation que formulent les ménages sur leur situation personnelle (actuelle et anticipée) ne s'étant pas dégradés outre mesure, nous avons considéré que leurs comportements de consommation et d'investissement ne devraient pas être sensiblement affectés à l'avenir. D'après notre scénario, les ménages devraient notamment profiter de la poursuite de l'amélioration du marché du travail et de la progression continue de leur revenu pour continuer à consommer et investir. Or, il se pourrait que la confiance des ménages demeure faible dans les prochains mois, affectant progressivement la perception de leur situation personnelle, ce qui pèserait davantage sur la croissance des dépenses que nous anticipons.

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

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

 $(1) \ CONTRIBUTION \ \grave{A}\ LA\ CROISSANCE\ ANNUELLE\ DU\ PIB\ (HORS\ SOLDE\ DU\ COMMERCE\ INTERRÉGIONAL\ POUR\ LA\ WALLONIE).$

(2) VARIATION ANNUELLE CORRIGÉE POUR LES JOURS OUVRABLES.

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

Prévisions arrêtées le 21 octobre 2016.



2.1 LE CONTEXTE INTERNATIONAL

2.1.1. Croissance mondiale

Le 23 juin dernier, l'issue du vote favorable au Brexit a surpris les marchés. Quatre mois après, force est cependant de constater que les conséquences économiques restent limitées et largement inconnues pour les prochaines années. Les prévisions des institutions internationales tentent toutefois d'intégrer des hypothèses de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. Le Fonds monétaire international (FMI) a formulé plusieurs scénarios, mais retient dans ses prévisions celui qui aurait le moins d'impact sur l'activité. Nous adopterons la même position. Mais la survenance de difficultés plus grandes qu'attendu dans la mise en œuvre du Brexit sera retenue comme risque majeur pour la réalisation de nos prévisions.

Selon les dernières prévisions du FMI, la croissance mondiale devrait atteindre +3.1% cette année, soit un niveau très légèrement inférieur à celui de l'année dernière. Par rapport à celle du printemps, la révision du FMI reste légère, de -0,1 point. Ce sont les économies des pays industriels qui marquent le pas. La hausse attendue de leur PIB n'atteindrait que +1,6% contre +2,1% encore en 2015. Les effets du Brexit ne devant pas encore peser sur les économies cette année, ce sont les mauvais chiffres en provenance des États-Unis qui entrent pour une grande part dans cette diminution. En Europe, la viqueur du premier semestre a surpris, mais les attentes sur le second se sont détériorées. Au final, la croissance dans la Zone euro devrait atteindre +1,7%, en retrait de -0,3 point par rapport à l'année dernière, dont la croissance exceptionnelle est biaisée par un effet fiscal qui a gonflé la croissance de l'Irlande à +26,3%². À l'inverse, la croissance dans les pays émergents et en développement devrait faire légèrement mieux qu'en 2015 (+4,2% en 2016). Mais cette performance n'est attribuable qu'à un moindre recul du PIB attendu cette année au Brésil et en Russie. La croissance de cette dernière ne devrait se contracter que de -0,8%, contre -3,7% en 2015. Par ailleurs, de fortes révisions à la baisse se sont fait jour pour les prévisions de l'Afrique subsaharienne, même

si le poids de cette zone économique dans l'économie mondiale est faible (3,1%). La croissance atteint un niveau historiquement bas. Elle n'est plus que de +1,4% en 2016 contre +3,4% en 2015. Le Nigeria subit seulement maintenant le contrecoup du recul des prix pétroliers, alors que l'économie de l'Afrique du Sud est un plein marasme.

En 2017, la fin progressive du repli du prix des matières premières devrait permettre aux pays émergents et en développement de retrouver des croissances plus solides (+4,6%). La croissance chinoise est la seule prévision dans cette zone toujours en repli. Selon le FMI, elle ne devrait atteindre que +6,2% en 2017, après +6,6% cette année et +6,9% en 2015. Toujours confrontée au changement structurel de son économie et pénalisée par le ralentissement de l'économie mondiale, la Chine a vu ses investissements se réduire fortement ces derniers trimestres, alors que la consommation ne décolle toujours pas. Cependant, le gouvernement chinois a mis sur pied des mesures incitant l'investissement privé. Depuis quelques mois, les indicateurs précurseurs Markit et OCDE se sont retournés à la hausse. Les données du mois d'août, tant pour le commerce de détail que pour la production, sont encourageantes. Ces signes positifs restent cependant liés aux politiques de soutien de court terme mises en place par le gouvernement chinois laissant de côté les problèmes de surcapacité de certains secteurs et d'assainissement du système bancaire. En 2017, le FMI maintient donc sa prévision établie en début d'année d'une croissance ne dépassant pas +6,2%.

Aux États-Unis, les tendances en cours en 2016 vont s'inverser. Une reprise plus vigoureuse y est maintenant attendue. La croissance devrait rejoindre son niveau de long terme, autour de +2,2%. Par contre, en Europe, le ralentissement observé au second semestre de cette année devrait perdurer. Au total, 2017 pourrait se solder par une faible croissance de +1,5%. L'impact du Brexit joue un rôle important dans cette révision. Mais c'est évidemment au Royaume-Uni que les conséquences du vote du

² Une série de multinationales ont localisé leurs activités sur le sol irlandais dont le taux d'imposition des sociétés n'est que de 12,5%.

SOURCE: FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2016.

NOTES

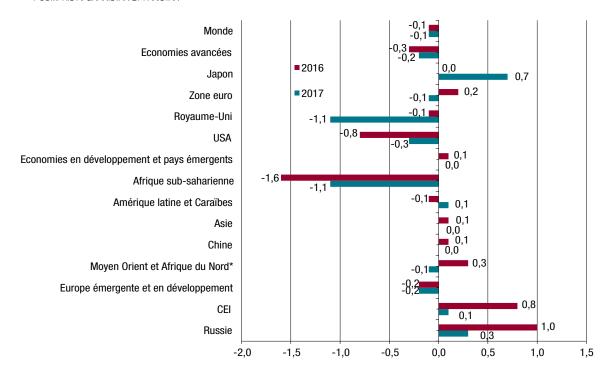
- 1 PARTS EN % DU PIB MONDIAL (À PARITÉ DE POUVOIR D'ACHAT DES PAYS) EN 2015.
- 2 ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS FMI, OCTOBRE 2016.
- 3 Y COMPRIS PAKISTAN ET AFGHANISTAN.

| | % 2015¹ | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016² | 2017 ² |
|--|------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------------------|
| Monde | 100,0 | -0,1 | 5,4 | 4,2 | 3,5 | 3,3 | 3,4 | 3,2 | 3,1 | 3,5 |
| Economies avancées | 42,4 | -3,4 | 3,1 | 1,7 | 1,2 | 1,2 | 1,9 | 2,1 | 1,6 | 1,8 |
| Japon | 4,2 | -5,5 | 4,7 | -0,5 | 1,7 | 1,4 | 0,0 | 0,5 | 0,5 | 0,6 |
| Zone euro | 12,0 | -4,5 | 2,1 | 1,5 | -0,9 | -0,3 | 1,1 | 2,0 | 1,7 | 1,5 |
| USA | 15,8 | -2,8 | 2,5 | 1,6 | 2,2 | 1,7 | 2,4 | 2,6 | 1,6 | 2,2 |
| Autres économies avancées | 10,4 | -2,0 | 4,6 | 2,9 | 1,9 | 2,2 | 2,8 | 1,9 | 1,9 | 1,9 |
| Royaume-Uni | 2,4 | -4,3 | 1,9 | 1,5 | 1,3 | 1,9 | 3,1 | 2,2 | 1,8 | 1,1 |
| Pays émergents et en développement | 57,6 | 2,9 | 7,5 | 6,3 | 5,3 | 5,0 | 4,6 | 4,0 | 4,2 | 4,6 |
| Afrique sub-saharienne | 3,1 | 3,9 | 7,0 | 5,0 | 4,3 | 5,2 | 5,1 | 3,4 | 1,4 | 2,9 |
| Amérique latine et Caraïbes | 8,2 | -1,8 | 6,1 | 4,6 | 3,0 | 2,9 | 1,0 | 0,0 | -0,6 | 1,6 |
| Asie | 30,8 | 7,5 | 9,6 | 7,9 | 7,0 | 7,0 | 6,8 | 6,6 | 6,5 | 6,3 |
| Chine | 17,3 | 9,2 | 10,6 | 9,5 | 7,9 | 7,8 | 7,3 | 6,9 | 6,6 | 6,2 |
| Moyen-Orient et Afrique du Nord ³ | 7,6 | 1,5 | 4,9 | 4,5 | 5,0 | 2,4 | 2,7 | 2,3 | 3,4 | 3,4 |
| Europe centrale et orientale | 3,3 | -3,0 | 4,7 | 5,4 | 1,2 | 2,8 | 2,8 | 3,6 | 3,3 | 3,1 |
| Communauté Etats indépendants | 4,6 | -6,3 | 4,7 | 4,7 | 3,5 | 2,1 | 1,1 | -2,8 | -0,3 | 1,4 |
| Russie | 3,3 | -7,8 | 4,5 | 4,0 | 3,5 | 1,3 | 0,7 | -3,7 | -0,8 | 1,1 |

Graphique 2.1 | Révisions des prévisions du FMI entre avril et octobre 2016

SOURCE: FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2016.

^{*} Y COMPRIS AFGHANISTAN ET PAKISTAN



23 juin se feront le plus sentir. Le FMI prévoit une réduction de la croissance entre 2015 et 2017 de plus d'un point de pourcentage. L'année prochaine, elle ne devrait pas dépasser +1,1%, freinée à la fois par des investissements plus faibles dus à l'incertitude des entreprises quant à l'issue des négociations et par la dépréciation de la livre sterling qui affecte le pouvoir d'achat des ménages britanniques.

Les indicateurs avancés de l'OCDE anticipent les retournements conjoncturels à un horizon de six mois. Ils sont redevenus stables après avoir été orientés à la baisse dans l'ensemble des économies avancées. La diminution de l'indice OCDE des États-Unis entamée en 2015 s'est poursuivie en 2016, mais à un rythme de plus en plus faible. Ce ralentissement serait le signe que le point bas est atteint. En Europe, l'indicateur qui avait atteint en début d'année un niveau élevé n'a que faiblement diminué au cours de cette année. Ils annoncent donc un ralentissement de la croissance sans arrêt brutal au cours des prochains mois. En Chine, au contraire, l'indicateur se redresse depuis le début de l'année. Dès lors, il anticiperait un raffermissement de la croissance, comme nous l'avons souligné plus haut. Ce redressement est également perceptible dans l'évolution de l'indice composite des directeurs d'achat (PMI-Markit) chinois qui s'est redressé depuis la fin de l'année dernière, tant dans le secteur manufacturier que dans le secteur des services, pour atteindre respectivement 50,1 points et 51,4 points en septembre.

Au niveau mondial, une tendance au ralentissement de l'économie était confirmée par les indices JP Morgan, tant dans les services que dans l'industrie, et par les indicateurs avancés Ifo. Cependant, les indices des directeurs d'achat américains (ISM) dans l'industrie manufacturière ont rebondi et ne se situent plus maintenant en zone de contraction (51,8 points en septembre), alors que ceux du secteur non manufacturier continuent à progresser et ont largement repassé la barre des 50 points (57,1 en septembre), attestant d'une meilleure orientation de l'économie dans les prochains mois. Par ailleurs, l'indicateur avancé européen, l'indice composite PMI-Markit, se maintient à des niveaux bien au-dessus de la barre des 50 points (52,6 en septembre) tout en diminuant lente-

ment depuis plusieurs mois. Or, ce seuil de 50 points est considéré comme la frontière entre contraction et expansion de l'activité. Tous ces indicateurs attestent à la fois d'un ralentissement de l'activité économique européenne pour la fin de cette année, mais pas d'une contraction de l'activité, et également d'une reprise attendue de la croissance américaine.

Deux éléments plaident en effet pour une modération de la croissance au cours de l'année prochaine en Zone euro :

- les effets du Brexit avec une importation de biens et services moindre en provenance du Royaume-Uni. Additionné à la faiblesse actuelle de la demande mondiale, le commerce extérieur de la Zone euro devrait peser sur la croissance à court terme. Toutefois, l'effet du Brexit sur la confiance des agents ne devrait être que passager si les négociations se déroulent sans blocage important comme nous le retenons dans notre scénario. Une reprise plus vive de la demande mondiale devrait apparaître dans la seconde moitié de l'année 2017.
- l'effet de la chute des prix des matières premières, notamment du pétrole, ne devrait plus se faire sentir.
 Il n'apportera plus dès lors de nouvelles marges de dépenses aux consommateurs et de réduction des coûts de production des entreprises.

Mais des éléments plaident également pour que le ralentissement de l'économie européenne soit faible :

- la confiance tant des entreprises que des ménages reste à des niveaux supérieurs à sa moyenne de long terme et le marché du travail continuera de s'améliorer. La consommation devrait dès lors poursuivre son soutien à la croissance.
- les conditions d'accès aux crédits restent accommodantes et devraient le rester dans la Zone euro et des politiques budgétaires moins restrictives pourraient être mises en place.

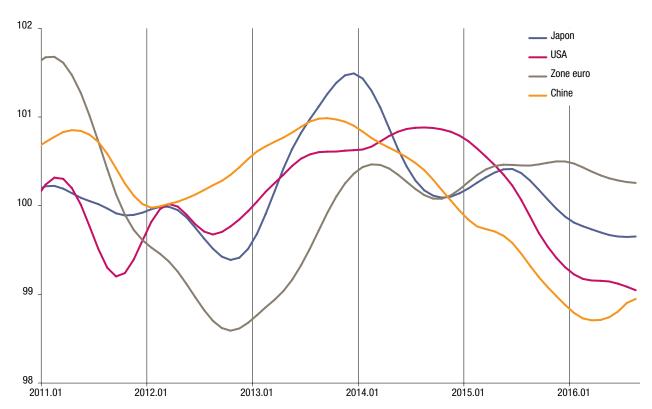
Des risques majeurs pourraient tout de même contrecarrer le scénario retenu :

• La Grande-Bretagne a décidé de quitter l'Union européenne.

Le Brexit de la Grande-Bretagne aura des conséquences

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

SOURCE : OCDE - CALCULS : IWEPS



à moyen terme sur les économies européennes qu'il est difficile de prévoir actuellement. Les négociations débuteront au plus tôt l'année prochaine. Même si l'impact semble actuellement limité sur la croissance attendue dans la Zone euro, des difficultés pourraient survenir lors des négociations qui entraîneraient des incertitudes toujours néfastes pour les anticipations des agents économiques. À l'inverse, les derniers signes de l'économie britannique montrent une résistance plus importante qu'attendu de la conjoncture. Le commerce de détail a enregistré de bons chiffres, notamment par la dépréciation de la livre qui a provoqué plus de dépenses de touristes cet été. Les indicateurs avancés dans l'industrie manufacturière PMI-Markit ont même bondi en septembre grâce aux perspectives d'amélioration de la compétitivité des entreprises à l'exportation suite à la dépréciation de la livre sterling. Une révision à la hausse de la croissance du Royaume-Uni aurait mécaniquement un effet favorable sur le commerce extérieur de la Zone euro et au-delà sur sa croissance en 2017.

• Une remontée trop précoce et abrupte des taux directeurs de la Banque de la Réserve fédérale américaine (FED) pourrait tuer la reprise dans l'œuf.

En septembre dernier, la FED a décidé de maintenir ses taux directeurs inchangés. Les hausses ont été modérées depuis décembre 2015, date de la première hausse depuis la crise financière. La situation pour la FED est délicate. D'un côté, le ralentissement économique plaide pour un maintien d'une politique accommodante. De l'autre, les chiffres de l'emploi soufflent depuis quelques mois le chaud et le froid sur une éventuelle tension sur le marché du travail. Une augmentation trop brusque des taux nuirait gravement aux espoirs de reprises attendues de l'économie outre-Atlantique. En appréciant le billet vert, cette politique nuirait aux exportations tout en attirant les capitaux vers les États-Unis. Les pays émergents subiraient alors le contrecoup de cette appréciation du dollar. Un risque d'un reflux des capitaux pourrait détériorer lourdement leur balance courante.

Les risques géopolitiques sont toujours présents.
 Les attentats de cet été ont de nouveau secoué la France et la guerre en Syrie-Irak crée des tensions entre les grandes puissances. Une amplification du conflit et des attentats terroristes auraient de nouveau des répercussions sur les économies développées. L'arrivée de demandeurs d'asile en 2015 a été un élément qui a pesé sur la confiance des consommateurs, notamment en Allemagne, où elle a cependant stimulé les dépenses publiques.

2.1.2 La situation conjoncturelle des économies avancées

2.1.2.1 Les États-Unis

Le deuxième trimestre de cette année a de nouveau déçu par sa faible croissance. L'économie américaine n'a enregistré une hausse que de +0,4% par rapport au trimestre précédent. La progression de la croissance au quatrième trimestre 2015 et au premier trimestre 2016 était encore plus faible : +0,2% à chacun des trimestres. Alors qu'en 2015, à partir du deuxième trimestre, la croissance n'a cessé de se ralentir d'un trimestre à l'autre, l'économie américaine a continué à marquer le pas sur tout le premier semestre de cette année. Avec une hausse du PIB américain de +1,6%, 2016 devrait se clôturer sur une croissance bien plus faible que celle enregistrée en 2015 de +2,6%.

Depuis le deuxième trimestre 2015, une contribution négative des stocks a pesé chaque trimestre sur la croissance économique américaine qui lui a encore enlevé -0,3 point au deuxième trimestre 2016. Mais depuis le troisième trimestre 2015, c'est toute la demande intérieure qui progressivement s'était affaiblie. La consommation privée ne soutenait plus la croissance que pour +0,3 point au premier trimestre de cette année avant de rebondir au deuxième trimestre (+0,7 point). Plus inquiétant est le recul des investissements depuis trois trimestres (-0,04 point au deuxième trimestre 2016). Une des composantes de la demande intérieure, moteur traditionnel de l'économie américaine, est donc en panne alors que la contribution des exportations nettes n'est redevenue que

très légèrement positive au deuxième trimestre (+0,04 point), une première depuis le quatrième trimestre 2014.

Ainsi, la consommation des ménages est la première composante de la demande intérieure à avoir regagné en dynamisme. Comme nous le mentionnions déjà dans notre précédente publication, tous les éléments étaient en place depuis le début de l'année pour inciter les Américains à acheter.

En effet, depuis la fin de l'année dernière, les ménages américains bénéficient d'une augmentation importante de leur revenu disponible réel. Les créations d'emplois restent dynamiques. En juillet, l'économie créait encore 250 000 emplois nets, même si en août et septembre ceux-ci sont retombés autour de 150 000. Depuis un an, le chômage s'est stabilisé autour de 5,0% de la population sur le marché du travail, alors que le taux de chômage était encore de 8,9% en 2011. Ce niveau de chômage est propice à l'apparition de tensions sur le marché du travail, ce qui ne pourra que pousser les salaires vers le haut et inciter la FED à adopter une politique restrictive. Devant l'ensemble de ces indicateurs positifs, on ne s'étonnera pas de l'optimisme des ménages américains. Selon l'enquête menée par l'Université du Michigan, la confiance des consommateurs se maintient à des niveaux historiquement hauts depuis la crise financière. Le taux d'épargne diminue légèrement ces derniers mois en dessous des 6%, ce qui reste aux États-Unis un niveau relativement élevé. Tout incline donc à anticiper une poursuite de l'accélération des dépenses des ménages dans les prochains mois.

Par contre, la deuxième composante de la demande intérieure, les investissements, reste le point faible de l'économie américaine au cours de ces derniers trimestres. Les investissements des ménages qui s'étaient révélés dynamiques sur l'ensemble de l'année 2015 ont vu leur contribution à la croissance se réduire au premier trimestre pour finalement amputer celle-ci de -0,1 point au deuxième. Pourtant, même si le nombre de logements commencés stagne depuis 2015, le nombre des nouvelles maisons commencées est en net progrès. L'activité du secteur devrait amorcer son embellie à en juger par la

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

SOURCE: FEDERAL RESERVE BANK OF ST LOUIS

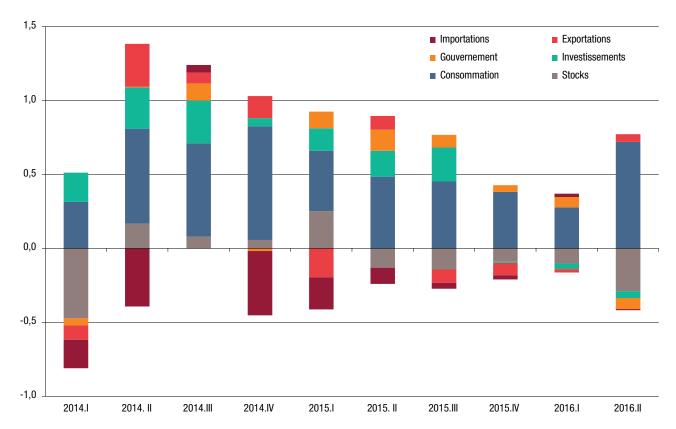


Tableau 2.2 | États-Unis - Évolutions macroéconomiques récentes et perspectives du FMI pour les années 2011 à 2017

SOURCE : FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2016

1 CHANGEMENT EXPRIMÉ EN POURCENTAGE DU PIB DE LA PRÉCÉDENTE PÉRIODE.

2 PRÉVISIONS FMI.

| États-Unis | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016² | 2017 ² |
|--|------|------|------|------|------|-------|-------------------|
| PIB | 1,6 | 2,2 | 1,7 | 2,4 | 2,6 | 1,6 | 2,2 |
| Consommation privée | 2,3 | 1,5 | 1,5 | 2,9 | 3,2 | 2,9 | 2,7 |
| Consommation publique | -2,7 | -0,9 | -2,4 | -0,7 | 1,6 | 0,7 | 0,8 |
| Formation brute du capital fixe | 3,7 | 6,3 | 3,1 | 4,2 | 3,7 | 1,1 | 3,0 |
| Contribution des stocks (% PIB) ¹ | -0,1 | 0,1 | 0,2 | -0,1 | 0,2 | -0,4 | 0,0 |
| Exportations nettes1 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | -0,2 | -0,7 | -0,3 | -0,4 |

hausse actuelle des prix de l'immobilier. Même si les taux de crédit seront un peu moins attractifs avec les resserrements possibles de la FED en fin d'année, ce poste devrait soutenir à nouveau la croissance au cours de l'année 2016. Quant aux investissements des entreprises, ils ont reculé depuis le quatrième trimestre 2015 avant d'apporter une contribution légèrement positive à la croissance au deuxième trimestre de cette année. La production industrielle outre-Atlantique est enrayée depuis le milieu de l'année dernière, reculant encore de -1,0% sur un an en août de cette année. L'évolution des indices des directeurs d'achat américains (ISM) manufacturiers s'est toutefois récemment redressée. Ils sont repassés au-dessus du seuil de 50 points (51,5 en septembre). Ils anticipent donc une expansion de la production dans les prochains mois. Rappelons que l'activité industrielle américaine a été freinée dans son ensemble par le secteur minier. En effet, la chute des prix pétroliers en 2014 a eu pour effet une réduction de la production de gaz et de pétrole de schiste devenue non rentable. Les investissements de ce secteur ayant chuté, ils ont également pesé sur l'évolution des investissements de l'ensemble des entreprises. Mais les autres secteurs étaient également touchés par une réduction du volume de leurs investissements, les entreprises semblant privilégier l'emploi au capital. Cependant, l'effet de cette baisse devrait s'estomper au cours des prochains mois, même si le taux d'utilisation des capacités des entreprises manufacturières reste encore en dessous de sa moyenne, empêchant toute embellie rapide des investissements des entreprises au cours des prochains mois. Quant aux entreprises hors secteur manufacturier, leurs indices ISM sont très largement dans la zone d'expansion (57,1 points en septembre). Ce secteur devrait donc être également un soutien pour l'économie américaine. La meilleure orientation des dépenses des ménages devrait progressivement améliorer les perspectives de demande adressée aux entreprises. Elles pourraient alors revoir progressivement leurs plans d'investissements au cours des prochains trimestres.

Bien que les stocks devraient enfin contribuer positivement à la croissance au cours des prochains trimestres, ce n'est qu'avec le redémarrage de la demande intérieure que l'économie américaine renouera véritablement avec des taux de croissance élevés. Pour la fin de cette année, des croissances trimestrielles plus en conformité avec le potentiel de l'économie américaine sont déjà attendues. L'effet du Brexit devrait être insignifiant sur l'activité outre-Atlantique, cette année comme l'année prochaine.

Malgré une inflation qui actuellement n'atteint que +1,5% en septembre (+2,2% sans l'énergie et l'alimentation), la FED devrait cependant remonter progressivement et légèrement ses taux directeurs en fin d'année, ce qui pourrait renforcer encore le dollar et freiner quelque peu l'accès au crédit.

Dans ce contexte, selon les prévisions du FMI, la croissance des États-Unis pourrait n'atteindre que +1,6% cette année et +2,2% l'année prochaine.

2.1.2.2 La Zone euro

Le premier semestre s'est révélé plus dynamique qu'attendu. Après une forte hausse au premier trimestre de cette année (+0,5%), la croissance de la Zone euro a quelque peu ralenti au deuxième : +0,3%.

Cependant, au deuxième trimestre, c'est le commerce extérieur qui a porté la croissance avec une contribution de +0,4 point alors que celle-ci atteignait à peine +0,1 point au premier trimestre. L'apport est de +0,5 point pour les seules exportations au deuxième trimestre. Par contre, la demande intérieure est restée atone. Après une forte progression au premier trimestre (+0,4 point de contribution), seule la consommation des ménages soutenait légèrement la croissance (+0,1 point), alors que les investissements et la consommation publics restaient neutres (+0,0).

Si l'économie de la Zone euro s'engageait sur une reprise modérée de la croissance à la sortie du deuxième trimestre, la surprise du Brexit est venue perturber ce scénario. Un fléchissement de la confiance tant chez les entrepreneurs que chez les consommateurs est apparu. Cependant, les conséquences tant redoutées du Brexit semblent n'avoir généré que des inquiétudes temporaires auprès des agents. Il est actuellement difficile d'anticiper si de nouvelles inquiétudes ressurgiront dans les prochains mois, le calendrier et le type d'accord ne seront négociés qu'à partir de l'année prochaine. Il convient cependant d'intégrer dans notre scénario l'impact sur le commerce extérieur de la Zone euro du ralentissement important attendu de l'économie britannique, qui constitue un des principaux partenaires. De plus, la dépréciation importante de la livre sterling donne un avantage compétitif aux produits et services d'outre-Manche par rapport à ceux de la Zone euro.

Les conséquences directes du Brexit s'accompagnent également de la fin d'effets temporaires qui ont soutenu la croissance européenne ces derniers trimestres. Les bénéfices du recul des prix énergétiques sur le pouvoir d'achat des ménages s'estompent. Les effets de la dépréciation de l'Euro qui soutenait le commerce extérieur disparaissent également. L'inflation, après avoir été très molle ce printemps, redevient positive (+0,4 en septembre). Les prix devraient progresser quelque peu dans les prochains mois, sans toutefois s'emballer en l'absence d'anticipation de hausse importante des prix énergétiques et de la demande. L'inflation devrait rester contenue l'année prochaine autour de +1.0% selon le FMI.

Néanmoins, c'est la demande intérieure hors stocks qui constituera le principal soutien à la croissance au cours des prochains trimestres. La consommation privée devrait continuer de bénéficier du maintien de la confiance des ménages à un niveau au-dessus de sa moyenne. En termes réels, le revenu des ménages par habitant a augmenté de +0,9% au premier trimestre 2016, après une hausse de +0,3% au dernier trimestre de 2015. Les évolutions sur le marché du travail restent en effet favorables. Le taux de chômage n'atteignait plus que 10,1% en août, en net recul depuis près de trois ans et après avoir dépassé la barre des 12% à la moitié de l'année 2013. Les créations d'emplois restent dynamiques depuis la fin de l'année 2013, elles sont en hausse de +0,4% au premier comme au deuxième trimestre de cette année. Les conditions de crédit restent accommodantes. Elles devraient stimuler les dépenses des ménages, mais également des investissements de ceux-ci. Le taux d'investissement et d'épargne restent stables depuis de nombreux trimestres et laissent des marges d'évolution importantes à la baisse.

Du côté des investissements des entreprises, ils marquent le pas depuis le début de l'année. Ils devraient bénéficier dans les prochains mois d'apparition de tensions sur les taux d'utilisation des capacités. Ces derniers se sont redressés pour atteindre les hauts niveaux de 2010. Si, comme nous le prévoyons, les inquiétudes liées au Brexit restent contenues, les entreprises devraient activer de nouveaux plans d'investissement. Les carnets de commandes restent bien remplis et la production attendue en légère hausse selon les enquêtes. De plus, les taux d'intérêt resteront bas dans la Zone euro et une accélération de la demande mondiale est attendue l'année prochaine.

En outre, après deux trimestres de recul, l'apport des stocks devrait redevenir positif.

Selon les indicateurs conjoncturels avancés, la croissance de l'économie européenne attendue au cours des prochains mois sera toujours présente, mais moins dynamique que celle enregistrée au premier trimestre. Les indicateurs avancés de l'OCDE reculent légèrement sur les dernières données même s'ils se maintiennent à un niveau élevé. Quant aux indicateurs Markit de la Zone euro, ils se situent bien au-dessus du seuil des 50 points en dessous duquel l'activité se contracte. Même s'il s'est légèrement tassé depuis le milieu de l'année dernière, l'indice composite s'élève encore à 52,6 points, 52,2 points dans le secteur des services et 52,6 points dans le secteur manufacturier. Ce dernier se redresse même quelque peu sur les dernières données.

Signal identique donné par les enquêtes de conjoncture de la Commission européenne : les indicateurs stagnent, mais à de hauts niveaux. Un rebond est également observable sur les dernières données dans l'industrie manufacturière. Il est notamment induit par l'anticipation d'un léger redressement de la production. Depuis la fin de l'année dernière, l'évolution de la production est hésitante. En août, la production progressait cependant de +1,8% sur un an alors qu'elle reculait encore de -0,5% en juillet. En résumé, la demande intérieure devrait prendre le relais du commerce extérieur qui a soutenu la croissance au deuxième trimestre. Selon les indicateurs avancés, celle-ci devrait être cependant moins élevée qu'au pre-

mier trimestre et tourner autour des +0,3%, comme au deuxième trimestre. La consommation des ménages déjà dynamique et la reprise des investissements en seront le moteur, alors que le commerce extérieur pèsera sur l'activité, notamment par les effets du Brexit, jusqu'au raffermissement de la demande mondiale. Ce n'est qu'avec une reprise de la croissance mondiale en cours d'année prochaine que la reprise pourra légèrement s'accélérer. La croissance dans la Zone euro avait poursuivi son raffermissement en 2015 atteignant +2,0% (avec l'effet irlandais comptable de +0,4 point), après avoir enregistré +1,1% en 2014. Ensuite, la croissance de la Zone euro devrait fléchir. Selon le FMI, elle atteindra encore +1,7% cette année pour se réduire à +1,5% l'année prochaine.

Les profils de croissance des états européens diffèrent. Depuis la crise, les économies nationales ont adopté des rythmes de croissance propres surtout dans le chef de ses deux premières puissances économiques, l'Allemagne et la France. Mais les conjonctures des économies de la Zone euro sont en passe de se synchroniser à nouveau.

L'économie allemande

Depuis la sortie de la crise financière, l'économie allemande porte la croissance en Europe. En 2016, elle continue à endosser ce rôle. La croissance économique de l'Allemagne poursuit sa reprise, mais de manière plus modérée qu'en début d'année. Après un premier trimestre de forte hausse (+0,7%), la croissance est revenue à des niveaux plus proches de son potentiel (+0,4%).

L'expansion de l'économie allemande a continué à être soutenue par le commerce extérieur bénéficiant encore d'une demande dynamique en provenance d'Asie et d'Europe centrale. Respectivement, la contribution des exportations nettes s'est élevée à +0,3 et +0,6 point aux premier et deuxième trimestres. Même si elles ont rebondi sur la dernière donnée de septembre, les anticipations des commandes à l'exportation issues des enquêtes lfo se sont détériorées quelque peu au cours de l'année. En outre, il est attendu que les répercussions du Brexit sur le volume des ventes à l'étranger soient perceptibles l'année prochaine.

La demande intérieure a été moins dynamique au cours du deuxième trimestre par rapport au premier, qui avait bénéficié d'une accélération des dépenses du gouvernement pour financer l'accueil des réfugiés. La consommation privée progresse, mais lentement par rapport au bon résultat enregistré par l'emploi. Quant aux investissements des entreprises, ils ont même reculé au cours du deuxième trimestre malgré les conditions avantageuses des crédits. L'anticipation d'une croissance molle attendue est l'élément clé dans cette frilosité des entreprises qui préfèrent investir dans des zones économiques plus dynamiques. L'activité industrielle a de plus montré des signes d'essoufflement en juillet, tant dans la production que dans les entrées de commandes. En août, la production enregistrait cependant une hausse de +2,1% sur un an. Les dernières données des enquêtes Ifo confirment cette reprise. Elles ont enregistré un net rebond en septembre, anticipant une poursuite du redressement de la production pour la fin de l'année.

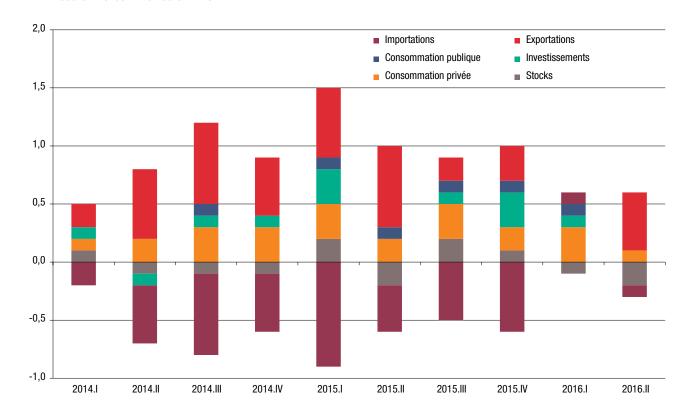
Le secteur qui manifeste la meilleure santé est celui de la construction. Le deuxième trimestre a cependant vu le secteur contribuer négativement à la croissance parce qu'il succédait à deux trimestres de fortes activités, notamment favorisées par de bonnes conditions climatiques. Mais les indicateurs des enquêtes montrent tous les signes d'une expansion du secteur dans les prochains mois.

Fort de ces acquis, du niveau élevé des exportations en début d'année et de la consommation privée qui reste robuste, la croissance allemande devrait enregistrer une augmentation de +1,7% cette année. Les effets du Brexit et la fin de l'effet bénéfique de la chute des prix devraient ramener cette croissance à +1,4% en 2017.

L'économie française

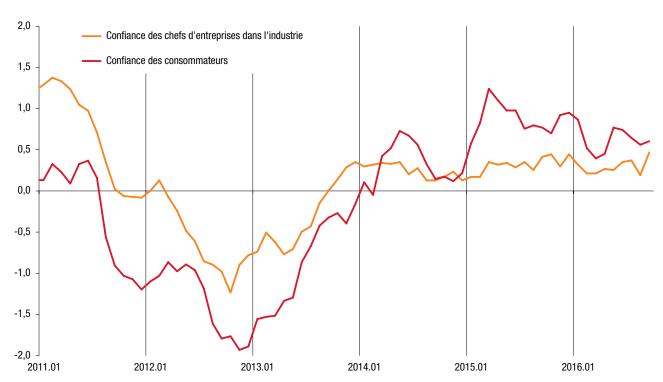
Contrairement à l'Allemagne, l'économie de la France a beaucoup de mal à renouer avec des rythmes de croissance élevés depuis la crise financière. Elle s'est retrouvée à la traîne de la croissance européenne. Si le premier trimestre annonçait une embellie de l'économie de l'Hexagone avec une croissance de +0,7%, le deuxième trimestre a déçu avec un recul de -0,1% du PIB.

Graphique 2.4 | Contribution des composantes économiques à l'évolution trimestrielle du PIB de la Zone euro source : Eurostat - CALCULS : IWEPS



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

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



C'est la demande intérieure qui est responsable de ce coup d'arrêt. La consommation n'a pas progressé alors que les investissements reculaient fortement (-0,4% après +1,3% au premier trimestre). À l'inverse, le commerce extérieur, surtout par un recul des importations, a soutenu la croissance (+0,6% par rapport au trimestre précédent). Comme pour l'Allemagne, les effets du Brexit sur le commerce extérieur devraient freiner cependant la croissance l'année prochaine.

Quant à la consommation privée, elle devrait reprendre des couleurs. La mauvaise performance du deuxième trimestre doit être en grande partie attribuée à un premier trimestre très dynamique qui bénéficiait des achats postposés par les attentats de la fin de l'année dernière. Même si le taux de chômage n'enregistre ces derniers mois qu'une très légère baisse sur un an, des facteurs favorables à des dépenses plus soutenues sont présents. La confiance des ménages en hausse a atteint des niveaux élevés, les créations d'emploi sont en augmentation depuis le début de l'année (+0,2% au deuxième trimestre) et une élévation du pouvoir d'achat des ménages est également enregistrée. Au deuxième trimestre cependant, celle-ci a induit une augmentation de l'épargne plutôt que des dépenses. Le taux d'épargne est passé de 14,5% à 14,8%. Depuis le deuxième trimestre, la consommation a montré des signes de reprise. Au mois d'août, les ventes de véhicules ont bondi, un retour du soutien de la consommation des ménages est attendu pour les prochains mois.

Quant aux investissements des entreprises, comme en Allemagne, ils se sont repliés au deuxième trimestre malgré des conditions de crédits avantageuses. La réduction des cotisations d'allocations familiales depuis avril, dans le cadre du Pacte de responsabilité et de solidarité, devrait être cependant un adjuvant pour inciter les entreprises à investir une fois les incertitudes du Brexit levées. De plus, des tensions sur l'appareil de production apparaissent. Le degré d'utilisation des capacités a en effet retrouvé des niveaux supérieurs à ceux de long terme. Même si, comme les ménages, les entreprises voient leur marge se réduire quelque peu du fait de la remontée des prix du pétrole, les investissements devraient soutenir la crois-

sance au cours des prochains trimestres. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des entreprises a montré un rebond sur les dernières données qui devrait augurer d'une amélioration des perspectives pour les entreprises. Les indicateurs PMI-Markit se sont redressés en septembre à 52,7 points, au plus haut depuis quinze mois. La hausse est observée tant dans les services (53,3 points) que dans l'industrie manufacturière qui atteint presque maintenant le seuil de 50 points du retour à l'expansion (49,7 points au plus haut depuis sept mois). Le recul de la production industrielle observé depuis mai dernier devrait donc avoir pris fin avec le rebond de la dernière donnée d'août: +2,0% par rapport au mois précédent.

Au final, la croissance devrait encore atteindre +1,3% en 2017 comme cette année, soit encore des hausses inférieures à celles attendues outre-Rhin.

Qu'en est-il des autres grandes économies européennes ?

La crise sur la dette souveraine de 2011 a touché de plein fouet les deux autres grandes économies européennes après la France et l'Allemagne. Depuis, l'Italie et l'Espagne ont suivi des chemins différents. L'économie italienne n'est sortie de la récession qu'au premier trimestre 2015. Au cours de l'année 2016, la croissance de l'Italie connaît de nouveau des difficultés à poursuivre son lent redressement. Au deuxième trimestre, la croissance est retombée à zéro après une légère augmentation de +0,3% au premier trimestre. C'est le secteur industriel qui est responsable de cet arrêt. Des signes de faiblesse du système bancaire sont de nouveau apparus. Les indicateurs avancés PMI-Markit ont baissé depuis le début de l'année tant dans le secteur des services que dans celui de l'industrie manufacturière. La croissance de l'Italie restera inférieure aux prévisions du début d'année : +0,8% en 2016 et +0,9% en 2017 selon le FMI. La convergence vers les rythmes de croissance européens ne devrait donc pas apparaître avant 2018.

Quant à l'économie espagnole, elle a continué d'afficher de fortes croissances enregistrées déjà dès le deuxième

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

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



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

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

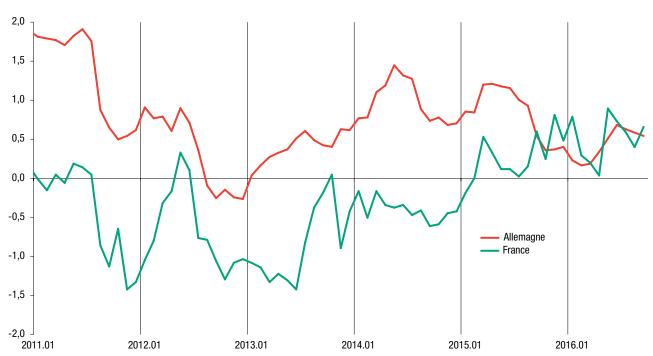


Tableau 2.3 | Évolutions macroéconomiques récentes et perspectives du FMI pour les années 2011 à 2017 (Variations annuelles en volume) pour la Zone Euro

SOURCE: FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2016

- 1 CHANGEMENT EXPRIMÉ EN POURCENTAGE DU PIB DE LA PRÉCÉDENTE PÉRIODE.
- 2 PRÉVISIONS FMI.

| Zone euro | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016² | 2017 ² |
|--|------|------|------|------|------|-------|-------------------|
| PIB | 1,5 | -0,9 | -0,3 | 1,1 | 2,0 | 1,7 | 1,5 |
| Consommation privée | 0,0 | -1,1 | -0,6 | 0,8 | 1,8 | 1,6 | 1,5 |
| Consommation publique | | -0,3 | 0,2 | 0,6 | 1,4 | 1,7 | 1,1 |
| Formation brute du capital fixe | 1,6 | -3,3 | -2,4 | 1,5 | 3,1 | 2,9 | 2,5 |
| Contribution des stocks (% PIB) ¹ | 0,4 | -0,9 | 0,2 | 0,2 | -0,1 | -0,1 | 0,0 |
| Exportations nettes ¹ | 0,9 | 1,4 | 0,4 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,0 |

Tableau 2.4 | Évolutions macroéconomiques récentes et perspectives du FMI pour les années 2011 à 2017 (Variations annuelles en volume) pour l'Allemagne

SOURCE: FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2016

- 1 CHANGEMENT EXPRIMÉ EN POURCENTAGE DU PIB DE LA PRÉCÉDENTE PÉRIODE.
- 2 PRÉVISIONS FMI.

| Allemagne | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016² | 2017 ² |
|--|------|------|------|------|------|-------|-------------------|
| PIB | 3,7 | 0,7 | 0,6 | 1,6 | 1,5 | 1,7 | 1,4 |
| Consommation privée | 1,3 | 1,3 | 0,9 | 1,0 | 1,9 | 1,5 | 1,5 |
| Consommation publique | 0,9 | 1,0 | 1,2 | 1,2 | 2,8 | 3,5 | 1,9 |
| Formation brute du capital fixe | 7,4 | -0,1 | -1,1 | 3,5 | 1,2 | 2,2 | 1,5 |
| Contribution des stocks (% PIB) ¹ | 0,5 | -1,6 | 0,4 | -0,1 | -0,5 | -0,2 | 0,1 |
| Exportations nettes ¹ | 0,9 | 1,4 | -0,3 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | -0,2 |

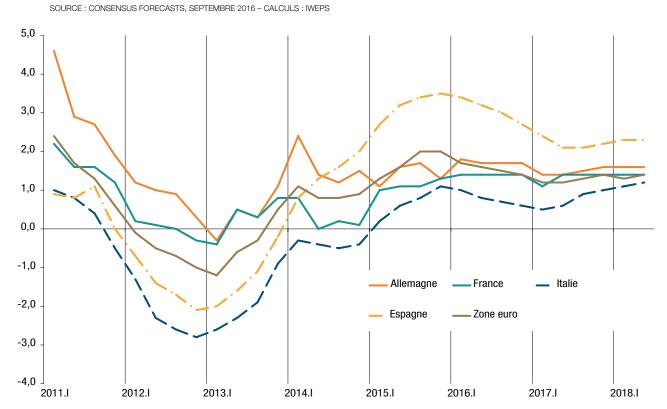
Tableau 2.5 | Évolutions macroéconomiques récentes et perspectives du FMI pour les années 2011 à 2017 (Variations annuelles en volume) pour la France

SOURCE : FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2016

- 1 CHANGEMENT EXPRIMÉ EN POURCENTAGE DU PIB DE LA PRÉCÉDENTE PÉRIODE.
- 2 PRÉVISIONS FMI.

| France | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016² | 2017² |
|--|------|------|------|------|------|-------|-------|
| PIB | 2,1 | 0,2 | 0,6 | 0,6 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| Consommation privée | 0,5 | -0,2 | 0,5 | 0,7 | 1,5 | 1,6 | 1,4 |
| Consommation publique | 1,0 | 1,6 | 1,5 | 1,2 | 1,4 | 1,4 | 1,0 |
| Formation brute du capital fixe | 2,1 | 0,2 | -0,8 | -0,3 | 1,0 | 2,4 | 1,7 |
| Contribution des stocks (% PIB) ¹ | 1,1 | -0,6 | 0,2 | 0,5 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Exportations nettes ¹ | 0,0 | 0,5 | -0,1 | -0,5 | -0,3 | -0,4 | 0,0 |

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



trimestre 2014. Cependant, selon les indicateurs précurseurs, ce rythme devrait se ralentir au cours des prochains trimestres. Comme l'Italie, c'est surtout le ralentissement du secteur manufacturier qui en est responsable. Selon les prévisions du FMI, la croissance gardera toutefois des niveaux plus élevés que la moyenne européenne : +3,1% en 2016 et +2,2% en 2017.

Progressivement cependant, c'est l'ensemble des croissances économiques des pays de la Zone euro qui convergent.

2.1.3 Matières premières

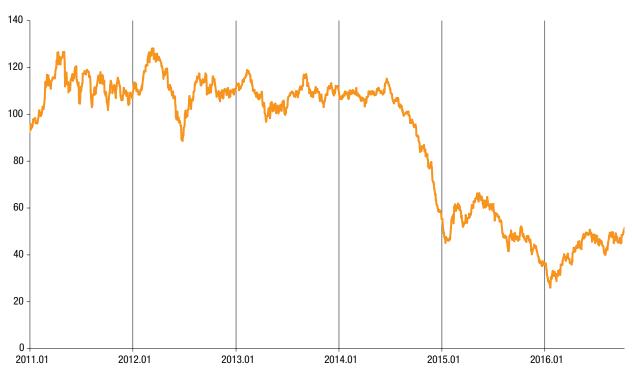
Le 28 septembre dernier à Alger, les pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ont posé les bases d'un accord pour ramener leur production à 33 millions de barils par jour. En fait, ce n'est que l'ouverture de négociations pour un accord qui ne sera signé que le 30 novembre lors de la prochaine ré-

union de l'OPEP à Vienne. Cette déclaration a cependant surpris les marchés puisque, depuis l'été 2016 et la chute des prix, l'OPEP n'avait pas décidé de resserrer les vannes. Jusqu'au 28 septembre, l'Arabie Saoudite avait refusé de fermer le robinet alors que la production iranienne libérée de ses sanctions retrouvait des rythmes de production plus conformes à ses capacités. Le projet sur la table proposerait donc une réduction faible des quotas des membres, excepté le Nigeria, la Libye et l'Iran qui peuvent augmenter leur production.

La nouvelle n'a fait que pousser légèrement les prix du baril vers le haut. Les experts émettent des doutes sur l'effet de cet accord qui ne concerne qu'une réduction minime de l'offre. Une entente avec des pays non membres comme la Russie doit également être passée. Au plus, le baril ne devrait s'enchérir que de quelques dollars. Le marché conservera une offre excédentaire. Selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), la demande est prévue en augmentation de +1,2 million de barils par jour en 2016, chiffre qui n'a cessé d'être revu

Graphique 2.9 | Évolution journalière du cours du Brent en dollar par baril

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



à la baisse avec le ralentissement de la croissance mondiale. L'augmentation attendue l'année prochaine est de même grandeur. La production des pays non-OPEP, notamment des États-Unis, devrait diminuer cette année de -0,9 million de barils par jour avant de repartir à la hausse en 2017 de +0,4 million de barils par jour. Cette année, l'OPEP a ouvert le robinet, la production atteignant des niveaux record dans les Émirats arabes et le Koweit tandis que l'Irak, la Libye et l'Iran retrouvaient des rythmes de production plus élevés. Les stocks OCDE ont profité des prix bas pour se reconstituer à des niveaux historiques, même si les dernières données de septembre commencent à enregistrer une légère réduction. Dans ce contexte, les prix du baril devraient rester contenus.

Nonobstant la remontée récente des prix due en partie à l'annonce d'un accord possible de l'OPEP et à la consommation estivale de carburant, le prix du baril de Brent était resté cet été en dessous des 50 dollars. Sous l'hypothèse que les récents accords n'entraînent que des modifications mineures dans l'offre, le prix du baril de Brent est toujours prévu autour de 49 dollars en janvier 2017 et 53 dollars en octobre 2017 par le *Consensus*

Forecasts. L'US Energy Information Administration table sur un baril de Brent de 51 dollars sur l'ensemble de l'année 2017.

Quant aux prix des matières premières hors énergie, les indices des prix en dollar calculés par le Hamburgisches WeltWirtschafts Institut (HWWI) avaient également évolué à la baisse depuis le milieu de l'année 2014, suite au recul des prix des matières alimentaires et des matériaux industriels. En dollar, cette diminution à un an d'écart a pris fin en juillet dernier. Les prix ont en effet enregistré une première hausse à cette date, interrompant une chute des prix de deux ans. Ces hausses à un an depuis le mois d'août touchent tant les prix des matières alimentaires que les prix des matériaux industriels. Dans la Zone euro, les prix des matières premières hors énergie exprimés en euro en septembre étaient en hausse de +3,0% sur un an, les prix des matières industrielles reculaient faiblement encore de -0,6% alors que ceux des produits alimentaires augmentaient de +8,2%. La hausse des prix des matières premières devrait toutefois rester contenue étant donné le peu de dynamisme de la demande mondiale attendue. Cette hausse tempérée soutiendra faiblement l'inflation en Europe en 2017.

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

2.1.4.1. La politique monétaire

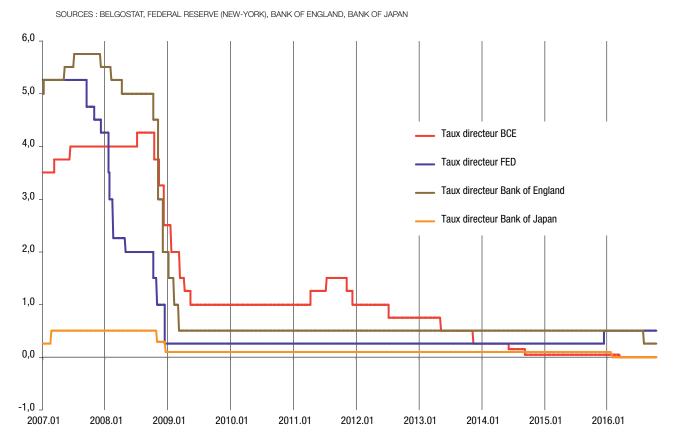
Huit ans après le déclenchement de la crise financière et la déstabilisation du système économique mondial qu'elle a précipitée à partir de l'automne 2008, les taux d'intérêt directeurs des banques centrales américaine et européenne demeurent aujourd'hui à des niveaux historiquement bas, témoignant du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

Cette dichotomie s'est accentuée en 2016. Alors que la Federal Reserve américaine (FED) a dès décembre 2015 resserré une première fois sa politique de taux d'intérêt, les principaux taux directeurs des politiques monétaires de la Banque centrale européenne, mais aussi de la Banque du Japon et récemment de la Banque d'Angleterre ont été une nouvelle fois, au cours des derniers mois, revus à la baisse.

La Banque centrale européenne (BCE) a ainsi abaissé en mars 2016 l'ensemble de ses taux d'intérêt dont, notamment, son taux de refinancement des opérations monétaires (refi), fixé à 0,00%. Au Japon, le taux correspondant de la Banque du Japon (BoJ) a également été porté à 0,00% en février 2016, et en Grande-Bretagne, à la suite du vote en faveur de la sortie de l'Union européenne, la banque d'Angleterre (BoE) a abaissé, début août 2016, son taux bancaire officiel de 25pb à 0,25%, soit le niveau le plus bas en 300 ans d'histoire.

Aux États-Unis, la fourchette cible d'évolution de taux fédéraux (fed funds) de la Réserve fédérale est demeurée inchangée depuis décembre 2015, à 0,25%-0,50%.

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



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 également adopté une panoplie d'instruments non conventionnels pour assurer la transmission de la politique monétaire et stimuler l'économie. Au cours de l'année 2014, les politiques monétaires menées par la FED et par la BCE ont toutefois cessé d'être synchronisées et se sont graduellement engagées sur des voies divergentes : orientation ultra-accommodante pour la BCE, normalisation de la politique monétaire pour la FED.

En Europe, la Banque centrale a imprimé une nouvelle inflexion expansive en mars 2016, en adoptant un train de mesures visant à améliorer directement les conditions du crédit au bénéfice des opérateurs économiques. Le taux de dépôt, qui rémunère les liquidités bancaires déposées auprès de la BCE pour 24 heures, déjà négatif, est porté à -0,40%. La BCE cherche ainsi à dissuader les banques de recourir à ces facilités de dépôts, comme elles s'étaient habituées à le faire depuis la crise financière et européenne, afin qu'elles allouent ces montants au financement de l'activité économique. De même, la BCE poursuit ses opérations ciblées de refinancement à long terme (Targeted Longer Term Refinancing Operations ou TLTRO) des banques européennes. En mars 2016, la BCE a ainsi décidé de lancer une nouvelle série de quatre TLTRO (dit TLTRO II). Afin de favoriser l'activité de prêt bancaire aux sociétés non financières et aux ménages, ces opérations (I et II) sont conditionnées à l'octroi de nouveaux prêts au secteur privé non financier, à l'exception des prêts immobiliers des ménages3. Ce ciblage, mais aussi leur faible coût (taux refi) et leur maturité longue (jusqu'à quatre ans), doit favoriser le financement de l'économie réelle, fortement intermédié en Europe, et par ricochet relancer le moteur de la croissance de l'activité au sein de la Zone euro. La BCE a également décidé de renforcer son programme étendu d'achats d'actifs, d'une part, en portant ses acquisitions mensuelles à 80 milliards à partir d'avril 2016 et, d'autre part, en incluant des obligations d'entreprises non bancaires européennes à la liste d'actifs éligibles. Ces achats devraient se poursuivre jusqu'à la fin mars 2017 et « seront en tout cas réalisés jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux inférieurs, mais proches de 2% à moyen terme » (BCE, Bulletin économique, n°6, 2016). Enfin, la BCE conserve son programme d'achats conditionnel des dettes publiques de grande ampleur, l'OMT (Outright Monetary Transactions).

En mettant finalement en œuvre une politique de détente quantitative (quantitative easing) de grande ampleur, la BCE cherchait d'abord à ancrer les anticipations d'inflation, en rassurant les agents économiques sur son engagement explicite à assurer la stabilité des prix à moyen terme. La BCE entendait en particulier lutter contre les prévisions autoréalisatrices à l'œuvre dans les épisodes déflationnistes. L'acquisition de titres souverains devrait également abaisser les rendements des emprunts publics et induire indirectement une réallocation des portefeuilles des investisseurs en faveur d'actifs plus rentables/risqués. Enfin, le surcroît d'offres de monnaie contribuerait à affaiblir le taux de change de l'euro, en particulier vis-à-vis du dollar américain.

L'orientation ultra-expansive des mesures adoptées par la BCE contraste avec la volonté de la FED de normaliser sa politique monétaire. La sortie des politiques monétaires ultra-accommodantes reste un défi pour les banquiers centraux. Bien que la FED ait clôturé son troisième programme d'achats de titres (QE3) dès l'automne 2014, le comité de politique monétaire (FOCOM) n'a finalement décidé d'accroître ses principaux taux d'intérêt directeurs que lors de sa réunion de décembre 2015.

³ Schématiquement, les banques bénéficiant des premières opérations de refinancement (TLTRO I) et qui n'augmentaient pas les prêts aux PME, selon les critères définis par la BCE, étaient contraintes de rembourser ce financement anticipativement. Ce n'est plus le cas pour les nouvelles TLTRO (II) qui récompensent les banques qui augmentent leurs prêts au secteur privé (au-delà d'une valeur de référence). Celles-ci se verront ainsi appliquer un taux plus bas que le *refi*, qui pourra atteindre le taux de la facilité de dépôt, soit actuellement -0,40%. En d'autres termes, les banques seraient ainsi rémunérées pour emprunter à la BCE. Enfin, les banques ont la possibilité de basculer des TLTRO I aux nouvelles opérations, de sorte qu'aucune banque ne sera effectivement obligée de rembourser les TLTRO I anticipativement.

Depuis le début d'année, la Réserve fédérale a cependant maintenu un statu quo monétaire, laissant inchangés les taux d'intérêt fédéraux. En début d'année, la FED se montrait inquiète de l'impact sur les perspectives de croissance américaine du ralentissement de la conjoncture mondiale, notamment en Chine, et de la forte nervosité des marchés financiers. En juin, ce sont le ralentissement de l'emploi, la faiblesse persistante des pressions inflationnistes et les incertitudes entourant le référendum britannique qui ont incité le FOCOM à prolonger le statu quo. En septembre, en revanche, la Réserve fédérale estimait que « les arguments en faveur d'une hausse s'étaient renforcés », mais préférait attendre de voir des « signaux plus concrets d'une accélération de l'activité ». Certains indicateurs, tels que la faiblesse de l'investissement des entreprises et du taux de participation au marché du travail, l'absence d'accélération des pressions inflationnistes, en dépit d'un faible taux de chômage, ou encore un durcissement des conditions financières, confortaient la position prudente de la FED. En outre, le FOCOM s'interrogeait sur la capacité de l'économie américaine à encaisser une nouvelle hausse des taux et un renchérissement du coût du crédit. Enfin, les minutes de la réunion de septembre témoignent de l'ampleur inhabituelle des divergences d'analyse au sein du comité de politique monétaire, sur des sujets aussi importants que les risques pour la croissance, les tensions sur le marché du travail ou encore les perspectives d'inflation.

La difficulté d'évaluer la solidité de la reprise économique aux États-Unis a ainsi incité les membres du FOCOM à ne pas précipiter la normalisation de sa politique monétaire. Une prudence que devraient conserver les autorités monétaires dans les prochains mois. Le resserrement à court terme de la politique monétaire américaine reste pourtant d'actualité. Lors de la réunion de septembre, la présidente de la FED, Janet Yellen, jugeait en effet que les risques pesant à court terme sur les perspectives économiques étaient « à peu près équilibrés », une expression qui, comme les observateurs n'ont pas manqué de le souligner, n'avait été utilisée qu'une seule fois dans la communication de la FED, avant la hausse des taux en décembre 2015. En raison des élections présidentielles de novembre, la hausse des taux n'interviendra vraisembla-

blement pas avant décembre. La normalisation de la politique monétaire américaine devrait se poursuivre ensuite, à un rythme très graduel toutefois, comme l'indiquent les projections du niveau des taux directeurs des membres du FOCOM. La FED s'inquiète à cet égard d'un possible abaissement du taux d'équilibre des fonds fédéraux de long terme. Dès lors, reprenant l'analyse des membres du comité de politique monétaire, nous anticipons un resserrement monétaire qui interviendrait dès décembre prochain (+25pb) et porterait ensuite graduellement, en deux fois, selon nous, au premier et au second trimestre, le taux directeur américain entre 1,00% et 1,25%.

L'orientation de la politique monétaire européenne dans les prochains mois demeurera expansionniste. Un contexte macroéconomique marqué par la persistance d'incertitudes économiques et politiques, le ralentissement attendu de la reprise économique en Europe, liée en partie aux répercussions économiques du Brexit, mais aussi un risque persistant sur l'évolution des prix, fournissent à la BCE de solides arguments en faveur du maintien d'une politique accommodante à court terme. Il paraît en réalité fort improbable que la BCE procède même à un resserrement de sa politique avant une « période prolongée » selon sa terminologie. Ainsi, les projections de taux d'inflation réalisées récemment (septembre) par la BCE tablent sur une stagnation de l'indice des prix (0,2%) en 2016, induite par un effet de base du recul des cours du pétrole, mais sans que la tendance sous-jacente montre une orientation clairement haussière. Ensuite, l'inflation attendue continuerait à se redresser en 2017 (1,2%) et en 2018 (1,6%), en deçà de l'objectif de stabilité des prix de la BCE (soit une inflation inférieure, mais proche de 0,2%).

Par ailleurs, la politique monétaire renforce et complète l'assouplissement des politiques budgétaires européennes globalement entamé depuis le début 2015, une double détente qui rencontre la volonté répétée de la Banque de voir se mettre en place en Europe une politique de stimulation monétaire et budgétaire concertée de soutien de la demande globale. Alors que celle-ci s'ébauche enfin, l'institut de Frankfort ne voudra probablement pas prendre le risque de resserrer trop tôt sa politique. La BCE devrait ainsi maintenir ses principaux

taux directeurs à leur niveau plancher actuel bien au-delà de l'horizon d'achat de titres privés et publics, fixé en mars 2017.

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. À cet égard, l'annonce de la mise en place de comités chargés d'évaluer une modification des paramètres du programme d'achats d'actifs, afin de faire face à une éventuelle pénurie de titres publics (notamment allemands) constitue probablement un signal de la volonté de la BCE de prolonger ses achats au-delà du premier trimestre 2017.

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

2.1.4.2. Évolution des taux longs

En Europe, les rendements des titres publics de longue maturité se sont inscrits en baisse durant l'ensemble du premier trimestre 2016, principalement sous l'effet de la politique monétaire plus « agressive » de la BCE. Le faible niveau des taux directeurs et la perspective qu'ils demeurent longtemps à ce niveau freinent en effet la hausse des taux longs européens. Les opérations de refinancement ont significativement accru le volume de

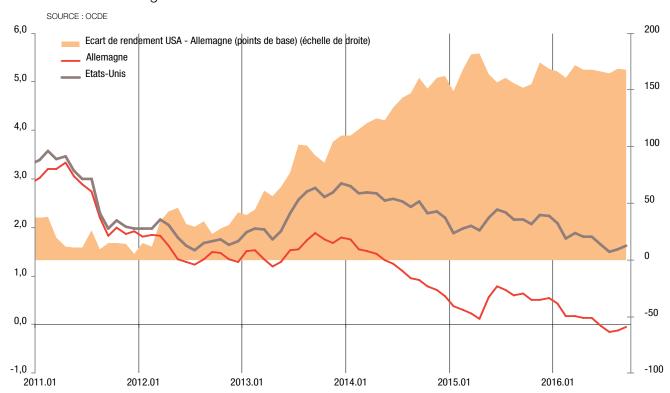
liquidités dans la Zone euro, qui s'est partiellement reporté sur la demande de titres souverains, notamment pour des raisons liées à la nouvelle réglementation prudentielle des banques européennes. Ce mouvement de repli des rendements des emprunts publics s'est encore accentué à la suite de la mise en œuvre par la BCE de son programme d'achats d'actifs étendus aux titres publics (QE). Durant l'été, les taux des obligations publiques allemandes sont même devenus négatifs pour la première fois de leur histoire, les investisseurs voulant se prémunir des incertitudes induites par le résultat du vote référendaire au Royaume-Uni. Les actifs de la dette allemande sont en effet considérés parmi les plus sûrs au monde. La demande de valeur refuge s'est également portée sur les titres suisses, japonais ou naturellement américains.

En juillet, les taux des titres du Trésor américain de longue maturité (dix ans), déjà sous pression en raison des anticipations d'un ajustement retardé de la politique de taux de la FED, tombaient à 1,50%. La consolidation de la reprise économique aux États-Unis et la normalisation de la politique monétaire, en particulier l'arrêt du QE de la FED, avaient toutefois depuis 2014 soutenu les rendements obligataires américains, de sorte que l'écart de taux des emprunts publics de longue maturité aux États-Unis et en Zone euro atteignait en juillet 165 points de base.

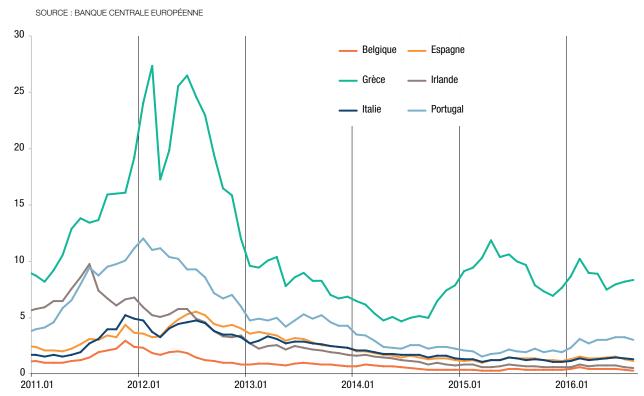
Au sein de la Zone euro, les écarts (spreads) des rendements des obligations d'état à dix ans en référence au taux allemand ont globalement peu réagi au vote britannique (cf. graphique 2.12), même si les écarts des taux des États dits périphériques, la Grèce et le Portugal en particulier, se sont tendus. En Belgique, le taux de rendement des titres de la dette publique s'élevait en moyenne à 0,15% en juillet 2016, un taux correspondant à une prime de risque par rapport au Bund allemand de moins de 30 points de base.

Dans les prochains mois, les taux des emprunts publics longs allemands et américains pourraient s'orienter à la hausse. L'évolution future des taux des emprunts publics longs allemands et américains devrait être en effet largement influencée par le resserrement de la politique de taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine.

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



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



Aux États-Unis, le relèvement graduel des taux directeurs à partir de la fin de l'année, dans un contexte de consolidation de la conjoncture, notamment sur le marché du travail, et de reprise attendue de l'inflation de base, en phase avec l'objectif de la FED, devrait induire une nouvelle dynamique de hausse des taux longs américains. Le cycle de resserrement sera toutefois bien plus lent que les cycles précédents, en raison de la prudence de la Réserve fédérale, qui ne montre aucune volonté de normaliser sa politique de taux trop rapidement, alors que certains indicateurs macroéconomiques révèlent encore une certaine fragilité persistante de la reprise économique aux États-Unis.

La hausse des taux longs américains devrait également affecter les rendements obligataires européens, en raison des opérations d'arbitrage menées sur les marchés financiers. La reprise économique encore peu vigoureuse attendue dans la Zone euro et la faiblesse des tensions inflationnistes plaident toutefois pour une progression modérée des taux de référence des emprunts publics de long terme. L'évolution des taux longs en Europe est également largement déterminée par les décisions de politique monétaire de la BCE. Or, celle-ci a indiqué qu'elle maintiendrait inchangés ses taux directeurs à leur niveau plancher, freinant de la sorte la remontée des taux longs.

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

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

S'agissant de la demande de crédit, les banques européennes interrogées rapportent un regain, moins important qu'anticipé, de la demande nette de prêts des entreprises au cours du deuxième trimestre. Cette hausse, qui devrait se poursuivre au cours du troisième trimestre 2016, est significativement liée au niveau général des taux d'intérêt, mais aussi à un accroissement des besoins de trésorerie et de financement des stocks. En revanche, l'évolution de la demande de crédit bancaire apparaît relativement moins influencée par des besoins de financement d'investissements productifs. Parallèlement, selon les résultats de l'enquête, les banques européennes ont enregistré une forte hausse des demandes (nettes) de prêts des ménages (crédit à la consommation et crédit au logement) pour le deuxième trimestre 2016. L'accroissement de la demande de crédit hypothécaire est, lui aussi, principalement lié au faible niveau général des taux d'intérêt. Les crédits à la consommation financent des dépenses de biens durables.

2.1.4.3. Marché des changes

Depuis le début d'année 2016, l'évolution du taux de change de l'euro par rapport au dollar US s'est inscrite dans une fourchette relativement étroite (entre 1,07 USD et 1,16 USD), l'euro enregistrant globalement une légère hausse par rapport à la monnaie américaine. Le redressement de la conjoncture économique européenne au cours des premiers mois de l'année a favorisé une appréciation de la monnaie unique, que l'incertitude grandissante à l'approche du référendum sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne prévu fin juin est venue ensuite contrarier.

La faible volatilité du taux de change USD/EUR s'explique toutefois surtout par le jeu contraire des attentes de nouveaux assouplissements de la politique monétaire européenne et des anticipations des reports du resserrement de la politique monétaire de la FED. En effet, si les fondamentaux macroéconomiques demeurent les principaux déterminants de l'évolution à moyen terme du cours des devises, à court terme, l'orientation des taux de change est marquée par les écarts de taux d'intérêt, et donc les décisions de politique monétaire. Lorsque les leviers traditionnels de la politique monétaire ont amené les taux courts à leur niveau plancher, ce sont logiquement les écarts de taux longs qui ont influé sur le cours du change.

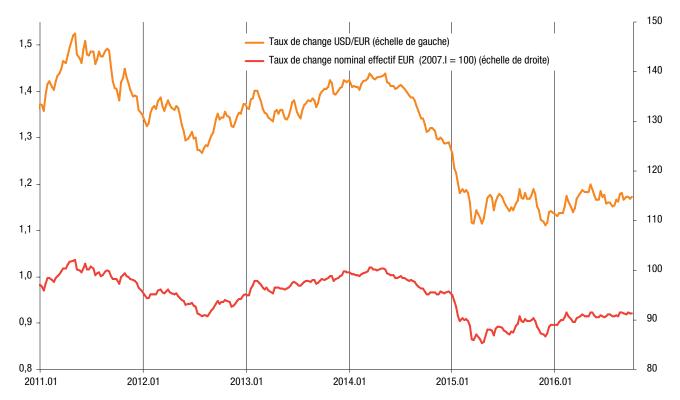
Dès lors, si aux États-Unis les taux courts sont redevenus le facteur déterminant le cours de change du dollar, en Europe, ce sont les programmes d'achats d'obligations souveraines des politiques de détente quantitative qui affectent la valeur de l'euro.

L'appréciation du taux de change euro/dollar ne devrait toutefois pas se poursuivre dans les mois à venir, principalement en raison des écarts de croissance attendus entre la Zone euro et les États-Unis et surtout de l'orientation divergente des politiques monétaires européenne et américaine. En effet, la FED ne tardera pas à remonter ses taux d'intérêt directeurs, à partir de fin 2016, puis encore graduellement en 2017, alors que la BCE est encore loin de considérer un tel mouvement. Cette désynchronisation des politiques monétaires contribuerait à creuser l'écart de taux d'intérêt entre l'Europe et les États-Unis, favorisant l'affaiblissement de la monnaie unique par rapport au dollar.

Compte tenu de la difficulté de prévoir l'évolution des marchés des changes, notamment en raison des risques géopolitiques, des mouvements de fuite vers les monnaies refuges et des déséquilibres de balance de paiement, notre prévision retient l'hypothèse d'un taux de change USD/EUR évoluant globalement à son niveau actuel, soit 1,10.

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

SOURCE : BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE



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

Globalement, le taux de change effectif de l'euro s'est légèrement apprécié depuis le début de l'année 2016, à l'instar du taux de change bilatéral euro/dollar, en raison de la prudence de la FED, de la dépréciation de la livre sterling, mais aussi de l'ajustement des attentes des marchés quant aux perspectives économiques de la Zone euro comparées à celles d'autres grandes économies.

L'appréciation de l'euro vis-à-vis de la livre sterling s'inscrit ainsi dans le contexte d'incertitude accrue sur les marchés financiers induit par le résultat du vote britannique, une hausse renforcée par la baisse des taux décidée par la banque d'Angleterre (BoE). Alors que les indicateurs économiques au Royaume-Uni demeurent encore peu affectés par le résultat du référendum, la livre sterling pourrait être devenue un indicateur de la perception qu'ont les opérateurs financiers de l'évolution des négociations entre Bruxelles et Londres. En revanche, la nette progression du yen, qui demeure une valeur refuge, mais aussi l'atténuation du ralentissement économique de certaines grandes économiques émergentes et exportatrices de matières premières, notamment la Russie ou le Brésil, ont tempéré l'appréciation du taux de change effectif de l'euro.

2.2 LA SITUATION CONJONCTURELLE EN BELGIQUE

Ralentissement marqué de la croissance en début d'année 2016

Bridée par un environnement extérieur affecté par un ralentissement global des échanges commerciaux, la croissance économique en Belgique a marqué le pas au premier trimestre de cette année (+0,2% par rapport au trimestre précédent). Sur l'ensemble du premier semestre, la situation économique de la Belgique s'est toutefois améliorée, le PIB enregistrant une progression plus robuste au cours du printemps (+0,5% en croissance trimestrielle). A la fin du deuxième trimestre, l'acquis de croissance pour l'année 2016 s'établit ainsi à +1,2%.

Au niveau de la production, le redressement de l'activité en début d'année est à mettre à l'actif des secteurs des services et des branches d'activités industrielles. Tant l'un que l'autre affichent une croissance de la valeur ajoutée de +0,6% au deuxième trimestre (contre +0,1% au trimestre précédent). En revanche, l'embellie spectaculaire du secteur de la construction donne des signes d'essoufflement. Ce secteur enregistre en effet une croissance trimestrielle de +0,7% (après un dernier trimestre de 2015 à +1,4% et un premier trimestre de 2016 à +1,7%).

En ce qui concerne les composantes de la demande, les données des comptes nationaux enregistrent une progression encore faible de la consommation des ménages au cours du deuxième trimestre de cette année (+0,3% en rythme trimestriel), après un premier trimestre atone, en raison de la baisse de la confiance des consommateurs et d'une accélération de l'inflation.

Après avoir connu une évolution très favorable trois trimestres de suite (de l'ordre de +1,5% de croissance trimestrielle), les exportations ont reculé au cours du premier trimestre de cette année (-0,9%) en lien avec le ralentissement conjoncturel international. Au cours du deuxième trimestre, les exportations belges ont à nouveau progressé (+1,5%), à la faveur du raffermissement de la demande mondiale. Les importations empruntent une trajectoire parallèle. Après un repli de -0,8% durant le premier trimestre 2016, elles progressent de +1,8% en base trimestrielle au cours du printemps.

Parmi les éléments plus positifs figure le fait que les investissements des entreprises et les investissements en logements ont poursuivi leur redressement entamé au milieu de l'année 2015, affichant au deuxième trimestre une croissance trimestrielle de respectivement +2,2% et +1,9%. Ces bons résultats permettent de bénéficier pour l'année 2016 d'un acquis de croissance de +2,3% pour les investissements des entreprises et de +5,6% pour ceux des ménages. En ce qui concerne les investissements résidentiels, si l'on avait pu craindre que le rebond sensible constaté en deuxième partie d'année 2015 (+1,7% au troisième trimestre et +3,6% au quatrième) donne lieu à une compensation mécanique au cours de l'année 2016, force est de constater que cela ne se vérifie pas jusqu'à présent dans les chiffres.

Enfin, au deuxième trimestre 2016, alors que les investissements publics ont quelque peu progressé (+1,2%), l'évolution des dépenses publiques a conservé une orientation restrictive (+0,1%). La variation des stocks a été négligeable.

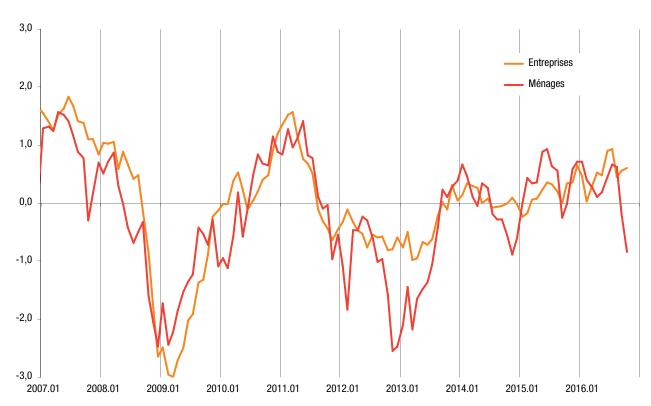
Dans ce contexte, l'emploi a poursuivi sur sa lancée, engrangeant une croissance honorable de +0,2% au deuxième trimestre de 2016, tout comme au premier trimestre, après une année 2015 qui a vu l'augmentation moyenne de l'emploi atteindre +0,9%.

Raffermissement conjoncturel en vue sur l'horizon de projection

Le raffermissement de la situation économique en Belgique au cours du premier semestre 2016, en particulier à partir du printemps, devrait se poursuivre au cours des prochains mois. La progression de l'activité économique pourrait toutefois être plus modérée durant la seconde partie de l'année. L'amélioration du climat conjoncturel en Belgique tout au long du deuxième trimestre et jusqu'au cœur de l'été a, selon les enquêtes menées par la BNB, récemment laissé la place à un regain d'inquiétude. Si la confiance des entreprises s'est repliée au mois d'août, dans un contexte international qui demeure incertain et que la perspective du Brexit a

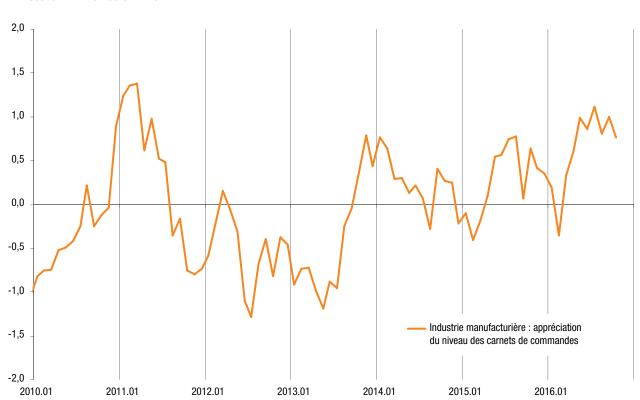
Graphique 2.14 | Évolution de la conjoncture en Belgique

SOURCE : BNB - CALCULS : IWEPS



Graphique 2.15 | Appréciation du carnet de commandes total

SOURCE : BNB - CALCULS : IWEPS



rendu plus complexe encore, c'est surtout le moral des ménages qui a essuyé le plus net recul en septembre et octobre, à la suite des annonces de restructuration de grandes entreprises industrielles et du secteur financier.

Le brusque repli de la confiance des entreprises pourrait n'avoir été que passager. L'indice synthétique de conjoncture de la BNB, qui est demeuré nettement au-dessus de sa moyenne de long terme, s'est à nouveau inscrit en hausse en octobre. Globalement, la bonne orientation des anticipations des investisseurs, notamment les prévisions de la demande adressée aux entreprises belges, devrait participer au raffermissement du climat général des affaires. La nette dégringolade de l'indice de confiance des ménages reflète la détérioration de leur perception de l'évolution attendue de la situation économique générale au cours des douze prochains mois mais aussi, logiquement, une hausse de leur crainte concernant le risque de chômage. Cependant, l'appréciation de leur situation financière personnelle semble peu affectée par cette poussée de pessimisme, ce qui nous laisse penser que ces inquiétudes pourraient se dissiper rapidement.

Dans cette hypothèse, les développements conjoncturels plus fondamentaux, notamment le contexte économique international mais aussi la bonne tenue du marché du travail en Belgique, nous permettent de tracer un scénario de consolidation de la reprise de l'activité économique en deuxième partie d'année 2016. Ces facteurs continueraient de favoriser l'expansion de l'économie belge en 2017, qui enregistrait sur l'ensemble de l'année prochaine une croissance légèrement plus soutenue que celle de 2016.

Dans les trimestres à venir, l'activité économique belge devrait en effet profiter du soutien du commerce extérieur dans un contexte de consolidation de la reprise en Zone euro. En outre, la compétitivité des exportateurs belges devrait progressivement bénéficier des nombreuses mesures fédérales visant la réduction globale des coûts du travail (saut d'index et gel des salaires réels en 2015, baisse des cotisations sociales patronales en 2016). L'appréciation qu'ont les industriels de leurs carnets de commandes à l'exportation témoigne de cet optimisme

(cf. graphique 2.16). Néanmoins, dans une perspective historique, les rythmes de croissance resteraient contenus, en raison de l'expansion encore relativement modérée de l'économie mondiale qui est attendue dans les trimestres à venir. Sur cette base, la croissance annuelle moyenne des exportations serait de +3,6% en 2016 et +4,3% en 2017. En outre, il est probable que les incertitudes qui précéderont le début des négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne quant aux modalités du Brexit, vraisemblablement au printemps 2017, pèseront sur les taux de croissance de l'économie belge, qui pourraient dès lors fléchir au cours du premier trimestre de l'année prochaine.

S'agissant des entreprises, les conditions semblent à présent réunies pour assister à une consolidation des dépenses d'investissement en deuxième partie d'année 2016 et en 2017. En effet, les capacités productives des entreprises sont à présent mises davantage sous pression, tandis que les conditions de financement ne cessent de s'assouplir et que la rentabilité des entreprises a bien rebondi au cours des trimestres passés. Par conséquent, pour faire face au surcroît de demandes qui est anticipé à l'avenir, les entreprises belges devraient progressivement procéder à de nouveaux investissements d'extension, de sorte que notre scénario prévoit une croissance annuelle moyenne de +3,1% en 2016 et de +4,1% en 2017.

À court terme, la progression de l'emploi devrait s'accélérer, reflétant la croissance soutenue de l'activité enregistrée au deuxième trimestre de cette année. Le rythme des créations d'emplois pourrait toutefois être en partie entravé par la volonté des entreprises de poursuivre le rétablissement de la productivité. Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne de l'emploi s'établirait à +1,0% en 2016. Le raffermissement du marché du travail devrait se prolonger en 2017, à des rythmes plus modérés (+0,7%), notamment en raison des licenciements annoncés dans plusieurs grandes entreprises.

Si les dépenses de consommation des ménages devaient se redresser au cours du second semestre de cette année, profitant de la consolidation de l'emploi, sur l'ensemble de l'année 2016, la contribution de cette

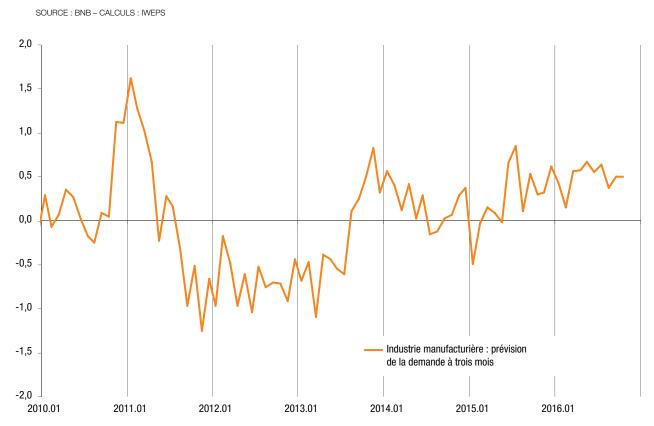
composante de la demande devrait rester faible (+0,8%), pénalisée par un acquis de croissance défavorable en début d'année. En 2017, la bonne tenue du marché du travail devrait continuer à soutenir l'expansion du volume de la consommation privée, au travers tant du canal des revenus des ménages qu'en termes de confiance des consommateurs. Nous formons en effet l'hypothèse, sur la base des expériences passées, que la forte dégradation de l'indice de confiance des ménages en septembre et octobre derniers et qui trahit un accès de pessimisme induit par les annonces de restructurations dans les secteurs industriel et financier, ne devrait pas se prolonger. Selon ce scénario, les comportements de dépenses des particuliers n'en seraient pas significativement affectés, de sorte que la croissance de la consommation des ménages s'accélèrerait dans le courant de l'année prochaine, pour atteindre sur l'ensemble de l'année une hausse de +1,3%.

En ce qui concerne les investissements résidentiels,

nous anticipons que des effets de compensation de la croissance exceptionnelle observée au second semestre de 2015 devraient se marquer dans la dynamique des dépenses courant 2016. Ceci étant, notre analyse des éléments plus fondamentaux atteste d'une conjoncture économique relativement plus porteuse pour ce type de dépenses dans un contexte de taux d'intérêt plancher et de consolidation de l'emploi. Une situation qui se prolongerait l'année prochaine. Au total, les investissements en logements croîtraient de +6,4% en 2016 et 2,8% en 2017.

Étant donné le fort contenu en importations des exportations belges, corollaire de l'intégration des entreprises belges dans les échanges européens intra-branches, la progression des importations reproduira l'évolution des exportations attendue sur l'horizon de projection. Elles faibliraient légèrement en fin d'année avant de se raffermir ensuite en 2017. Selon notre scénario, la croissance

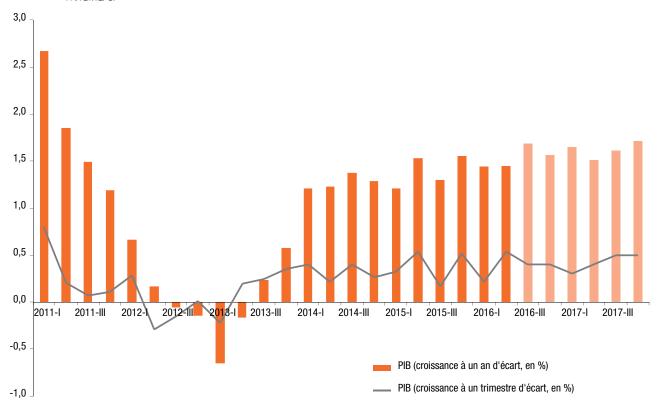
Graphique 2.16 | Prévisions de la demande à trois mois dans l'industrie



Graphique 2.17 | Évolution du PIB belge

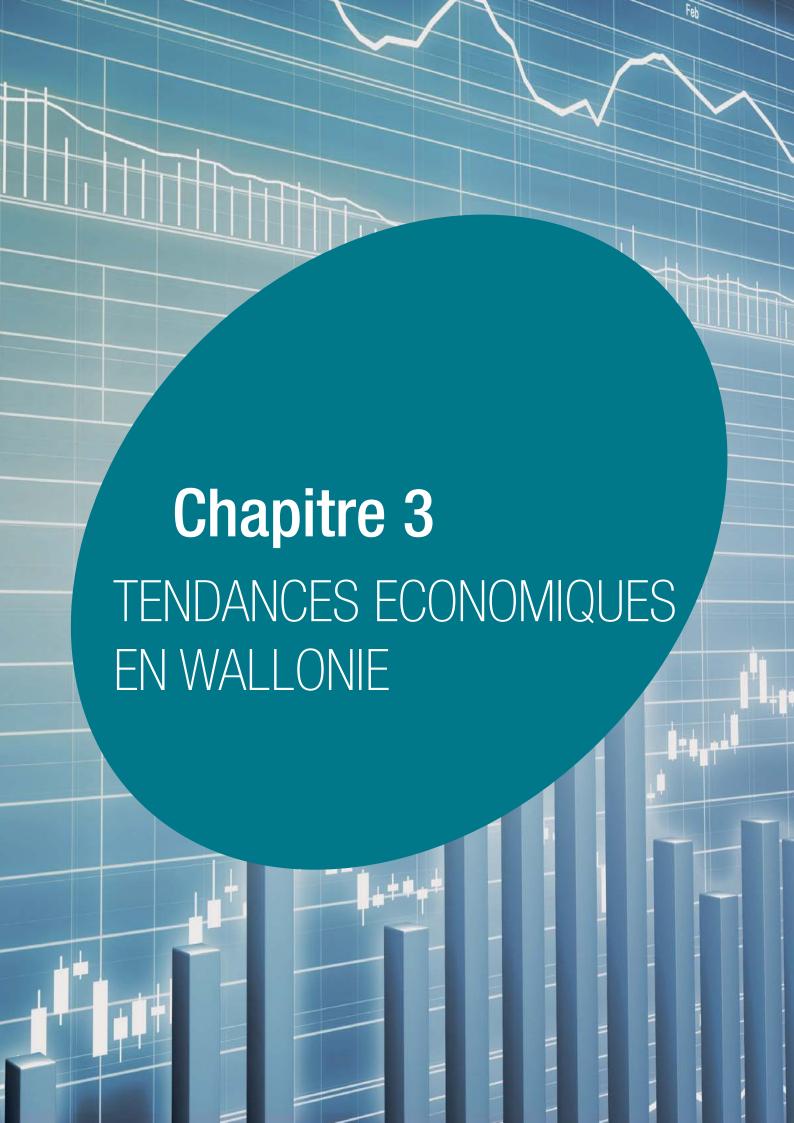
SOURCE: ICN - CALCULS: IWEPS

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



annuelle moyenne des importations s'établirait à +3,3% en 2016 de sorte que la contribution du commerce extérieur à la croissance serait positive en 2016, à hauteur de +0,2 point. En 2017, les importations de biens et services belges, qui tireraient profit du redressement de la demande intérieure, enregistreraient une expansion plus vive que la hausse des ventes extérieures. La contribution du commerce extérieure à la croissance du PIB serait ainsi légèrement négative l'année prochaine.

Les éléments qui précèdent nous laissent entrevoir qu'après un deuxième trimestre de reprise robuste, la croissance de l'économie belge se consolidera en seconde partie d'année 2016 pour afficher une croissance trimestrielle de l'ordre de +0,4% en fin d'année (cf. graphique 2.17). Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne du PIB belge s'établirait à +1,3% en 2016. En 2017, la croissance du PIB belge devrait se raffermir dans un contexte marqué par le renforcement de l'activité économique mondiale.



3.1 L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Tendanciellement, l'indicateur synthétique global de la confiance des entrepreneurs wallons nous paraît refléter fidèlement l'évolution de l'activité économique régionale de ces dernières années et la trajectoire que nous continuons à envisager pour le PIB wallon.

En effet (cf. graphique 3.1), cet indicateur reproduit pour 2012 et 2013 la contraction très nette du PIB qui ressort des comptes régionaux révisés en février dernier (respectivement -0,6% et -0,5% en Wallonie, contre +0,2% et une stagnation en Belgique). Il montre aussi clairement que la reprise économique s'est amorcée en 2014, reprise évaluée sur la base de l'estimation provisoire de l'ICN à environ +1,2%. Surtout, l'indicateur fait état d'un rétablissement économique, lent – eu égard aux rythmes de croissance d'avant-crise – et marqué de soubresauts, dans un contexte de forte sensibilité aux incertitudes. Mais, la tendance de l'indicateur ne semble pas avoir été remise en question en 2015 ni durant la majeure partie de

l'année 2016, bien que les principaux moteurs de la croissance aient vraisemblablement varié entre sous-périodes. Les écarts entre les indices wallon et belge témoignent en outre non seulement de la récession plus prononcée de la Wallonie en 2012 et 2013, mais également d'une reprise économique qui se déploie à un rythme plus faible au niveau wallon qu'en moyenne dans le pays.

Croissance modérée, d'abord essentiellement industrielle

Cette reprise a pu se mettre en place en 2014 grâce à la progression assez nette de la valeur ajoutée dans l'industrie, notamment dans le sous-secteur des biens intermédiaires qui répondait alors à une demande d'exportations en nette amélioration. Même si les données de valeur ajoutée sectorielle pour l'année 2014 issues des comptes régionaux ne sont que des estimations provisoires, les indices de production industrielle relatifs aux

Graphique 3.1 | Enquête auprès des entreprises - Courbes synthétiques globales

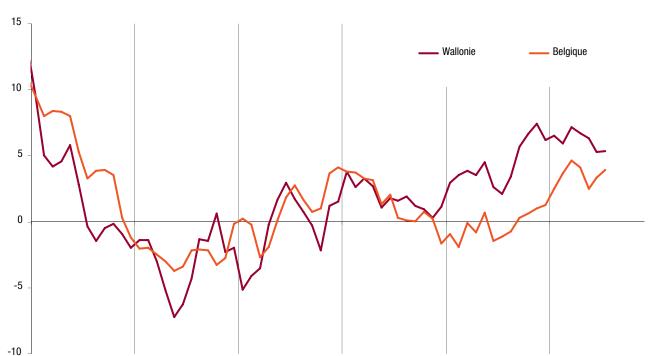


biens d'investissement et aux biens intermédiaires ainsi que les chiffres d'affaires enregistrés à la TVA témoignent bien d'un regain de croissance industrielle, en particulier dans le secteur pharmaceutique et dans les secteurs liés aux métaux.

L'année dernière, en 2015, la construction a été la branche d'activité dont l'orientation haussière a été la plus franche, bénéficiant du regain de l'investissement résidentiel, longtemps attendu et vraisemblablement amplifié par l'annonce de restrictions relatives aux avantages liés à la construction et la rénovation de logement à partir du 1^{er} janvier 2016. Toutefois, le relais de l'industrie par les autres secteurs économiques s'est longtemps fait attendre. Ainsi, dans les services, le climat des affaires ne s'est pas redressé en Wallonie aussi rapidement qu'à l'échelle belge et les évolutions des ventes sont demeurées, elles aussi, en retrait de la moyenne belge. Dans le

secteur du commerce, en dépit de l'amélioration de la confiance des ménages et de la relance des dépenses résultant de la décrue de l'inflation, les ventes n'ont pas décollé en Wallonie. Sur la base de ces observations sectorielles et des données de chiffres d'affaires disponibles, nous estimons cependant que la croissance économique s'est à nouveau établie à +1,2% en Wallonie (contre +1,4% pour la Belgique). En effet, l'activité industrielle a vraisemblablement continué d'être soutenue par la bonne tenue relative des exportations wallonnes malgré la décélération des échanges internationaux intervenue dans le courant de l'année (cf. section 3.2). Ensuite, si les ventes de l'industrie manufacturière ont quand même nettement ralenti au dernier trimestre de 2015, la croissance encore vigoureuse des indices de production industrielle régionaux laisse à penser que l'activité manufacturière s'est partiellement traduite en une reconstitution des stocks en fin d'année (cf. graphique 3.2).

Graphique 3.2 | Production industrielle : taux de croissance à un an d'écart, lissé sur trois mois, industrie hors construction



2014.01

2015.01

2016.01

SOURCE : DG STATISTIQUES - CALCULS : IWEPS

2012.01

2013.01

2011.01

À l'entame de l'année 2016, le niveau des stocks est d'ailleurs jugé plus élevé que la normale en Wallonie (plus qu'en Belgique dans son ensemble), tant dans le secteur du commerce que dans le secteur manufacturier, ce qui devrait peser sur les rythmes de production à venir. En outre, si l'on en croit l'évolution des chiffres d'affaires, le début de l'année 2016 est également marqué par l'atonie des ventes dans le secteur de l'industrie, notamment dans les secteurs liés à la métallurgie ou encore l'énergie, ainsi que dans le commerce. Dans le même temps, en revanche, l'activité dans le secteur des services a enfin évolué plus favorablement en Wallonie. Cette meilleure orientation du secteur tertiaire semble d'ailleurs se confirmer au deuxième trimestre, à la fois dans les observations de chiffres d'affaires et dans les enquêtes auprès des entreprises.

La base sectorielle de la reprise s'élargit

Compensé partiellement par les autres branches d'activité, le repli du commerce et de l'industrie au premier trimestre de 2016 semble, en outre, être relativement passager. Ainsi, à l'instar de ce qui est observé au niveau de la valeur ajoutée belge dans les données de la comptabilité nationale, les données de chiffres d'affaires relatives au deuxième trimestre se sont avérées plus positives que prévu pour les ventes dans les secteurs wallons du commerce et de l'industrie. C'est singulièrement le cas dans l'industrie pharmaceutique, mais également dans les secteurs du transport ou encore du commerce de gros. Ces évolutions témoignent d'un soutien à nouveau globalement positif du commerce extérieur à l'activité wallonne sur l'ensemble du premier semestre de cette année. En revanche, la demande intérieure, à l'image de la consommation privée au premier trimestre et de l'investissement des entreprises au deuxième trimestre, a sérieusement marqué le pas selon les observations dont nous disposons actuellement, par exemple le chiffre d'affaires du commerce de détail et l'ensemble des investissements enregistrés à la TVA (cf. section 3.3).

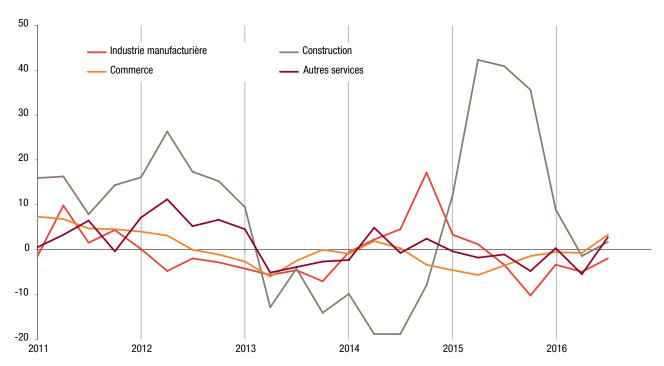
Alors qu'ils participent encore faiblement à la croissance économique wallonne au premier semestre, les investissements des entreprises et la consommation privée devraient voir leur contribution se renforcer graduellement au deuxième semestre de 2016 ainsi qu'en 2017, sur fond de poursuite de la croissance de l'emploi, d'amélioration des débouchés et de conditions du crédit favorables. À l'inverse, l'apport du commerce extérieur devrait légèrement se tasser à court terme, compte tenu du fléchissement de la croissance qui est attendu au sein de la Zone euro (cf. section 3.2). De ces deux tendances qui se compensent, nous estimons que l'activité tant manufacturière que tertiaire devrait demeurer en expansion modérée au cours des tout prochains trimestres. En deuxième partie d'année 2017, l'activité dans le secteur industriel se raffermirait davantage à la faveur du renforcement de la demande externe lié à la reprise en Zone euro, si bien que le rythme de croissance du PIB wallon se relèverait davantage.

Notons que la situation est plus erratique et le bilan actuel moins clair dans le secteur de la construction pour 2016. Le segment résidentiel semble subir le contrecoup – de façon plus marquée qu'à l'échelle nationale – de la forte hausse de l'activité enregistrée l'année passée (cf. section 3.3.1). La croissance du chiffre d'affaires a donc nettement fléchi en première partie d'année, principalement au premier trimestre. De plus, contrairement au niveau belge, le nombre d'autorisations de bâtir était encore orienté à la baisse au mois de juin. Cela n'augure pas d'une remontée rapide de ce segment en Wallonie. Pour autant, les intentions d'investir des ménages et les prévisions des opérateurs, architectes ou entrepreneurs, restent positives. De plus, les attentes sont en amélioration sur le segment non résidentiel.

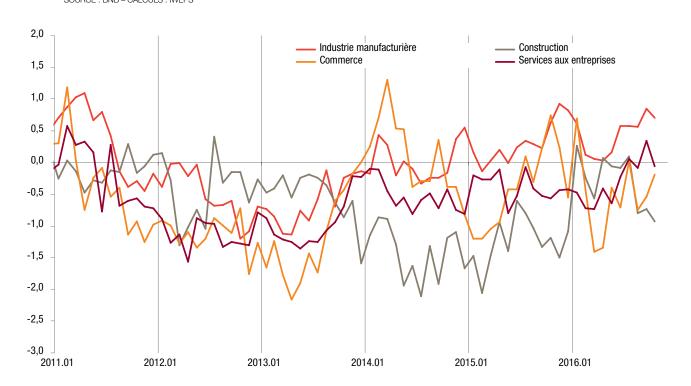
Fondamentalement, au-delà de l'hétérogénéité des évolutions sectorielles que l'on peut observer actuellement, l'activité économique wallonne nous semble pouvoir reposer sur une base plus large qu'il y a un an encore.

Graphique 3.3 | Croissance du chiffre d'affaires des principaux secteurs en Wallonie (à un an d'écart, volumes corrigés des variations saisonnières)

SOURCE : DG STATISTIQUES - CALCULS : IWEPS

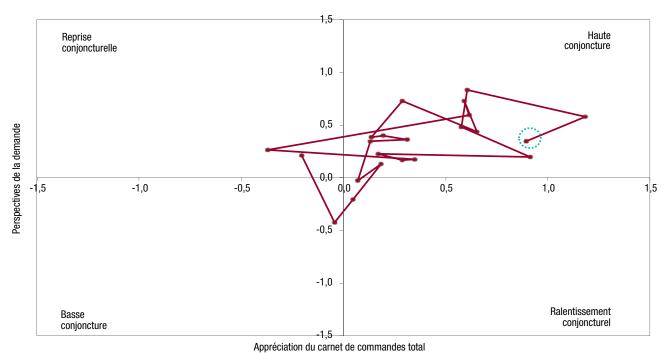


Graphique 3.4 | Enquête auprès des entreprises - Courbes synthétiques sectorielles en Wallonie source: BNB - CALCULS: IWEPS

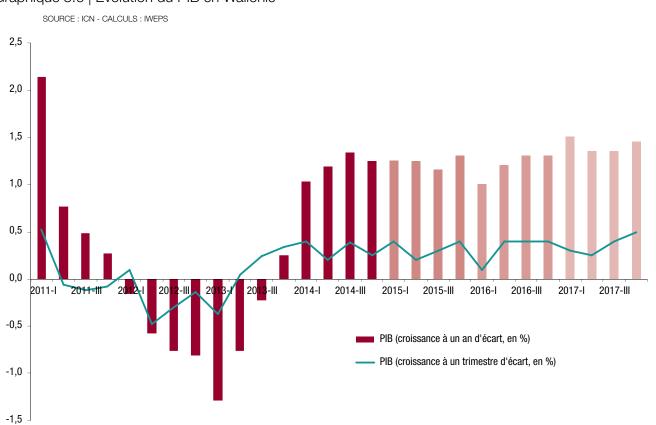


Graphique 3.5 | Enquête auprès des entreprises - Cycle conjoncturel dans l'industrie manufacturière en Wallonie

SOURCE : BNB - CALCULS : IWEPS



Graphique 3.6 | Évolution du PIB en Wallonie



En particulier, des gains importants en termes d'emplois ont été engrangés en 2015 et durant la première moitié de 2016. Ils devraient donner une assise plus large aux revenus des ménages et permettre de consolider la consommation privée dans les trimestres à venir, malgré la disparition du bénéfice de la baisse des prix énergétiques.

De même, en termes de création de capacités de production, il n'est pas inutile de souligner l'ampleur peu commune de la création nette d'entreprises qui est en accélération depuis le début de l'année 2015. L'augmentation du nombre d'entrées dans la population d'entreprises wallonnes (primocréations principalement) enregistrée depuis le début de l'année passée s'est poursuivie jusqu'en juillet, date des dernières informations disponibles, se conjuguant depuis plus d'un an avec une baisse forte et continue du nombre de sorties (principalement les faillites).

Quant aux prévisions de demande et aux intentions en matière d'embauche et d'investissement formulées par les entreprises existantes, elles continuent à progresser dans tous les secteurs d'après les enquêtes menées par la BNB. Notons également que l'indicateur des perspectives de demande des industriels et l'indicateur relatif à l'appréciation qu'ils font de leur carnet de commandes actuel dépassent tous deux leur moyenne de long terme depuis plus d'un an maintenant, ce qui est plutôt synonyme d'une conjoncture qui demeure en phase d'expansion, même si l'ampleur de ces dépassements reste modeste (cf. graphique 3.5).

Selon notre scénario, la croissance du PIB s'établirait à nouveau à +1,2% en moyenne annuelle en 2016, malgré un premier trimestre défavorable, et pourrait atteindre +1,4% en 2017, à la faveur d'un relèvement graduel de la croissance trimestrielle en deuxième partie d'année 2017.

3.2 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Les statistiques relatives aux échanges de marchandises compilées par la BNB (Comext) renseignent les flux mensuels d'exportations et d'importations de la Wallonie jusqu'à la mi-2016. D'après nos estimations⁴, les exportations wallonnes de marchandises ont affiché une tendance haussière lors des derniers trimestres, à un rythme toutefois très faible par rapport à la moyenne d'avant crise. Notons qu'au niveau belge, depuis la mi-2015, les exportations de biens et services ont affiché une évolution relativement dynamique (à l'exception du premier trimestre 2016) si l'on en croit les données de la comptabilité nationale trimestrielle disponibles jusqu'au deuxième trimestre de 2016. Toutefois, la comparaison des données d'exportations de marchandises aux niveaux national et régional donne à penser que le rythme de croissance des exportations wallonnes a très probablement été inférieur à la moyenne belge au cours de cette période. De plus, au début de l'année, l'activité économique semble avoir bénéficié de la dynamique des services marchands, dont la contribution à la croissance et aux exports est généralement plus faible en Wallonie que dans le reste du pays.

L'évolution récente du commerce extérieur de la Wallonie semble avoir bénéficié en partie de la bonne tenue relative de la demande intérieure chez les principaux partenaires commerciaux européens depuis la fin 2015, en particulier en Allemagne et dans une moindre mesure en France. Toutefois, les rythmes de croissance des exportations ont été tempérés par la lenteur des échanges de biens et services observée plus globalement à l'échelle mondiale depuis la mi-2015. Notons en effet que d'après la publication des perspectives du FMI d'octobre 2016, le rythme de croissance moyen des importations mondiales de marchandises devrait s'établir en 2016 au niveau le plus faible observé depuis la crise de 2009, en grande partie sous l'effet d'un net tassement de la demande émanant des économies émergentes.

L'évolution des importations de marchandises suit traditionnellement d'assez près celle des exportations en raison du contenu élevé en biens importés des produits wallons destinés aux marchés extérieurs. Toutefois, au cours des derniers mois, les importations ont accusé un décrochage assez net par rapport à la tendance globale des exportations (cf. graphique 3.7). Cette évolution reflète selon nous en partie l'atonie caractérisant la demande intérieure wallonne depuis la fin de l'année 2015 (cf. section 3.3). C'est en particulier le cas des investissements des entreprises dont la composante en biens importés est traditionnellement élevée.

Les perspectives de croissance des exportations wallonnes pour les trimestres à venir sont globalement favorables. Les industriels wallons ont en effet une très bonne opinion de l'état de leur carnet de commandes à l'exportation, l'indicateur se stabilisant au cours des derniers mois à un niveau supérieur à sa moyenne de long terme (cf. graphique 3.8). Le rythme de croissance des exportations wallonnes devrait néanmoins rester relativement contenu dans un premier temps, dans un environnement international encore empreint d'apathie. En seconde partie d'année 2017, la dynamique des exportations devrait se renforcer plus franchement, notamment à la faveur du raffermissement des échanges commerciaux intraeuropéens.

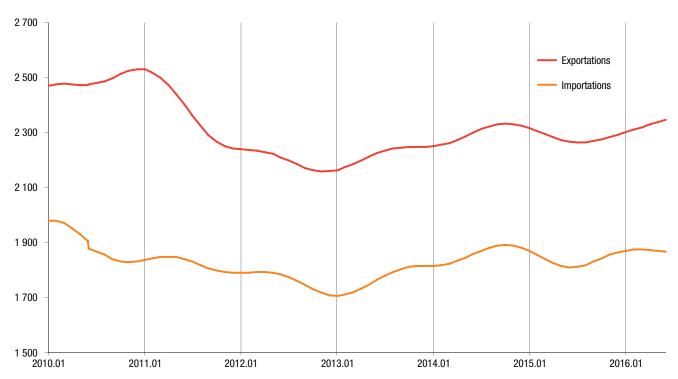
Compte tenu des récentes perspectives de croissance établies par le FMI relatives aux importations des principaux marchés de débouchés wallons, il apparaît qu'après un sensible tassement en 2016, la demande potentielle adressée à l'industrie régionale se redresserait en 2017, tout en restant sensiblement en deçà du niveau qui était le sien durant la période d'avant crise (cf. graphique 3.9). Ces perspectives reposent notamment sur les différents éléments suivants.

D'un côté, en raison du redressement anticipé de la croissance américaine et de l'amélioration conjoncturelle dans les pays émergents producteurs de matières premières qui est en cours (cf. section 2.1), un raffermissement progressif du commerce au niveau mondial est atten-

⁴ La Banque nationale de Belgique publie des données mensuelles d'importation et d'exportation exprimées en valeur (euros). Nous utilisons les indices nationaux de valeur unitaire afin de calculer des données en volume au niveau régional. Dans les circonstances actuelles marquées par un net repli des indices de valeur unitaire, les données ainsi construites sont à interpréter avec précaution.

Graphique 3.7 | Tendance des exportations et importations wallonnes de marchandises en volume (millions d'euros)





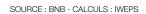
du à l'avenir, si bien que d'après le FMI, la croissance à l'échelle mondiale se renforcerait à +3,4% en 2017, après +3,1% en 2016.

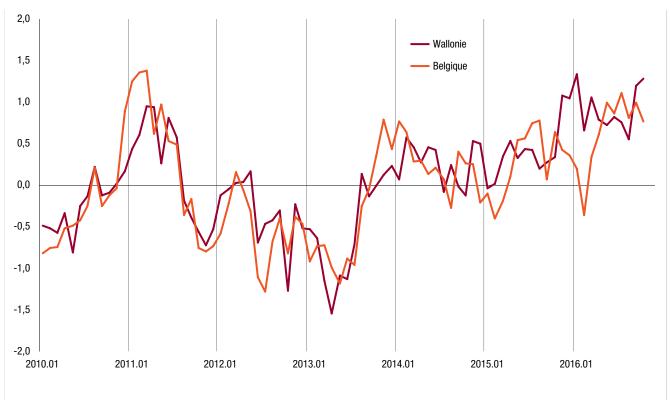
D'un autre côté, la croissance des économies européennes montre des signes d'un moindre dynamisme. Ainsi, les effets bénéfiques de la baisse des prix des matières premières, qui avaient dans une large mesure soutenu les dépenses de consommation et d'investissement, s'évanouissent peu à peu. En outre, les répercussions économiques du vote de juin dernier en faveur de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne se feront sentir sur le commerce extérieur des pays de la Zone euro, en raison du sensible repli de la monnaie britannique observé cet été sur les marchés des changes ainsi que du ralentissement conjoncturel qui semble s'être amorcé outre-Manche. Étant donné que les entreprises wallonnes exportatrices sont spécialisées dans la production de biens intermédiaires et sont intégrées dans des chaînes de valeur principalement européennes,

ces développements devraient limiter le rythme d'évolution des exportations wallonnes durant les tout prochains trimestres. La nature limitée et transitoire des répercussions économiques immédiates du Brexit (cf. section 2.1) permet d'anticiper que la demande globale adressée aux entreprises exportatrices wallonnes devrait se raffermir plus franchement en deuxième partie d'année 2017, notamment sous l'effet d'un renforcement de l'activité industrielle et des investissements en Zone euro.

En outre, nous considérons que les exportations wallonnes pourraient à l'avenir progressivement bénéficier des mesures fédérales mises en place ces dernières années visant l'amélioration de la compétitivité des entreprises (modération salariale et baisse de charges), en parallèle avec une remontée graduelle de la productivité moyenne. Dès lors, le rythme d'évolution des exportations dépasserait légèrement celui affiché par les marchés potentiels de la Wallonie sur l'horizon de projection.

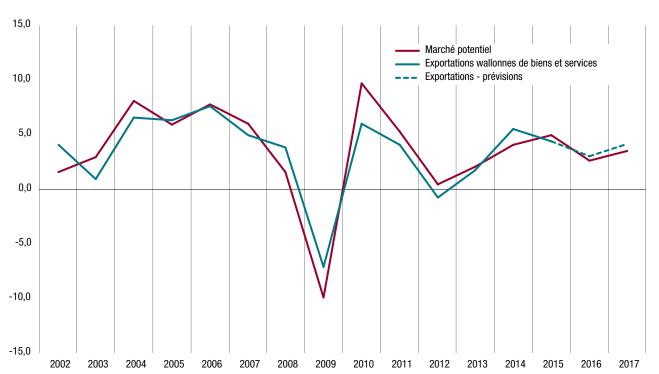
Graphique 3.8 | Industrie manufacturière : appréciation des carnets de commandes à l'exportation (moyenne centrée et réduite)





Graphique 3.9 | Marché potentiel des exportations wallonnes – sur la base des prévisions d'importations des partenaires

SOURCE : BNB, FMI - CALCULS : IWEPS



Au cours des prochains trimestres, la croissance des importations de biens intermédiaires devrait rester modérée et suivre d'assez près l'évolution des exportations. Par ailleurs, le redressement de la demande intérieure qui est attendue en Wallonie à l'avenir devrait renforcer la demande wallonne pour des biens importés, si bien que le rythme de croissance trimestriel des importations dépasserait progressivement celui des exportations dans le courant de l'année 2017.

Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne des exportations wallonnes totales (flux de biens et services, ajustés aux comptes nationaux) s'établirait à +2,8% en 2016 et +3,7% en 2017 (après +4,4% en 2015), tandis que celle des importations serait de +2,6% en 2016 et de +3,9% en 2017 (après +4,4% en 2015). Selon ces projections, la contribution du commerce extérieur à la croissance économique de la Wallonie serait de +0,3 point de croissance en 2016 et de +0,1 point de croissance en 2017.

3.3 LA DEMANDE INTÉRIEURE

3.3.1. Les ménages

En 2016, la hausse attendue des dépenses de consommation privée serait essentiellement soutenue par l'amélioration du marché de l'emploi et l'accélération des hausses salariales. La hausse du pouvoir d'achat des ménages serait toutefois atténuée par le regain de l'inflation. En 2017, la poursuite du raffermissement du marché du travail et l'amélioration du contexte macroéconomique devraient favoriser une reprise des dépenses de consommation des ménages. Leurs investissements résidentiels en profiteraient également, en dépit de l'estompement actuel de la reprise qui s'était manifestée l'année passée.

Les hésitations de la confiance

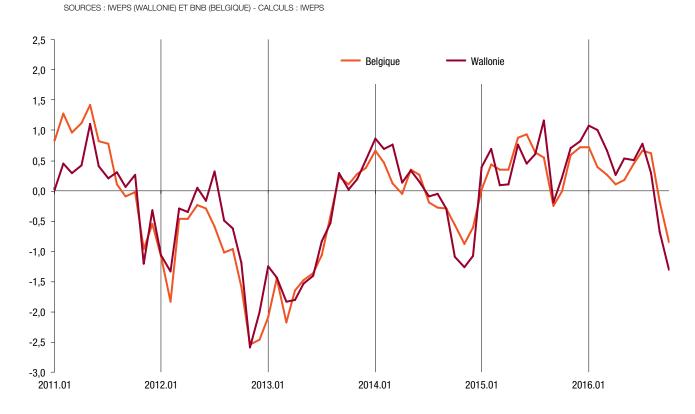
Bien que le moral des ménages se soit globalement rétabli en 2015, en comparaison des années antérieures, la confiance des consommateurs wallons a suivi une progression en dents de scie tout au long de l'année dernière. Cette relative volatilité de l'indice synthétique, créée par les changements brusques de la perception des

ménages quant au développement de l'environnement macroéconomique, mais aussi concernant l'évolution des paramètres microéconomiques, trahit, en creux, la fébrilité persistante des consommateurs wallons.

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

Les ménages se sont montrés de plus en plus pessimistes quant à l'évolution de la situation économique générale, mais aussi concernant leur situation financière personnelle. Les sous-indicateurs relatifs à ces questions dans les enquêtes auprès des consommateurs wallons se sont repliés jusqu'en juin pour le premier et avril pour le second, sous leur moyenne de longue période. De même, l'indicateur mesurant l'appréciation des consommateurs quant à l'opportunité de réaliser

Graphique 3.10 | Confiance des ménages - Indicateurs synthétiques - Moyennes centrées réduites



des achats importants s'est inscrit en retrait, sous sa moyenne de longue période. Autant de composantes de la confiance qui sont de nature à tempérer la dépense de consommation privée au cours du premier semestre. Le repli des perspectives de demande et de commandes dans le commerce témoigne d'ailleurs déjà de cette évolution.

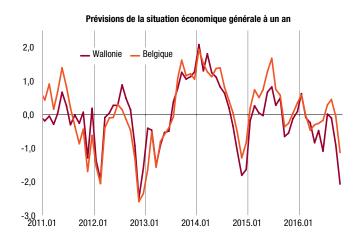
En revanche, les appréhensions des consommateurs quant à la menace du chômage ont continué à refluer durant le premier trimestre de cette année. Ces craintes se sont ensuite légèrement ravivées en mai avant de se stabiliser en juin et juillet, à un niveau toutefois nettement inférieur à la moyenne de long terme. Cette appréciation de la situation du marché du travail – qui reflète le développement effectif de l'emploi que nous observons (cf. section 3.4) – devrait ainsi apporter un soutien aux

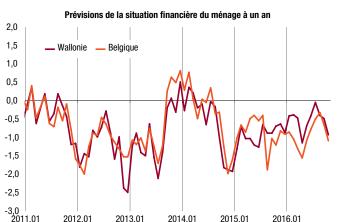
dépenses de consommation des ménages au cours du premier semestre, l'indicateur partiel étant bien corrélé avec les données de consommation. Par ailleurs, la proportion de consommateurs formant des projets d'achats de biens durables au cours des prochains mois est demeurée supérieure à la moyenne.

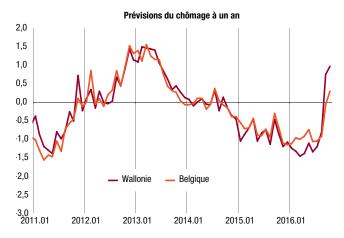
En juillet, en dépit du résultat du référendum au Royaume-Uni en faveur du Brexit, l'indicateur de confiance synthétique témoignait d'un net regain d'optimisme de la part des ménages, lié principalement à un raffermissement de leurs perspectives concernant le contexte macroéconomique, mais aussi dans une moindre mesure de leur situation financière. Cette embellie s'est toutefois révélée transitoire, les perceptions des ménages interrogés dans le cadre des enquêtes de conjoncture se sont brusque-

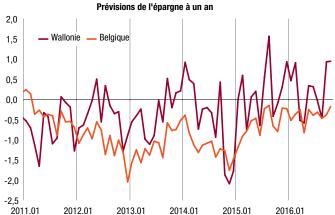
Graphique 3.11 | Enquête auprès des consommateurs wallons - moyennes centrées réduites

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









ment assombries en septembre et octobre, un repli sans aucun doute en lien avec les annonces des restructurations dans l'industrie et le secteur financier. Les craintes d'une hausse du chômage se sont ainsi nettement accrues, remontant au-dessus de leur moyenne de long terme pour la première fois depuis deux ans.

Il est encore mal aisé de déterminer si cette dégradation de la confiance des consommateurs wallons se révélera passagère ou se renforcera encore au cours des prochains mois. La confiance des acteurs économiques, ménages ou entreprises, est un facteur difficile à cerner, en raison de sa composante émotionnelle. Le sentiment des consommateurs quant à l'évolution de leur situation financière ne s'est pas beaucoup dégradé, ce qui peut laisser penser que cette baisse de la confiance s'estompera dans les prochains mois. De même, les indicateurs de l'enquête mesurant l'intention des consommateurs d'effectuer d'importants achats n'enregistrent pas de fort fléchissement. Selon notre scénario prévisionnel, l'évolution favorable attendue de la situation sur le marché du travail (cf. section 3.4) tendra à raffermir la confiance des consommateurs, en particulier par rapport au risque de chômage, ce qui se traduirait par la poursuite de la reprise de la consommation privée en fin d'année.

Par ailleurs, les enquêtes mensuelles de confiance de la BNB renseignent indirectement sur le comportement d'épargne des ménages. Au cours de l'année 2015, les variations de la confiance se sont accompagnées d'une volatilité prononcée des prévisions d'épargne qui ont cependant conservé une légère tendance à la hausse, avant de se dégrader fortement à partir de la fin de l'année et jusqu'en avril 2016. Cette appréciation des consommateurs est vraisemblablement liée à l'évaluation, également faible dans une perspective longue, qu'ils font de leur situation financière. À partir du printemps, le raffermissement attendu de leur situation personnelle favorise les anticipations d'un renforcement de leur possibilité d'épargne, que n'ont pas affectées les annonces des restructurations d'entreprises en septembre et octobre.

Ces variations ne semblent pas avoir significativement influé sur le jugement des consommateurs quant à l'op-

portunité d'épargner. L'indicateur représentatif de cette perception, qui est demeuré en deçà de sa moyenne de longue période depuis l'été 2014, s'est encore nettement replié au cours des premiers mois de l'année 2016. L'indice a ensuite rebondi, jusqu'en août dernier, sans pour autant dépasser son niveau de février.

L'embellie sur le marché du travail favorise une hausse du pouvoir d'achat des ménages

En 2016, l'accroissement du revenu disponible des ménages serait soutenu par une nette amélioration de l'emploi et une croissance des salaires. En termes nominaux, nous prévoyons une augmentation des revenus bruts de +3,2%, soit la plus forte hausse depuis la crise. Cependant, en raison du rebond de l'inflation, et malgré l'indexation des salaires en milieu d'année, la hausse du revenu disponible réel atteindrait seulement +1,3%.

En effet, en ce qui concerne les prix, on observe que le taux d'inflation, qui a atteint un plancher en janvier 2015, s'est depuis lors progressivement redressé. Encore négatifs au cours du premier trimestre, les rythmes de croissance de l'indice des prix à la consommation se sont graduellement accélérés tout au long de l'année dernière, passant de -0,7% en janvier à +1,5% en décembre 2015. Sur l'ensemble de l'année, l'inflation ainsi mesurée est demeurée faible (+0,6%).

Au cours du premier trimestre 2016, le rythme de croissance des prix s'est d'abord ralenti en février avant de rebondir en mars. Le taux d'inflation est alors demeuré autour de 2,2% jusqu'au mois d'août, avant de se replier en septembre (1,9%). Selon le Bureau fédéral du Plan (BFP), le taux d'inflation moyen devrait atteindre 2,0% en 2016, suite non seulement à une contribution moins négative des produits énergétiques, mais également à une hausse de l'inflation sous-jacente.

L'accélération de la hausse des prix en 2016 résulte d'abord de la baisse de la contribution négative des prix énergétiques. La désinflation des prix énergétiques s'est ralentie depuis le début de l'année, notamment en raison du renchérissement des cours du pétrole, mais aussi sous l'incidence d'un certain nombre de mesures gou-

vernementales visant au financement du glissement fiscal (*Tax Shift*), tel que, en septembre, le relèvement de la TVA à 21% prélevée sur le prix de l'électricité ou l'instauration en novembre d'un effet de cliquet pour le diesel⁵.

Si l'évolution des cours des produits énergétiques est le principal facteur de la dynamique plus rapide de l'inflation, la persistance d'une inflation sous-jacente relativement élevée contribue également à l'accélération de la dynamique des prix en 2016. L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors prix des biens alimentaires ou énergétiques, plus volatils, s'est en effet nettement accélérée au cours du dernier trimestre 2015 et s'est maintenue à des niveaux relativement élevés depuis le début de l'année. En raison d'un niveau de départ élevé, l'inflation sous-jacente devrait dès lors être plus élevée en moyenne cette année qu'en 2015 (1,6%), et une fois encore supérieure à celle de la Zone euro.

En 2017, l'inflation devrait atteindre 1,7%, principalement sous l'effet d'un fléchissement de l'inflation sous-jacente et de la dissipation des effets inflationnistes des mesures publiques affectant le prix de l'électricité. En revanche, la hausse des cours du pétrole, qui se poursuivrait l'année prochaine, devrait contribuer à alimenter la hausse du niveau général des prix.

L'indice santé, utilisé pour l'indexation des salaires et des loyers, qui s'est accru à un rythme moyen de +1,1% en 2015, devrait atteindre +2,0% en 2016⁶. L'indice pivot a été dépassé en mai de cette année, de sorte que les allocations sociales et les salaires dans la fonction publique ont été adaptés au coût de la vie, en d'autres termes augmentés de +2,0%, respectivement en juin et en juillet dernier. Selon les estimations de Bureau fédéral du Plan, le dépassement suivant interviendrait en août 2017, induisant une hausse des revenus concernés en septembre

et octobre 2017. Sur l'ensemble de l'année prochaine, l'augmentation de l'indice santé devrait s'élever à +1,4%.

En ce qui concerne l'évolution des revenus des ménages wallons, nos attentes sont synthétisées au tableau 3.1. La prévision repose d'abord sur le scénario, décrit à la section suivante, concernant l'emploi, notamment salarié, qui prévoit une progression relativement robuste de l'emploi en 2016, en particulier en première partie d'année, une hausse qui se prolongerait en 2017, à des rythmes toutefois moins soutenus. Ce scénario est ensuite complété en tenant compte d'une accélération des gains salariaux par tête en 2016 et plus encore en 2017, dans un contexte de reprise modérée de l'activité, qui s'accompagnerait de nouveaux gains de la productivité moyenne durant cette période⁷.

En 2015, l'évolution du revenu⁸ des ménages wallons reflète la langueur persistante des créations d'emploi et l'incidence des mesures d'ajustement des budgets publics et de la modération salariale. Le gel des salaires conventionnels réels et le saut d'index décidé par le gouvernement fédéral ont limité la croissance nominale des salaires. Le poste des salaires et traitements bruts se serait accru de +0,9% en termes nominaux, nettement en deçà de sa valeur moyenne historique supérieure à +3,0%, contribuant ainsi faiblement à la croissance du revenu disponible. En revanche, la progression de l'emploi indépendant a induit une forte hausse du revenu mixte brut (+2,2%).

En 2016, après trois ans sans augmentation barémique réelle, les rémunérations pourront tirer parti d'un élargissement (limité) de la norme salariale, à concurrence de maximum 0,67% de la masse salariale brute. Les salaires et traitements ont également bénéficié d'un effet d'indexation au cours de l'été, qui fait suite au dépasse-

⁵ Certaines mesures décidées par le gouvernement flamand, qui entraînent une augmentation du prix de l'électricité en Flandre, auront un effet haussier sur le niveau de l'inflation en Belgique.

⁶ L'estimation du Bureau fédéral du Plan est réalisée sur la base d'une hypothèse de prix du pétrole égal à 44 dollars le baril en moyenne en 2016 et 52 dollars le baril en 2017 et d'un taux de change euro/dollar fixé à 1,12 et 1,14 respectivement pour cette année et pour l'année prochaine.

⁷ 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 (2016-2021), parues en juillet dernier (IWEPS, IBSA, SVR et BFP), adaptées à la suite des dernières publications de l'ICN disponibles, soit les comptes nationaux et le Budget économique.

⁸ Les derniers chiffres de la comptabilité régionale du revenu des ménages portent sur l'année 2014.

Graphique 3.12 | Prévisions de l'inflation (taux de croissance des prix à un an d'écart)

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



ment de l'indice pivot en mai dernier. Dans ce contexte, la croissance des revenus du travail (salaires bruts) serait plus vive en 2016 (+2,1%) grâce, d'une part, à une amélioration de l'emploi et, d'autre part, à la progression des salaires par tête, eux-mêmes soutenus par la remontée de la durée moyenne de travail. La hausse du coût salarial (rémunération des salariés) devrait toutefois demeurer modeste en 2016 (+0,7% par tête), freinée par les baisses attendues de cotisations patronales. La progression des revenus de l'activité indépendante demeurerait dynamique.

Pour 2017, les marges pour les adaptations des salaires ne seront connues qu'à l'issue des négociations du prochain accord interprofessionnel. La poursuite du rétablissement du marché du travail, notamment la baisse projetée du nombre de chômeurs, et la progression attendue de l'emploi devraient cependant créer un contexte propice à une hausse des salaires bruts par tête, une évolution que la réduction des cotisations des entreprises devrait contribuer à soutenir. Un nouvel allongement de la durée moyenne de travail et l'indexation des salaires, qui

interviendrait au cours du troisième trimestre, devraient également participer du mouvement de hausse des rémunérations, qui atteindrait +2,6%.

Les revenus primaires des ménages wallons devraient également bénéficier cette année, et plus encore l'année prochaine, d'un accroissement des revenus de la propriété. Alors que, depuis la récession, l'environnement de taux bas et de versements réduits de dividendes a en effet pesé sur les revenus de la propriété (BNB, 2016), qui se sont amenuisés entre 2009 et 2014 (et seulement maintenus en 2015), la hausse des revenus de la propriété atteindrait +2,0% en 2016 et encore +3,1% en 2017. Sous l'effet de la hausse conjuguée des rémunérations des travailleurs et des revenus du patrimoine, le solde des revenus primaires des particuliers devrait se redresser cette année (+1,5%), avant de progresser plus vivement l'année prochaine (+2,4%).

Le pouvoir d'achat des ménages wallons devrait cette année être soutenu par le repli des impôts directs, sous l'effet d'un ensemble de mesures fiscales, ce qui ne serait

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

SOURCE : ESTIMATIONS IWEPS AU DÉPART DE DONNÉES DE L'ICN (JUSQU'À 2014)

| | Structure en % du revenu primaire | | | Croissance nominale en % | | |
|--|-----------------------------------|-------|-------|--------------------------|------|------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Excédent d'exploitation et revenu des indépendants | 10,4 | 10,4 | 10,3 | 2,2 | 1,8 | 0,6 |
| Rémunération des salariés | 80,5 | 80,4 | 80,5 | 0,8 | 1,3 | 2,6 |
| dont salaires et traitements bruts | 58,0 | 58,4 | 58,6 | 0,9 | 2,1 | 2,8 |
| Revenus nets de la propriété | 9,1 | 9,2 | 9,3 | 0,5 | 2,0 | 3,1 |
| Solde des revenus primaires | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 0,9 | 1,5 | 2,4 |
| Prestations sociales (hors transferts sociaux en nature) | 34,8 | 35,2 | 35,4 | 1,6 | 2,7 | 2,8 |
| Autres transferts courants nets | -0,6 | -0,6 | -0,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Impôts courants | -20,0 | -19,5 | -19,5 | 0,2 | -1,0 | 2,3 |
| Cotisations sociales | -32,0 | -31,5 | -31,4 | 1,2 | -0,2 | 1,9 |
| Revenu disponible nominal | 82,2 | 83,6 | 83,9 | 1,3 | 3,2 | 2,8 |
| Revenu disponible réel | - | - | - | 0,8 | 1,3 | 1,2 |

pas le cas en 2017. La croissance nominale du revenu disponible des ménages atteindrait dès lors +3,2% en 2016 et seulement +2,8% en 2017. En termes réels, le pouvoir d'achat des particuliers augmenterait finalement de +1,3% en 2016 et +1,2% en 2017.

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

Depuis l'éclatement de la grande récession, les taux d'épargne des ménages wallons se sont globalement contractés, principalement sous l'effet de la diminution de leurs revenus, en particulier ceux de la propriété, généralement moins affectés à la consommation courante.

Selon nos estimations, les revenus nets de la propriété se seraient stabilisés (+0,5%) en 2015, au terme de six années de recul. Ce mouvement de rattrapage des revenus du patrimoine devrait se prolonger cette année (+2,0%) et se renforcer l'année prochaine (+3,1%). Cette augmentation des revenus de la propriété devrait favoriser une remontée du taux d'épargne des ménages wallons. Les ménages wallons chercheront en effet vraisemblablement à reconstituer quelque peu leurs réserves financières,

comme le montrent du reste les résultats des enquêtes de conjoncture. Par ailleurs, les ménages tendent traditionnellement à adapter avec un certain délai leurs habitudes de consommation aux variations de leur revenu ou à l'évolution du marché du travail. Nous estimons ainsi que l'essentiel de la hausse du taux d'épargne des particuliers interviendrait dès 2016.

En 2016, la progression modérée du revenu disponible réel des ménages (+1,3%), largement entamée par le rebond de l'inflation, serait ainsi partiellement allouée à la reconstitution de leur réserve d'épargne. Le volume de consommation n'atteindrait dès lors qu'un rythme de progression de +0,8%.

En 2017, le pouvoir d'achat des particuliers enregistrerait une progression (+1,2%) semblable à celle de 2016. Si, comme nous le pensons, les inquiétudes récentes des ménages se dissipent rapidement, cette stabilité devrait les inciter à ne pas modifier leur taux d'épargne, favorisant de la sorte une reprise de la consommation privée, qui pourrait afficher une croissance de +1,2% en moyenne sur l'ensemble de l'année.

Fléchissement des investissements résidentiels après la reprise de l'année dernière

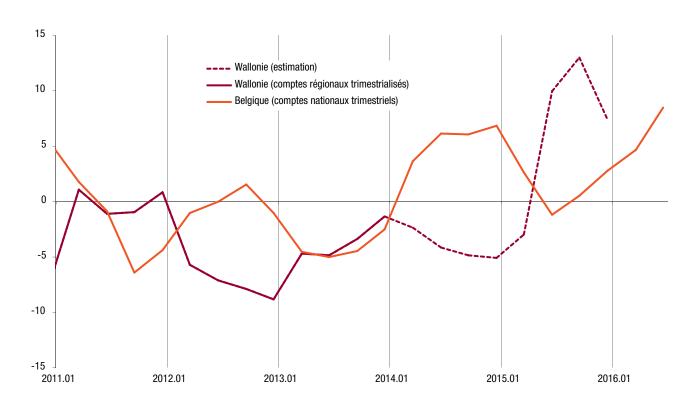
En matière d'investissements en logements, l'année 2015 a été marquée par une forte progression en Wallonie : +5,5%, selon notre estimation qui consiste en une ventilation régionale des données des comptes trimestriels nationaux sur la base des statistiques des travaux commencés pour la construction ou la transformation de logements. Les mises en chantier constituent en effet le point de départ de l'investissement résidentiel, dont la dépense s'échelonne ensuite en moyenne sur une période d'une dizaine de mois. En Wallonie, cette statistique avait cessé de se détériorer au cours du dernier trimestre de l'année 2014 et l'évolution de cet indicateur s'est même révélée plus favorable que dans le nord du pays durant une grande partie de l'année 2015.

Rappelons que ce net redressement fait suite à plusieurs années successives de recul en termes réels. Ainsi, les statistiques de formation brute de capital fixe publiées annuellement par l'Institut des Comptes nationaux (ICN) dans les comptes régionaux correspondent toujours à une baisse en volume pour 2013, dernière année disponible. De plus, notre estimation complémentaire pour 2014 indique que la tendance au recul s'est poursuivie en Wallonie, tandis qu'une nette reprise était alors déjà enregistrée à l'échelle du pays.

Plus tardive en Wallonie, la hausse enregistrée en 2015 fait écho à la remontée progressive, bien que fragile, de la confiance des consommateurs durant une bonne partie de l'année dernière et à la progression enfin plus nette du revenu disponible (+0,8%), après pratiquement cinq années de pertes nettes de pouvoir d'achat (recul de 2010 à 2013 et +0,4% en 2014). Durant cette longue période, les ménages wallons ont notamment pâti d'une situation moins favorable en termes d'activité économique et d'emploi.

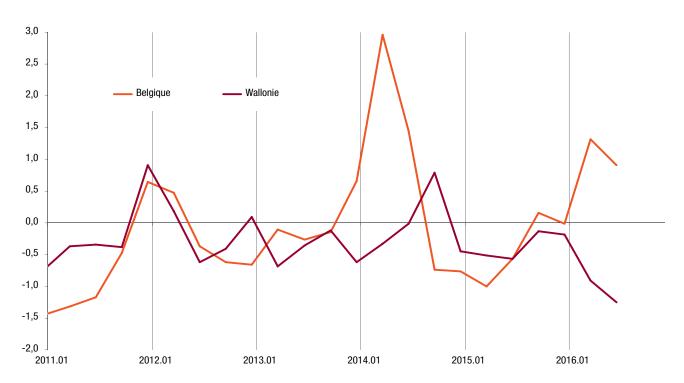
Précisons toutefois encore que la reprise des investissements résidentiels de 2015 a été particulièrement marquée au deuxième trimestre de l'année, ce qui correspond en partie à des projets autorisés à la fin de l'année

Graphique 3.13 | Investissements résidentiels des ménages – Variations à un an d'écart sources : ICN, DG STATISTIQUE - CALCULS IMEPS



Graphique 3.14 | Nombre de logements autorisés – moyennes centrées réduites

SOURCES : DG STATISTIQUE - CALCULS : IWEPS



2014. Comme nous l'évoquions dans nos précédentes éditions, la hausse du nombre de permis enregistrée à la fin de 2014, générant des flux d'investissements en 2015, peut pour partie trouver sa source dans l'anticipation des modifications attendues du système de primes à la construction ou à la rénovation. Ces possibles effets d'amplification étant de nature temporaire, on peut raisonnablement s'attendre, mécaniquement, à un certain repli de l'investissement dans les trimestres ultérieurs.

Provisoirement interrompue, la statistique des logements mis en chantier ne nous permet cependant pas de prolonger, pour cette édition, notre estimation des investissements résidentiels pour le premier semestre 2016. À l'échelle du pays, les comptes nationaux laissent bien apparaître un nouveau rebond pour cette période. Toutefois, comme nous venons de l'évoquer, le timing pourrait être différent pour la Wallonie.

La statistique des autorisations de bâtir (ou permis), qui anticipe quant à elle d'environ trois mois celle des logements commencés, reste publiée. Elle nous permet donc de nous figurer l'évolution des investissements résidentiels au cours de cette année 2016 en Wallonie (cf. graphique 3.14).

D'ampleur plus limitée que la précédente, on constate d'abord une nouvelle accélération du nombre des autorisations en fin d'année 2015. À nouveau, celle-ci pourrait en partie avoir eu pour objectif de devancer la réforme des réductions d'impôts liés à l'acquisition d'un premier logement (du bonus logement au chèque habitat) ou à la restriction du tarif préférentiel de TVA accordée pour les rénovations⁹. De ce fait, elle pourrait encore revêtir un caractère temporaire. Toutefois, il ne faut sans doute pas exagérer l'effet de ces modifications réglementaires sur l'évolution des investissements résidentiels. Il semble en

⁹ Pour rappel, le régime fiscal des habitations des particuliers est une matière régionale depuis le 1^{er} janvier 2015. En Wallonie, l'ancien système fédéral de déductions fiscales a fait place à partir du 1^{er} janvier 2016 à un nouveau système basé sur des subsides (« chèque-habitat »), qui est globalement moins généreux que l'ancien système puisqu'il introduit une dégressivité de l'avantage pécuniaire en fonction du revenu du bénéficiaire. En outre, signalons qu'à partir du 1^{er} janvier 2016, le régime préférentiel de TVA (au niveau fédéral) pour les rénovations de bâtiments résidentiels s'applique aux biens dont l'âge minimum est de dix ans (contre cinq auparavant).

effet que les rebonds enregistrés durant la période récente ne soient pas particulièrement soudains ni marqués, en Wallonie en tout cas. En outre, plus fondamentalement, la poursuite du développement de nouveaux projets de construction ou de rénovation reste parfaitement compatible avec des intentions d'investir dont le redressement perdure (cf. infra) et avec une situation financière des ménages en cours d'amélioration dès 2015 et tout au long de l'année 2016, en parallèle de la reprise de l'emploi, le tout dans un contexte de conditions de crédit favorables.

Force est néanmoins de constater que les autorisations de bâtir demeurent sous leur moyenne de long terme (incluant, il est vrai, les années de croissance vigoureuse précédant la crise de 2009), et qu'en outre, leur orientation est baissière durant les deux premiers trimestres de l'année 2016.

Du côté du secteur de la construction, on observe également qu'après le fort redressement qui a eu lieu en 2015, l'activité semble plus hésitante en 2016. Ainsi, le chiffre d'affaires enregistré à la TVA s'affiche en repli au premier trimestre de l'année, avant de rebondir au deuxième. Quant à l'évolution de l'activité dont font part les entrepreneurs du secteur dans l'enquête mensuelle de la BNB, au premier trimestre, elle atteignait un niveau inégalé depuis la crise de 2009, mais elle fléchit aux deuxième et troisième trimestres de l'année, tout en conservant un niveau proche de sa moyenne de long terme.

Ces informations, reflétant un tassement de la demande et de l'activité de construction, nous incitent à considérer que cette composante de la demande des ménages devrait connaître une stagnation sur l'ensemble de l'année 2016 (+0,1%) en moyenne. Dans le même temps, les autorisations étant nettement plus dynamiques au nord du pays et l'acquis de croissance beaucoup plus favorable, la croissance des investissements résidentiels dépasserait +6% pour l'ensemble du pays.

Perspectives toujours positives

Aujourd'hui pourtant, la plupart des indicateurs disponibles pour analyser la composante résidentielle de la demande régionale demeurent à des niveaux appréciables. Si l'on y ajoute le raffermissement graduel de la situation financière des ménages dont nous escomptons la poursuite en 2016 et en 2017, nous pouvons envisager une évolution positive des investissements en logements en 2017.

Parmi les éléments qui procurent un soutien à la demande d'investissements résidentiels figure certainement la faiblesse des taux d'intérêt. Le loyer de l'argent pour les emprunts hypothécaires de plus de dix ans poursuit ainsi sa diminution, atteignant 2% en août, soit pratiquement l'équivalent de l'inflation. Malgré une tendance longue à la détente, les autres conditions d'octroi de crédit demeurent vraisemblablement plus contraignantes. Récemment, selon la Bank Lending Survey, les banques déclarent avoir légèrement resserré leurs conditions aux deuxième et troisième trimestres de cette année. Le détail de l'enquête montre néanmoins que c'est principalement en raison d'un relèvement de leurs marges que les banques ont opéré cette récente inflexion, ce qui n'est pas étonnant compte tenu de la faiblesse des taux d'intérêt. Par ailleurs, on notera que les attentes du secteur bancaire vis-à-vis de la demande des ménages sont stables pour les prochains trimestres, confirmant la normalisation de la demande que nous attendons à l'avenir, après une évolution récente plus irrégulière, faite d'une embellie en 2015 (également observée dans les réponses des intermédiaires financiers) et d'un fléchissement en 2016.

Le contexte financier semble donc demeurer en faveur de la concrétisation de projets immobiliers, comme en témoigne l'encours de crédit hypothécaire qui avait très nettement progressé d'octobre 2014 à octobre 2015 en Wallonie et qui conserve depuis lors un rythme de croissance de l'ordre de +2%, et ce jusqu'au troisième trimestre de 2016. On notera cependant que ce rythme s'est légèrement accéléré en Flandre durant les deux derniers trimestres, alors que ce n'est pas le cas en Wallonie, ce qui conforte notre impression d'une évolution moins favorable de l'investissement résidentiel dans le sud du pays en cette fin d'année. Quoi qu'il en soit, le nombre et le montant des nouveaux crédits hypothécaires demeurent élevés en Wallonie (près de 40 000 aux deuxième et troisième trimestres, soit le niveau trimestriel moyen de

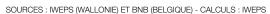
la décennie écoulée), alors que l'essentiel de la bulle liée aux rachats d'emprunts semble à présent passé.

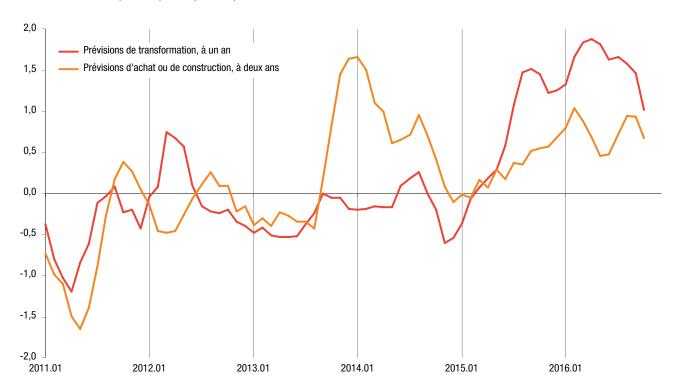
Sur la base des informations uniquement disponibles au niveau national sur la destination du crédit hypothécaire, précisons que ce sont les crédits destinés aux achats de logements - qui ne constituent pas à proprement parler une formation brute de capital - qui semblent évoluer le plus rapidement depuis le début de cette année. Le nombre et le montant des crédits liés à de nouvelles constructions sont toutefois aussi en nette progression. Bien qu'elle soit cette fois en léger recul, la composante des crédits liée à la transformation de logements continue à soutenir de façon non négligeable la croissance des investissements résidentiels, ce segment ayant pris de l'ampleur depuis le début de la décennie. Ensemble, les montants de crédits réalisés pour la construction et la transformation en Belgique ont dépassé 2 milliards d'euros au deuxième trimestre de 2016, soit un niveau historiquement très élevé.

Ces appels nombreux au financement pour des projets immobiliers devraient continuer à se poursuivre dans les trimestres à venir si l'on en croit les intentions manifestées par les ménages wallons, qui demeurent, elles aussi, à des niveaux élevés. En effet, dans les enquêtes d'opinions auprès des consommateurs, la proportion de répondants enclins à renforcer leur demande d'investissement résidentiel reste élevée dans une perspective historique (cf. graphique 3.15). On observe néanmoins que les prévisions de transformation (à un an) accusent aujourd'hui un repli par rapport à leur niveau de début d'année. Quant aux prévisions d'achat ou de construction (à deux ans), elles semblent plutôt s'être stabilisées depuis début 2016.

Les statistiques de l'activité des opérateurs des investissements résidentiels témoignent également d'attentes encore favorables. D'une part, à l'échelle du pays, les missions de projets fermes demandées aux architectes qui s'étaient nettement redressées au début de l'année

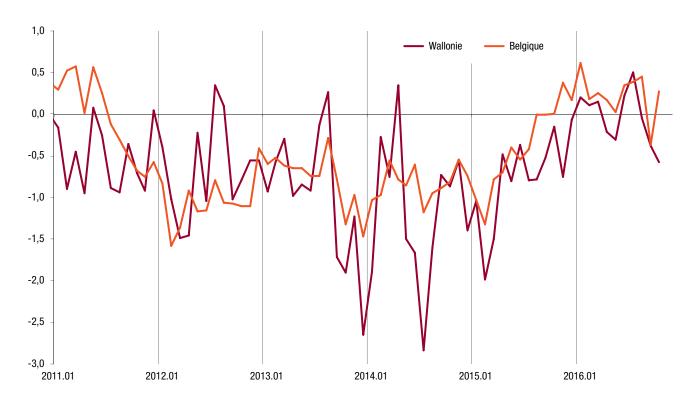
Graphique 3.15 | Prévisions des achats et constructions de logements par les ménages wallons (moyennes centrées réduites, séries lissées)





Graphique 3.16 | Prévisions de la demande dans la construction (moyennes centrées réduites)

SOURCE: BNB - CALCULS IWEPS



2015 poursuivent leur progression. Ensuite, les missions d'avant-projets conservent également leur haut niveau par rapport à la moyenne de long terme. Enfin, en dépit d'un léger repli au premier semestre de l'année, les prévisions de « volume des missions » évoluent toujours au-delà de leur moyenne de long terme. Les attentes des architectes laissent donc présager une poursuite de l'investissement en habitations en Belgique. Comme nous l'avons évoqué précédemment, cette dynamique est sans doute plus forte en Flandre qu'en Wallonie. Néanmoins, il en va de même du carnet d'ordres des entrepreneurs qui est aujourd'hui nettement plus étoffé, retrouvant cet été des niveaux d'avant la crise de 2009. en Wallonie comme à l'échelle nationale. En outre, les prévisions régionales de la demande dans le secteur de la construction conservent une orientation à la hausse, se situant, après un redressement sensible depuis le début de 2015, aux alentours de leur moyenne de long terme (cf. graphique 3.16).

Finalement, à l'instar des dépenses courantes de consommation, la progression de l'investissement a pu, malgré le contrecoup que nous anticipons en 2016, partiellement prendre appui sur une évolution plus positive des revenus depuis 2015. Malgré le fléchissement de la confiance des ménages cet automne, l'amélioration de la situation financière des ménages, qui demeure attendue, et les conditions financières auxquels ils font face restent des facteurs propices à la concrétisation de projets résidentiels qui n'ont manifestement pas été mis de côté, en dépit d'observations parfois décevantes durant cette année 2016, notamment en matière d'autorisations de bâtir. Les attentes des opérateurs et des ménages demeurent d'ailleurs relativement favorables. Nous entrevoyons dès lors une progression graduelle des investissements résidentiels durant l'année 2017 en Wallonie. Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne de ce poste des dépenses s'établirait en Wallonie à +1,6% (contre +2,8% pour l'ensemble du pays).

3.3.2. Les entreprises

Lors de notre précédent exercice de prévision, en juin 2016, nous identifiions en Wallonie des signes de faiblesse, notamment du côté des taux d'utilisation des capacités de production et des perspectives de demande, susceptibles de modérer à court terme la croissance des investissements des entreprises. Toutefois, plusieurs facteurs, en particulier sur le plan financier, semblaient réunis pour encourager les entreprises à investir : les mesures politiques (*Tax Shift*) visant l'amélioration de la compétitivité devaient favoriser le relèvement de la rentabilité des entreprises, tandis que les taux d'intérêt demeuraient à des niveaux planchers et que le cycle d'assouplissement des conditions de crédits se poursuivait. Nous tablions dès lors sur une croissance contenue de la formation brute de capital fixe à l'horizon 2016.

Nos estimations actuelles, basées sur les données issues des déclarations à la TVA, laissent entrevoir, sur le dernier trimestre de l'année 2015 et la première moitié de l'année 2016, un fléchissement dans la dynamique d'investissement en Wallonie (cf. graphique 3.17).

Ces estimations wallonnes tranchent quelque peu avec les observations disponibles au niveau belge. Pour la Belgique, les comptes nationaux indiquent, depuis la seconde partie de l'année 2015, une croissance positive des dépenses d'investissement des entreprises. Elles ont d'ailleurs significativement augmenté au deuxième trimestre 2016, dernier trimestre connu: +8,9% en alissement annuel. Quant à l'enquête semestrielle que la Banque nationale de Belgique (BNB) réalise auprès des entreprises de l'industrie manufacturière¹⁰, elle confirme pour l'année 2016 le jugement toujours favorable des entrepreneurs sur le climat d'investissement en Belgique (cf. graphique 3.18). Les entrepreneurs prévoient en effet une croissance des investissements en capital fixe de +10,7% en 2016 (à prix courants), soit une prévision proche de celle émise lors de l'enquête d'automne 2015 (+11,3%).

En ce qui concerne la fin de l'année 2016, après le trou d'air marqué en Wallonie, nous envisageons un rebond de l'investissement. Les déterminants économiques de l'investissement présentent en effet des perspectives d'évolution favorables à court terme: raffermissement des anticipations de demande, tensions accrues sur l'appareil de production, le tout dans un environnement financier globalement propice à l'investissement. Selon notre scénario, cet effort d'investissement se poursuivrait à un rythme faible en début d'année 2017, au regard d'une dynamique générale d'activité économique contenue. Il devrait s'amplifier quelque peu au long de l'année, à la faveur d'un renforcement des débouchés extérieurs.

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

Des perspectives de demande dans l'industrie à nouveau bien orientées

Dans l'industrie manufacturière, comme dans les services, les anticipations de demande à court terme ont connu en Wallonie une dégradation durant la première moitié de l'année 2016; dégradation qui ne s'est pas autant marquée au niveau belge (cf. graphique 3.19). Toutefois, les dernières données disponibles dessinent un tableau plus favorable : d'une part, elles indiquent globalement un raffermissement des anticipations et, d'autre part, les perspectives s'affichent à des niveaux supérieurs à leur moyenne de long terme dans l'industrie.

Quant au taux d'utilisation des capacités de production industrielle, après avoir progressivement fléchi dans le courant de l'année 2015, il s'est redressé au cours de la première partie de l'année 2016. Ainsi, en octobre 2016, dernière donnée disponible, il atteint 79%, soit un niveau supérieur à sa moyenne de longue période (cf. graphique 3.20).

Cette pression plus importante sur l'appareil de production conjuguée à des perspectives de débouchés qui, selon notre scénario, devraient se confirmer dans les mois à venir, augure d'opportunités d'investissement à l'horizon 2017.

¹⁰ La BNB 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 »).

Un environnement financier propice pour soutenir les projets d'investissement

Parmi les sources de financement externe, en Belgique, les entreprises et en particulier les PME s'orientent traditionnellement vers les crédits bancaires pour financer leurs projets d'investissement.

À propos du financement bancaire, lors de l'enquête réalisée par la BNB en juillet 2016, les chefs d'entreprises belges ont rapporté un nouvel assouplissement des conditions générales d'accès au crédit¹¹: leur perception de la contrainte de crédit est passée de 7,6% en avril à 6,9% en juillet (cf. graphique 3.21). Cet assouplissement des conditions de crédit a été plus particulièrement ressenti par les petites entreprises (moins de 50 travailleurs) et celles du secteur des services.

Cette appréciation découle d'une évaluation positive, bien qu'en recul par rapport à l'enquête d'avril 2016, des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits, sous l'influence de la politique monétaire accommodante de la Banque centrale européenne et d'une vision favorable de l'évolution, par rapport à la précédente enquête, des conditions non monétaires de crédit, en termes de frais annexes et de garanties exigées (une détérioration est rapportée en ce qui concerne le volume de crédit).

Enfin, il convient de souligner que cette perception positive des conditions générales de crédit s'observe maintenant depuis deux ans.

Ces perceptions des entrepreneurs sont cohérentes avec celles recueillies via les enquêtes européennes relatives au secteur bancaire (*Bank Lending Survey*¹² et *MIR Survey*¹³).

L'enquête européenne sur les taux d'intérêt (MIR Survey) renseigne en Belgique, pour le mois d'août 2016, une légère baisse des taux appliqués aux crédits aux entreprises. La moyenne pondérée des taux d'intérêt s'établit à 1,66 % (1 point de base de moins qu'en juillet). Ce taux plancher s'explique par les niveaux très bas des taux de référence qui perdurent depuis plusieurs mois sur les marchés monétaires (cf. section 2.1.3).

Quant à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey), les banques belges déclarent au troisième trimestre 2016 un statu quo de leurs conditions de crédit à destination des entreprises et envisagent également un maintien pour le dernier trimestre de l'année 2016. Parallèlement, dans l'enquête, les établissements belges font état d'une stabilisation de la demande de prêts bancaires tant dans le chef des grandes entreprises que des PME au troisième trimestre 2016. La formation brute de capital fixe est un des motifs qui justifient la demande de fonds bancaires. Pour le quatrième trimestre de l'année 2016, les banques belges tablent sur une augmentation de la demande de crédits.

La poursuite du cycle d'assouplissement des conditions de prêts bancaires devrait permettre aux entrepreneurs de trouver à l'horizon 2017 un environnement financier propice pour soutenir leurs projets d'investissement.

Une croissance de 4% de l'investissement des entreprises en 2017

Au final, en 2016, avec un premier semestre en berne et un rebond espéré en seconde partie d'année, nous tablons sur une croissance annuelle de la formation brute de capital fixe des entreprises de l'ordre de +2,2% en Wallonie, contre +3,1% en Belgique

¹¹ La BNB mène auprès des entreprises une enquête trimestrielle sur les conditions d'octroi de crédit. Cette enquête comporte deux questions, la première sur les conditions de crédit au moment de l'enquête (favorables, neutres ou défavorables), la seconde sur les évolutions constatées au cours du trimestre précédant l'enquête (amélioration, stagnation ou dégradation). Les réponses sont ventilées selon les critères suivants : le taux d'intérêt, les autres frais, le volume de crédit, les garanties exigées.

¹² 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).

¹³ 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).

Pour 2017, avec des déterminants économiques de l'investissement présentant des perspectives d'évolution favorables, nous prévoyons en Wallonie une croissance progressive des investissements et estimons, sur la base de ce profil, la croissance des investissements à +4,0%.

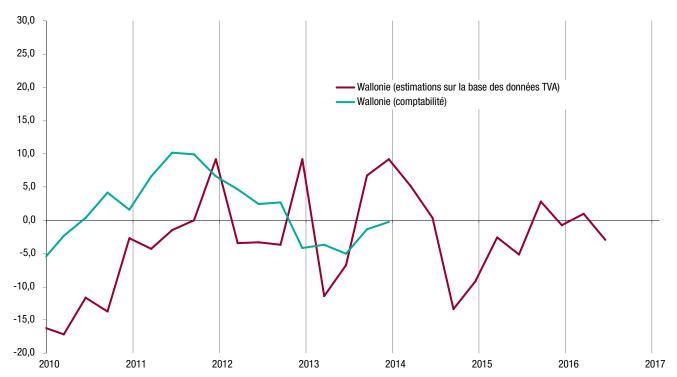
Reste un paramètre important dans le sillage de la crise financière : l'incertitude et ses répercussions sur la confiance et les décisions d'investissement des entrepre-

neurs. Dans un environnement jugé incertain, les entrepreneurs seront enclins à revoir ou postposer leurs projets. Ces dernières années, des retournements dans les intentions d'investissement ont été observés, consécutivement à des soubresauts conjoncturels (cf. graphique 3.18). Des signaux économiques ou politiques incertains, tels que ceux envoyés par le Brexit notamment, pourraient dès lors affecter de manière soudaine le comportement des entreprises en matière d'investissement.

Graphique 3.17 | Croissance des investissements des entreprises en Wallonie : estimations sur la base des comptes régionaux et des données de TVA – variations à un an d'écart

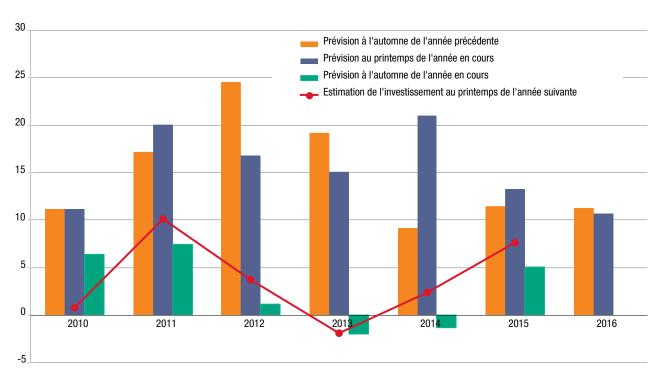
SOURCES: ICN, DGSIE - CALCULS: IWEPS

NOTE: DONNÉES EN VOLUME, CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES.



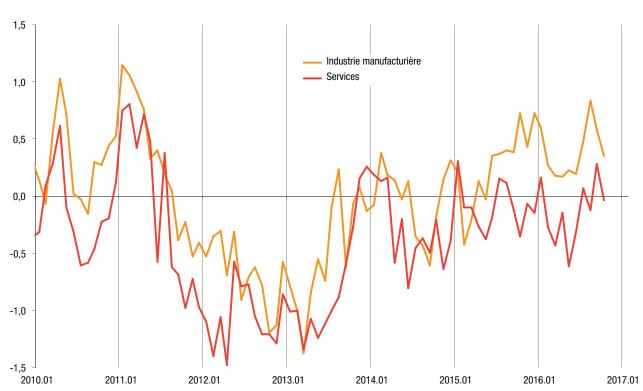
Graphique 3.18 | Investissements en biens de capital fixe dans l'industrie manufacturière en Belgique : enquête semestrielle

SOURCE: BNB



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

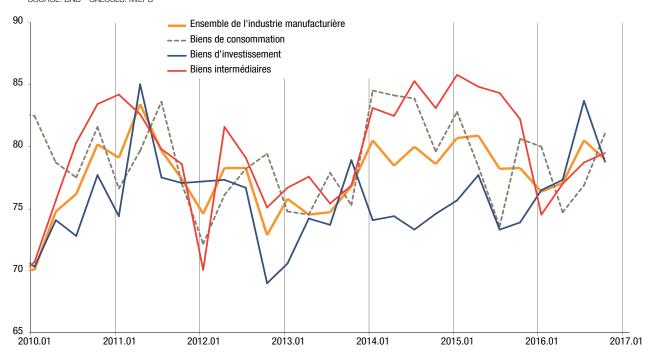
SOURCE : BNB - CALCULS : IWEPS



Graphique 3.20 | Taux d'utilisation de la capacité de production en Wallonie - Données dessaisonalisées

NOTE: LA MOYENNE DE LONGUE PÉRIODE DU DEGRÉ D'UTILISATION DE LA CAPACITÉ DE PRODUCTION S'ÉLÈVE À 77,7% POUR L'ENSEMBLE DE L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE, À 77,8% POUR LA PRODUCTION DE BIENS D'INVESTISSEMENT, À 78,8% POUR LA PRODUCTION DE BIENS DE CONSOMMATION ET À 78,5% POUR LA FABRICATION DE BIENS INTERMÉDIAIRES.

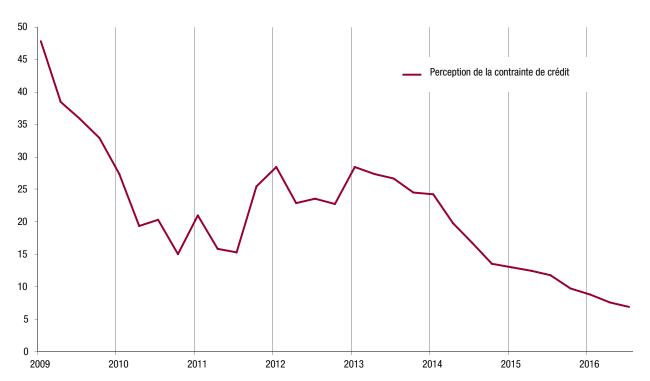
SOURCE: BNB - CALCULS: IWEPS



Graphique 3.21 | Perception de la contrainte de crédit

SOURCE: BNB

NOTE : UNE DIMINUTION DE L'INDICATEUR DE PERCEPTION DE LA CONTRAINTE DE CRÉDIT INDIQUE QUE LES ENTREPRISES PERÇOIVENT UN ASSOUPLISSEMENT DES CONDITIONS DE CRÉDIT.



3.3.3. Le secteur public

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

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

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

Pour 2016, la croissance de la consommation publique en Wallonie devrait être identique à l'évolution de cette composante à l'échelle nationale, soit +0,2%. L'effet des programmes de rigueur approuvés par les différents gouvernements, le saut d'index et le non-remplacement d'une part importante des agents de la fonction publique partant à la retraite devraient en effet avoir bridé la croissance de la consommation publique. Une orientation restrictive qui ne devrait s'assouplir que légèrement en 2017. La consommation publique devrait ainsi connaître une croissance un peu plus élevée l'année prochaine, de l'ordre de +0,7%.

Au niveau des investissements publics, ce sont les investissements des pouvoirs locaux qui représentent la plus grande part (46% des investissements publics en moyenne sur les quinze dernières années). Dans le contexte budgétaire que nous connaissons, un étalement dans le temps de certains investissements a été annoncé. Mais, à l'approche des élections communales de 2018, les investissements publics des communes devraient repartir à la hausse. Compte tenu de ces informations, nous estimons que les investissements publics wallons enregistreront une augmentation de l'ordre de +1,6% en 2016 et de +2,5% en 2017.

3.4 L'ÉVOLUTION DE L'EMPLOI

La croissance de l'emploi, qui s'était déjà raffermie dans le courant de l'année 2015, a été relativement robuste depuis le début 2016, comme en témoignent les données de l'ONSS disponibles pour les deux premiers trimestres. À un trimestre d'écart, le nombre de salariés assujettis à l'ONSS s'est ainsi accru de respectivement +0,3% et +0,4% lors des premier et deuxième trimestres de 2016 (données dessaisonalisées, cf. graphique 3.22).

Après le ralentissement conjoncturel constaté dans l'économie wallonne au tournant des années 2015-2016, les indicateurs disponibles laissent à penser que l'activité économique s'est bien relevée au second trimestre et les perspectives économiques demeurent globalement favorables pour les trimestres à venir, de sorte que la croissance régulière de l'activité continuerait de soutenir l'emploi.

Les indicateurs relatifs au marché du travail dont nous disposons nous permettent de confirmer cette hypothèse de poursuite de la croissance de l'emploi.

Le recours des entreprises au chômage temporaire (cf. graphique 3.23) s'est stabilisé au cours des mois récents à un niveau aussi bas que celui qui prévalait avant la crise de 2008-2009.

La décomposition sectorielle réalisée par l'ONSS¹⁴ montre que, au niveau belge, la croissance de l'emploi continue à être largement soutenue par l'activité dans le secteur des services commerciaux, et en particulier l'intérim, pour les deux premiers trimestres de 2016 (dernières données disponibles). Le niveau élevé du taux de croissance à un an d'écart du nombre d'heures effectuées par les travailleurs intérimaires confirme cette tendance en Wallonie. Le taux de croissance à un an d'écart s'élève en effet à +8,7% au second trimestre 2016¹⁵.

Autres signes positifs, la croissance du nombre d'opportunités d'emploi reçues par le Forem se confirme nettement 16 et le taux de vacances d'emploi 17, estimé par la DG Statistique du SPF Économie, augmente à un an d'écart (de +1,8% au premier trimestre 2015 à +2,1% au trimestre correspondant de 2016, soit une hausse de 0,3 point).

Enfin, nos prévisions de croissance de l'emploi peuvent aussi s'appuyer sur le redressement des prévisions d'emploi au cours des trois prochains mois établies par la BNB sur la base d'enquêtes mensuelles auprès des entreprises. Ces prévisions ont eu tendance à se relever au cours des derniers mois, à la fois dans l'industrie et dans le secteur des services aux entreprises, si bien qu'elles se trouvent à présent au-dessus de leur moyenne de longue période (cf. graphique 3.24).

Cependant, certains éléments suggèrent que la croissance de l'emploi ne s'accélérera pas au cours des trimestres à venir. D'une part, le volume de travail exprimé en ETP, après avoir crû de +0,4% à un trimestre d'écart au dernier trimestre 2015, ne croît plus que de +0,1% au premier trimestre 2016 et le chiffre provisoire du second trimestre indique une baisse (-0,1%) de celui-ci (cf. graphique 3.22), une telle évolution étant souvent le signe précurseur d'un ralentissement des embauches. D'autre part, si le nombre de chômeurs continue à diminuer depuis le début de l'année 2016, le rythme du recul s'est ralenti (cf. graphique 3.25) et on observe même une stabilisation du nombre de chômeurs (DEI) de courte durée (données dessaisonalisées) laissant penser que le rythme de création d'emploi commence à ralentir.

En outre, nous considérons, comme nous le pressentions dans l'exercice précédent, qu'en fin d'année 2015 certaines entreprises auraient postposé leur embauche afin de pouvoir bénéficier des nouvelles mesures de soutien à

¹⁴ Voir ONSS, Estimations rapides de l'emploi salarié (ONSS) pour le second trimestre 2016.

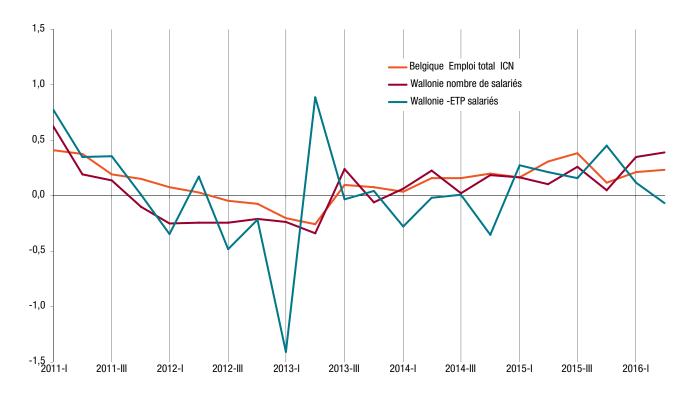
¹⁵ Federgon – Rapport trimestriel 2 – avril –juin 2016 http://www.federgon.be/fr/publications/rapports-trimestriels/

 $^{^{\}rm 16}$ Source : Le Forem, lien : https://www.leforem.be/chiffres-et-analyses/chiffres.html

¹⁷ 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 3.22 | 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 dessaisonalisées – en %

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



l'emploi¹⁸ en vigueur à partir du 1^{er} janvier 2016, donnant une impulsion à l'emploi en début d'année qui s'estompe au cours de l'année.

Sur l'ensemble de l'année 2016, nous estimons que la croissance de l'emploi serait relativement robuste, affichant +0,9% en moyenne annuelle (soit une augmentation de 9 200 unités), principalement à la faveur d'une croissance robuste au premièr semestre. Endéans l'année, c'est-à-dire entre le début et la fin de l'année 2016, 11 500 emplois seraient ainsi créés (création nette).

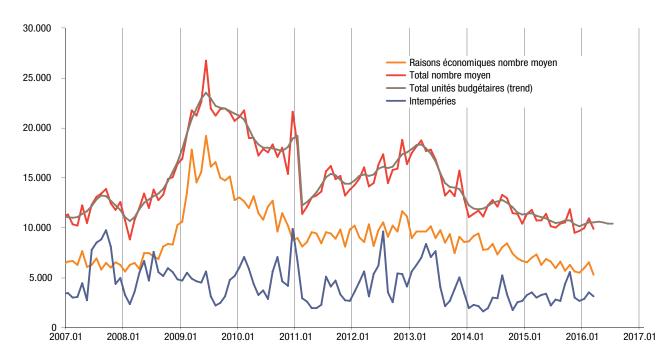
En 2017, dans un contexte de croissance économique contenue en première partie d'année, la croissance de trimestre à trimestre de l'emploi se poursuivrait à un rythme plus faible, prolongeant la tendance anticipée pour la deuxième partie de l'année 2016. L'évolution de l'emploi pourrait même être ponctuellement affectée durant l'un ou l'autre trimestre en conséquence de la concrétisation d'une partie des licenciements massifs annoncés ces dernières semaines dans la presse, en particulier dans l'industrie¹⁹. En seconde partie d'année 2017, le rythme de croissance de l'activité devrait se relever plus franche-

¹⁸ Les employeurs qui engagent leur premier travailleur entre le 01/01/2016 et le 31/12/2020 bénéficient d'une exonération totale de cotisation sociale patronale à vie sur ce premier travailleur. D'autre part les réductions de cotisations sociales existantes applicables lors de l'engagement du deuxième au cinquième travailleur ont été amplifiées et étendues à l'engagement du sixième travailleur.

¹⁹ En effet, les préavis de licenciement envoyés cet automne aux travailleurs d'une grosse entreprise de fabrication d'engins de génie civil et de leurs sous-traitants arriveront à échéance à la mi-2017.

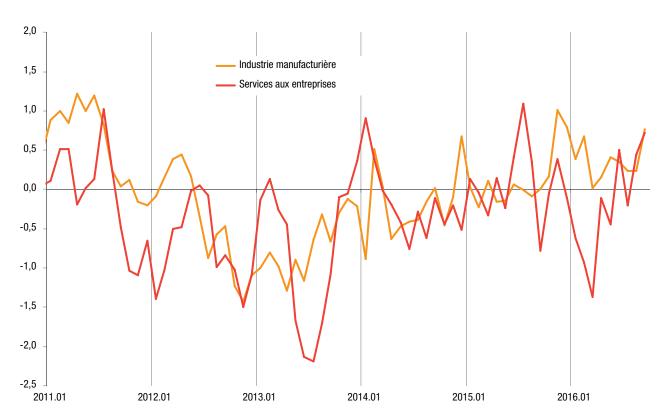
Graphique 3.23 | Évolution du chômage temporaire total, pour raisons économiques et pour intempéries. Nombre moyen et unités budgétaires - données dessaisonalisées

SOURCE : ONEM - CALCULS : IWEPS
NOTE : LE TOTAL DES UNITÉS BUDGÉTAIRES COMPREND ÉGALEMENT LA SUSPENSION DE CRISE « EMPLOYÉS ».



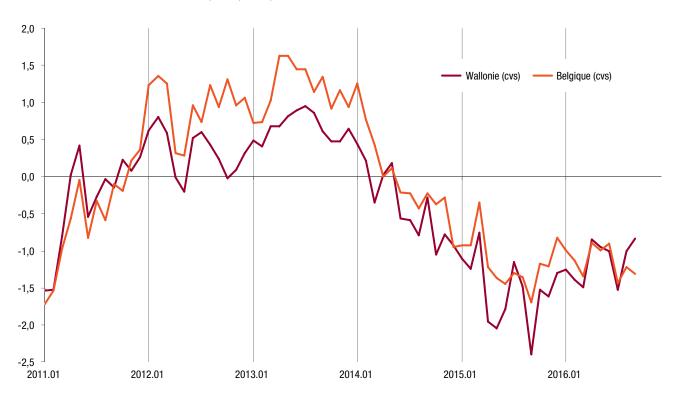
Graphique 3.24 | Industrie manufacturière et services aux entreprises: prévision de l'emploi au cours des trois prochains mois – Moyennes centrées réduites

SOURCE: BNB - CALCULS: IWEPS



Graphique 3.25 | Taux de croissance à un trimestre d'écart du nombre de DEI (données corrigées des variations saisonnières) – en Wallonie

SOURCES: FOREM - ADG - VDAB - ACTIRIS (STAT 92) -ONEM) - CALCULS: IWEPS



ment (cf. section 3.1). Toutefois, nous anticipons que les entreprises mettraient la reprise à profit pour relever la productivité moyenne du travail dont le niveau, contrairement à la situation belge, est toujours inférieur à celui d'avant crise. Les créations nettes d'emplois décrocheraient alors assez sensiblement par rapport à la croissance économique, de sorte que le niveau moyen de la productivité affichée par l'économie wallonne se rapprocherait progressivement en fin d'année 2017 du niveau qui était le sien en 2008, juste avant le déclenchement de la crise.

Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne de l'emploi s'établirait à +0,6% en 2017. En nombre de travailleurs, cela représente une augmentation de 8 000 unités en moyenne annuelle et de 6 400 endéans l'année. Étant donné notre hypothèse de légère contraction de la population active en 2016 (-0,1%) et de croissance modérée en 2017 (+0,4%), le nombre de chômeurs diminuerait en moyenne annuelle de 12 000 unités en 2016 et de 2 000 en 2017.



Route de Louvain-la-Neuve, 2 5001 BELGRADE (NAMUR) Tél. 32 (0)81 46 84 11

Fax 32 (0)81 46 84 12 www.iweps.be

info@iweps.be





