

Les **thématiques**
de l'IWEPS

Tendances Économiques

Analyses et prévisions
conjoncturelles

N° 47 | Octobre 2014



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

CRÉATION GRAPHIQUE | Expansion Partners SA, Namur
MISE EN PAGE & IMPRESSION | IPM Printing SA, Bruxelles
ÉDITEUR RESPONSABLE | Sébastien BRUNET
DÉPÔT LÉGAL | D/2014/10158/4

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



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

Table des matières

1. PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE POUR LA PÉRIODE 2014-2015.....	5
2. CONTEXTE INTERNATIONAL ET NATIONAL.....	11
2.1. Le contexte international	12
2.1.1. La croissance mondiale.....	12
2.1.2. La situation conjoncturelle des Etats-Unis et de la Zone euro	15
2.1.3. La politique monétaire, le marché des changes et l'évolution des taux longs ..	23
2.2. La situation conjoncturelle en Belgique	31
3. TENDANCES ECONOMIQUES EN WALLONIE.....	35
3.1. L'activité économique	36
3.2. L'évolution de l'emploi	40
3.3. La demande intérieure	48
3.3.1. Les ménages.....	48
3.3.2. Les entreprises.....	57
3.3.3. Le secteur public.....	62
3.4. Le commerce extérieur	63

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

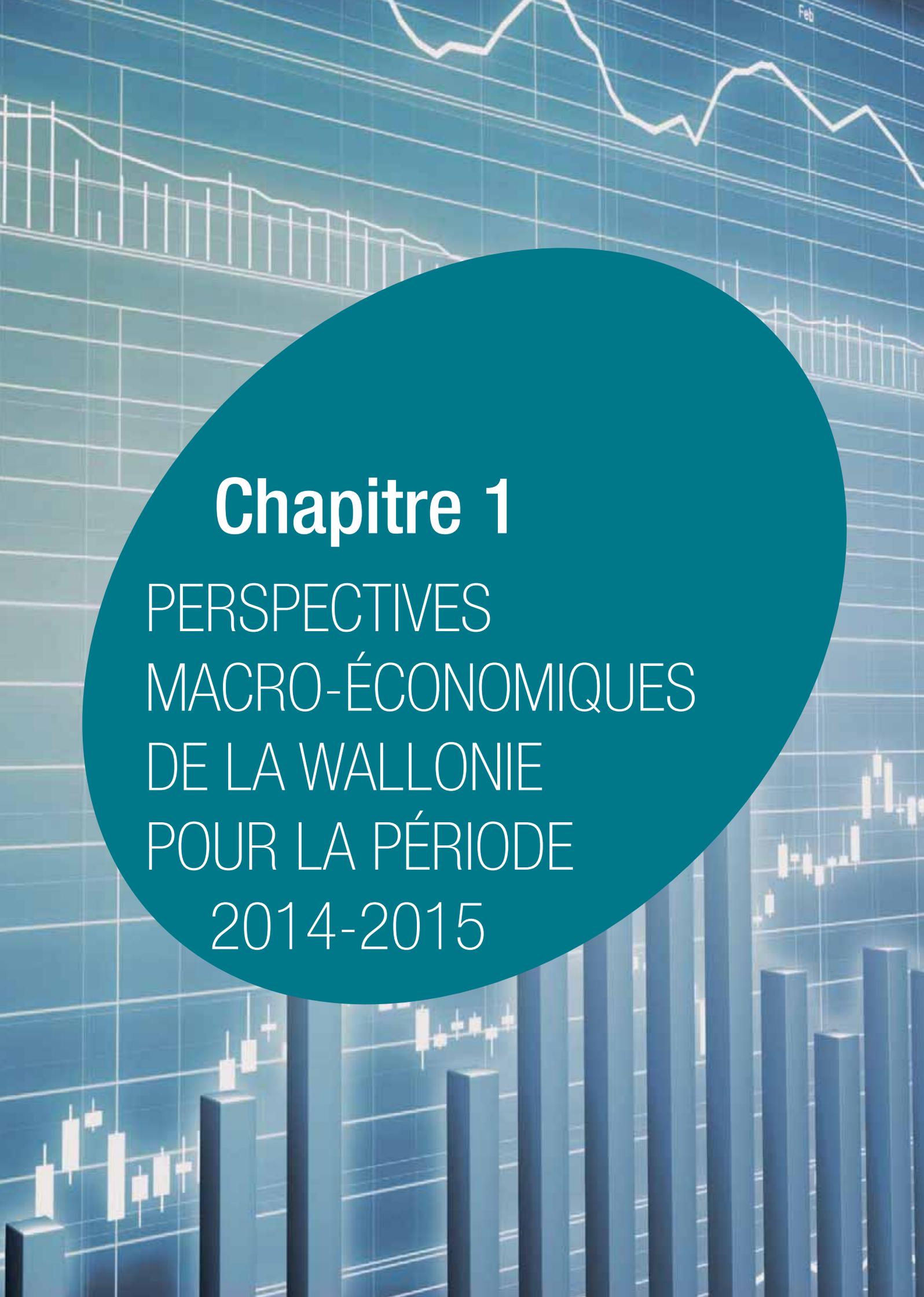
Sébastien BRUNET, Frédéric CARUSO, Marc DEBUISSON, Didier HENRY, Evelyne ISTACE, Virginie LOUIS, Olivier MEUNIER, Régine PAQUE, Vincent SCOURNEAU, Valérie VANDER STRICHT

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

Analyses terminées le 15 octobre 2014

Ce 47^e numéro de Tendances économiques est le dernier numéro imprimé d'une publication née en 1991 au sein du Service des Etudes et de la Statistique (SES) du Ministère de la Région wallonne, qui allait devenir l'IWEPS en 2004.

A l'avenir, Tendances économiques paraîtra sous format électronique uniquement et sera téléchargeable à partir de notre site internet. Si vous souhaitez être informé de la parution des prochaines éditions, vous pouvez vous inscrire sur notre site internet pour recevoir notre newsletter ou envoyer un e-mail à e.istace@iweeps.be.

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

Chapitre 1

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

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

Consolidation de la croissance économique mondiale...

L'orientation récente des principaux indicateurs conjoncturels suggère que la reprise est bien installée au niveau mondial. Ainsi, l'indicateur JP Morgan s'est redressé de manière continue au cours des derniers mois tandis que l'indice IFO a affiché une hausse sensible au troisième trimestre de cette année, celui-ci s'établissant à présent nettement au-dessus de sa moyenne de long terme. Force est de constater que le renforcement de la croissance n'est pas un phénomène qui touche de manière homogène les principales zones économiques mondiales, mais que l'on assiste plutôt à l'émergence d'un certain découplage entre des économies européennes particulièrement amorphes d'une part, et, d'autre part, certaines économies qui affichent de solides performances économiques, notamment les Etats-Unis. A l'heure actuelle, la croissance mondiale est en effet clairement tirée par le redressement continu de l'activité aux Etats-Unis ainsi que par la poursuite de l'expansion encore vive d'une bonne partie des économies asiatiques. Même si, à l'instar de ce qui est observé en Chine, les rythmes de progression y sont plus faibles que ceux observés avant la crise économique et financière mondiale. En outre, l'évolution récente des principaux indicateurs avancés dans ces économies, notamment celui de l'OCDE pour les Etats-Unis et l'indice PMI pour la Chine, laisse entrevoir un nouveau renforcement de l'activité économique au cours des prochains mois. Dans ce contexte, les prévisions économiques établies par le FMI en octobre ont été revues à la hausse par rapport à celles de juillet à la fois pour les Etats-Unis et pour l'Asie dans son ensemble. Rappelons que ces deux zones représentent ensemble un peu moins de la moitié de l'économie mondiale et que, si ces bonnes perspectives se concrétisent, elles devraient certainement contribuer au redressement du commerce international et de l'activité économique mondiale au cours des prochains mois.

... tempérée par le ralentissement constaté en Zone euro

Tranchant avec ces développements encourageants, le climat conjoncturel dans la plupart des économies au sein de la Zone euro s'est sensiblement dégradé depuis le printemps de cette année, affectant la dynamique de reprise qui s'était enclenchée fin 2013. L'évolution des différents indicateurs témoigne ainsi d'un recul généralisé de la confiance des agents économiques, affectant sensiblement leurs décisions de consommation et surtout d'investissement. Si les tensions géopolitiques apparues au cours des derniers mois (crise russo-ukrainienne, conflit au Moyen-Orient...) ont pu avoir un effet négatif sur la confiance, il semble surtout que la vive déception des agents, liée à l'absence d'une reprise économique plus soutenue en Zone euro, soit le principal élément qui mine leur moral. En effet, dans un contexte où la reprise durable et vigoureuse de l'économie européenne se fait attendre depuis maintenant plusieurs années, le moral des agents économiques, particulièrement fébrile, paraît davantage touché que de coutume par des chocs négatifs mineurs affectant, même de manière ponctuelle, l'environnement global.

La dégradation conjoncturelle s'est traduite par une évolution atone de l'activité économique au cours du deuxième trimestre de cette année et l'analyse des différents indicateurs plus prospectifs ne présage pas d'un redressement significatif en seconde partie d'année. Toutefois, il y a de bonnes raisons de considérer que, sous l'impulsion du commerce extérieur, la croissance devrait se relever progressivement à partir du début de l'année 2015 et permettre un rétablissement de la confiance des agents économiques européens. Ainsi, une fois le trou d'air traversé, la reprise des économies européennes devrait commencer à profiter de la poursuite de l'expansion des échanges internationaux, d'autant plus que la compétitivité des économies européennes s'améliorerait grâce à la dépréciation

de la monnaie unique. En outre, dans le contexte actuel de très faible inflation, la Banque centrale européenne semble se préparer à assouplir davantage sa politique monétaire dans le but de soutenir la croissance économique. Par ailleurs, certains signes donnent à penser que plusieurs Etats membres pourraient alléger, ou du moins étaler davantage dans le temps, leurs efforts d'assainissement budgétaire. Cette orientation prise par les politiques monétaires et budgétaires européennes est de nature à favoriser le rétablissement de la confiance des agents privés. Dans ce contexte plus favorable pour la croissance, la reprise de l'activité économique, en particulier dans le secteur industriel, plus largement ouvert sur l'extérieur, engendrerait dans son sillage une reprise progressive des investissements productifs et des embauches de la part des entreprises. La consommation des ménages pourrait alors se relever à la faveur d'une progression plus soutenue du pouvoir d'achat sur fond de raffermissement de l'emploi et de niveau toujours relativement faible de l'inflation. Dans ces circonstances, une réelle dynamique de reprise pourrait s'installer plus durablement en Zone euro dans le courant de l'année 2015.

La reprise économique devrait s'installer en Wallonie en 2015

L'économie wallonne n'a pas échappé au fléchissement de l'activité économique de la Zone euro dépeinte précédemment et la croissance régionale à court terme continuera à pâtir de la faiblesse des échanges commerciaux intraeuropéens. En outre, le recul récent de la confiance des principaux agents économiques, sur fond de nouveau report de la reprise, est tel que les dépenses de consommation et d'investissement privés devraient également être très peu dynamiques au cours de la seconde partie de l'année 2014. Nous prévoyons ainsi que la croissance annuelle moyenne du PIB s'établirait autour de +0,8% en 2014, celle-ci étant essentiellement le résultat d'un acquis de croissance positif à la fin du premier semestre. L'emploi augmenterait de 3 000 unités endéans l'année, soit 1 200 en moyenne annuelle (+0,1%).

Durant les premiers mois de l'année prochaine, les entreprises wallonnes devraient graduellement tirer profit de la reprise progressive de l'activité industrielle au sein de la Zone euro et du dynamisme des marchés d'exportation hors Zone euro, sur fond de dépréciation de la monnaie européenne. Les effets d'entraînement des exportations devraient progressivement s'observer sur les différentes composantes de la demande intérieure, bien que de manière inégale. Ainsi, d'un côté, les entreprises ne tarderaient pas à relancer leurs dépenses d'investissement productif en raison des tensions sur les capacités de production existantes qui devraient commencer à apparaître en lien avec le redressement de l'activité. D'un autre côté, le redressement des dépenses des ménages sera relativement plus lent et très progressif, étant donné certaines faiblesses plus structurelles qui continueront à peser sur les dépenses des particuliers à l'avenir. Ainsi, si l'emploi wallon s'est relativement bien maintenu durant la période qui a succédé à la crise de 2008-2009, il l'a été en grande partie au détriment de la productivité du travail dont le niveau semble avoir décroché depuis lors par rapport à sa tendance historique. Les employeurs wallons ont en effet largement tiré parti des mesures publiques de maintien à l'emploi mises en œuvre à cette période. Dans la phase de reprise qui est anticipée pour l'année 2015, il est fort probable que les entreprises continueront à privilégier le rétablissement du niveau de la productivité avant de procéder de manière plus franche à de nouveaux engagements. Dès lors, la progression de l'emploi wallon demeurerait particulièrement contenue, limitant l'évolution du revenu disponible des ménages, pesant par ce biais sur leurs dépenses de consommation. La consommation des ménages wallons sera d'autant plus modérée que la progression relativement faible du revenu disponible observée au cours des trimestres passés les a forcés à puiser dans leurs réserves. Les taux d'épargne se trouvent aujourd'hui à un niveau fort bas et la latitude dont les ménages wallons disposent pour à nouveau recourir à leurs économies paraît à présent ténue.

Par ailleurs, la croissance des investissements en logements resterait particulièrement faible durant les prochains trimestres en raison des conditions d'octroi des crédits bancaires, qui demeurent relativement restrictives et de la difficulté accrue des ménages à garantir financièrement leurs emprunts. En effet, l'érosion de l'épargne des ménages wallons observée au cours des dernières années est probablement allée de pair avec une évolution très modeste de leur patrimoine financier.

L'amélioration progressive de la demande externe, conjointement à une reprise des dépenses d'investissement, devraient favoriser un redressement des rythmes de croissance du PIB wallon au cours de l'année prochaine, portant la croissance économique régionale à +1,3%. La reprise de l'activité se traduirait par une accélération encore modérée de l'emploi, en raison du probable mouvement de rattrapage de la productivité. Il en résulterait une augmentation de 8 000 travailleurs endéans l'année, soit 6 000 en moyenne annuelle (+0,5%).

Plusieurs risques entourent notre scénario, qui pourraient dégrader notre prévision de croissance. Ainsi, d'une part, le raffermissement attendu de la croissance économique dans la Zone euro demeure tributaire du regain de dynamisme de la demande externe, et notamment américaine. Un ralentissement de la croissance économique aux Etats-Unis limiterait le soutien extérieur à la Zone euro, au moment où les relais de la demande intérieure demeurent fragiles. D'autre part, l'atonie des perspectives de demande et le risque persistant de déflation, dans un contexte géopolitique encore largement tendu, minent le moral des entreprises et des ménages. De nouvelles hésitations de la reprise de l'activité ou un nouveau recul de l'inflation amèneraient rapidement les agents à freiner leurs dépenses. De même, un regain d'inquiétude sur les marchés financiers quant à la soutenabilité de déficits publics en Zone euro et l'élargissement des *spreads* de taux d'intérêt menaceraient le timide assouplissement des politiques budgétaires attendu. A cet égard, la réaction des opérateurs financiers aux inflexions attendues des politiques monétaires de la BCE et de la FED s'avèrera déterminante.

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

(2) VARIATION ANNUELLE CORRIGÉE POUR LES JOURS OUVRABLES.

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

Prévisions de l'IWEPS arrêtées au 15.10.2014

The background of the slide features a complex financial data visualization. It includes a line graph at the top with a white line fluctuating across a blue grid. Below the line graph is a candlestick chart with white bars and black outlines. At the bottom, there is a 3D bar chart with several vertical blue bars of varying heights. The entire background is a light blue color with a subtle grid pattern.

Chapitre 2

CONTEXTES INTERNATIONAL ET NATIONAL

2.1 LE CONTEXTE INTERNATIONAL

2.1.1. Croissance mondiale

Depuis le printemps dernier, les prévisions de la croissance mondiale pour cette année ont été révisées à la baisse par le Fonds monétaire international (FMI) passant de +3,7% en avril dernier à +3,3% au mois d'octobre. Plusieurs facteurs ont joué. D'abord, aux Etats-Unis, la croissance du premier trimestre a été plombée par la vigueur de l'hiver et un déstockage important. Ensuite, le dynamisme de l'activité de certains pays émergents a connu un ralentissement, notamment en Chine. Enfin, en Europe, les évolutions du premier semestre restent contrastées entre une économie allemande en perte de dynamisme et une économie française qui tarde à retrouver le chemin de la croissance.

Ce fléchissement de la croissance en début d'année remet-il en cause le scénario de reprise établi au printemps dernier pour la Zone euro ? Notre réponse sera nuancée. Différents éléments que nous allons détailler permettent en effet d'adopter un scénario de reprise, mais plus tardif et plus lent.

L'économie mondiale en 2010 avait enregistré une forte croissance de +5,4% en sortant de la récession suite à la crise financière de 2008. Depuis, elle a renoué avec une croissance de +4,0% et est restée largement inférieure à sa moyenne des débuts des années 2000. Depuis quelques années, de prévision en prévision, le FMI ne fait que postposer le retour de la croissance mondiale à de tels niveaux. Dans ses prévisions de juillet, le FMI anticipait encore pour l'année 2015 une croissance de +4,0% qui a été de nouveau revue à la baisse en octobre. Le FMI table maintenant sur une croissance de +3,8% en 2015, +0,5 point de plus par rapport à cette année. Il confirme ainsi un scénario de reprise lente de l'économie mondiale.

La faiblesse de l'activité n'est pas seulement présente dans les économies européennes confrontées au spectre de la déflation. La croissance attendue en Zone euro en 2015 n'est que de +1,3%. Les plus fortes révisions du FMI se situent au Japon, qui subit le contrecoup de la hausse de la TVA. Quant aux économies émergentes, elles ne parviennent pas, elles non plus, à retrouver leur

dynamisme d'antan. L'Amérique latine est entraînée par les difficultés de financement de l'Argentine et la faiblesse de l'économie brésilienne. Quant à l'économie russe, elle subit le contrecoup des tensions géopolitiques et ne devrait enregistrer qu'une croissance de +0,5% en 2015, après avoir frôlé la récession cette année. L'économie y est confrontée à une fuite des capitaux, à une forte dépréciation du rouble et à la crise ukrainienne.

Pourtant, certains signes positifs permettent de ne pas verser dans un scénario pessimiste. Si on examine les révisions des prévisions du FMI entre le mois de juillet et le mois d'octobre 2014, deux zones économiques voient leur croissance revue à la hausse : les Etats-Unis et l'Asie. Ces deux zones, qui sont les moteurs de la croissance mondiale, pèsent à elles seules 45,1% de l'économie mondiale selon les dernières estimations du FMI. Elles constitueront un ancrage pour la reprise mondiale.

Les indicateurs avancés conjoncturels corroborent le scénario d'une relance de l'économie mondiale. Tant l'indice JP Morgan que l'Indice for Economic Research at University of Munich (IFO) sont au plus haut, anticipant une poursuite du redressement de l'activité internationale dans les prochains mois. De même, aux Etats-Unis, les indices des directeurs d'achat américains de l'Institut of supply management (ISM) et les indicateurs avancés de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) continuent leur progression à des niveaux historiquement très élevés. Les indicateurs avancés américains PMI (Purchasing Managers Index) de Markit atteignent également des sommets, même si les dernières données sont quelque peu en recul.

Quant aux marchés émergents, comme les prévisions du FMI, les indicateurs PMI indiquent une amélioration dans les prochains mois. Les perspectives d'activité de la Chine semblent enfin se redresser après avoir touché le point bas. Une nouvelle fois, ce sont des plans de relance importants du gouvernement, misant sur des investissements dans les infrastructures, qui sont appelés à soutenir la croissance. Sans ce stimulus décidé par le gouvernement, la demande intérieure reste faible. L'atonie du commerce mondial en ce début d'année a pesé égale-

ment sur la croissance chinoise. Ces mesures ont donc pour résultat de creuser davantage les déséquilibres déjà existants. Le poids des investissements publics dans la croissance est ainsi beaucoup plus élevé par rapport à celui de la consommation. La volonté politique actuelle de Beijing est pourtant de s'attaquer à ces déséquilibres. En même temps, le gouvernement met en place une discipline budgétaire des administrations publiques notamment en luttant contre la corruption. Il instaure également une taxe à la propriété à partir d'un fichier des propriétaires qui vient d'être établi. Ces dernières mesures pèsent sur la demande intérieure. Le gouvernement souffle donc le chaud et le froid tout en maintenant son objectif de croissance. Si l'activité chinoise s'est montrée moins dynamique ces derniers mois, l'ampleur du ralentissement reste faible. La croissance est prévue l'année prochaine toujours au-dessus des +7,0%, l'activité se redressant en

2015 à partir d'un point bas. Pour l'ensemble des économies émergentes de l'Asie, la croissance attendue en 2015 devait être légèrement supérieure à celle de cette année : +6,6%.

Si on se focalise sur l'Europe, ses indices avancés s'alignent davantage sur les perspectives plus pessimistes du FMI. Après avoir atteint des sommets en début d'année, les indicateurs avancés PMI tant dans les secteurs des services que manufacturier se tassent. Ceux de l'IFO et de l'OCDE pour l'Europe suivent également ce mouvement. Tous ces indicateurs conjoncturels justifient les révisions à la baisse observées dans les perspectives européennes ces derniers mois. Les signes positifs observés dans l'économie européenne sont peu nombreux : la réduction de l'inflation et la dépréciation de l'euro. La dépréciation de l'euro redonne depuis le début de l'année

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

SOURCE : FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2014

NOTES :

(1) PARTS EN % DU PIB MONDIAL (À PARITÉ DE POUVOIR D'ACHAT DES PAYS) EN 2013 ;

(2) ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS FMI OCTOBRE 2014 ;

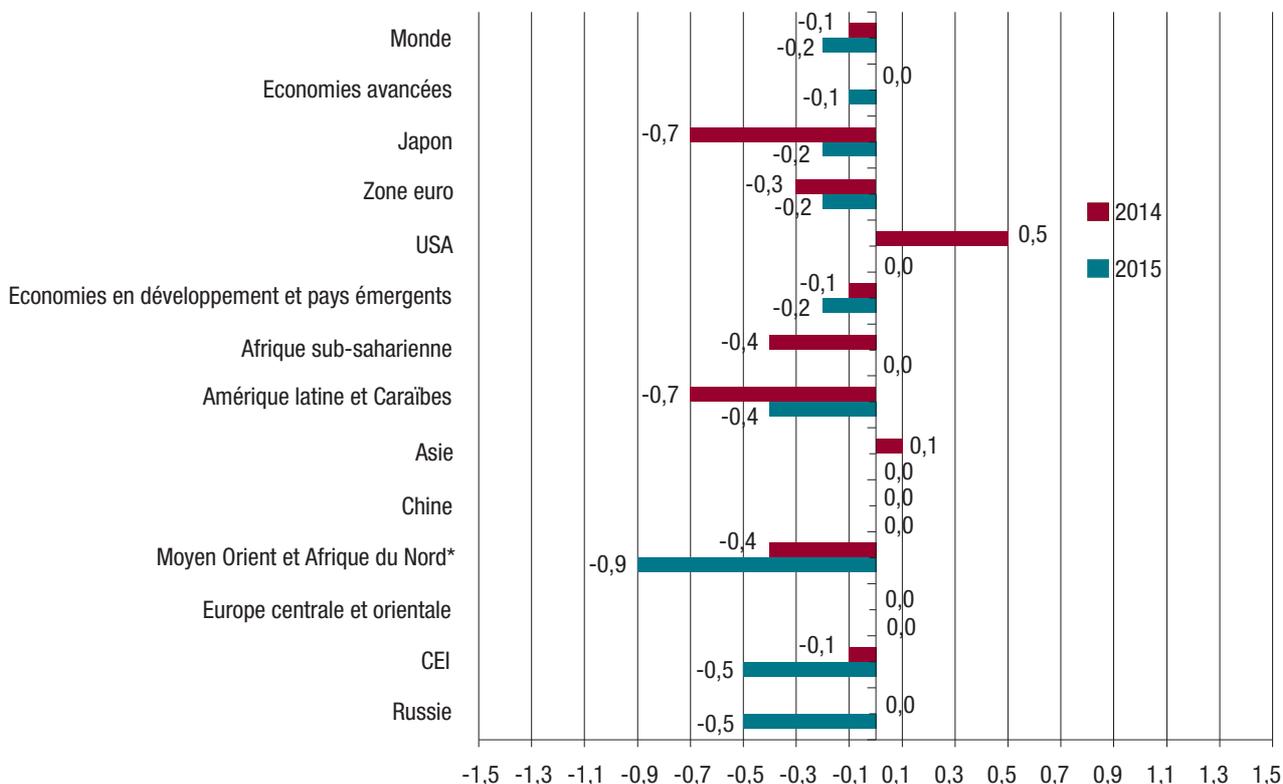
(3) HORS PAYS DU G7 ;

(4) Y COMPRIS PAKISTAN ET AFGHANISTAN.

	% 2013 ¹	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ²	2015 ²
Monde	100,0	5,7	3,0	0,0	5,4	4,1	3,4	3,3	3,3	3,8
Economies avancées	43,6	2,8	0,1	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,4	1,8	2,3
Japon	4,6	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,5	1,5	0,9	0,8
Zone euro	12,3	3,0	0,4	-4,5	1,9	1,6	-0,7	-0,4	0,8	1,3
USA	16,4	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,2	3,1
Autres économies avancées ³	6,5	4,2	1,1	-2,2	4,6	2,7	1,6	2,1	2,9	2,9
Pays émergents et en développement	56,4	8,6	5,8	3,1	7,5	6,2	5,1	4,7	4,4	5,0
Afrique sub-saharienne	3,0	7,9	6,3	4,1	6,9	5,1	4,4	5,1	5,1	5,8
Amérique latine et Caraïbes	8,7	5,8	3,9	-1,3	6,0	4,5	2,9	2,7	1,3	2,2
Asie	28,7	11,2	7,1	7,5	9,5	7,7	6,7	6,6	6,5	6,6
Chine	15,8	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	7,4	7,1
Moyen-Orient et Afrique du Nord ⁴	7,7	5,8	5,2	2,3	5,3	4,4	4,8	2,5	2,7	3,9
Europe centrale et orientale	3,4	5,3	3,2	-3,6	4,7	5,5	1,4	2,8	2,7	2,9
Communauté Etats indépendants	4,9	9,0	5,4	-6,2	5,0	4,8	3,4	2,2	0,8	1,6
Russie	3,4	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,2	0,5

Graphique 2.1 | Révisions des prévisions du FMI entre le mois de juillet et le mois d'octobre 2014

SOURCE : FMI – CALCULS : IWEPS
NOTE : * Y COMPRIS AFGHANISTAN ET PAKISTAN



un avantage compétitif aux entreprises européennes. Avec la reprise de la demande mondiale, notamment en provenance des Etats-Unis, le commerce extérieur devrait favoriser la reprise de l'économie européenne, une fois revenue la confiance des entreprises et des ménages et qu'aura disparu le spectre d'une déflation. Le Consensus Forecasts prévoit une inflation à 1,1% en 2015, contre seulement 0,6% cette année. La reprise ne pourra cependant se faire que lentement au cours de l'année.

En résumé, nous retenons pour la fin de l'année en cours et l'année prochaine un scénario de reprise lente en Europe et d'une accélération de la croissance aux Etats-Unis.

Ce scénario écarte toutefois certaines menaces présentes actuellement :

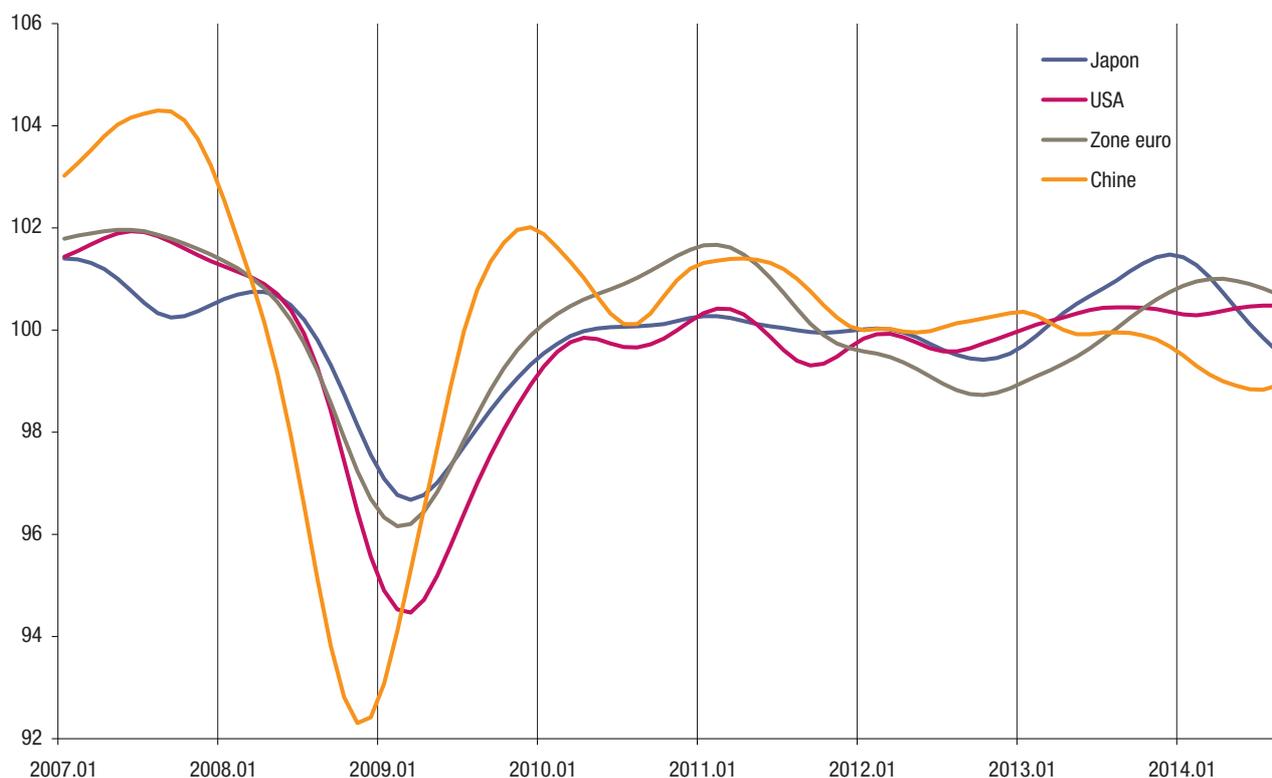
- Les risques liés à l'apparition de la déflation dans les Etats européens ne sont toujours pas complètement écartés. L'Europe risque de se retrouver non pas en

désinflation (ralentissement de la hausse des prix), mais bien en déflation, caractérisée par le fait que c'est la contraction de la demande qui suscite la baisse des prix. Dans ce schéma, les agents postposent leurs achats, parce qu'ils anticipent une baisse durable des prix. Ce mécanisme provoque une réduction de la demande qui se répercute à son tour sur la production et donc sur les salaires. L'économie est ainsi projetée dans une spirale néfaste qui l'entraîne de baisse de revenu en baisse de production et réciproquement. Ces anticipations de prix négatifs nuisent également aux investissements. Ce scénario pessimiste pourra cependant être écarté, comme nous le prévoyons, si les politiques monétaires mises en œuvre par la BCE parviennent à enrayer le processus en augmentant les liquidités sur le marché ;

- Un retour trop brusque d'une politique restrictive aux Etats-Unis pourrait entraîner une hausse rapide des taux longs au niveau international et peser lourdement sur la reprise mondiale ;

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

SOURCE : OCDE - CALCULS : IWEPS



- Des risques géopolitiques sont apparus ce printemps en Ukraine. Outre les tensions militaires, les sanctions économiques ont déjà une répercussion sur les économies européennes. La fermeture du marché russe à de nombreux produits européens, notamment alimentaires, a pesé sur la conjoncture des Etats membres, surtout l'Allemagne. Une coupure par la Russie de l'approvisionnement en gaz d'une partie de l'Europe entraînerait des conséquences non négligeables sur les économies européennes. De même, la guerre contre le groupe terroriste Etat islamique installé en Irak et en Syrie pourrait avoir des répercussions sur le marché pétrolier. Les tensions dans ces deux zones pourraient amener alors de graves perturbations dans l'approvisionnement énergétique et au-delà risquent de créer une nouvelle flambée des prix de l'or noir. A court terme, les perspectives n'envisagent pas de pression de la demande sur les prix ;

- Une expansion de l'épidémie Ebola pourrait également paralyser une partie des transports internationaux et peser ainsi sur la croissance de la production mondiale. Cette menace était déjà présente en 2009 avec la grippe A (H1N1).

2.1.2. Situation conjoncturelle des deux premières puissances économiques

2.1.2.1 Les Etats-Unis

Après un recul inattendu par son l'ampleur au premier trimestre 2014 (-0,5% par rapport au dernier trimestre 2013), la croissance américaine a rebondi fortement au deuxième trimestre (+1,1%). Le début d'année avait été plombé par un déstockage important et un hiver très rude qui avait réduit l'activité. La disparition de ces facteurs a entraîné une correction à la hausse de l'économie américaine. Même si le deuxième trimestre a été porté par

un restockage qui contribue pour +0,4 point, l'économie américaine semble avoir repris durablement le chemin de la croissance.

Les deux postes moteurs traditionnels de l'économie américaine, les dépenses des ménages et les investissements, ont été les deux principaux soutiens de la croissance du deuxième trimestre (+0,4 point pour chacun des postes). La poursuite de l'extension de la demande intérieure outre-Atlantique augure d'une reprise solide de l'économie américaine dans les prochains mois. Celle-ci est confirmée par la bonne orientation des indicateurs avancés ISM.

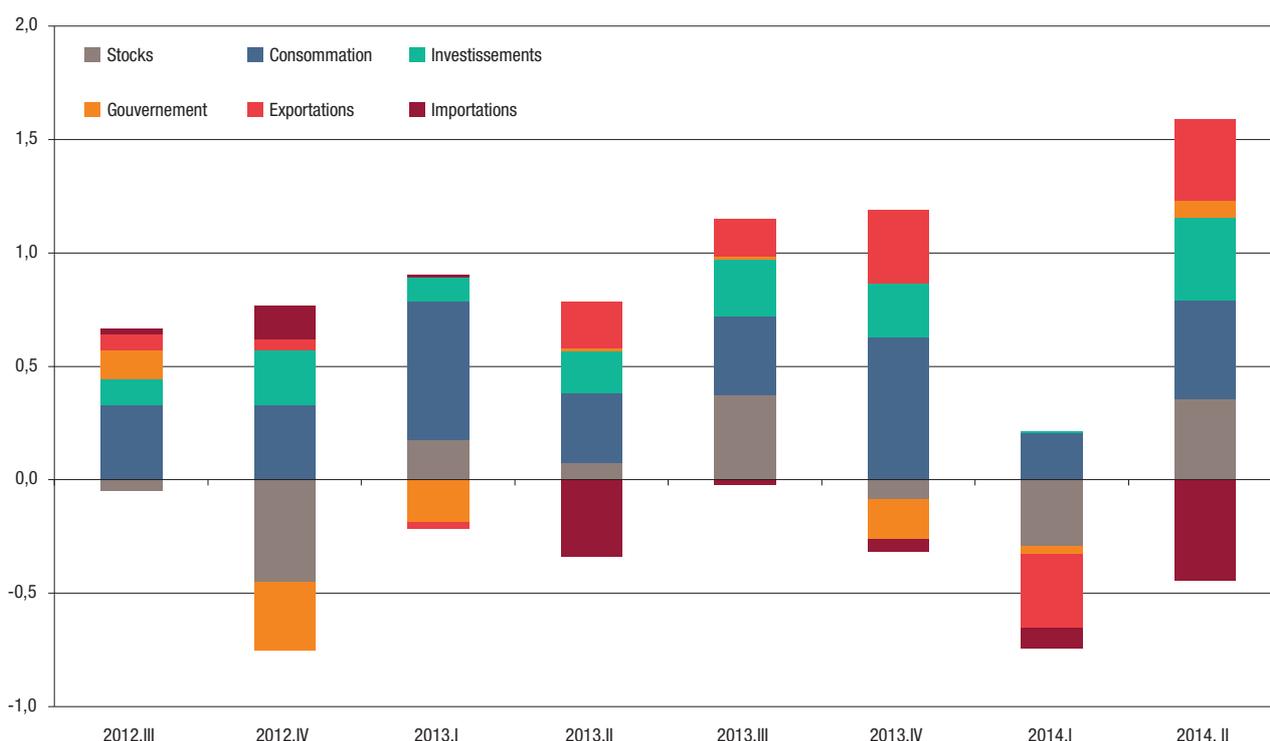
La consommation privée bénéficie d'une amélioration sensible du marché du travail. Depuis février 2014, les créations nettes d'emplois dépassent mensuellement les 200 000 unités selon l'enquête sur les fiches de salaires dans le secteur non agricole. Même si la donnée d'août s'inscrivait momentanément en retrait de ce mouvement (180 000 unités), la création nette d'emplois en septembre

s'est élevée à 248 000 unités. Le taux de chômage n'est plus que de 5,9% en septembre alors qu'il atteignait 7,0% en fin d'année dernière. D'autres éléments viennent renforcer un scénario de poursuite de la croissance des dépenses des ménages. Depuis le début de l'année, se sont dissipés également les risques éventuels dus à un blocage du budget de l'Etat. L'indice de confiance des ménages est au plus haut selon l'enquête de l'université du Michigan. Leur revenu disponible réel a augmenté de plus de +2,5% à un an d'écart. Les ménages américains n'ont de plus pas puisé dans leur réserve puisque leur taux d'épargne reste juste en dessous du seuil des six pour cent, laissant des marges de baisses futures. De plus, l'envolée boursière et le redressement des prix immobiliers créent un effet patrimoine propice à la consommation.

Quant aux investissements, tant ceux des entreprises que ceux des ménages ont contribué positivement à la croissance du deuxième trimestre. Un bond dans les investissements des entreprises a été observé alors que

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

SOURCE : FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS – CALCULS : IWEPS



les constructions résidentielles enregistreraient leur première contribution positive depuis le troisième trimestre 2013. Le taux d'utilisation des capacités de production des entreprises, même s'il se situe actuellement encore en dessous de la moyenne de long terme, devrait la rejoindre dans les prochains mois. Encouragées par la bonne orientation des commandes et par la normalisation des conditions d'accès aux crédits, les entreprises devraient poursuivre leurs dépenses en investissement dans les prochains mois. Pour les logements, les conditions des prêts hypothécaires connaissent un assouplissement qui, conjugué aux taux avantageux, soutient le marché immobilier. Ce n'est que l'année prochaine que le loyer de l'argent risque d'augmenter lorsque les mesures de la Banque de la réserve fédérale (FED) deviendront moins accommodantes. Ce frein à l'augmentation des investissements tant des ménages que des entreprises ne devrait toutefois pas remettre en cause la tendance haussière observée ces derniers mois.

Dans un contexte de raffermissement progressif de la demande mondiale en 2015, une augmentation des exportations américaines pourrait compenser en partie la hausse attendue des importations qui va résulter notamment de la fermeté de la demande intérieure. La contribution du commerce extérieur pourrait néanmoins rester négative comme elle l'était déjà au deuxième trimestre de cette année. Quant aux prix, contrairement à l'Europe, ils ne risquent pas de verser dans la déflation. En août, l'inflation atteignait encore 1,8%, hausse identique aux prix hors alimentation et énergie.

Tout plaide pour un scénario de reprise rapide de l'économie américaine au cours de cette année et de l'année prochaine. Les indicateurs avancés, tels ceux des enquêtes auprès des directeurs d'achats (PMI) tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services, sont très élevés depuis plusieurs mois. Le FMI, corrigeant à la hausse ses prévisions de juillet, table maintenant sur une croissance américaine de +2,2% en 2014, qui devrait atteindre +3,1% en 2015.

Tableau 2.2 | Evolutions macroéconomiques récentes et perspectives aux Etats-Unis

SOURCE : FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2014

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

(2) PRÉVISIONS FMI.

Etats-Unis	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ²	2015 ²
PIB	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,2	3,1
Consommation privée	-1,6	1,9	2,3	1,8	2,4	2,4	2,9
Consommation publique	3,7	0,1	-2,7	-0,6	-1,3	-0,2	0,0
Formation brute du capital fixe	-13,1	1,1	3,7	5,3	2,7	3,9	6,9
Contribution des stocks (% PIB) ¹	-0,8	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,0
Exportations nettes ¹	1,2	-0,5	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,3

2.1.2.2. La Zone euro

La croissance économique du deuxième trimestre dans la Zone euro s'est révélée décevante. Elle a en effet stagné par rapport au premier trimestre (+0,0%). Alors que le premier trimestre annonçait une poursuite de la reprise (+0,3%), au printemps les postes des investissements

(-0,1 point), mais également des stocks (-0,2 point), ont pesé sur l'activité. Par contre, malgré les mesures d'austérité mises en place par les gouvernements, la consommation des ménages poursuit son redressement, en apportant +0,2 point à la croissance, après +0,1 point

au premier trimestre. Rappelons que la consommation privée a reculé dans la Zone euro du deuxième trimestre 2011 jusqu'au premier trimestre 2013. Depuis lors, sa contribution n'a jamais excédé +0,1 point. Quant aux exportations, elles ont produit au deuxième trimestre le même soutien que les dépenses des ménages. Une partie de l'atonie du deuxième trimestre peut être cependant attribuée à des facteurs techniques : le premier trimestre n'a pas été, contrairement à l'habitude, affecté par les vacances scolaires de printemps. De plus, l'hiver doux y a soutenu l'activité. Au contraire, les « ponts » autour des jours fériés ont pesé sur la croissance du deuxième trimestre. Nonobstant ces éléments, la croissance au deuxième trimestre a déçu les analystes qui tablaient sur un raffermissement de la croissance.

Quel sera dès lors le chemin adopté par l'économie européenne dans les prochains mois ?

Notre scénario table sur une reprise modérée de la croissance européenne. Si l'effet négatif des stocks au deuxième trimestre doit disparaître, les facteurs à l'origine de l'atonie des investissements des entreprises devraient quant à eux encore perdurer. Les capacités de production restent en effet largement sous-utilisées. De plus, l'accès aux crédits malgré quelques améliorations reste entravé. Quant à la confiance des entrepreneurs, elle ne cesse de se dégrader ces derniers mois. Les investissements des entreprises ne seront dès lors pas un soutien rapide à la croissance au cours des prochains trimestres.

Quant à la consommation et aux investissements des ménages, ils sont également confrontés à une détérioration de la confiance des ménages depuis le printemps de cette année. Les améliorations sur le marché du travail sont lentes et le chômage reste élevé (11,5% en août). Même avec un scénario d'inflation très basse (+0,3% en première estimation en septembre), écartant la déflation, les dépenses des ménages resteront un faible soutien à la croissance d'ici à 2015, les mesures d'austérité des gouvernements étant toujours de mise. Des voix de plus en plus nombreuses au sein des gouvernements des Etats membres se font cependant entendre pour relâcher les normes de l'orthodoxie budgétaire au profit d'un plan de relance.

Le commerce extérieur va quant à lui bénéficier d'une reprise de la demande mondiale, notamment outre-Atlantique, mais également de la forte dépréciation de l'euro ces derniers mois. Sa contribution devrait se renforcer de trimestre à trimestre d'ici la fin 2015.

Ce scénario est confirmé par les différents indicateurs avancés de la conjoncture (OCDE, IFO, Markit) qui marquent un tassement depuis le deuxième trimestre après avoir atteint un sommet au premier trimestre. Les indices Markit restent cependant au-delà des 50 points, seuil qui indiquent traditionnellement une poursuite de l'expansion de l'activité tant pour le secteur manufacturier que celui des services.

Dès lors, nous privilégions un scénario de reprise modérée d'ici à 2015. Nous envisageons une croissance trimestrielle moyenne de +0,3% sur cette période, chiffre qui reste historiquement faible. Un préalable à la réalisation de ce scénario est le rétablissement progressif de la confiance des agents privés. Tant les entreprises que les ménages ont vu leur confiance mise à mal notamment par l'annonce de la mise en place de mesures d'austérité, par les craintes de déflation et les répercussions économiques des tensions en Ukraine. Notre scénario s'ancre sur un retour progressif de leur confiance lorsque ces risques se dissiperont.

Cette reprise reposera sur le commerce extérieur, une fois la demande mondiale quelque peu raffermie. Celle-ci sera stimulée surtout par une reprise de l'économie américaine, mais également de l'économie mondiale, et par la dépréciation de l'euro. Les postes de la demande intérieure ne constitueront qu'un faible soutien à la croissance à l'horizon de nos prévisions. Les investissements ne pourront prendre le relais qu'une fois la confiance des entreprises et les perspectives de demande rétablies. Un soutien de la consommation résidera surtout dans la modération de l'inflation qui devrait tourner autour des +0,6% dans la Zone euro cette année et +1,1% en 2015. Mais là encore, nous tablons sur un retour de la confiance à mesure que s'effaceront les facteurs cités plus haut qui pèsent actuellement sur elle. Dans ce contexte, le PIB de la Zone euro en 2014 ne devrait s'élever que de +0,8% et en 2015, la hausse devrait encore rester modérée (+1,1%).

Cependant, l'évolution de la croissance européenne cache une grande hétérogénéité entre les Etats membres. Les grandes puissances ont enregistré des mauvais chiffres au deuxième trimestre. Le PIB de l'Allemagne a reculé de -0,2% après, il est vrai, un an de croissance élevée. Même chiffre pour l'Italie (-0,2%) qui, elle, compte maintenant deux trimestres consécutifs de recul. L'économie française, quant à elle, a stagné au premier comme au deuxième trimestre (+0,0%). Par contre, l'Espagne et le Portugal poursuivent leur rattrapage (+0,6% chacune). Les prévisions trimestrielles des différents Etats membres publiées dans le Consensus Forecasts anticipent cependant une homogénéisation des taux de croissance au cours des prochains trimestres.

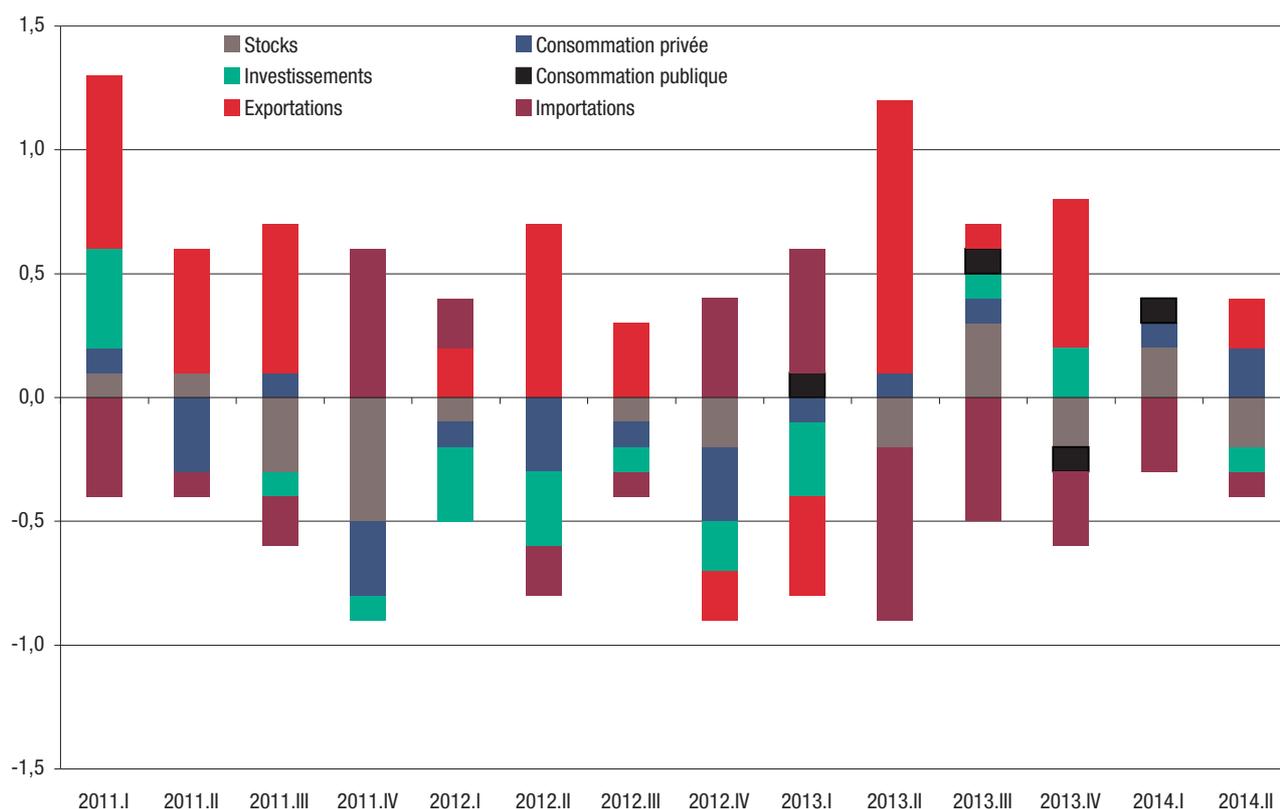
L'économie française devra sortir de sa torpeur actuelle. Au deuxième trimestre, c'est grâce paradoxalement à la consommation publique (+0,4%) que le PIB français a évité de reculer alors que le gouvernement français s'attaque à son déficit public. Les investissements sont

restés dans le rouge (-1,1%) comme au premier trimestre (-1,0%) tant l'investissement des ménages (-2,4%) que celui des entreprises (-0,8%). Le scénario de la France se calque dès lors sur celui adopté pour la Zone euro. La reprise du chemin de la croissance dépendra du retour de la confiance des agents, mais également du commerce extérieur. Les indicateurs avancés PMI comme OCDE qui montrent une stabilisation plutôt qu'un retournement à la baisse confirmeraient ce scénario. Le FMI table sur une croissance de seulement +0,4% cette année et de +1,0% l'année prochaine.

Quant à l'Allemagne, les mauvais chiffres du deuxième trimestre (-0,2%) sont imputables à la croissance exceptionnelle du premier trimestre soutenue par un hiver clément. Toutefois, les indicateurs avancés de conjoncture se sont tous retournés à la baisse en début d'année. La crise ukrainienne a pesé sur le moral des entreprises, entraînant des réductions d'investissements. Même si ces indicateurs avancés restent à de hauts niveaux,

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

SOURCE : EUROSTAT – CALCULS : IWEPS



ils annoncent un ralentissement dans la croissance allemande cette année. Cependant, la dépréciation de l'euro permet aux entreprises européennes, et surtout allemandes, de voir les carnets de commandes à l'exportation se remplir à nouveau. Rappelons que l'Allemagne reste le troisième exportateur mondial après la Chine et les Etats-Unis. De plus, la consommation pri-

vée outre-Rhin bénéficiera encore de la bonne santé du marché du travail, d'une augmentation des salaires et d'une inflation faible.

Selon les prévisions du FMI, la croissance attendue en Allemagne en 2014 devrait rester supérieure à la moyenne européenne : +1,4% en 2014 et +1,5% en 2015.

Tableau 2.3 | Evolutions macroéconomiques récentes et perspectives de la Zone euro

SOURCE : FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2014

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

Zone euro	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ²	2015 ²
PIB	-4,5	1,9	1,6	-0,7	-0,4	0,8	1,3
Consommation privée	-1,0	1,0	0,3	-1,3	-0,7	0,7	1,2
Consommation publique	2,6	0,6	-0,1	-0,6	0,1	0,4	0,2
Formation brute du capital fixe	-12,8	-0,4	1,6	-4,0	-2,9	0,7	2,0
Contribution des stocks (% PIB) ¹	-1,0	0,6	0,3	-0,5	0,0	0,1	-0,1
Exportations nettes ¹	-0,7	0,7	0,9	1,5	0,5	0,2	0,3

Tableau 2.4 | Evolutions macroéconomiques récentes et perspectives de l'Allemagne

SOURCE : FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2014

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

Allemagne	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ²	2015 ²
PIB	-5,1	3,9	3,4	0,9	0,5	1,4	1,5
Consommation privée	0,3	1,0	2,3	0,7	1,0	1,1	1,3
Consommation publique	3,0	1,3	1,0	1,0	0,4	0,7	1,2
Formation brute du capital fixe	-12,1	5,4	7,0	-1,4	-0,7	3,2	3,1
Contribution des stocks (% PIB) ¹	-0,6	0,5	0,0	-0,5	0,2	0,1	-0,3
Exportations nettes ¹	-3,0	1,7	0,7	1,1	-0,2	-0,1	0,2

Tableau 2.5 | Evolutions macroéconomiques récentes et perspectives de la France

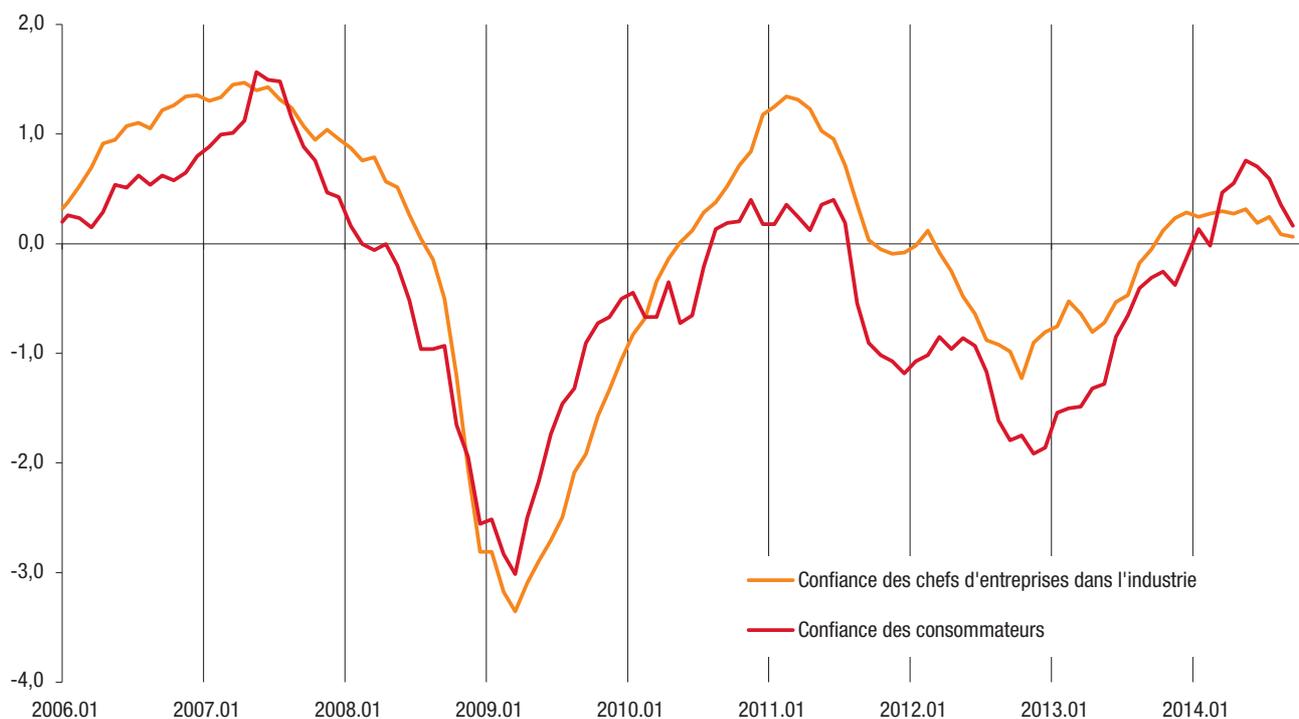
SOURCE : FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2014

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

France	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ²	2015 ²
PIB	-2,9	-2,0	2,1	0,3	0,3	0,4	1,0
Consommation privée	0,2	1,8	0,5	-0,4	0,2	0,3	1,2
Consommation publique	2,4	1,3	1,0	1,7	2,0	0,6	0,0
Formation brute du capital fixe	-9,1	2,1	2,1	0,3	-1,0	-1,6	-0,3
Contribution des stocks (% PIB) ¹	-1,1	0,3	1,1	-0,6	-0,2	0,3	0,0
Exportations nettes ¹	-0,4	-0,1	0,0	0,7	0,1	0,1	0,4

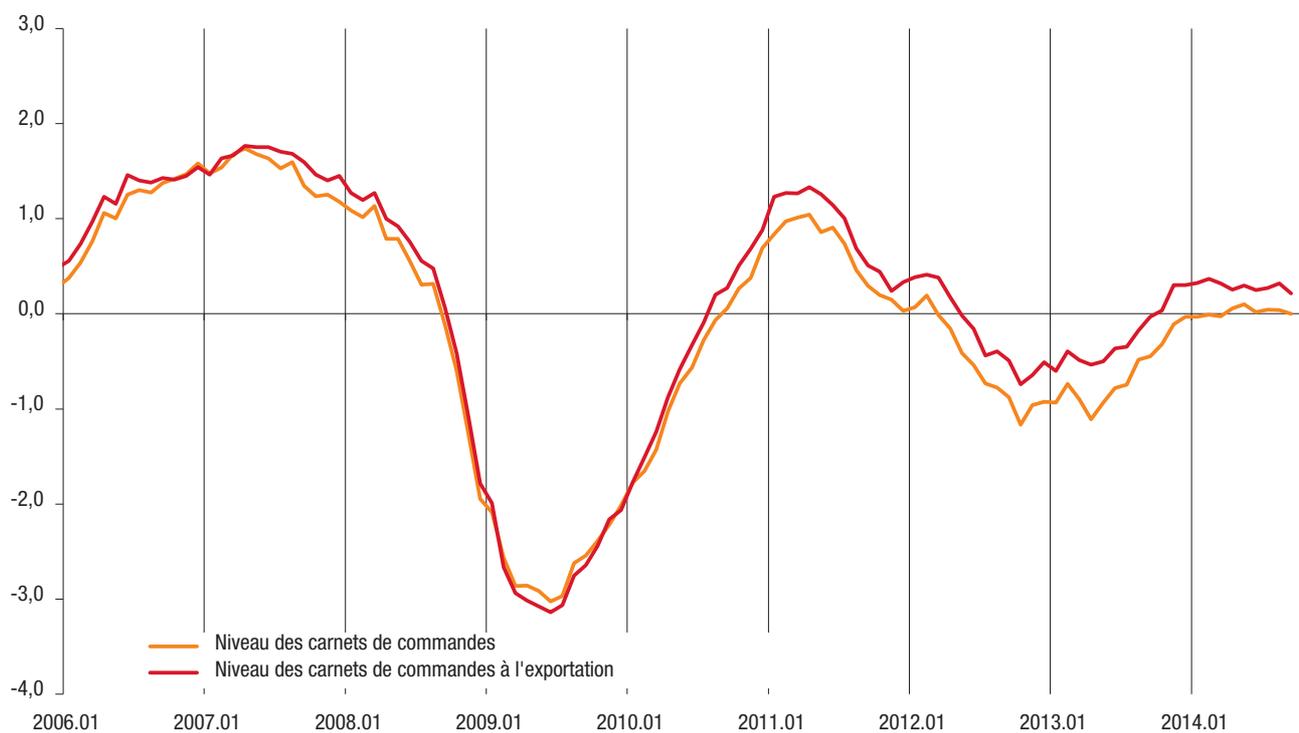
Graphique 2.5 | Evolution des indicateurs conjoncturels de la confiance des chefs d'entreprises et de la confiance des ménages de la Zone euro

SOURCE : EUROSTAT – CALCULS : IWEPS



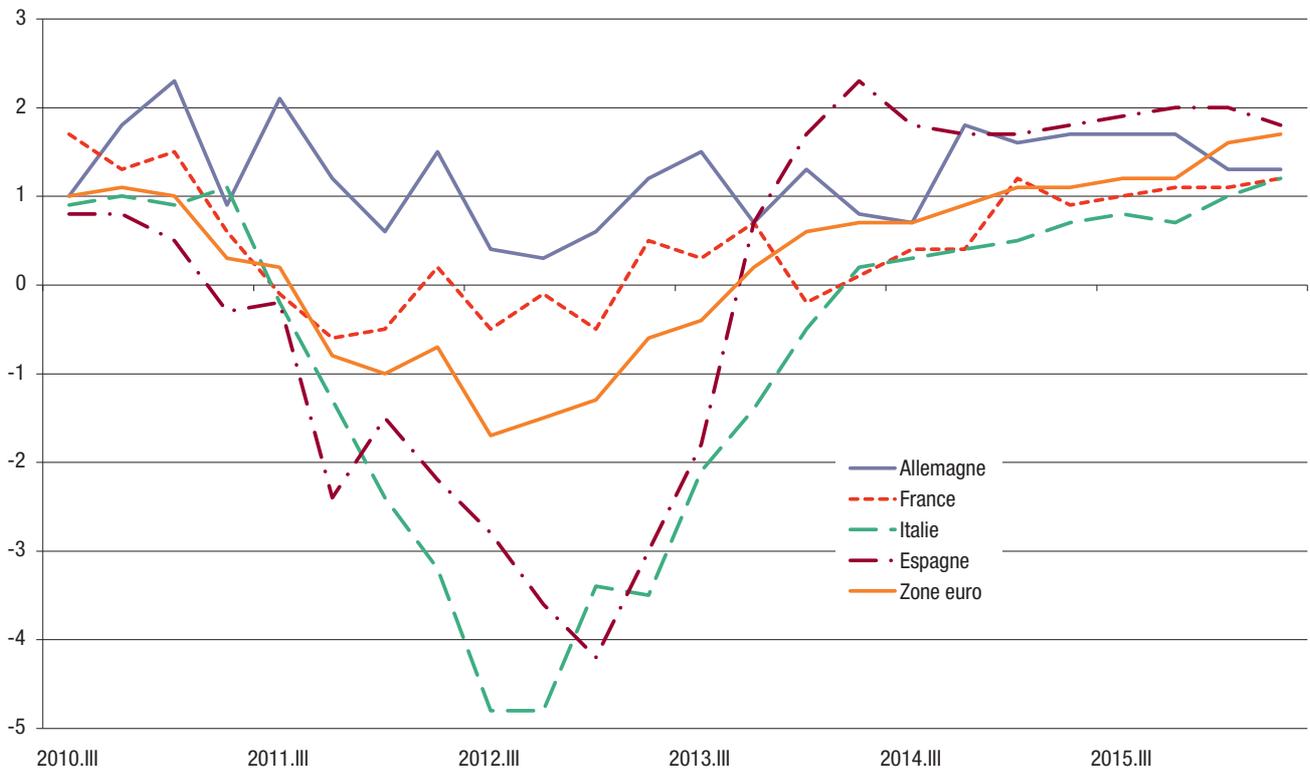
Graphique 2.6 | Evolution des indicateurs conjoncturels sur les carnets de commandes de la Zone euro

SOURCE : EUROSTAT – CALCULS : IWEPS



Graphique 2.7 | Prévisions de croissance du PIB trimestriel à un an d'écart pour les principaux pays de la Zone euro

SOURCE : CONSENSUS FORECASTS, SEPTEMBER 2014 – CALCULS : IWEPS



2.1.3 Matières premières

Les prix sur le marché des matières premières enregistrent une baisse depuis le printemps. Les prix du baril de Brent de la Mer du Nord sont passés en dessous de la barre des 90 dollars. Les signes d'un ralentissement de la conjoncture mondiale, surtout européenne et chinoise, ont bouleversé les anticipations du marché. Les perspectives d'évolution des prix, au regard des contrats à terme, restent faibles. Le prix du baril de Brent y est prévu toujours en dessous des 95 dollars dans les prochains mois. Les analystes tablent maintenant sur un baril qui resterait autour de 100 dollars en moyenne sur l'année 2015, le retour vers une croissance plus soutenue de la demande n'étant pas attendu avant la fin de l'année. Mais ces prévisions écartent les risques de tensions géopolitiques en Ukraine et dans la région syro-irakienne.

Dans son estimation d'octobre, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit une hausse de la demande de +0,7 million de barils par jour en 2014, soit +0,8%. Cette

augmentation, une progression inférieure de 0,2 million de barils à celle établie un mois plutôt, porterait la demande à 92,4 millions de barils par jour en 2014. Les stocks industriels de l'OCDE en hausse restent cependant en dessous de leur moyenne des cinq dernières années. En 2015, la demande devrait s'élever de +1,1 million de barils par jour. Les producteurs devraient répondre à cet accroissement modeste de la demande par l'augmentation de l'offre en provenance des pays non-OPEP. Selon l'US Energy Information Administration (EIA), la production de brut aux Etats-Unis devrait passer de 5,5 millions de barils par jour en 2010 à 9,5 millions en 2015. De plus, toujours aux Etats-Unis, l'exploitation de gaz de schiste ne cesse de croître poussant les prix de l'énergie à la baisse.

Quant aux prix des matières premières hors énergie, les indices des prix en dollar calculés par le Hamburgisches WeltWirtschafts Institut (HWWI) ont évolué à la baisse depuis le deuxième trimestre 2014, suite au ralentissement des économies européenne et chinoise. Tous les

prix des secteurs des matières premières hors énergie ont diminué. En Europe, la dépréciation de l'euro par rapport au dollar n'a encore eu que peu d'impact sur l'évolution des prix ; en septembre, pour les matières premières hors énergie, leur évolution était en recul de -1,0% contre

-4,4% en dollar sur un an. L'évolution attendue des prix à la hausse des matières premières hors énergie en euros devrait rester contenue dans les prochains mois, mais poussera néanmoins les prix dans la Zone euro écartant le spectre de la déflation.

Graphique 2.8 | Evolution mensuelle du cours du Brent en dollar par baril

SOURCE : U.S. ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION (EIA) – CALCULS : IWEPS



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

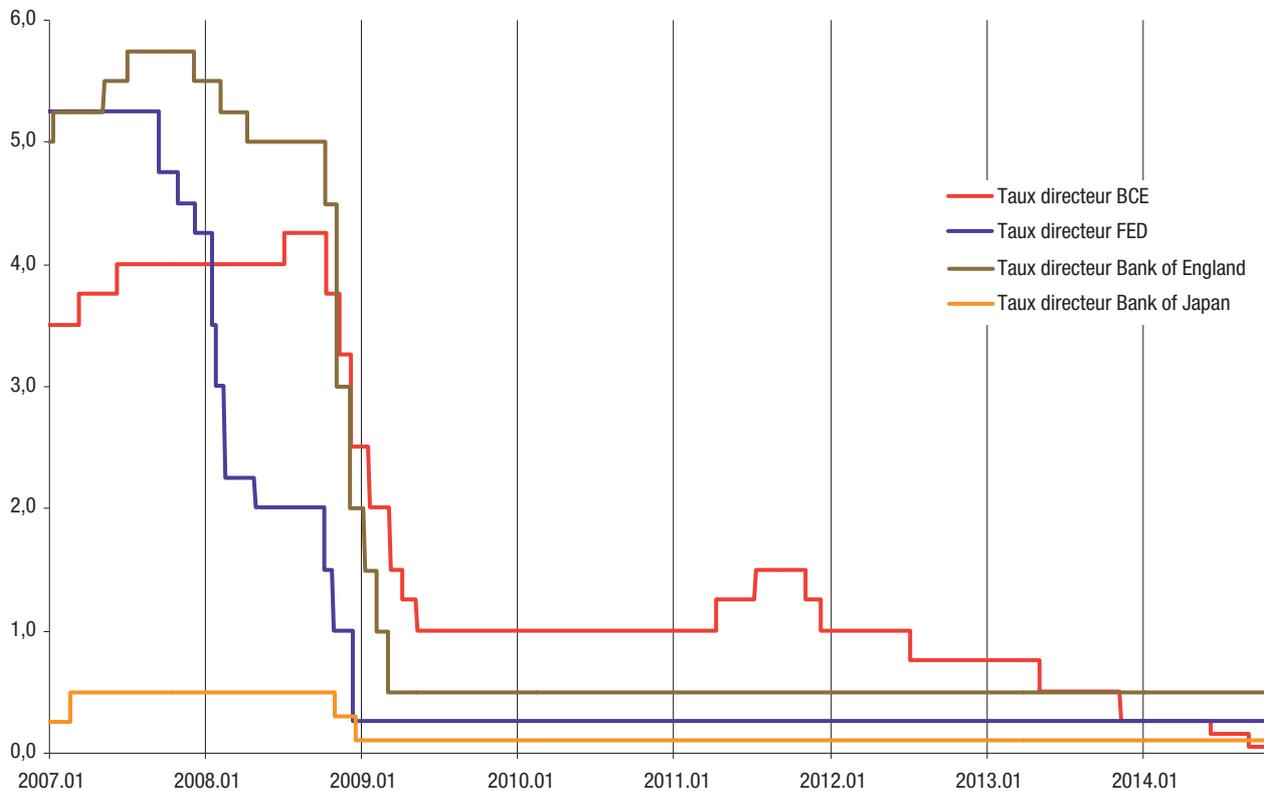
2.1.3.1. La politique monétaire

En juin dernier, la faiblesse persistante de l'inflation, l'atténuation des tensions sous-jacentes sur les prix se révélant supérieure aux attentes, conjointement à l'apathie du marché des crédits bancaires, dans un contexte de langueur de l'activité économique attendue dans la Zone euro, a convaincu la Banque centrale européenne (BCE) de donner, selon ses termes, une « orientation accom-

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

Graphique 2.9 | Evolution des taux directeurs de la BCE et de la FED

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



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

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

Confronté à une nouvelle détérioration des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté le 5 juin un arsenal de mesures visant à déjouer le piège déflationniste en stimulant la demande intérieure et favoriser l'octroi de crédit, pour *in fine* renverser le mouvement actuel de désinflation et renforcer l'ancrage des anticipations d'inflation. Cet ensemble de mesures s'articule principalement autour de deux volets. La BCE a d'abord cherché à renforcer le caractère accommodant de sa politique monétaire en abaissant les taux directeurs, *le refi*, d'une part, c'est-à-dire le taux d'intérêt auquel les banques commerciales se refinancent auprès de la banque centrale, en général à très court terme, et le taux de dépôt, d'autre part, qui rémunère les liquidités bancaires déposées auprès de la BCE pour 24 heures. Afin de dissuader les banques de recourir à ces facilités de dépôts, comme elles s'étaient habituées à le faire depuis la crise financière et européenne, et afin qu'elles allouent ces montants au financement de l'activité économique, la BCE a décidé d'appliquer un taux de dépôt négatif.

Le second volet du train de mesures de la BCE vise à soutenir l'activité de prêt bancaire aux sociétés non financières et aux ménages. La forte intermédiation bancaire des financements en Europe explique le choix de la Banque. La BCE va effectuer une série d'opérations de refinancement à long terme ciblées (*Targeted Longer Term Refinancing Operations, ou TLTRO*) des banques européennes. Les autorités monétaires espèrent que cette nouvelle injection de liquidités incitera le secteur bancaire, engagé depuis deux ans dans un mouvement d'ajustement bilantaire, à ralentir leur désendettement et à accroître leur offre de crédit. Cependant, les précédentes opérations de refinancement menées en 2011 et 2012 ont essentiellement été utilisées pour acheter des titres souverains ou rembourser des dettes. Pour éviter cet écueil, la BCE a conditionné ses nouvelles opérations de refinancement, pour cette raison dites « ciblées », à l'octroi de nouveaux prêts au secteur privé non financier, à l'exception des prêts immobiliers des ménages. Schématiquement, les banques qui n'augmenteraient pas les prêts aux PME, selon les critères définis par la BCE, seront contraintes de rembourser les TLTRO anticipativement. Ce ciblage, mais aussi leur faible coût (taux *refi* plus 10 pb) et leur maturité longue (jusqu'à quatre ans) devraient favoriser le financement de l'économie réelle et par ricochet, relancer le moteur de la croissance de l'activité au sein de la Zone euro.

La BCE a également annoncé l'arrêt de la stérilisation de son programme de rachat de titres publics SMP (*Securities Markets Program*). Pour rappel, mis en œuvre à partir de 2010, au plus fort de la crise de la dette souveraine, le SMP devait permettre aux banques centrales de la Zone euro d'acheter sur le marché secondaire des obligations souveraines, émises par les pays de la Zone euro les plus en difficultés (Grèce, Portugal, Espagne, Irlande), afin de faire baisser les taux et de rendre possible le financement de ces Etats. La BCE s'était alors engagée à stériliser ses achats afin de ne pas accroître la masse monétaire et ainsi les pressions inflationnistes. A l'inverse, la création monétaire induite par l'arrêt de la stérilisation du SMP concourt à la lutte contre les risques déflationnistes. De même, l'Institut de Frankfort a également décidé de poursuivre ses opérations principales de refinancement des

banques à taux fixes et pour des montants illimités. Enfin, la BCE conserve la possibilité d'acheter sur les marchés primaires et secondaires des titres de la dette publique de pays européens, via son programme d'achat OMT.

Trois mois après cet important train de mesures, la BCE a encore renforcé le caractère expansionniste de sa politique monétaire en abaissant une nouvelle fois, en septembre, l'ensemble de ses taux directeurs et en s'engageant dans un programme de rachat de titres de dette privée, titres adossés à des actifs (ABS), y compris hypothécaires (RMS) ou obligations sécurisées (*covered bonds*). Ce programme de financement « direct » de l'économie réelle vient en complément aux opérations ciblées de refinancement à plus long terme (ou TLTRO) et reflète la volonté explicite de la BCE d'user de tous les instruments, conventionnels et non orthodoxes, afin de relancer la croissance du crédit et de l'activité et, en fin de compte, faire remonter l'inflation.

L'orientation très largement expansive des mesures adoptées par la BCE contraste avec la volonté de la FED d'ajuster sa politique monétaire à l'évolution de la situation conjoncturelle nettement plus favorable aux Etats-Unis, une croissance plus soutenue de l'activité et un taux d'inflation proche de 2%. Ainsi, la reprise de l'activité américaine a amené la FED à réduire, réunion après réunion, le montant de ses achats de titres (*tapering*) réalisés dans le cadre du troisième cycle d'assouplissement quantitatif (QE3), un processus qui s'est achevé cet automne (octobre). Si la fin du QE3 ne signifie pas pour autant un durcissement de la politique monétaire de la FED, du moins celle-ci devient-elle *de facto* un peu moins accommodante.

L'orientation de la politique monétaire européenne dans les prochains mois demeurera très accommodante. Dans un contexte marqué par une reprise économique atone, un fort taux de chômage, de larges capacités de production inemployées et un risque persistant sur l'évolution des prix, l'orientation restrictive des politiques budgétaires actuelles en Europe abandonne en effet à la politique monétaire l'essentiel des leviers de la politique de soutien de la demande globale. Il est dès lors probable que la

BCE ne procèdera pas à un resserrement de sa politique avant une « longue période » selon sa terminologie. Elle maintiendra ses principaux taux directeurs à leur niveau plancher actuel. Une nouvelle phase d'assouplissement monétaire semble également peu probable. En effet, une baisse des taux directeurs est à présent exclue et la BCE a indiqué qu'elle évaluerait l'effet de ses récentes mesures de soutien au cours des prochains mois. Dès lors, on peut supposer que la BCE ne s'engagera dans une politique monétaire plus radicale que si les indicateurs de prix et les attentes d'inflation devaient brutalement se dégrader. Le risque de déflation demeure en effet au cœur des préoccupations du Conseil des gouverneurs.

Outre-Atlantique, l'orientation de la politique monétaire restera également accommodante, avec le maintien des taux fédéraux à leur niveau plancher actuel, probablement jusqu'à la mi-2015. La Réserve fédérale a en effet à plusieurs reprises indiqué que la fin de ses achats de titres réalisés dans le cadre du troisième cycle d'assouplissement quantitatif (QE3) ne présageait pas de sa politique de taux. La politique de guidance des anticipations de la Réserve fédérale donne d'ailleurs une indication claire de la volonté de la FED de maintenir une politique encore expansionniste. A l'issue de sa réunion d'octobre, le FOMC prévoit ainsi toujours le maintien des taux directeurs à leur niveau actuel pendant « une période considérable après la fin du programme d'achat d'actifs ». Janet Yellen, la présidente de la FED, a clairement lié le calendrier de normalisation des taux à l'inflation et « aux progrès sur le marché du travail américain ». Or, décrypter l'évolution du marché du travail est ardu, en particulier en raison de l'origine financière de la Grande Récession de 2007-2008. Les principales interrogations de la FED semblent porter sur l'ampleur réelle du sous-emploi résiduel et son impact sur l'inflation. Ces incertitudes devraient, selon nous, inciter la FED à entamer un resserrement mesuré plutôt plus tardif que rapide de sa politique monétaire.

Globalement, si les politiques monétaires européennes et américaines demeurent encore largement accommodantes, elles empruntent à présent des trajectoires opposées. Si le calendrier est encore incertain, la consolidation de la reprise américaine au cours du premier semestre

2015 amènera la FED à réduire alors, certes progressivement, l'orientation accommodante de sa politique monétaire. En revanche, la politique monétaire ultra-accommodante de la BCE devrait le rester beaucoup plus longtemps qu'aux Etats-Unis en raison de l'atonie persistante de l'activité et la faiblesse des pressions inflationnistes.

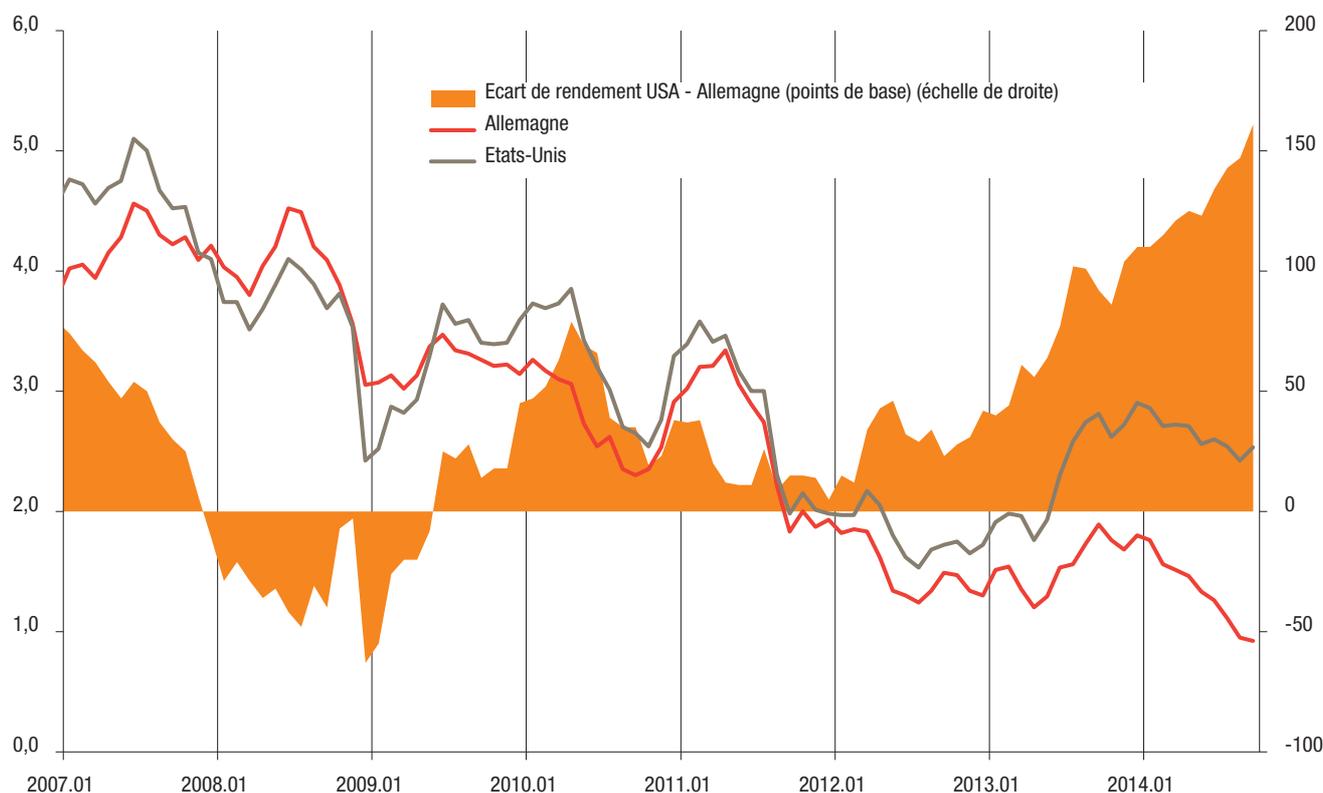
2.1.3.2. Evolution des taux longs

Depuis le début de l'année, l'évolution des taux des emprunts publics longs allemands et américains s'est inscrite dans un contexte marqué par le découplage des politiques monétaires menées des deux côtés de l'Atlantique. Sur l'ensemble du premier semestre 2014 et encore jusqu'au mois d'août, les rendements obligataires américains et européens se sont globalement inscrits en recul, principalement en raison de mouvements de report sur les valeurs sûres induits par les fortes tensions géopolitiques liées à la crise en Ukraine et plus récemment au Moyen-Orient et, en début de période, par les turbulences sur les marchés émergents. Le repli des rendements des emprunts publics, modéré aux Etats-Unis, s'est toutefois révélé nettement plus prononcé dans la Zone euro, où il fut amplifié par la médiocrité de l'environnement économique, la dégradation de la confiance des agents et la crainte d'une entrée en déflation. En septembre, les taux des titres du trésor américain de longue maturité (10 ans), en hausse depuis la fin août, s'élevaient à 2,5%, tandis que les taux obligataires longs de la Zone euro (en référence au taux allemand) s'établissaient sous le seuil de 1,0% (à 0,9%), de sorte que l'écart de taux des emprunts publics de longue maturité aux Etats-Unis et en Zone euro se révélait supérieur à 15 points de base.

Durant les prochains mois, la consolidation attendue de la reprise économique aux Etats-Unis et les anticipations de relèvement des taux directeurs américains au cours de l'année 2015 devraient continuer à favoriser une hausse des rendements obligataires américains. Il est toutefois probable que la FED agira pour éviter qu'une remontée trop vive des taux longs ne vienne affaiblir la relance de l'économie américaine. Ce mouvement devrait toutefois influencer positivement l'évolution des taux longs dans

Graphique 2.10 | Evolution des taux longs (rendements des obligations publiques à dix ans) – Allemagne et Etats-Unis

SOURCE : OCDE



la Zone euro. La progression des rendements des titres publics européens devrait cependant être modérée et moins rapide qu'aux États-Unis, en raison du différentiel de croissance dans les deux zones et de la politique monétaire plus accommodante de la BCE. Les mesures non conventionnelles adoptées par la BCE en juin et septembre vont en effet accroître significativement le volume de liquidités dans la Zone euro, qui se reportera partiellement sur la demande de titres souverains. L'annonce du maintien des taux directeurs à leur niveau plancher actuel devrait également freiner la hausse des taux longs européens.

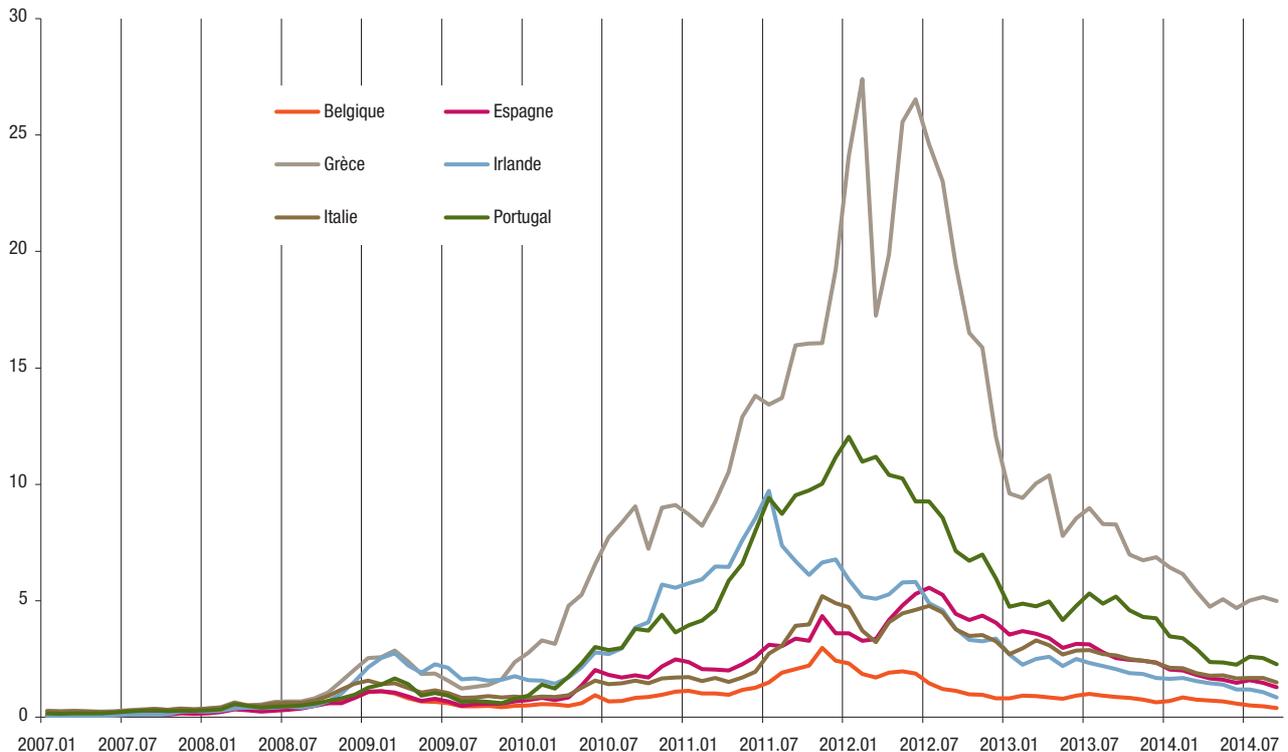
Au sein de la Zone euro, les écarts (*spreads*) des obligations d'Etat en référence au taux allemand ont continué à se réduire jusqu'au printemps dernier, avant de se stabiliser plus ou moins à partir du deuxième trimestre. En septembre, le taux de rendement des titres de la dette

publique belge s'élevait à 1,3%, correspondant à une prime de risque par rapport au Bund allemand de moins de 40 points de base.

Pour la première fois depuis la crise financière de 2007, les conditions d'octroi du crédit bancaire dans la Zone euro se sont assouplies, tant pour les prêts consentis aux entreprises qu'aux ménages. Cette évolution, qui ressort des résultats de l'enquête européenne sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) clôturée début juillet 2014, reflète une perception du risque, notamment macroéconomique, plus favorable, tandis que les coûts de financement ou les contraintes bilantaires des banques européennes tendent à peser moins dans leurs décisions d'octroi de crédit. A court terme, les banques estiment que les conditions d'octroi de crédit aux entreprises et aux particuliers, crédit à la consommation et crédit hypothécaire, pourraient encore s'assouplir.

Graphique 2.11 | Evolution des taux longs (rendements des obligations publiques à dix ans) par rapport à l'Allemagne (*spread*) – Belgique, Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal (points de base)

SOURCE : BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE



Rappelons toutefois que les critères d'octroi demeurent à l'heure actuelle relativement restrictifs, les banques européennes ayant mené, depuis le second semestre 2007, un cycle de durcissement de leurs politiques de crédit, que les phases d'assouplissement récentes n'ont pas encore renversé.

S'agissant de la demande de crédit, les banques européennes interrogées rapportent une hausse de la demande de prêts des entreprises au cours des deux premiers trimestres de cette année. Cette hausse, qui devait se poursuivre durant l'été, est liée à l'accroissement des besoins de financement des investissements productifs, une première depuis le printemps 2011. Parallèlement, selon les résultats de l'enquête, les banques européennes prévoient une hausse des demandes (nettes) de prêts des ménages (crédit à la consommation et crédit au logement) pour le troisième trimestre 2014, qui prolongerait ainsi l'augmentation de la demande de crédit observée durant le premier semestre 2014.

2.1.3.3. Marché des changes

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

D'abord, l'accalmie sur le front de la crise de la dette souveraine en Europe a vraisemblablement poussé les investisseurs vers des actifs plus risqués, notamment au bénéfice des pays de la périphérie européenne, appétence qui aurait soutenu la monnaie unique. Ensuite, l'évolution de la balance courante de la Zone euro, qui est devenue excédentaire, entre autres en raison des ajustements macroéconomiques des pays membres périphériques, a

favorisé l'appréciation de l'euro. En outre, les tensions sur le marché monétaire européen, causées par la réduction des liquidités induite par les remboursements anticipés des LTRO par les banques, alors que la FED poursuivait ses achats d'actifs, ont encore renforcé le raffermissement de l'euro par rapport au dollar. Enfin, le blocage des discussions budgétaires aux Etats-Unis en fin d'année et l'impact des mauvaises conditions climatiques en Amérique du Nord au début d'année ont pesé sur l'évolution du dollar.

A partir du mois de mai 2014, la plupart de ces éléments de soutien à l'euro ont disparu ou se sont atténués, de sorte que le taux de change de l'euro par rapport au dollar a entamé un mouvement de repli. Cette appréciation résulte ainsi plus fondamentalement de la détérioration des perspectives de croissance et d'inflation dans la Zone euro par rapport à l'économie américaine et de la désynchronisation des politiques monétaires menées dans les deux espaces économiques. A partir du printemps, la publica-

tion d'informations macroéconomiques décevantes pour la Zone euro a en effet renforcé les anticipations des marchés quant à un assouplissement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne, tandis que l'accélération de la reprise économique aux Etats-Unis s'est progressivement traduite par l'attente d'une normalisation de la politique de taux aux Etats-Unis. Ces évolutions ont contribué à creuser l'écart de taux d'intérêt entre l'Europe et les Etats-Unis, favorisant l'affaiblissement de la monnaie unique par rapport au dollar.

La dépréciation du taux de change euro/dollar devrait se poursuivre dans les mois à venir, principalement en raison des écarts de croissance attendus entre la Zone euro et les Etats-Unis et l'orientation divergente des politiques monétaires européennes et américaines. Cependant, les anticipations d'assouplissement de la politique de la part de la BCE, qui ont largement contribué à la baisse de l'euro, se sont réduites depuis l'adoption par la Banque centrale, cet été, de mesures très expansives. En l'ab-

Graphique 2.12 | Taux de change bilatéral USD/EUR et taux de change nominal effectif (EUR)

SOURCES : BELGOSTAT, BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE



sence d'inflexion significative des politiques monétaires américaines, c'est-à-dire un resserrement plus rapide qu'anticipé de celle-ci, la dépréciation de l'euro devrait toutefois rester modérée cette année. Compte tenu de la difficulté de prévoir l'évolution des marchés des changes, notamment en raison des risques géopolitiques, des mouvements de fuite vers les monnaies refuge ou les déséquilibres de balance de paiement, notre prévision retient l'hypothèse d'un taux de change USD/EUR oscillant globalement autour de 1,20 et 1,30.

L'évolution du taux de change effectif – qui peut s'interpréter comme un indice de taux pondéré par l'importance des flux de commerce et, de ce fait, un indicateur global de la compétitivité européenne – re-

flète, 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. A l'instar du taux de change bilatéral euro/dollar, la dépréciation du taux de change effectif de l'euro est liée aux anticipations d'assouplissement de la BCE, ainsi qu'aux ajustements des attentes des marchés quant aux perspectives économiques pour la Zone euro comparées à celles d'autres grandes économies.

2.2 LA SITUATION CONJONCTURELLE EN BELGIQUE

Coup de frein à la reprise au second trimestre de 2014

La phase de reprise de l'économie belge amorcée à la mi-2013 a marqué un net temps d'arrêt au deuxième trimestre de cette année, la croissance trimestrielle du PIB retombant à +0,1% après avoir affiché +0,4% au premier trimestre et +0,3% à chacun des deux derniers trimestres de 2013. En rythme annuel, la croissance du PIB belge s'affiche à présent à +1,0% et l'acquis de croissance pour l'année 2014 à la fin du premier semestre est de +0,8%.

A l'instar de ce qui est observé au niveau européen, le climat général de confiance dans l'économie belge s'est dégradé de manière franche et continue à partir du printemps de cette année (voir graphique 2.13), affectant la dynamique économique de reprise dans l'ensemble des secteurs. Ainsi, la progression de l'activité au second trimestre a sensiblement ralenti par rapport à celle observée au premier trimestre dans l'industrie (la croissance passant de +0,5% à +0,3%) et dans le secteur des services

(de +0,2% à +0,1%), tandis que l'activité s'est fortement repliée dans la construction (-0,5% après +2,2%). Même si le repli de la croissance tel qu'il ressort de la comptabilité trimestrielle peut être en partie expliqué par un élément d'ordre purement statistique lié à la difficulté de mesurer correctement les effets saisonniers en présence de conditions climatiques exceptionnelles telles qu'observées au premier trimestre de l'année, nous considérons que la principale explication réside dans le recul généralisé de la confiance des différents agents économiques.

S'il est délicat d'identifier clairement le facteur qui est à la base de cette baisse de confiance, nous pouvons raisonnablement considérer qu'elle résulte de la combinaison d'éléments négatifs affectant de manière simultanée le moral des agents économiques. Parmi ces facteurs, nous épinglons en particulier la déception des agents qui est liée à la fois à l'absence d'une reprise économique plus soutenue et au climat général de rigueur budgétaire en Europe, ainsi que les tensions géopolitiques (crise russo-ukrainienne, crise syrienne...).

Graphique 2.13 | Indicateur synthétique de la BNB

SOURCE : BNB - CALCULS : IWEPS



Dans ce contexte de retournement de la confiance, la progression soutenue de la demande intérieure au deuxième trimestre (+0,6% en rythme trimestriel) est un phénomène qui peut paraître particulier. Toutefois, cette relative bonne performance s'explique en grande partie par un facteur ponctuel et temporaire ayant gonflé les dépenses d'investissement des entreprises, tandis que les évolutions des autres composantes de la demande sont plutôt mal orientées.

Ainsi, les investissements productifs ont connu une très vive expansion au deuxième trimestre de 2014, la croissance s'affichant à +2,9% en rythme trimestriel, en grande partie en raison d'un important investissement réalisé par une compagnie maritime flamande. En raison du caractère exceptionnel de ce facteur, on devrait logiquement observer un phénomène de compensation partielle qui affectera vraisemblablement la croissance trimestrielle des investissements productifs dans les tout prochains trimestres, d'autant plus que la confiance des chefs d'entreprises s'est sensiblement dégradée au cours des derniers mois.

La croissance atone de l'emploi observée depuis de nombreux trimestres a contraint l'évolution du revenu disponible des ménages et la baisse marquée de la confiance observée depuis plusieurs mois ne les incite pas à puiser davantage dans leur épargne. Dans ce contexte, le seul soutien aux dépenses de consommation consiste actuellement en une très faible inflation qui permet une progression légèrement positive du pouvoir d'achat. Il est par conséquent logique de constater que le rythme de croissance de la consommation privée est demeuré faible au deuxième trimestre de 2014, la croissance en rythme trimestriel s'établissant à +0,3% (après +0,4% au premier trimestre).

Pâtissant également de la dégradation de la confiance des ménages, mais aussi des conditions d'octroi des crédits hypothécaires qui restent relativement restrictives, les dépenses d'investissement en logements se sont repliées de -0,2% en rythme trimestriel au deuxième trimestre de 2014 alors qu'elles avaient affiché une croissance franchement positive au cours des trois trimestres précédents (de l'ordre de +0,5% par trimestre).

Dans un cadre de restriction budgétaire affectant tous les niveaux de pouvoir, les dépenses publiques ont à peine progressé au deuxième trimestre (+0,1%), après avoir stagné depuis le début de l'année 2013.

Au niveau des exportations, la croissance très solide affichée au deuxième trimestre 2014 (+2,6% en rythme trimestriel) est difficilement réconciliable avec ses fondements économiques, en particulier le fait que la croissance de la plupart des principaux pays partenaires européens a été moribonde. Signalons toutefois que l'évolution de trimestre à trimestre des exportations belges est généralement assez volatile et qu'il est dès lors parfois difficile d'identifier clairement des facteurs explicatifs sous-jacents.

Les importations ont également sensiblement rebondi au deuxième trimestre, en lien avec la vive progression des exportations durant ce trimestre, mais également en raison de l'investissement exceptionnel d'une compagnie maritime mentionné précédemment. Par conséquent, étant donné que la croissance des importations (+3,2%) a largement dépassé celle des exportations (+2,6%), la contribution de la balance commerciale à la croissance belge a été sensiblement négative au cours de ce deuxième trimestre, celle-ci retranchant -0,4 point de croissance au PIB.

Croissance molle au second semestre de 2014 et reprise progressive en 2015

La croissance de l'activité économique en Belgique devrait demeurer très contenue au second semestre de 2014, en particulier en raison d'une demande intérieure atone. En 2015, sous l'effet du redressement sensible des exportations, la croissance des différentes composantes de la demande intérieure devrait se renforcer par le biais de l'enchaînement classique caractérisant les reprises économiques d'une petite économie ouverte telle que la Belgique. Cette reprise touchera en priorité les dépenses d'investissement des entreprises et dans un second temps les autres dépenses privées dont l'évolution sera plus lente et plus progressive.

Plus précisément, au second semestre de cette année, le commerce extérieur de la Belgique devrait pâtir de la dégradation récente du climat conjoncturel européen. Notre scénario de faible soutien des exportations à la croissance économique à court terme est étayé par les résultats des enquêtes mensuelles menées auprès des industriels qui témoignent d'un repli sensible du niveau des carnets de commandes à l'exportation ainsi que des perspectives de la demande au cours des derniers mois d'observation. En 2015, aidé par le maintien de certaines poches de croissance à l'échelle mondiale, en particulier aux Etats-Unis et dans plusieurs pays émergents, le redressement progressif de l'activité industrielle en Zone euro devrait permettre une reprise de plus en plus dynamique des exportations belges étant donné la spécialisation de l'industrie domestique dans le commerce intra-branche au niveau européen. Selon ce scénario, les exportations devraient augmenter en moyenne annuelle de +2,5% en 2014 et de +3,7% en 2015.

Parmi les éléments de la demande intérieure, la progression des investissements des entreprises devrait être nettement plus faible au second semestre de cette année qu'elle ne l'a été au premier. En effet, outre le phénomène exceptionnel qui a caractérisé le second trimestre et qui sera très probablement en partie compensé ultérieurement, la plupart des facteurs sous-jacents sont actuellement peu encourageants pour l'évolution à court terme des investissements des entreprises. En effet, le climat de confiance a affiché une dégradation continue au cours des derniers mois dans les principaux secteurs de l'économie, le taux d'utilisation des capacités de production tel qu'il ressort des enquêtes menées par la BNB dans le secteur industriel semble stagner à un niveau en deçà de sa moyenne de long terme et les critères d'octroi des crédits aux entreprises demeurent globalement restrictifs en ce qui concerne les garanties exigées, même si les taux d'intérêt atteignent des planchers historiques. En 2015, ces différents éléments négatifs devraient peu à peu s'atténuer de sorte que la reprise des investissements pourrait se matérialiser plus franchement. En particulier, le renforcement de la reprise devrait permettre un redressement de la confiance et commencer à exercer une certaine pression sur les capacités de production, ce qui inciterait les entreprises à accroître plus

franchement leurs efforts d'expansion de l'appareil productif. Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne des investissements productifs serait de +5,2% en 2014 et de +2,5% en 2015. Notons que la très bonne performance de 2014 s'explique en grande partie par la forte croissance observée en début d'année, ce qui implique que l'acquis de croissance à la fin du second trimestre 2014 est particulièrement élevé.

Le profil de la consommation privée serait caractérisé par un manque d'allant en seconde partie d'année 2014 et un renforcement très progressif dans le courant de l'année 2015. En effet, étant donné le moral dégradé des ménages et le taux d'épargne qui se trouve à un bas niveau, l'évolution des dépenses de consommation privée dans les trimestres à venir sera à nouveau entièrement dictée par celle du revenu disponible. Et dans le contexte d'une remontée de l'inflation qui est anticipée, mais aussi d'une évolution salariale qui devrait rester très limitée en raison du saut d'index décidé par le nouveau gouvernement fédéral ainsi que des négociations interprofessionnelles de cette fin d'année qui impliqueront probablement une croissance réelle très modeste des salaires en 2015, la seule source de progression du revenu disponible ne pourra provenir que de l'emploi. Or, la reprise très progressive de l'activité économique qui est anticipée et le besoin pour les entreprises d'engranger des gains de productivité impliquent que la croissance de l'emploi, et par conséquent celle de la consommation, n'augmenterait que lentement au cours des prochains trimestres. Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne de la consommation des ménages serait de +1,2% aussi bien en 2014 qu'en 2015.

L'évolution des dépenses d'investissement en logements devrait rester molle au cours de la deuxième partie de 2014 en raison du niveau très bas de la confiance des ménages, des conditions d'octroi des crédits hypothécaires relativement restrictives et de la progression atone de l'emploi. En 2015, les dépenses retrouveraient progressivement une dynamique plus positive en lien avec la progression plus modérée de l'emploi et le rétablissement de la confiance que nous anticipons. En rythme annuel moyen, la croissance des investissements résidentiels

devrait s'établir selon notre scénario à +0,9 % en 2014 et +1,4 % en 2015.

En raison de la forte intégration des entreprises belges dans le commerce intrabranche au niveau européen, les importations devraient afficher une évolution trimestrielle comparable à celle des exportations au cours de la deuxième partie de 2014, générant une croissance annuelle moyenne de +2,0%. Dans le courant de 2015, la dynamique des importations serait soutenue par le redressement des exportations, mais également par le renforce-

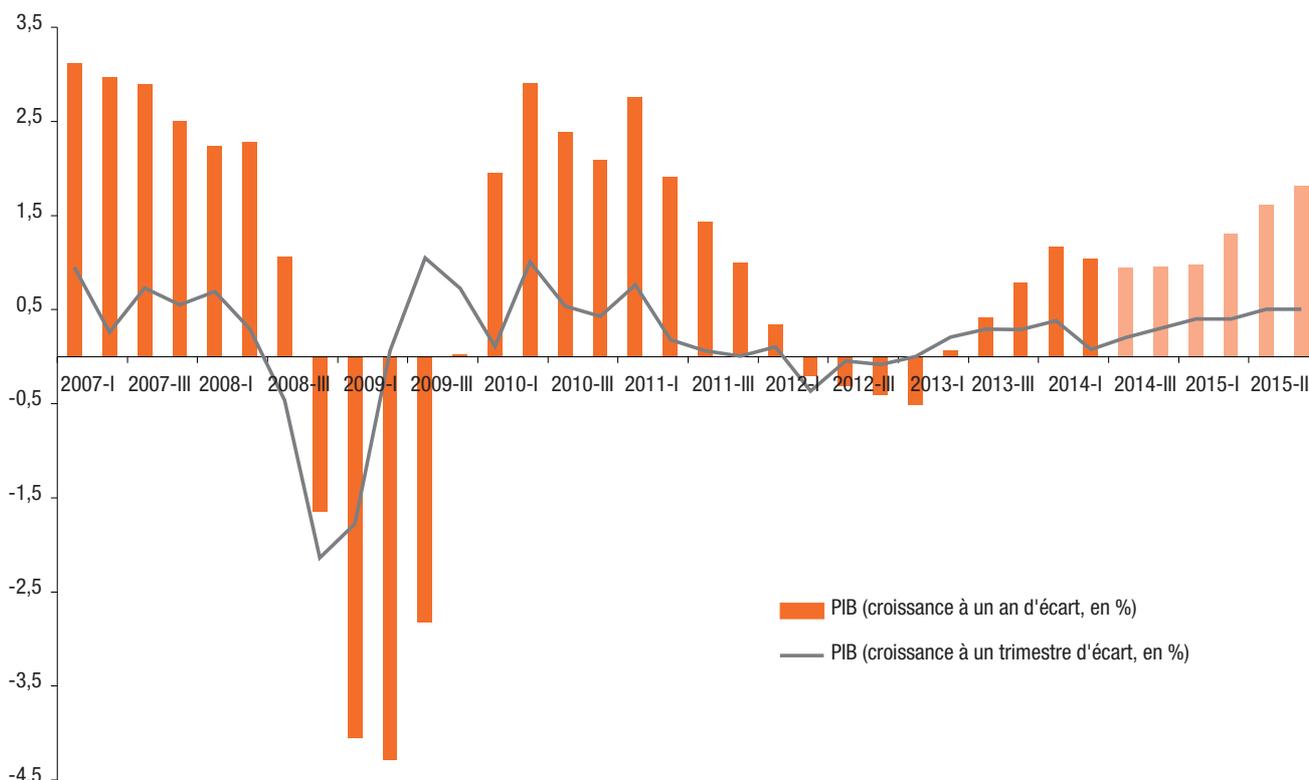
ment de la croissance des investissements productifs et dans une moindre mesure de la consommation des ménages, impliquant que la croissance annuelle moyenne des importations s'établirait à +3,7%. Selon ce scénario, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait quasi nulle en 2015.

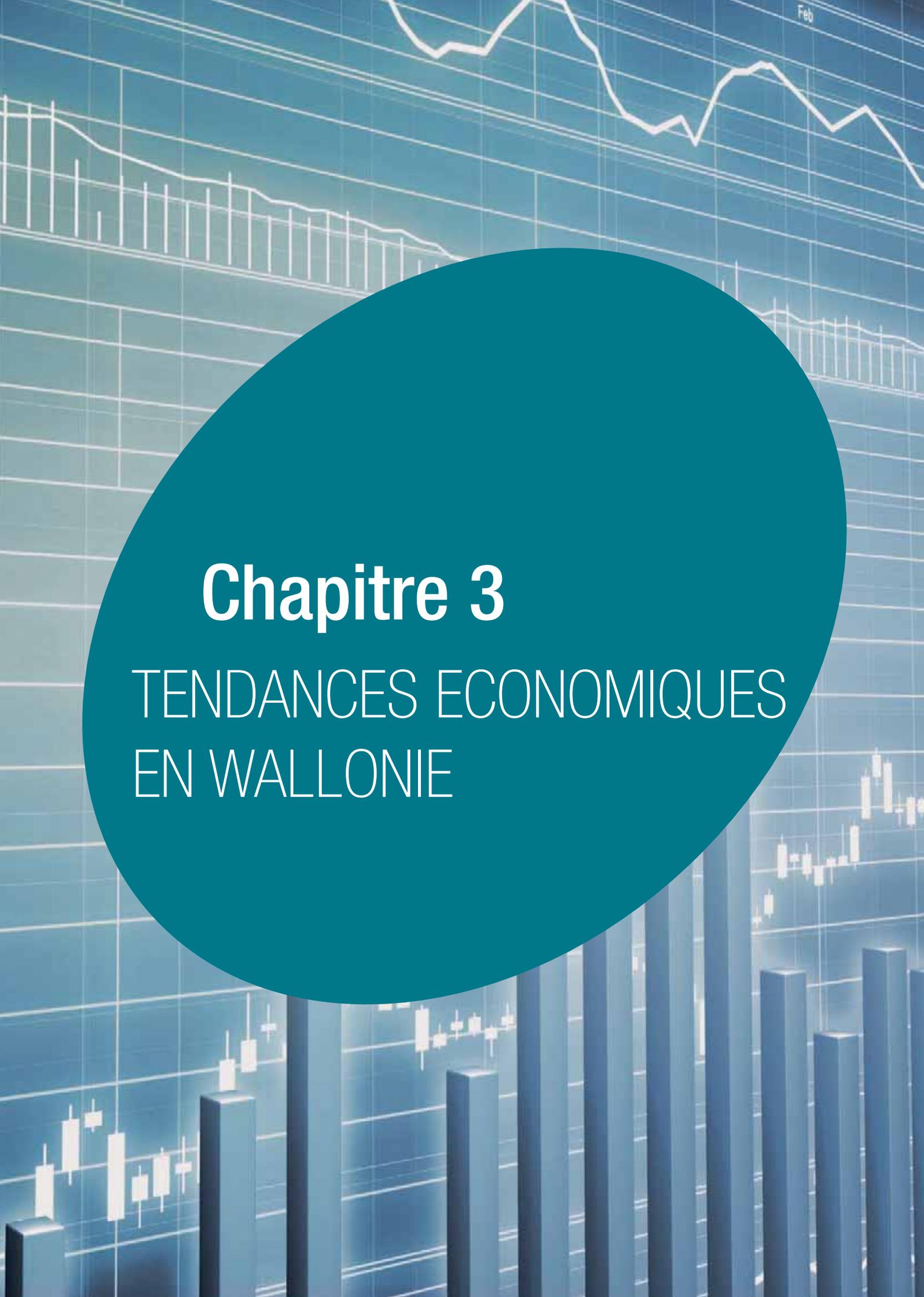
Etant donné l'évolution des différentes composantes dépeinte précédemment, nous escomptons une croissance annuelle moyenne du PIB de la Belgique de +1,1% en 2014 et de +1,4% en 2015.

Graphique 2.14 | Taux de croissance du PIB de la Belgique en volume

SOURCE : ICN – CALCULS : IWEPS

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



The background features a grid of white lines on a blue gradient. Overlaid on this are several financial charts: a line graph at the top with a white line fluctuating across the grid; a candlestick chart on the left side; and a 3D bar chart at the bottom with vertical bars of varying heights. A large, solid teal circle is positioned in the center, containing the chapter title.

Chapitre 3

TENDANCES ECONOMIQUES EN WALLONIE

3.1 L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Une reprise entamée à la mi-2013

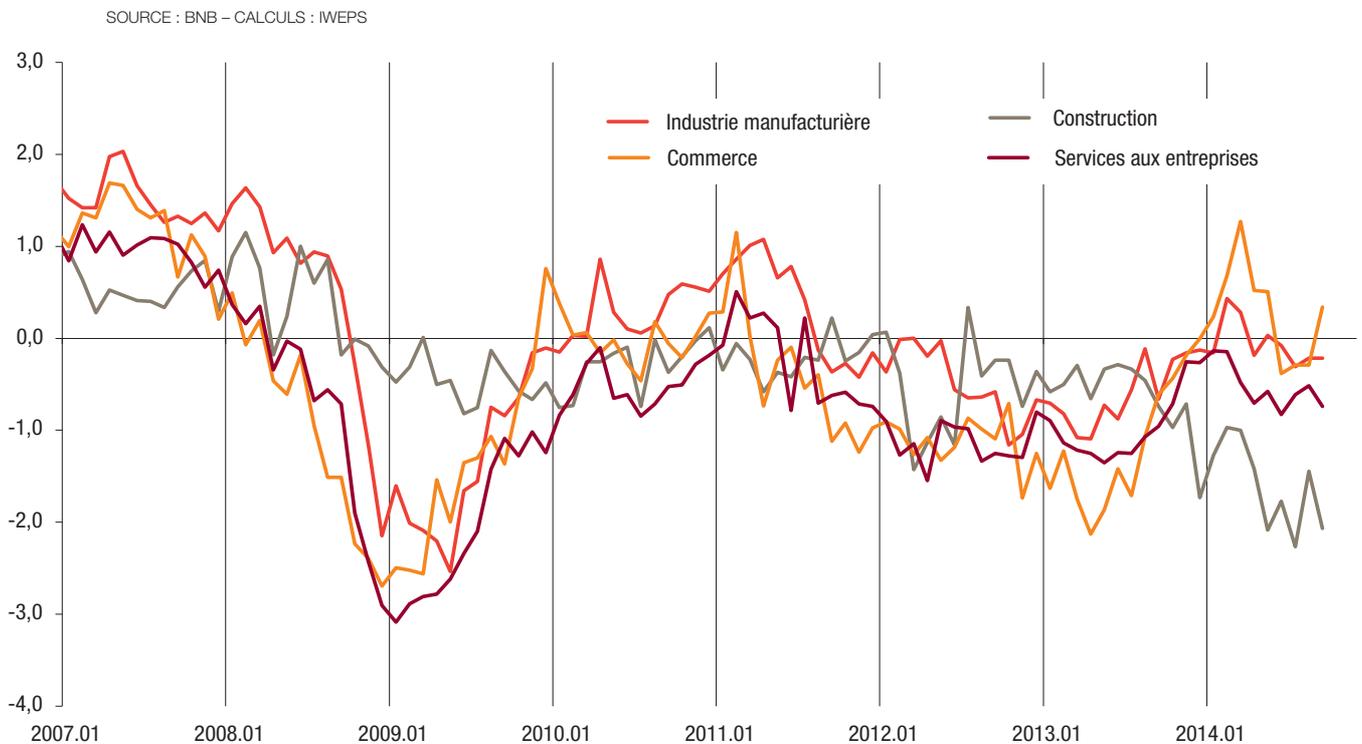
Les indicateurs conjoncturels au sein des différents secteurs de l'économie wallonne ont connu un franc redressement tout au long du deuxième semestre de 2013 ainsi que durant les tout premiers mois de 2014, à l'exclusion de l'indice synthétique dans la construction qui a affiché un repli continu depuis la mi-2013. Le rebond de l'indicateur relatif au commerce a été particulièrement soutenu, celui-ci partant toutefois d'un niveau fort bas en début d'année 2013.

Ces résultats d'enquête sont globalement confirmés par les données relatives aux chiffres d'affaires issus des déclarations à la TVA réalisés par les entreprises wallonnes. En effet, le redressement de la confiance constaté dans l'industrie et les services entre la mi-2013 et le début 2014

est allé de pair avec une remontée progressive du chiffre d'affaires dans ces deux secteurs, la croissance à un an d'écart retrouvant des valeurs positives à partir du début 2014. Dans le secteur de la construction par contre, la croissance annuelle du chiffre d'affaires est demeurée en territoire largement négatif tout au long des derniers trimestres, ce qui est conforme à l'impression de déprime qui se dégage des derniers résultats d'enquête.

Au final en 2013, selon nos estimations basées notamment sur une mesure de la relation passée entre l'évolution du chiffre d'affaires déclaré à la TVA et le PIB régional, le PIB wallon aurait connu une croissance annuelle moyenne de +0,1%, soit une évolution légèrement en dessous de celle du PIB belge (+0,2%)¹.

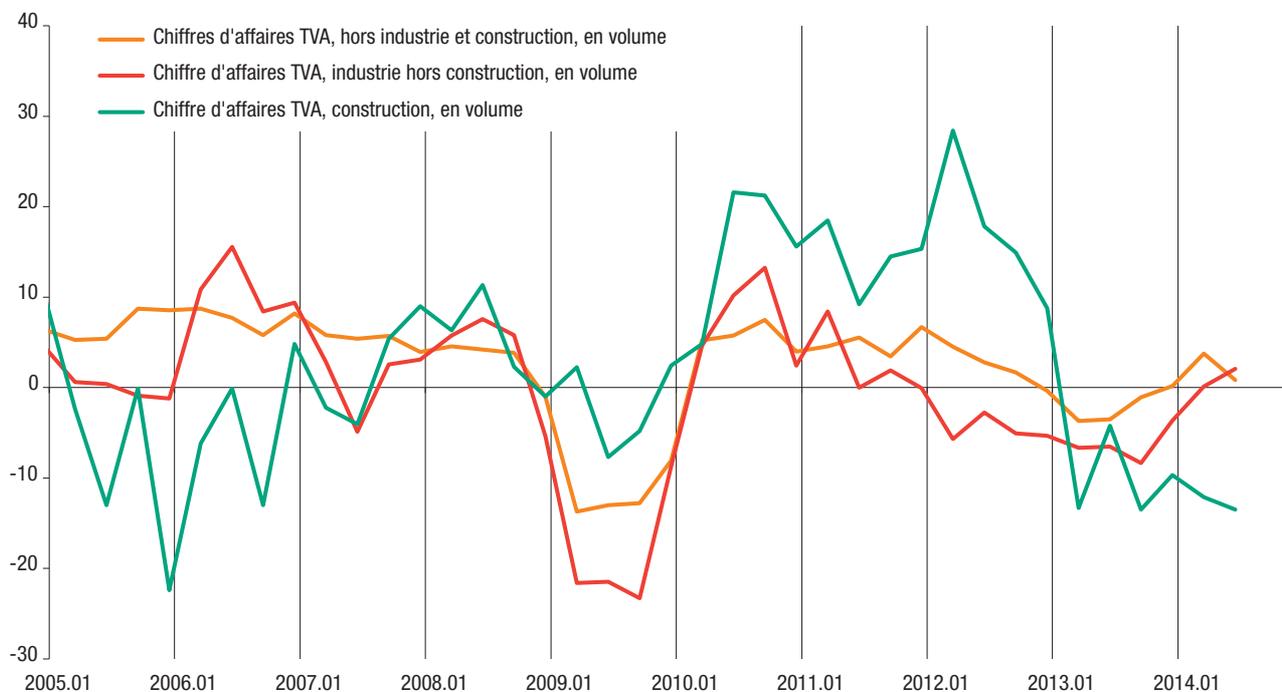
Graphique 3.1 | Courbe synthétique de la confiance des entrepreneurs en Wallonie – Moyennes centrées réduites



¹ Notons que la toute dernière version des comptes nationaux annuels détaillés parue en septembre 2014 et qui repose sur la nouvelle méthodologie de comptage SEC 2010 implique une révision à la hausse du chiffre de croissance pour 2013, celle-ci s'établissant désormais à +0,3%. Néanmoins, pour être cohérent avec notre exercice de prévision qui se base sur les dernières données disponibles des comptes trimestriels (en SEC 1995), nous continuons à commenter les évolutions annuelles du PIB et de ses composantes qui ressortent de l'ancienne version des comptes annuels (en SEC 1995).

Graphique 3.2 | Principaux indicateurs de l'activité économique en Wallonie – Variations à un an d'écart

SOURCE : DG STATISTIQUE – CALCULS : IWEPS



Retournement de tendance au deuxième trimestre 2014

Depuis la fin du premier trimestre 2014, les indicateurs conjoncturels ont clairement affiché un retournement de tendance, si bien que les indices se trouvent à présent sous leur moyenne de longue période dans l'ensemble des secteurs. Notons que ce recul de la confiance est un phénomène plus global, observé en Belgique ainsi qu'au niveau européen. Toutefois, le retournement conjoncturel est légèrement plus marqué en Wallonie qu'en Belgique (hormis dans le commerce).

Plus précisément, l'industrie wallonne a clairement subi le retournement conjoncturel européen lors des derniers mois. Ainsi, la production industrielle affiche une contraction de 2% sur base annuelle au mois de juillet de cette année². Par ailleurs, le niveau des carnets de commandes

à l'exportation semble s'être sensiblement replié au cours des derniers mois, en net décrochage par rapport au pic constaté en début d'année. Ceci nous permet d'anticiper que la demande extérieure ne devrait pas alimenter la croissance wallonne de manière significative au cours des tout prochains mois. En outre, les perspectives de la demande à court terme telles qu'elles ressortent des enquêtes se sont franchement dégradées depuis plusieurs mois, les entrepreneurs wallons affichant à présent un pessimisme plus marqué qu'au niveau belge. Cette évolution défavorable laisse à penser que l'incertitude s'est bien installée dans l'esprit des entrepreneurs wallons au cours des mois passés. Ce facteur devrait selon nous peser sur les dépenses d'investissement à court terme, d'autant plus que les taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie wallonne sont demeurés sous leur moyenne de longue période, en décrochage par rapport aux indicateurs calculés au niveau belge.

² Rappelons que l'évolution au sein de certains des principaux sous-secteurs industriels wallons peut apparaître relativement erratique d'un trimestre à l'autre et ne pas refléter les évolutions conjoncturelles sous-jacentes. Ce fut en particulier le cas de la pharmacie au cours des derniers trimestres d'observation puisque la production industrielle de ce secteur a affiché une croissance nettement positive au second trimestre, contrastant avec le repli conjoncturel observé plus globalement.

Dans le commerce, l'indicateur wallon semble s'être mieux comporté que l'indicateur national du secteur et que les indicateurs relatifs aux autres secteurs économiques wallons. Néanmoins, l'indicateur régional semble particulièrement volatil, ce résultat étant dès lors à interpréter avec prudence. En effet, nous constatons par ailleurs que la confiance des ménages s'est fortement repliée au cours des derniers mois, celle-ci se trouvant à un bas niveau historique, tandis que jusqu'à présent la croissance des revenus pâtit de l'évolution très peu engageante de l'emploi. Par conséquent, nous considérons que les dépenses de consommation privée ne pourront pas contribuer de manière significative à la croissance de la demande durant la seconde partie de l'année.

Enfin, l'évolution de l'indicateur dans la construction est nettement plus négative en Wallonie qu'en Belgique, celui-ci ayant poursuivi sa longue décrue entamée à la mi-2013. On relève notamment une perception plus pessimiste des entrepreneurs à propos de l'évolution récente de l'activité ainsi que de moins bonnes perspectives à court terme de la demande. Dans un contexte de moral déprimé des ménages et de croissance très peu dynamique de l'emploi, ces évolutions suggèrent une croissance de l'investissement résidentiel encore molle au second semestre de cette année (voir section 3.3.1).

Reposant sur ces différents éléments, le scénario de croissance du PIB wallon pour l'année 2014 implique des rythmes de croissance trimestrielle très faibles durant la seconde partie de l'année. En raison toutefois des bonnes performances de croissance enregistrées en fin d'année 2013 et au début de 2014, la croissance annuelle moyenne s'établirait à +0,8%, à la faveur d'un acquis de croissance sensiblement positif présent à la fin du premier semestre de l'année.

Raffermissement conjoncturel en 2015

Dans un contexte attendu d'évolution favorable des échanges commerciaux au niveau mondial, notamment en raison d'une croissance dynamique qui se poursuivrait aux Etats-Unis et dans certains grands pays émer-

gents, la croissance devrait progressivement se redresser en Zone euro à partir du début de l'année 2015, celle-ci profitant également d'un regain de compétitivité lié à la dépréciation de l'euro. Dès lors, la contribution des exportations au développement de l'activité économique en Wallonie devrait nettement se raffermir en 2015, à l'instar de ce qui est attendu pour la Belgique.

Toutefois, en raison d'un redressement graduel de la demande intérieure qui est attendu dans le courant de l'année, les importations devraient également se relever progressivement si bien que sur l'ensemble de l'année la contribution du commerce extérieur à la croissance sera négligeable.

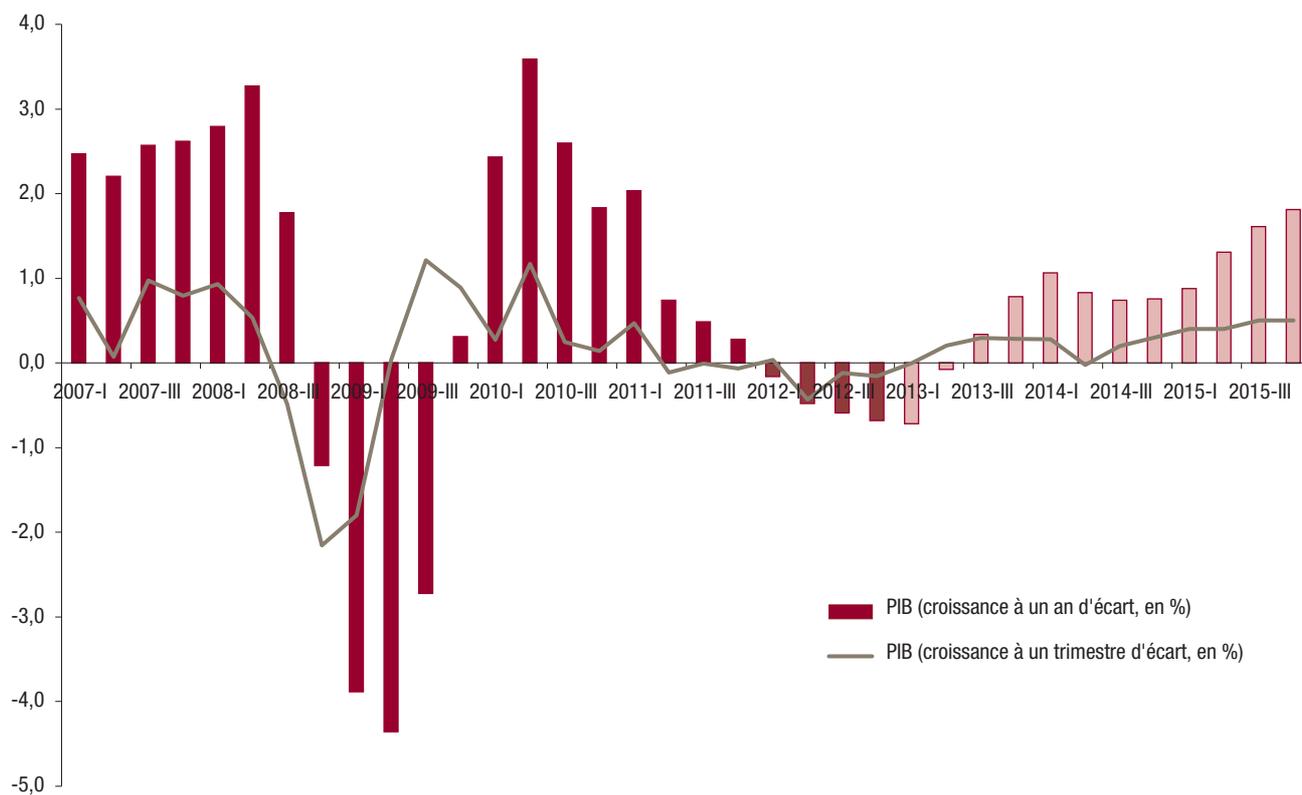
En effet, notre scénario prévoit que les effets d'entraînement des exportations devraient progressivement s'observer sur les différentes composantes de la demande intérieure, bien que de manière inégale. Ainsi, dans un contexte de reprise de l'activité industrielle et d'amélioration du climat de confiance qui irait de pair avec la poursuite de l'expansion des échanges extérieurs, les entreprises devraient relancer progressivement leurs dépenses d'investissement productif à partir du début de l'année 2015. Avec la poursuite de la reprise, des tensions sur les capacités de production existantes devraient commencer à apparaître, de sorte que la dynamique des investissements se renforcerait régulièrement en cours d'année. En outre, à la faveur d'un redressement progressif de l'emploi et d'une stabilisation de la confiance des ménages que nous anticipons, la consommation des particuliers devrait également reprendre de l'allant. Cependant, les entreprises privilégiant dans un premier temps l'augmentation de la productivité pour faire face à la demande supplémentaire, la progression de l'emploi ne se redresserait que lentement de sorte que les rythmes de croissance de la consommation des ménages demeureraient également limités. Par ailleurs, la croissance des investissements en logements resterait très faible sur l'horizon de projection en raison notamment de la progression de l'emploi qui serait trop modeste pour pouvoir initier un véritable rétablissement de la volonté des ménages de se lancer dans de nouveaux projets d'investissement.

D'après ce scénario, la croissance annuelle moyenne du PIB wallon s'établirait à +1,3% en 2015.

Graphique 3.3 | Taux de croissance du PIB de la Wallonie en volume

SOURCE : IGN – CALCULS : IWEPS

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



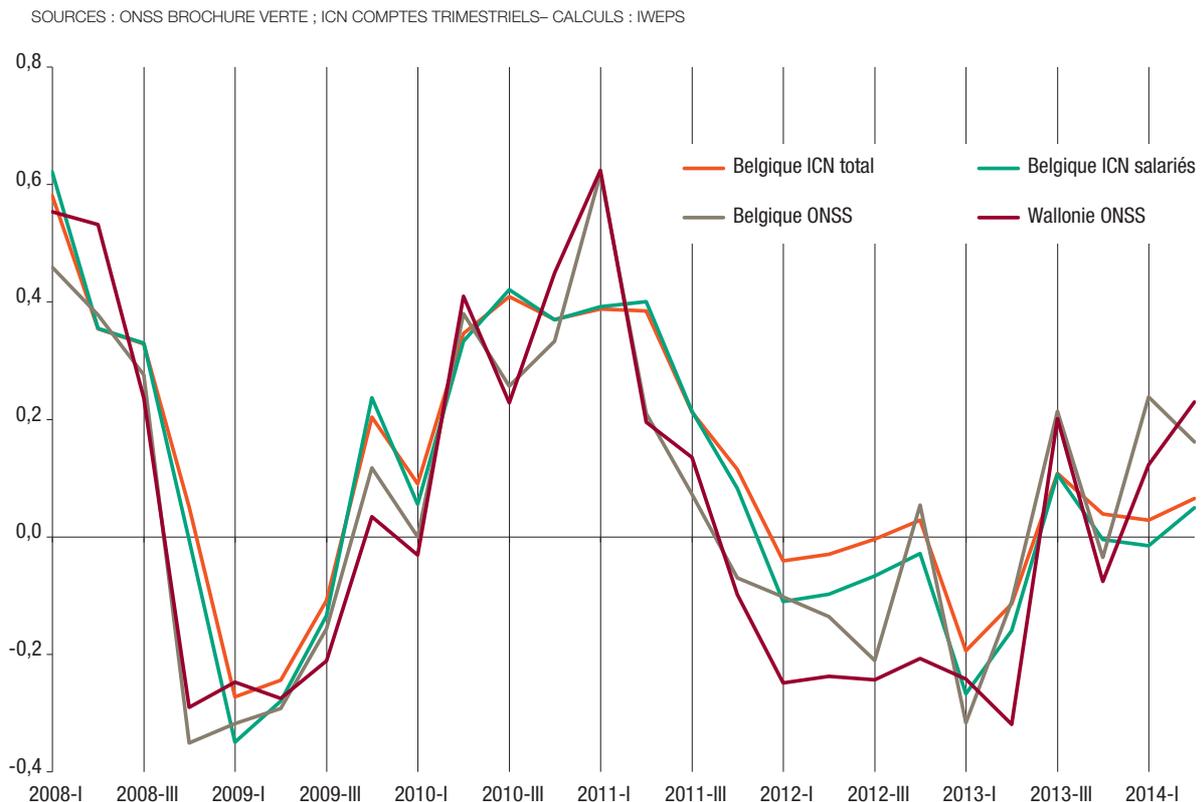
3.2 L'ÉVOLUTION DE L'EMPLOI

Le redressement de l'activité économique wallonne, qui a commencé mi-2013 et s'est poursuivi en 2014, a permis à l'emploi de renouer avec la croissance. Celle-ci reste cependant très faible en 2014 et ce n'est que dans la seconde moitié de 2015 qu'elle pourrait légèrement s'accélérer.

En effet, les dernières données de l'ONSS montrent que la tendance légèrement haussière de l'emploi salarié (assujettis à l'ONSS) observée à partir du troisième trimestre 2013 (+0,2% par rapport au trimestre précédent, données des-

saisonnalisées) s'est maintenue au premier trimestre 2014 (+0,1%), après certes un léger hiatus (-0,1%) au quatrième trimestre 2013 en raison de la concrétisation des pertes d'emplois annoncées par deux grandes entreprises wallonnes. Et elle a confirmé son profil au deuxième trimestre 2014 (+0,2%, voir graphique 3.4). Ce dernier chiffre pourrait cependant légèrement surévaluer la situation, puisque cette année les travailleurs temporaires dans l'enseignement ont été comptabilisés parmi les assujettis au 30 juin alors qu'en 2012 et 2013 une grande partie de ceux-ci ne l'étaient pas³.

Graphique 3.4 | Taux de croissance à un trimestre d'écart du nombre de salariés recensés à l'ONSS en Wallonie et en Belgique et de l'emploi national salarié et total en nombre de travailleurs en Belgique - données dessaisonnalisées - en %



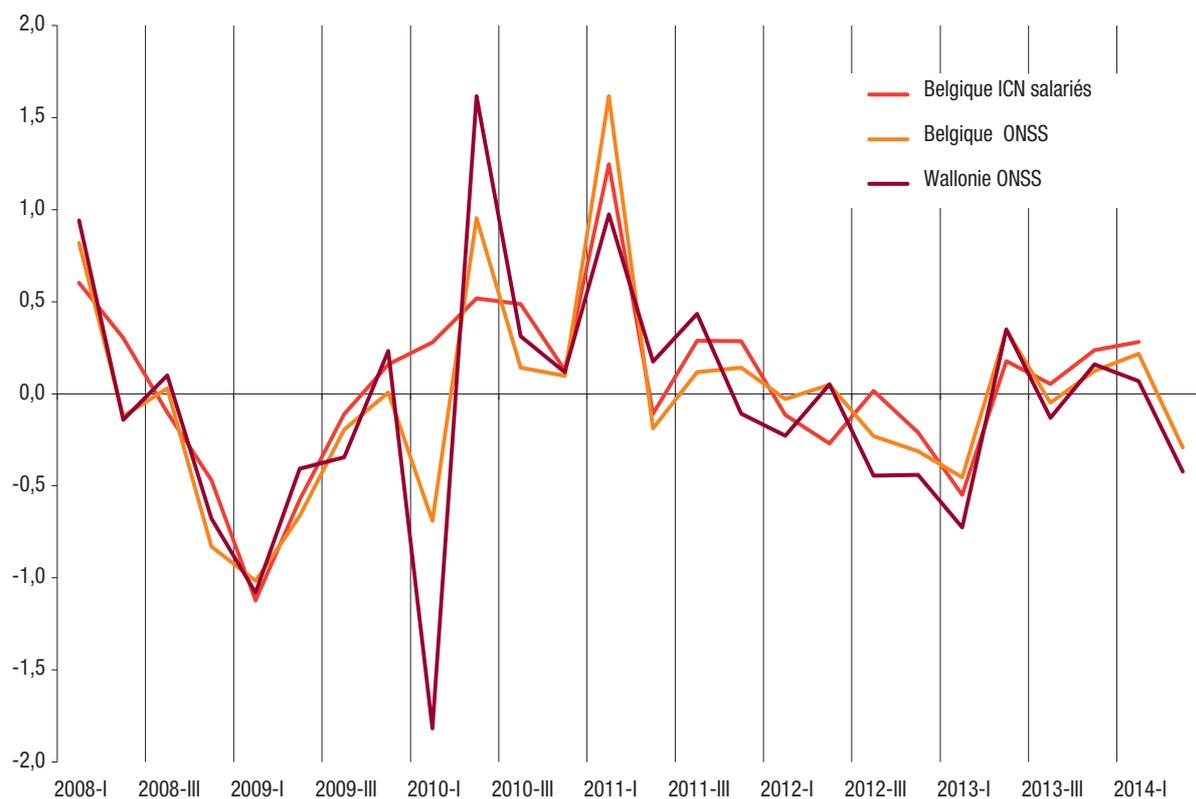
³ Ceci influence la donnée dessaisonnalisée à la hausse. Une partie des travailleurs temporaires n'ont pas été comptabilisés dans la statistique au 30 juin en 2012 et 2013. En effet, le 30 juin tombant respectivement un samedi et un dimanche, le terme de l'année scolaire (et donc de leur contrat) était antérieur au 30 juin. Voir ONSS, Estimations rapides de l'emploi salarié (ONSS) pour le deuxième trimestre 2014.

Cette timide tendance à la hausse de l'emploi est confirmée par sa croissance en volume. En effet, après la forte diminution enregistrée au premier trimestre 2013 (-0,7% à un trimestre d'écart, données dessaisonnalisées), l'emploi exprimé en équivalents temps plein a crû faiblement jusqu'au deuxième trimestre 2014. Il connaît alors cependant un nouveau recul (-0,4%, voir graphique 3.5),

concomitant au ralentissement de la croissance de l'activité économique. Ce retournement se reflète également dans la hausse du chômage temporaire à partir d'avril 2014 (voir graphique 3.7) alors que ce dernier diminuait depuis avril 2013. La légère reprise attendue de la croissance devrait influencer faiblement, mais favorablement, l'évolution du volume au second semestre.

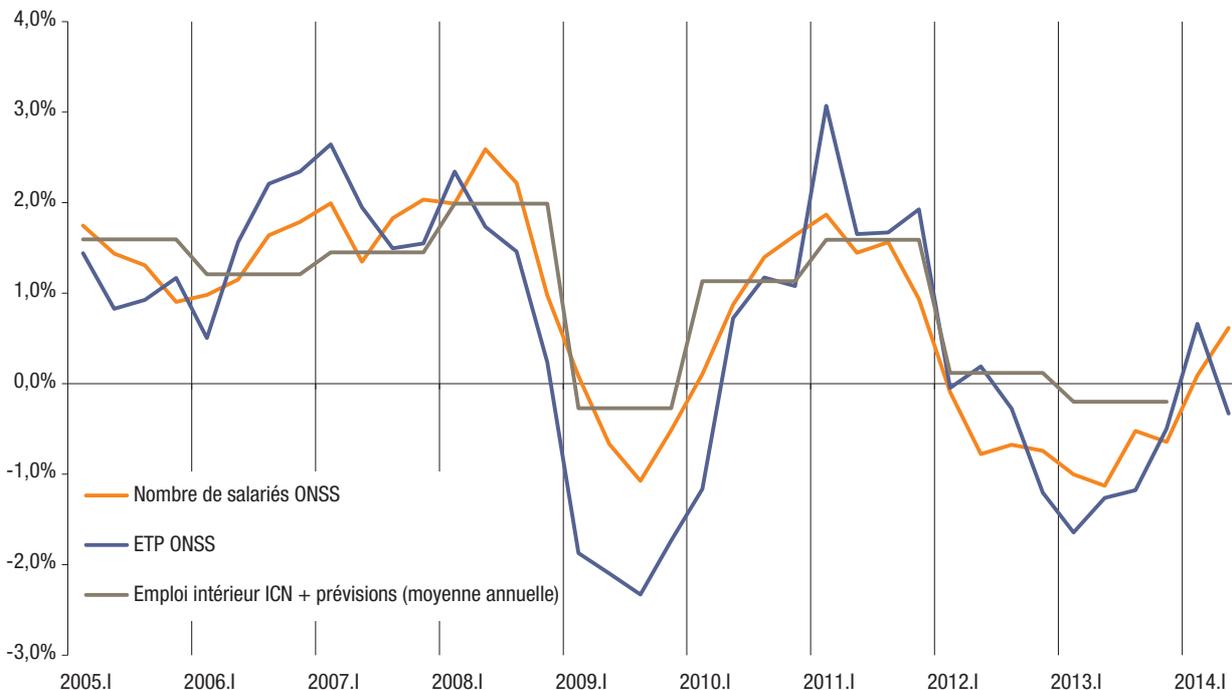
Graphique 3.5 | Taux de croissance à un trimestre d'écart du nombre d'équivalents temps plein recensés à l'ONSS en Wallonie et en Belgique et du volume de travail en nombres d'heures en Belgique - données dessaisonnalisées - en %

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



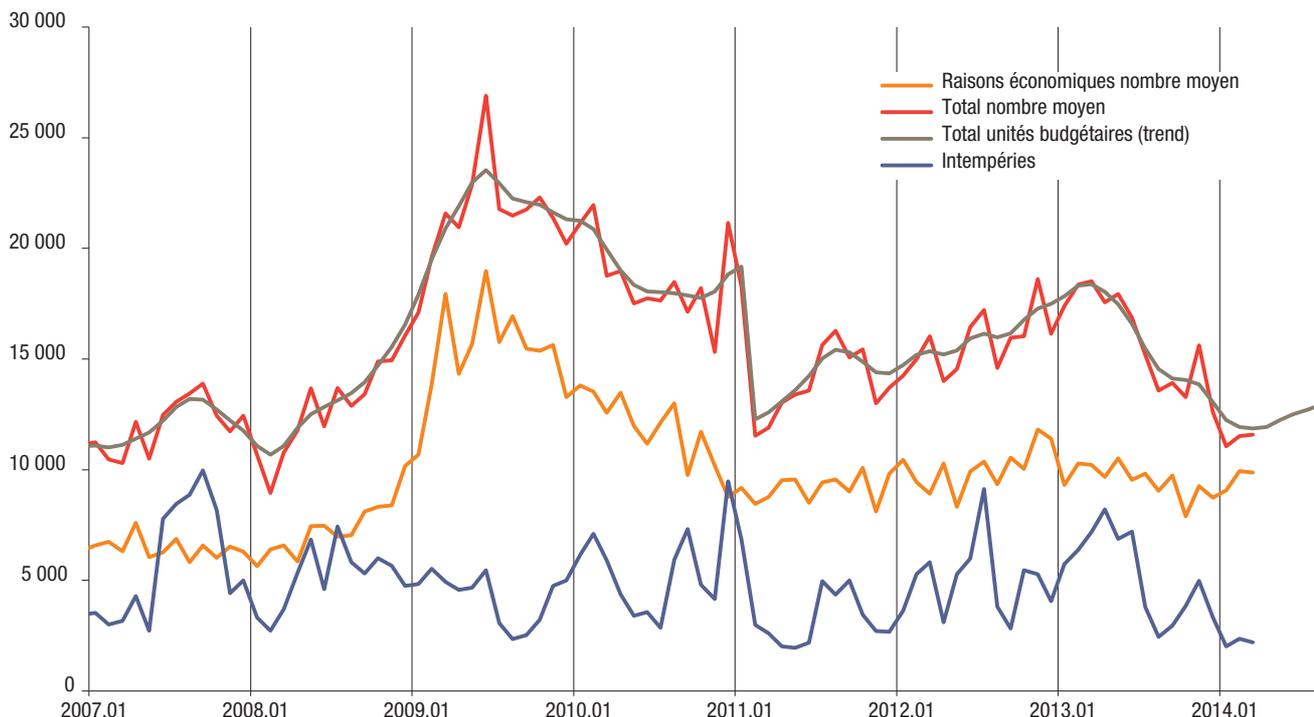
Graphique 3.6 | Taux de croissance à un an d'écart du nombre d'équivalents temps plein et du nombre de salariés assujettis à l'ONSS et de l'emploi intérieur annuel en Wallonie

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



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

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

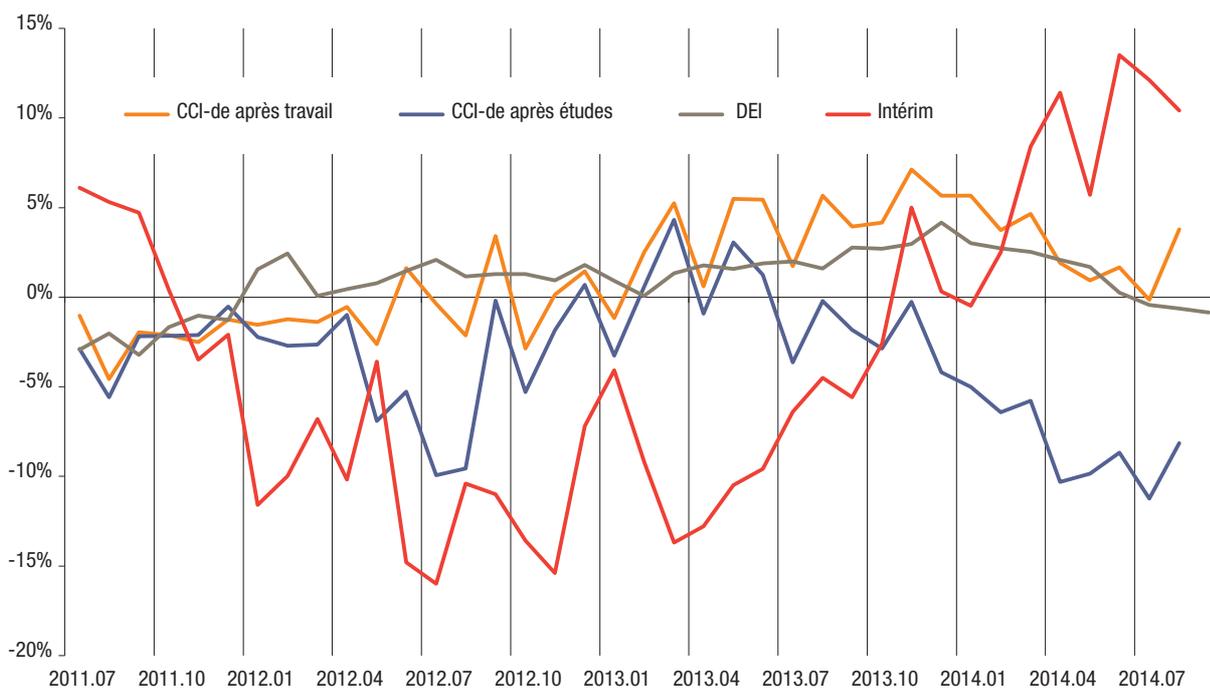


La décomposition sectorielle de la croissance de l'emploi, réalisée par l'ONSS⁴, montre qu'elle est principalement portée par le recours croissant au travail intérimaire. Ces emplois flexibles permettent un meilleur ajustement du volume de travail à l'activité économique. On peut y voir un autre élément d'explication de la baisse du volume de travail suite au ralentissement de la croissance du PIB au second trimestre.

En cette période de faible confiance, les entreprises préfèrent vraisemblablement recourir au travail intérimaire. Cette propension est confirmée par les données de Federgon, qui montrent une hausse du taux de croissance à un an d'écart du nombre d'heures effectuées par les travailleurs intérimaires depuis mai 2013 (graphique 3.8). Depuis février 2014, le taux de croissance à un an d'écart est positif. Il s'établissait à +10,4% en août 2014.

Graphique 3.8 | Taux de croissance à un an d'écart du nombre d'heures effectuées par les travailleurs intérimaires, du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés (DEI), du nombre de chômeurs complets indemnisés après travail et du nombre de chômeurs complets indemnisés après études, en Wallonie

SOURCES : « MARKET UPDATE » FÉDÉRATION DES PARTENAIRES DE L'EMPLOI (FEDERAGON), ONEM STAT-INFO, FOREM.



Pour la période plus récente, notre analyse repose également sur le nombre d'opportunités d'emplois reçues par le Forem (graphique 3.9). Après le recul observé en 2012 et 2013, le nombre d'opportunités d'emploi se stabilise en 2014, nouveau signe d'une croissance atone de la

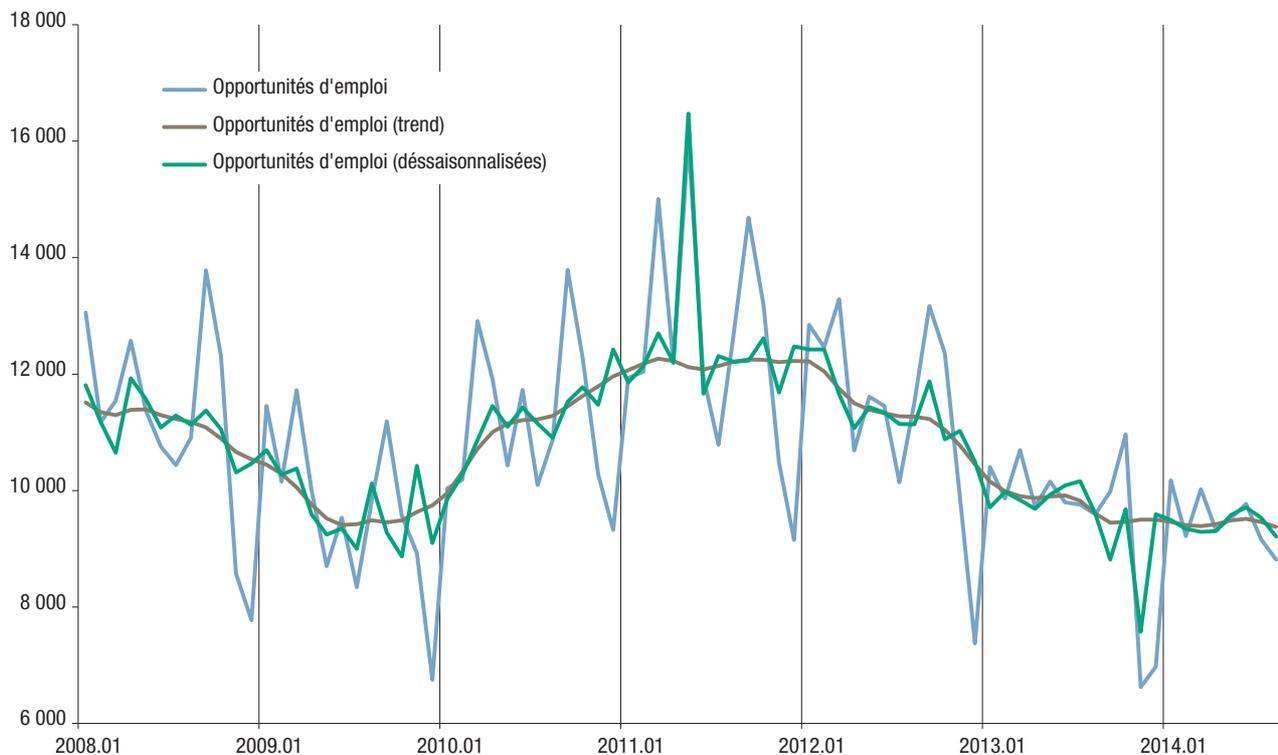
demande de travail. Selon le Forem⁵, de légers signes positifs apparaissent toutefois dans l'industrie manufacturière, le transport et l'entreposage, secteurs sensibles à la conjoncture.

⁴ Voir ONSS, ibidem.

⁵ Forem-Suivi des effets de la crise sur le marché de l'emploi wallon – septembre 2014, p.9.

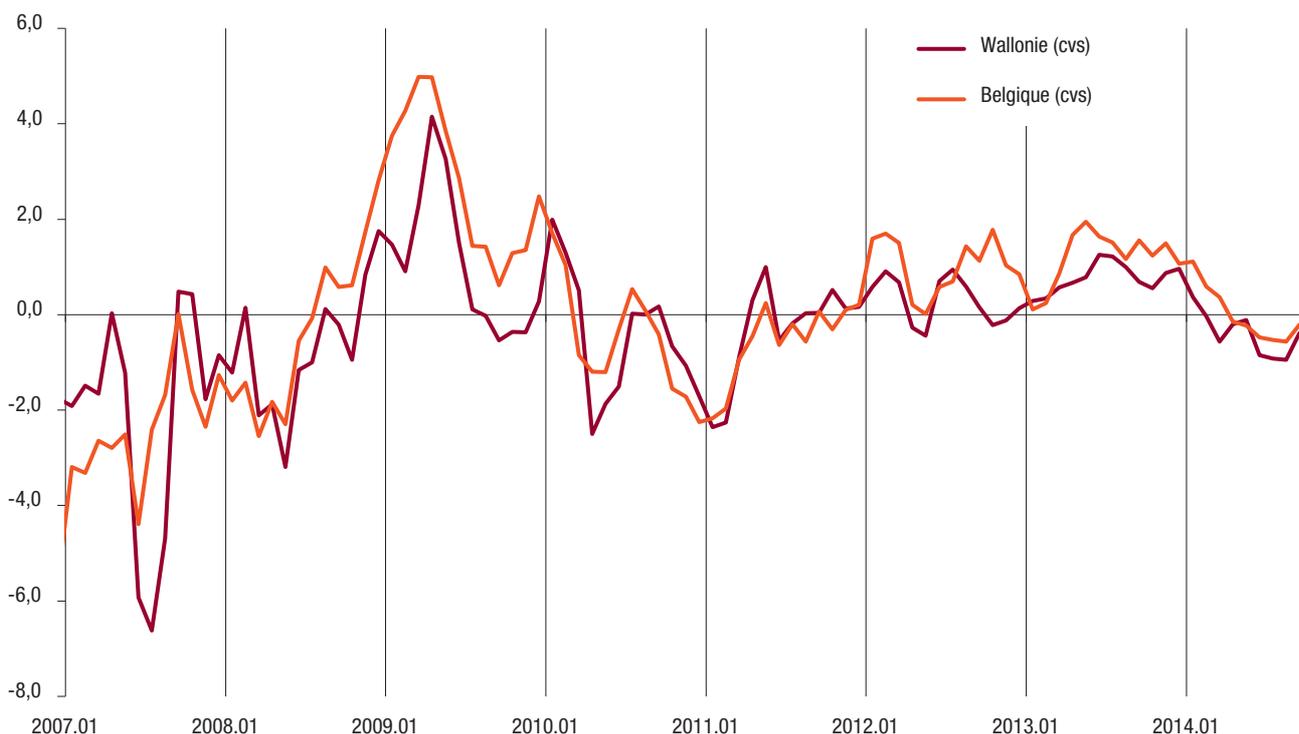
Graphique 3.9 | Nombre d'opportunités d'emploi reçues par le Forem – en Wallonie

SOURCE : FOREM – CALCULS : IWEPS



Graphique 3.10 | Taux de croissance à un trimestre d'écart du nombre de DEI (données corrigées des variations saisonnières) – en Wallonie

SOURCES : FOREM – ADG – VDAB (STAT 92) – CALCULS : IWEPS

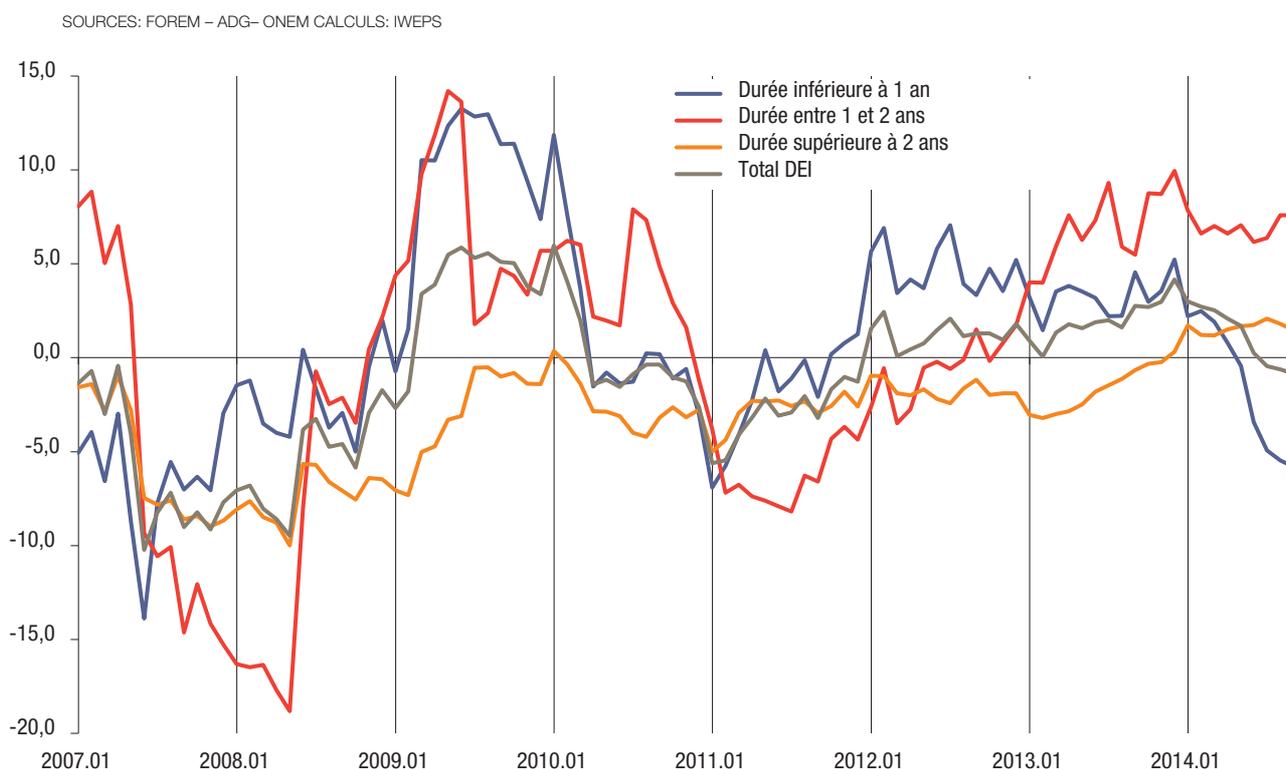


Les données du chômage nous donnent les signes les plus encourageants pour la santé du marché du travail. En effet, depuis février 2014, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés inscrits (DEI) diminue à un trimestre d'écart (graphique 3.10). Ce recul est porté essentiellement par la diminution du chômage de courte durée (graphique 3.11), souvent annonciatrice d'une amélioration de la situation de l'emploi. L'analyse par âge montre que la baisse du chômage touche principalement les jeunes de moins de 25 ans (graphique 3.12). Les données de l'ONEM relatives au chômage indemnisé font état d'un net recul du nombre de chômeurs indemnisés sur la base des études alors que le nombre de personnes indemni-

sées après un travail continue de croître à un an d'écart (graphique 3.8).

Nous n'inférons cependant pas de ces données une croissance importante de l'emploi. Cette baisse du chômage, signe d'amélioration de la conjoncture sur le marché du travail, reflète également l'amélioration de la prise en charge des jeunes chômeurs indemnisés. En effet, outre les éléments évoqués ci-dessus, on constate une hausse importante du nombre de jeunes bénéficiant d'un plan «Activa» et, dans une moindre mesure, de jeunes chômeurs bénéficiant d'une formation dans le cadre du stage de transition⁶.

Graphique 3.11 | Taux de croissance à un an d'écart du nombre de DEI selon la durée d'inoccupation – en Wallonie



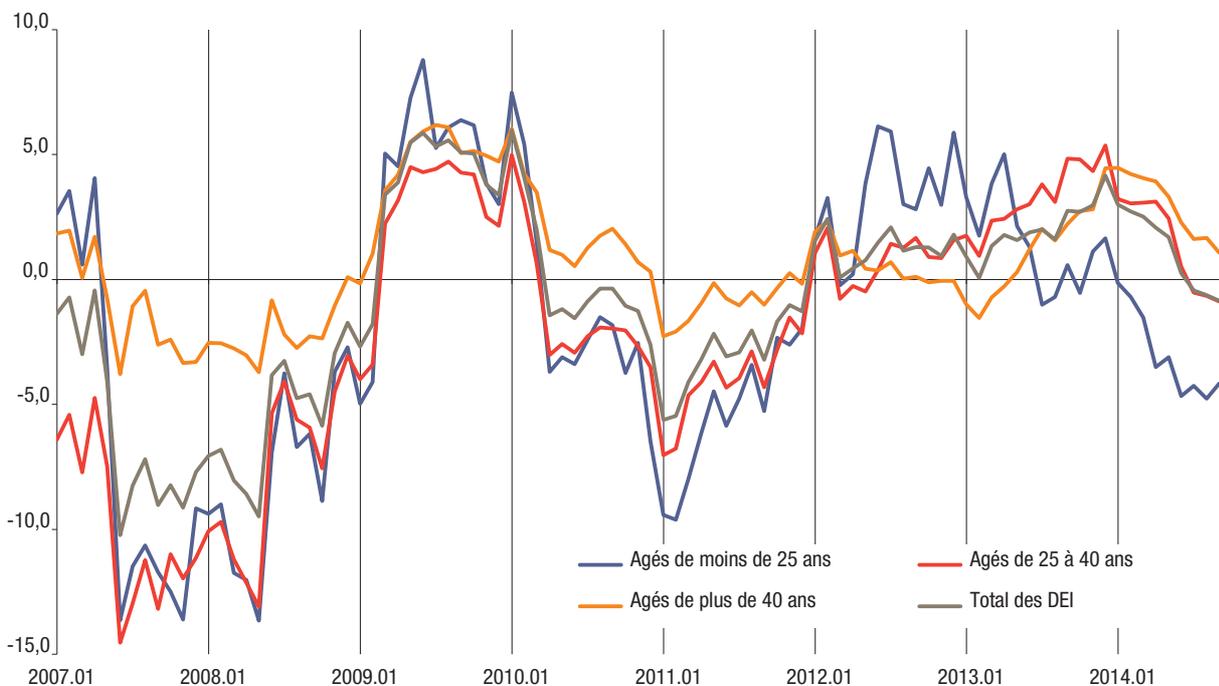
A court terme, notre prévision positive, bien que très modeste, de l'emploi peut aussi s'appuyer sur les enquêtes mensuelles auprès des entreprises menées par la BNB. En effet, le redressement des prévisions d'em-

ploi à trois mois ne s'est pas démenti dans l'industrie manufacturière et une tendance similaire, quoique moins nette, est observée dans les services aux entreprises.

⁶ Voir notamment ONEM – Indicateurs trimestriels du marché du travail – Situation au 30 juin 2014, page 40-41.

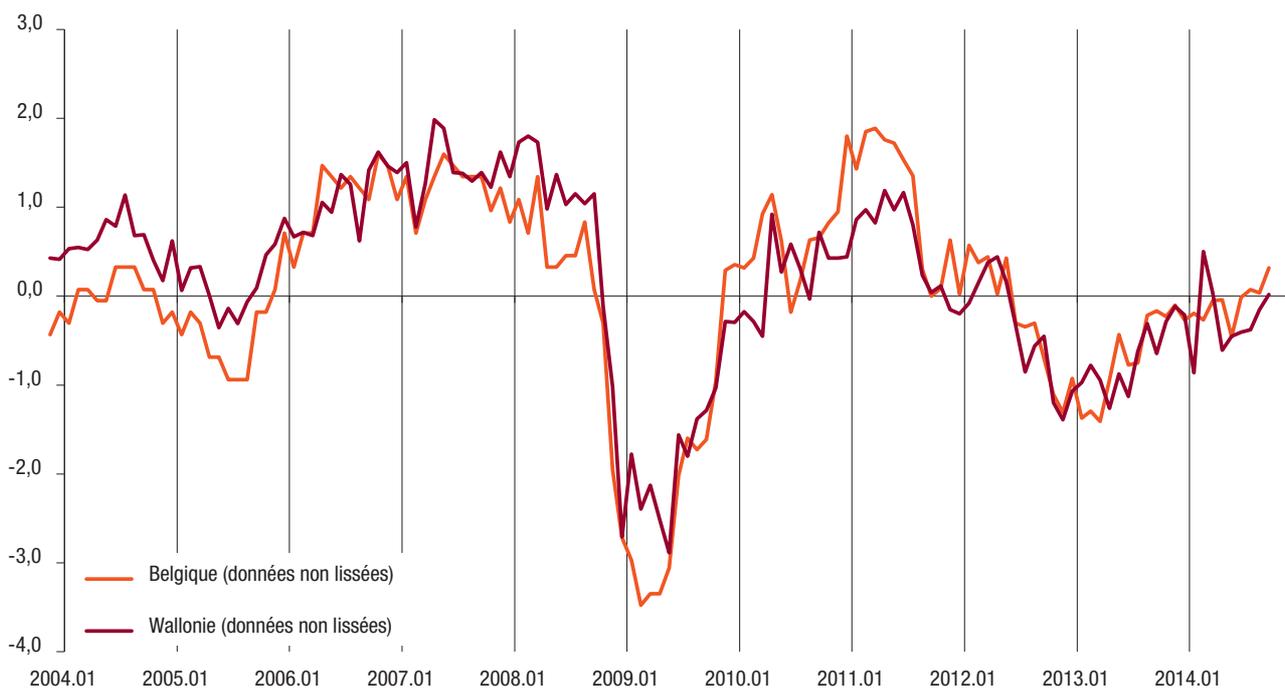
Graphique 3.12 | Taux de croissance à un an d'écart du nombre de DEI selon l'âge – en Wallonie

SOURCES: FOREM – ADG- ONEM. CALCULS : IWEPS

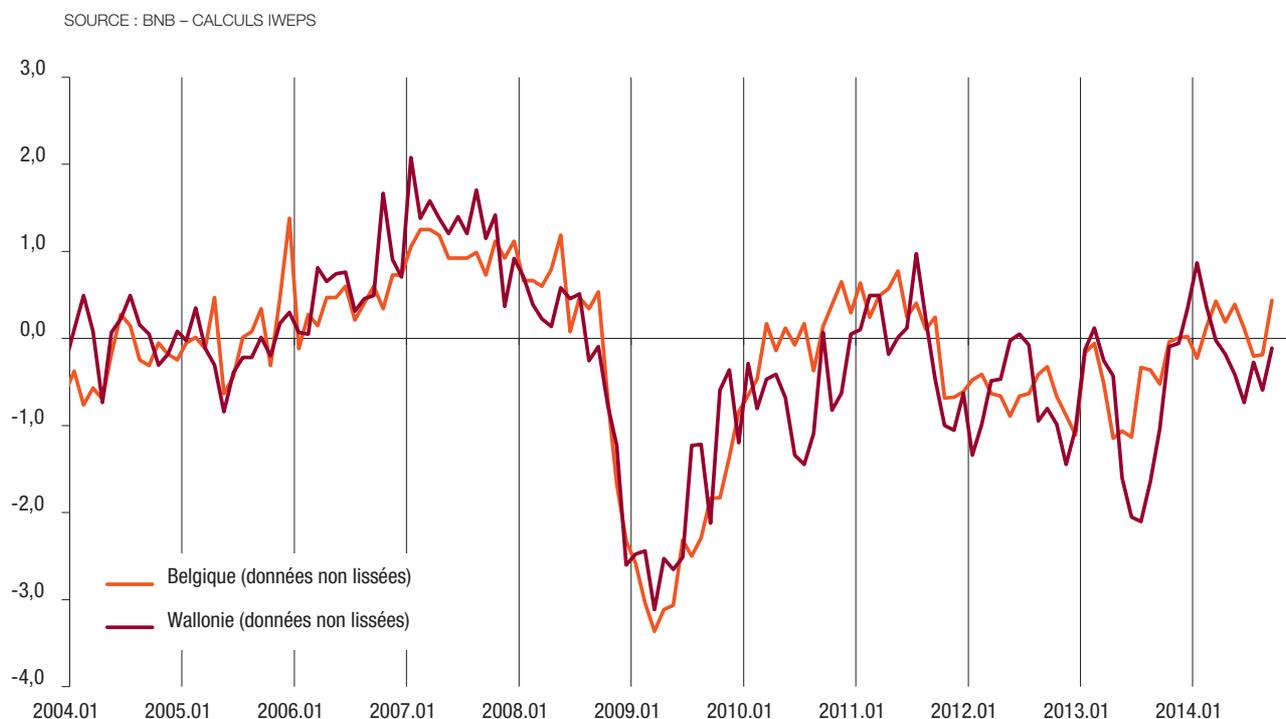


Graphique 3.13 | Industrie manufacturière : prévision de l'emploi au cours des trois prochains mois – Moyennes centrées réduites

SOURCE : BNB - CALCULS IWEPS



Graphique 3.14 | Services aux entreprises : prévision de l'emploi au cours des trois prochains mois – Moyennes centrées réduites



Nous estimons donc qu'en 2014 l'emploi a renoué avec la croissance comme le montrent la hausse du nombre de salariés assujettis à l'ONSS, le recul du chômage et en particulier du chômage de courte durée, la hausse du nombre d'heures prestées par les travailleurs intérimaires et le redressement des prévisions d'emploi au cours des trois prochains mois établies par la BNB.

Cette croissance serait cependant modérée, comme en témoignent le nombre d'opportunités qui a certes cessé de diminuer, mais n'augmente pas, le chômage temporaire qui s'accroît à nouveau et le volume de travail qui a reculé au second trimestre 2014. De plus, l'emploi indépendant contribuerait peu à la croissance de l'emploi. Les données de l'INASTI récemment publiées montrent en effet qu'en 2013 il n'y avait plus eu de hausse significative du nombre de travailleurs indépendants à titre principal en Wallonie. Enfin, les pertes d'emploi annoncées,

mais pas encore concrétisées dans l'industrie verrière et dans la grande distribution⁷, risquent également de peser négativement sur les taux de croissance futurs.

En 2014, l'emploi augmenterait de 3 000 unités endéans l'année, soit 1 200 en moyenne annuelle (+0,1%). Cette croissance timide, faible au regard de la croissance de +0,8% que nous prévoyons pour le PIB, permettrait de poursuivre le rattrapage des pertes de productivité essuyées de 2010 à 2012.

En 2015, la tendance au rattrapage de la productivité se poursuivrait. En effet, à politique inchangée, la reprise de l'activité économique se traduirait par une accélération modérée de l'emploi. Il en résulterait une augmentation de 8 000 travailleurs endéans l'année, soit 6 000 en moyenne annuelle (+0,5%) alors que dans le même temps le PIB croîtrait de +1,3%.

⁷ Licenciements collectifs entre janvier 2014 et juin 2014, SPF Emploi, Travail et Concertation sociale.

3.3 LA DEMANDE INTÉRIEURE

3.3.1 Les ménages

Le redressement attendu des dépenses de consommation et d'investissement des ménages wallons est aujourd'hui freiné par un nouveau recul de la confiance. Il devrait en outre buter contre des contraintes de revenu assez fortes qui ne se desserreraient que lentement en 2015.

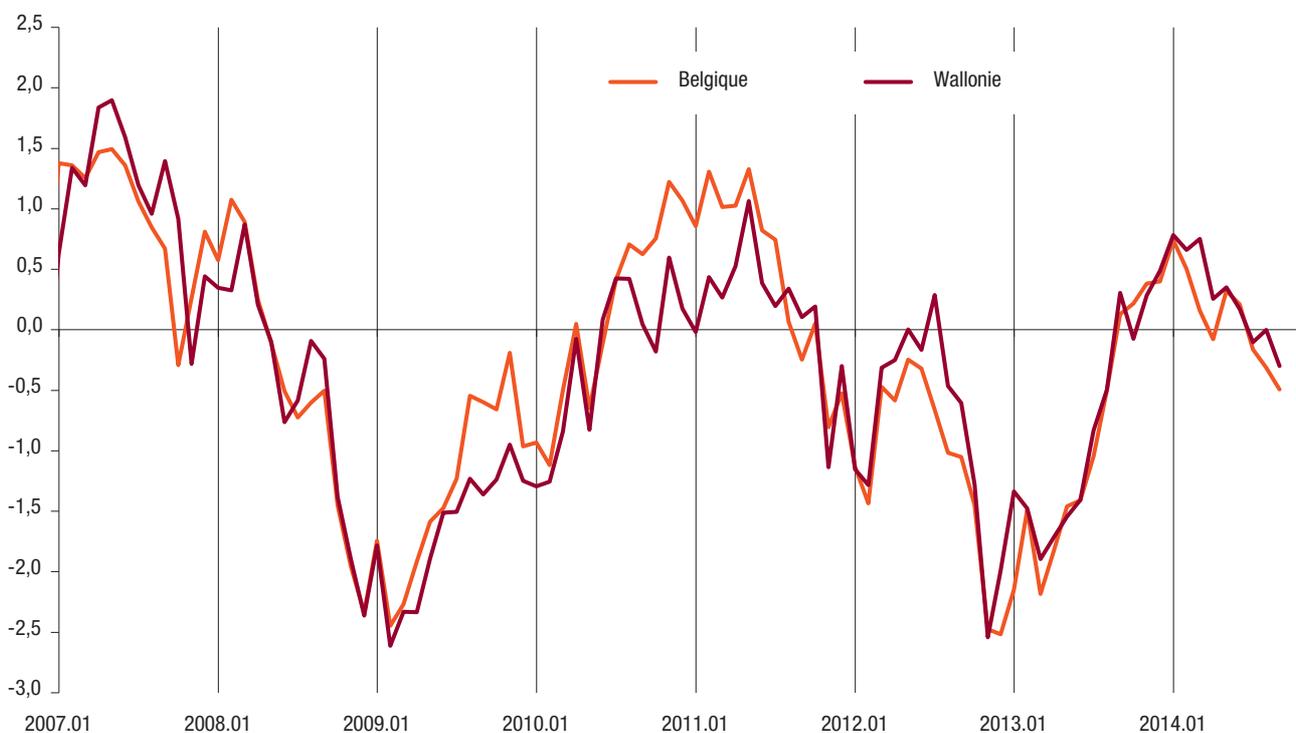
La confiance en repli

Le sentiment des consommateurs wallons tranche aujourd'hui avec l'optimisme qui prévalait il y a six mois encore. Depuis notre dernière prévision, de nouvelles inquiétudes semblent avoir gagné les ménages. En effet, l'indice synthétique de leur confiance mesuré au travers des enquêtes mensuelles de la BNB enregistre un recul depuis le mois de mars dernier (voir graphique 3.15). Principal facteur de cette évolution, la prévision des ménages relative à la situation économique générale s'est détériorée de façon continue durant les six derniers mois, repassant, comme l'indicateur synthétique, sous sa moyenne de long terme en septembre. Dans le même temps pourtant, les attentes des ménages quant à l'évolution prochaine du chômage ont certes cessé de s'améliorer, mais elles s'affichent plutôt stables autour de la moyenne de long terme. L'enquête semble donc faire état d'une perception diffuse, peu précise, d'une situation économique peu favorable, sentiment sans doute lié à de mauvaises nouvelles sur le plan international (crises ukrainienne et syrienne, déflation possible en Europe...). Plus sûrement, ces craintes sont-elles liées à la généralisation de politiques de restrictions budgétaires, y compris en Belgique, ce qui pèserait sur la situation financière des ménages interrogés. En effet, la perception par les ménages de leur situation financière à venir contribue aussi, bien que dans une moindre mesure, à la détérioration de l'indice synthétique.

rée de façon continue durant les six derniers mois, repassant, comme l'indicateur synthétique, sous sa moyenne de long terme en septembre. Dans le même temps pourtant, les attentes des ménages quant à l'évolution prochaine du chômage ont certes cessé de s'améliorer, mais elles s'affichent plutôt stables autour de la moyenne de long terme. L'enquête semble donc faire état d'une perception diffuse, peu précise, d'une situation économique peu favorable, sentiment sans doute lié à de mauvaises nouvelles sur le plan international (crises ukrainienne et syrienne, déflation possible en Europe...). Plus sûrement, ces craintes sont-elles liées à la généralisation de politiques de restrictions budgétaires, y compris en Belgique, ce qui pèserait sur la situation financière des ménages interrogés. En effet, la perception par les ménages de leur situation financière à venir contribue aussi, bien que dans une moindre mesure, à la détérioration de l'indice synthétique.

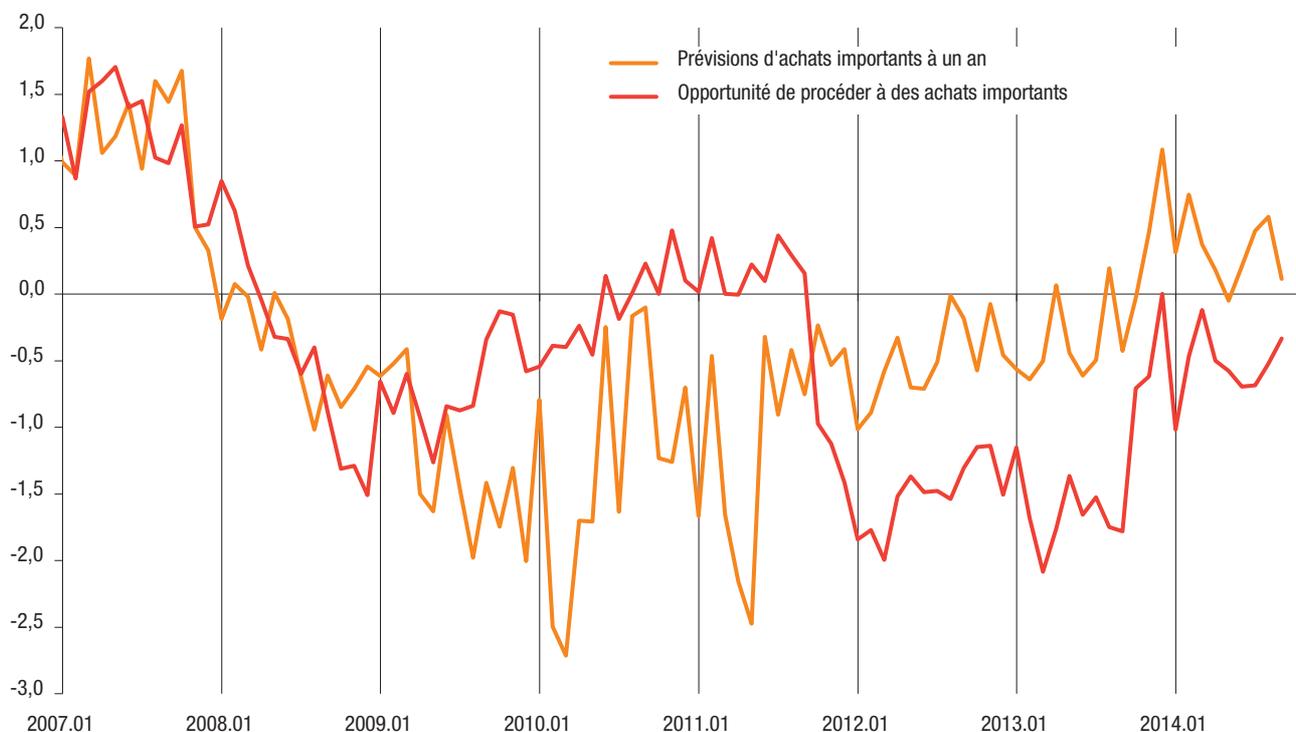
Graphique 3.15 | Confiance des ménages - Indicateurs synthétiques - Moyennes centrées réduites

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



Graphique 3.16 | Enquête auprès des consommateurs wallons - achats importants - moyennes centrées réduites

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



Pour autant, bien qu'elle ait fléchi depuis le début de l'année 2014, la part des répondants qui affirment envisager des achats importants garde une tendance haussière par rapport aux années qui précèdent. Ces prévisions d'achat demeurent au-dessus de la moyenne de long terme (voir graphique 3.16). La proportion de ménages qui jugent opportun de procéder à de tels achats progresse encore également. Ces éléments nous incitent à conserver un scénario de reprise progressive de la consommation.

Quant aux questions des enquêtes de confiance relatives à l'épargne, qu'il s'agisse de l'opportunité d'épargne dans le contexte actuel ou des prévisions personnelles d'épargne à douze mois, elles nous paraissent davantage être aujourd'hui le reflet de la situation financière des ménages qu'un signe de modification de la propension à épargner ou à consom-

mer. Ainsi, comme nous l'indiquions dans notre édition précédente, le redressement des prévisions d'épargne au second semestre de 2013 accompagnait le regain de confiance et la progression des intentions d'achat. Avec le nouveau déclin de la confiance et la perception dégradée des revenus attendus, les ménages adoptent, depuis le début de cette année (chiffre de septembre mis à part), une attitude moins favorable à l'égard de l'épargne. Selon notre interprétation, cette prépondérance de « l'effet revenu » sur l'épargne est la conséquence d'une période maintenant longue, depuis 2009, durant laquelle les ménages ont eu tendance à puiser dans leurs réserves financières en vue de consommer. Les taux d'épargne sont vraisemblablement bas (voir encadré), tant au niveau belge que wallon, de sorte que les dépenses de consommation dépendront surtout de l'évolution des revenus.

Modifications du profil d'évolution de la consommation et de l'épargne entre 2011 et 2013

Depuis leur révision de septembre dernier, les comptes nationaux font état d'une progression plus rapide des dépenses de consommation en 2011 et 2012 et donc plutôt d'une diminution du taux d'épargne, contrairement à ce qu'indiquent encore les comptes trimestriels à notre disposition pour le présent exercice. Nos estimations régionales basées sur les évolutions enregistrées entre 2010 et 2012 dans les enquêtes sur le budget des ménages laissent entrevoir une évolution plus rapide encore en Wallonie durant cette période.

En 2013, tant au niveau belge que wallon, on aurait enregistré une croissance lente de la consommation (+0,3% dans les récents comptes nationaux annuels révisés, contre +0,8% dans les comptes précédents), malgré le regain de confiance et les prévisions d'achat en hausse en deuxième partie d'année. Les revenus

réels auraient en effet progressé de manière limitée en dépit de la poursuite de la décrue de l'inflation, le revenu disponible nominal des ménages croissant de +1,0% dans la nouvelle mouture des comptes nationaux (contre +1,8% selon le Budget économique basé sur les comptes trimestriels précédents). Cette évolution révisée des revenus (révision plus forte que celle de la consommation) s'accompagne encore d'une baisse du taux d'épargne.

Bien que ces révisions non implémentées dans les comptes trimestriels auxquels nous nous référons compliquent notre estimation pour 2013, le constat d'une troisième année successive de baisse du taux d'épargne à l'échelle nationale conforte notre scénario pour 2014 et 2015. L'épargne se situe à un point de départ très faible - vraisemblablement plus bas encore au niveau wallon - à la mi-2013, laissant peu de marges de manœuvre pour la relance de la consommation privée sur notre horizon de prévision, en dehors des limites données par l'évolution des revenus.

Légère augmentation du pouvoir d'achat

Cette année, le pouvoir d'achat des ménages devrait profiter, comme en 2013, de la faiblesse de l'inflation, mais aussi de l'arrêt de la dégradation de la situation sur le marché du travail. En 2015, la progression des revenus se renforcerait à peine. Elle bénéficierait certes de l'amélioration attendue de l'emploi, mais elle pâtirait de la légère remontée de l'inflation combinée au saut d'index annoncé, de prélèvements en hausse (malgré des prestations elles aussi en hausse) et d'une progression modeste des salaires conventionnels réels.

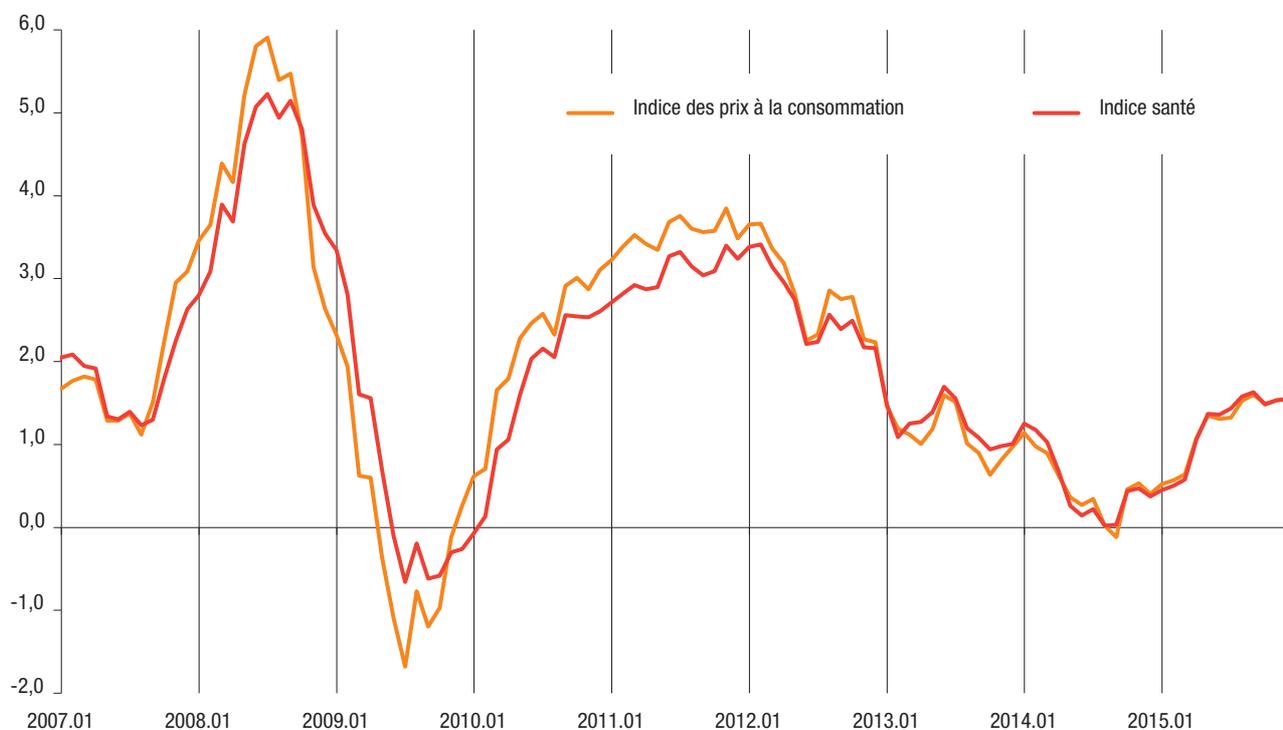
Plus précisément, en ce qui concerne les prix, la tendance à la baisse de l'inflation, entamée au début de 2012, s'est poursuivie jusqu'en septembre 2014, mois durant lequel les prix à la consommation étaient même légèrement inférieurs (-0,1%) à ceux enregistrés un an auparavant. Le pouvoir d'achat des consommateurs continue de bénéficier de la diminution rapide des prix de l'énergie, amplifiée par le passage de la TVA de 21%

à 6% pour l'électricité au deuxième trimestre. De plus, l'inflation des produits alimentaires s'est affaiblie depuis le printemps. Les prix des aliments non transformés, en particulier les fruits et les légumes, s'inscrivent même en baisse, en raison des récoltes abondantes et de la limitation récente de la demande, liée notamment à l'embargo russe. Ces éléments contribuent plus fortement à la baisse de l'inflation en Belgique qu'ailleurs dans la Zone euro.

Si, au final, l'indice des prix harmonisé évolue en Belgique à la même vitesse que dans la Zone euro, c'est qu'en revanche la légère tendance à la hausse de l'inflation sous-jacente observée depuis le début de l'année 2013 s'est poursuivie dans notre pays. Elle s'établit aux environs de sa moyenne de long terme, à +1,6%, alors que dans la Zone euro, en diminution, elle n'atteint que +0,7%. Comme c'est le cas depuis plusieurs années, les prix évoluent notamment plus rapidement dans les services en Belgique.

Graphique 3.17 | Prévisions de l'inflation (taux de croissance des prix à un an d'écart)

SOURCES : DG STATISTIQUE (INDICES JUSQUE SEPTEMBRE 2014), BFP (PRÉVISION).



Selon le Bureau fédéral du Plan, les prix à la consommation devraient à nouveau croître et connaître une accélération en fin d'année et en début d'année prochaine. Le taux d'inflation retrouverait ainsi des niveaux de l'ordre de +1,5% par an en deuxième partie de l'année 2015. L'indice santé croîtrait pratiquement au même rythme, de sorte que le prochain indice pivot serait dépassé en mars 2015. L'indexation des salaires et des allocations sociales qui serait donc écartée d'après l'accord de gouvernement fédéral aurait donc dû avoir lieu au deuxième trimestre de l'année prochaine.

En ce qui concerne les revenus (pour lesquels les derniers chiffres de la comptabilité régionale portent toujours sur l'année 2011), notre prévision s'inscrit à la suite d'une évolution récente très modeste en termes réels, conséquence de la faiblesse de l'emploi et de l'ajustement des budgets publics. Ainsi, malgré le net ralentissement des prix, l'évolution réelle du pouvoir d'achat a été affectée dans le courant de l'année 2012 et en 2013 par la forte détérioration du marché du travail, les rémunérations

contribuant faiblement à la croissance du revenu disponible. En outre, si en 2012 la baisse des prélèvements fiscaux avait permis de compenser la stagnation des revenus primaires, ce n'est plus le cas en 2013, dans un contexte budgétaire plus restrictif. Impôts et prestations en hausse se neutralisaient alors, de sorte que la croissance du revenu disponible demeurait faible : +0,6% en termes réels.

La relative amélioration de l'emploi en 2014 permet une légère accélération des revenus nominaux (+1,8%) qui, combinée à l'inflation très faible, procure un gain plus important de pouvoir d'achat cette année (+1,3%). En 2015, les craintes liées à la reprise de l'activité devraient s'estomper et la lente amélioration des revenus primaires devrait donc se poursuivre. Toutefois, la croissance des rémunérations devrait être contrariée par l'absence d'indexation dans un contexte d'inflation plus rapide et par la modération salariale qui sera vraisemblablement d'application, qu'un accord interprofessionnel soit conclu ou pas. En outre, malgré un ralentissement de la crois-

sance des cotisations sociales, la progression des impôts directs devrait se renforcer. Les prélèvements compenseraient dès lors la hausse des prestations sociales attendue, contribuant à amoindrir, *in fine*, la progression

du revenu disponible qui s'établirait à +2,2% en termes nominaux, soit une hausse réelle de pouvoir d'achat de +1,0%, réduite donc par rapport à 2014.

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

SOURCE : ESTIMATIONS IWEPS AU DÉPART DE DONNÉES DE L'ICN (JUSQU'À 2011)

	Structure en % du revenu primaire			Croissance nominale en %		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Excédent d'exploitation et revenu des indépendants	11,4	11,3	11,3	2,1	0,8	1,9
Rémunération des salariés	78,7	78,8	78,8	1,4	1,8	1,9
Revenus nets de la propriété	10,0	9,9	9,9	4,2	0,7	2,3
Solde des revenus primaires	100,0	100,0	100,0	1,7	1,6	1,9
Prestations sociales (hors transferts sociaux en nature)	34,2	34,2	34,7	3,8	1,7	3,2
Autres transferts courants nets	-0,2	-0,2	-0,2	-	-	-
Impôts courants	-19,8	-19,7	-20,0	5,2	1,0	3,7
Cotisations sociales	-30,5	-30,4	-30,3	2,0	1,4	1,6
Revenu disponible nominal	83,7	83,9	84,1	1,7	1,8	2,2
Revenu disponible réel	-	-	-	0,6	1,3	1,0

Cette prévision relative aux revenus des ménages wallons est résumée au tableau 3.1. Plus précisément, elle repose d'abord sur le scénario détaillé à la section précédente concernant l'emploi, salarié notamment, qui passe d'une détérioration l'année passée à une stabilisation en 2014 et un léger regain l'an prochain. Ce scénario est ensuite complété d'une évolution de gains salariaux par tête qui s'amenuisent progressivement entre 2013 et 2015, en dépit de la reprise attendue de la productivité moyenne durant cette période.

Quant à 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), elle provient de nos dernières Perspectives économiques régionales (2014-2019), parues en juillet dernier (IWEPS, IBSA, SVR et BFP) et adaptées aux dernières publications de l'ICN disponibles. Retenons notamment qu'en 2014 l'augmentation des impôts courants devrait s'atténuer (+2,1%), ainsi que celle des prestations sociales (+2,5%), en raison de la disparition

d'effets ponctuels et du retour progressif à une baisse du chômage. En 2015, l'accélération des prestations sociales (+3,2%) serait principalement tirée par les pensions des salariés, la progression pourtant plus rapide d'autres composantes telles que les indemnités de maladie-invalidité ou les revenus d'intégration pesant moins dans le total. A l'inverse, les allocations de chômage s'inscriraient, elles, en baisse.

Lente reprise des dépenses de consommation

Lorsque la crise économique, doublée d'une crise de confiance, s'est manifestée (une seconde fois) au sein de la Zone euro tout au long des années 2011 et 2012, la consommation des ménages s'est stabilisée en Belgique. Comme nous l'évoquons en encadré, l'évolution des dépenses des ménages pourrait avoir été plus rapide durant la même période en Wallonie, sans que l'évolution des revenus n'ait été franchement plus favorable.

Pour 2013, nous conservons (malgré la révision des chiffres nationaux, voir encadré) notre précédente estimation

d'une progression de l'ordre de +0,7% des dépenses de consommation des ménages wallons. Bien que la situation sur le marché du travail se soit fortement dégradée en début d'année, la croissance de la consommation (soutenue par un effet de seuil favorable) aurait bénéficié de gains de pouvoir d'achat engrangés suite à la décrue de l'inflation et d'une amélioration continue de la confiance des ménages, allant de pair avec l'évolution positive du climat des affaires dans le secteur du commerce.

Ces évolutions passées ont probablement conduit à une importante baisse du taux d'épargne des ménages wallons. A l'entame de 2014, les marges de manœuvre semblent donc réduites pour pallier l'évolution lente des revenus, d'autant que la rechute de la confiance à partir du printemps nous incite plutôt à tabler sur une remontée du taux d'épargne en seconde partie de l'année 2014. La croissance de la consommation s'établirait dès lors à +0,9%. Cette prévision est confirmée par les éléments aujourd'hui en notre possession pour une partie de l'année concernant le secteur du commerce wallon. Après un très net redressement dans le courant de l'année passée, le chiffre d'affaires a fléchi au deuxième trimestre de 2014, tout en conservant une orientation positive à un an d'écart. Par ailleurs, dans l'enquête de la BNB auprès des commerçants, l'évolution des ventes apparaît en recul en milieu d'année, et la courbe synthétique, tirée par les perspectives de la demande, a fléchi, rejoignant des niveaux proches de la moyenne de long terme.

Notre prévision demeure pratiquement aussi modérée pour 2015 (+1,0%) dans un contexte de reprise très graduelle du marché du travail. A la faveur d'une remontée attendue de la confiance en première partie d'année et d'une amélioration progressive des revenus ensuite, les ménages n'augmenteraient plus leur taux d'épargne.

Investissements résidentiels : une amélioration à nouveau repoussée

Durant les cinq dernières années, les investissements résidentiels wallons n'ont pratiquement pas cessé de décroître en termes absolus. Notre estimation en volume fait ainsi état d'un recul moyen de -3,8% par an entre 2008 et 2013 (graphique 3.18), soit une baisse plus pronon-

cée que dans le pays pris dans son ensemble (-2,8%). Notre calcul se base sur la formation brute de capital fixe en logement publiée au niveau régional par l'ICN (jusqu'à 2011) dont nous déflatons, trimestrialisons et prolongeons l'évolution au départ de nos propres estimations trimestrielles (elles-mêmes basées sur la méthode utilisée dans les comptes régionaux comme déjà explicité dans de précédentes éditions).

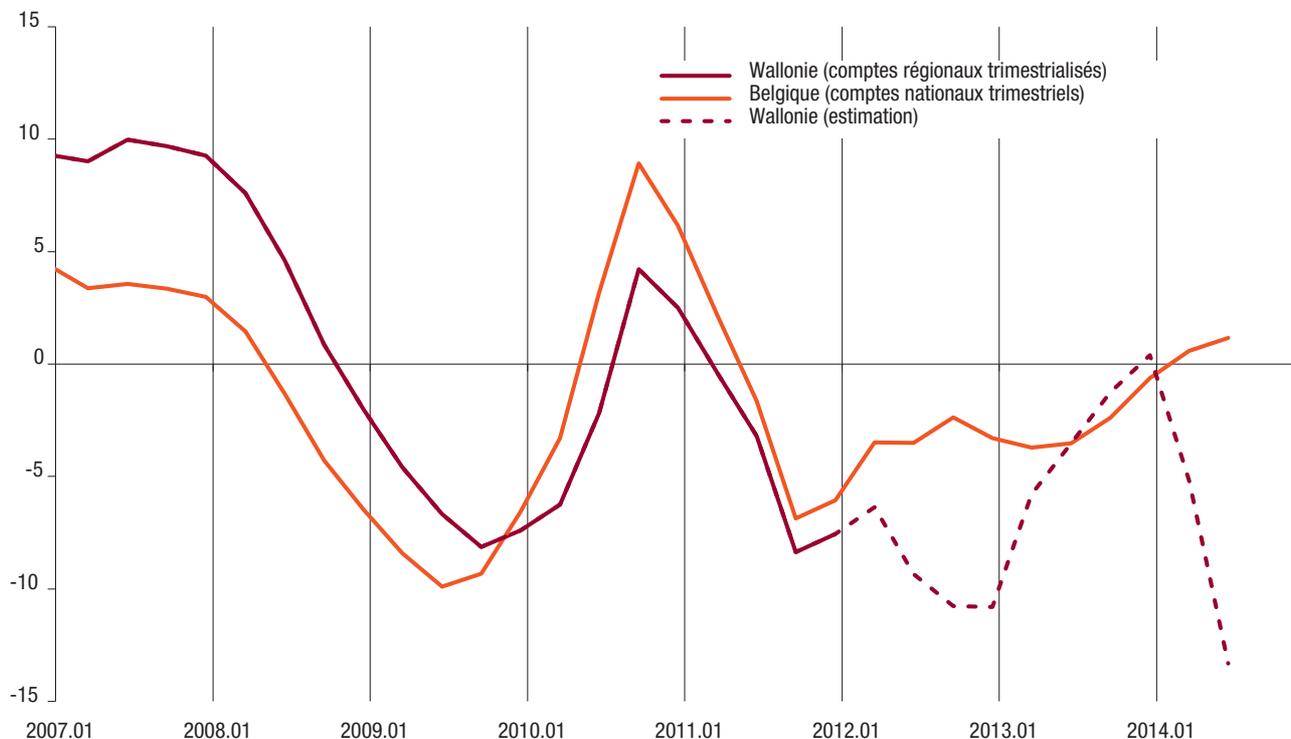
L'important soutien temporaire des transformations que l'on a pu observer à la fin de 2011 n'a donc trouvé aucun relais en 2012. Ensuite, la légère reprise des autorisations de bâtir de la fin de 2012 s'est aussi rapidement estompée ne permettant pas aux investissements de se concrétiser, dans un contexte de méfiance des ménages amplifiée à ce moment-là par la situation défavorable sur le marché du travail. Il faut attendre la deuxième partie de l'année 2013 pour enregistrer un nouveau rebond des logements commencés, soutenu par une confiance en net progrès. Une fois encore cependant, ce regain ne s'est pas prolongé en Wallonie.

En effet, le nombre de logements commencés se contracte à nouveau depuis le début de l'année 2014 en Wallonie. En dépit d'une activité en hausse dans le secteur de la construction belge au premier trimestre, l'hiver clément ne semble pas avoir clairement favorisé la statistique wallonne des logements commencés, point de départ de nouveaux investissements généralement étalés sur une dizaine de mois. Au deuxième trimestre, les décisions d'investissement pâtissent à nouveau de la détérioration de la confiance des ménages.

Cette évolution récente est contraire à celle observée en Flandre où un effet d'anticipation, lié au renforcement de normes énergétiques, jouerait encore, selon le baromètre de la Confédération de la Construction d'août dernier. Un autre effet lié à l'annonce du gouvernement flamand de réduire le maximum déductible au titre du bonus-logement de 760 euros pour les candidats acquéreurs dès 2015 n'est pas non plus à exclure. Si l'intention apparaît équivalente en Wallonie pour cette nouvelle compétence régionale, les modalités ne sont pas encore aussi précises aujourd'hui.

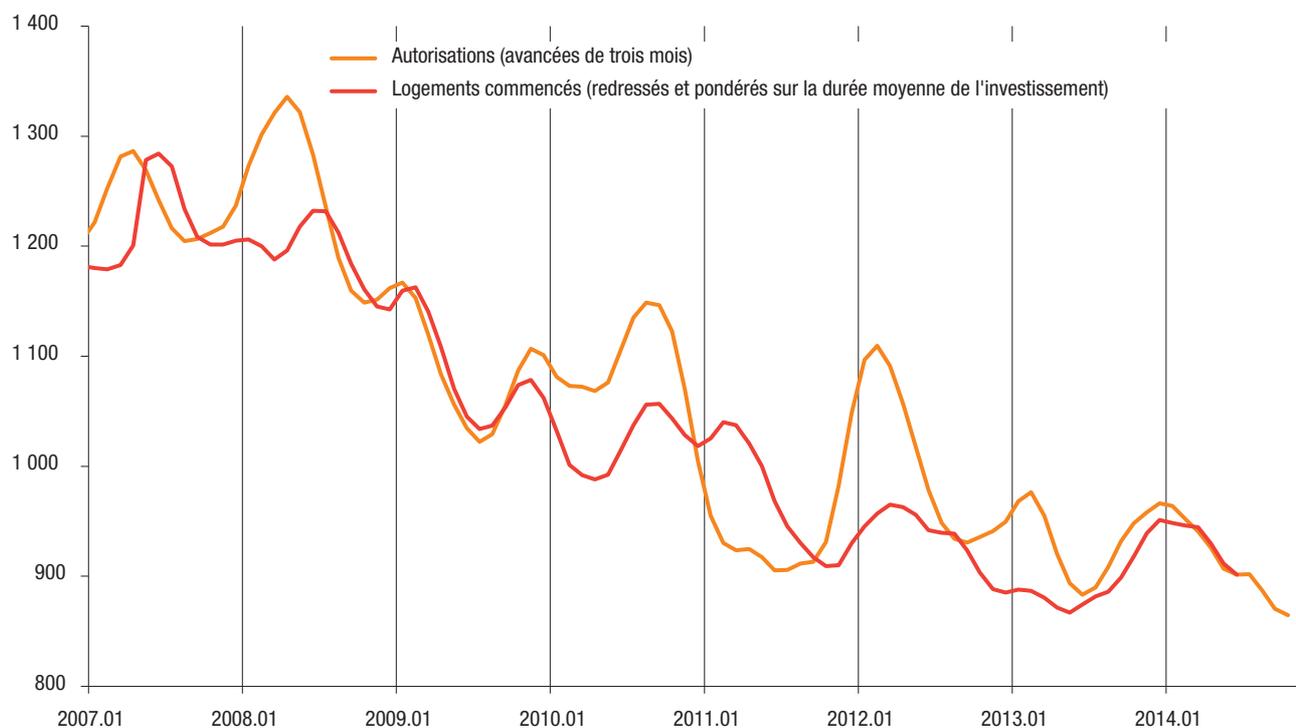
Graphique 3.18 | Investissements résidentiels des ménages – Variations à un an d'écart

SOURCES : ICN, DG STATISTIQUE – CALCULS IWEPS



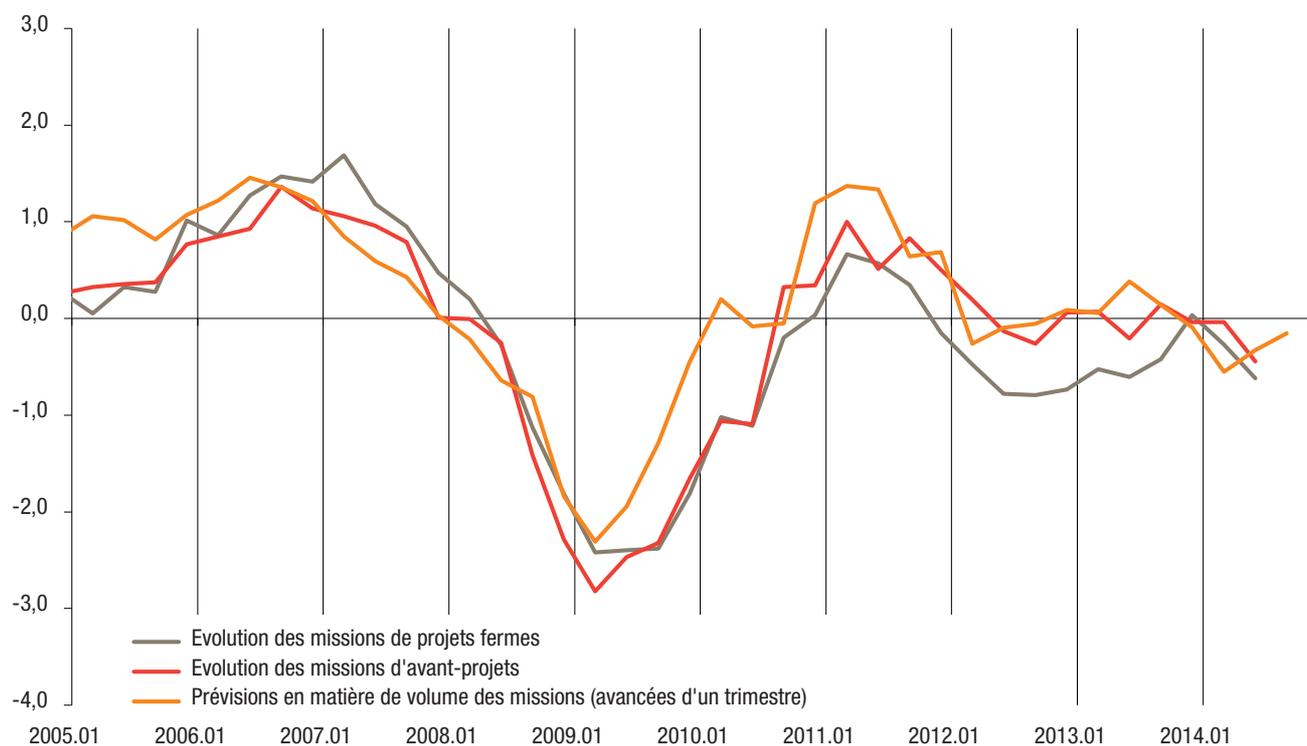
Graphique 3.19 | Nombre de logements autorisés et commencés dans les bâtiments résidentiels en Wallonie – Tendence sous-jacente

SOURCE : DG STATISTIQUE – CALCULS : IWEPS



Graphique 3.20 | Enquête auprès des architectes – Belgique (moyennes centrées réduites)

SOURCE : BNB – CALCULS IWEPS



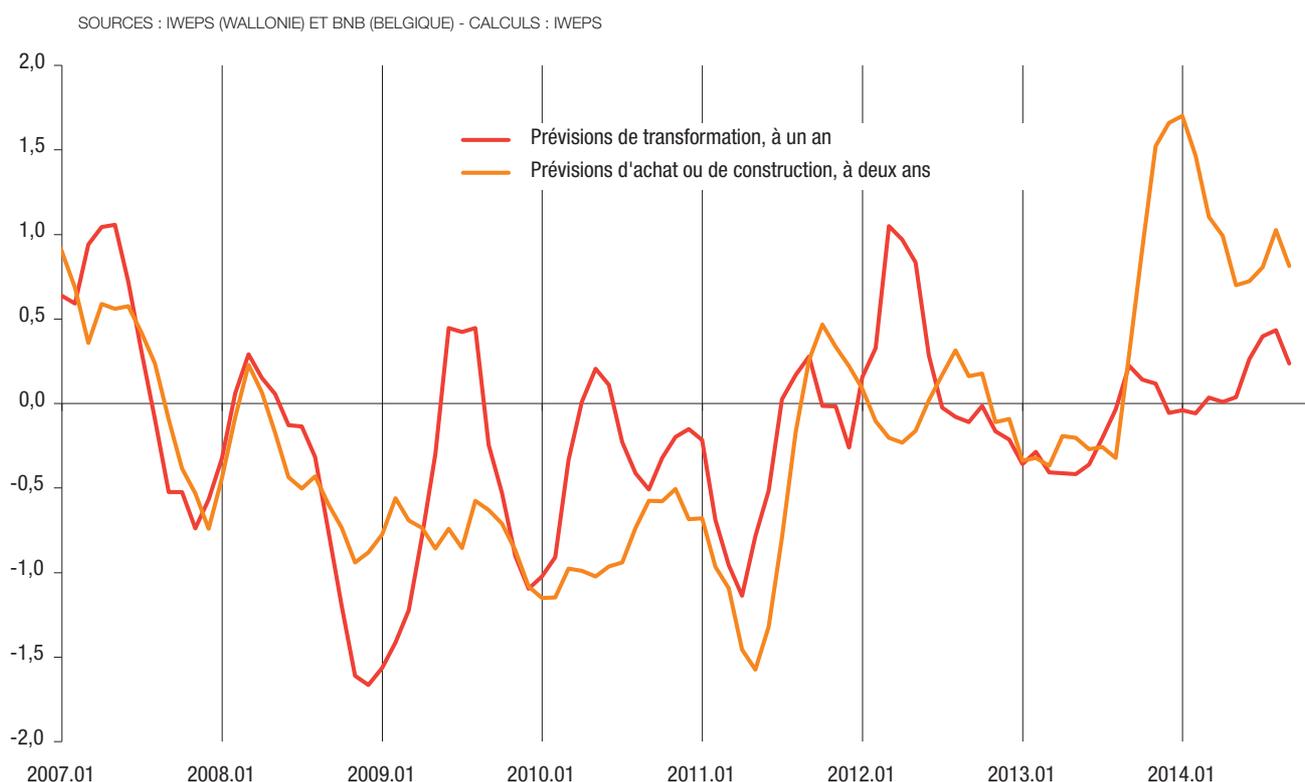
née, et les missions d'avant-projet sont en diminution au deuxième trimestre. Si les prévisions de volume des missions sont à nouveau en hausse durant ces deux derniers trimestres, leur niveau demeure très faible. Ces attentes des architectes ne laissent donc guère présager d'une reprise rapide. Il en va de même du carnet d'ordres des entrepreneurs. Dans le segment résidentiel, il semble plutôt stable, à un niveau pratiquement inchangé depuis fin 2012, sous sa moyenne de long terme. En outre, le climat des affaires dans le secteur de la construction (voir section 3.1) apparaît particulièrement morose en Wallonie. Notamment, les prévisions de la demande y demeurent faibles, sans orientation positive claire.

À plus longue échéance néanmoins, essentiellement en 2015, si les ménages retrouvent la confiance escomptée dans la foulée d'une amélioration du contexte économique, ils pourraient se montrer désireux d'enfin relancer leurs projets d'investissement. Comme l'indiquent les résultats de l'enquête de la BNB auprès des consommateurs, leurs

intentions n'ont en effet pas disparu. Le graphique 3.21 montre en effet que les prévisions de transformation de logements pour les douze mois à venir demeurent en progression par rapport à l'année précédente et se situent, en seconde partie d'année, au-delà de leur moyenne de long terme. Les prévisions d'achat ou de construction à plus longue échéance (deux ans) s'étaient quant à elles très nettement redressées l'an dernier. Elles se sont abaissées en 2014, mais demeurent à des niveaux élevés en comparaison des périodes précédentes.

L'ensemble de ces éléments nous conduit à tabler sur une reprise des investissements résidentiels légère et repoussée à l'année 2015. La croissance annuelle moyenne des investissements en logement serait à peine positive en 2014 (+0,2%). En amélioration lente tout au long de l'année 2015, à mesure que la confiance et les revenus des ménages progresseront, les investissements résidentiels wallons augmenteraient, à un rythme encore très léger, de l'ordre de +0,6%.

Graphique 3.21 | Prévisions des ménages wallons en matière de logement (moyennes centrées réduites, séries lissées)



3.3.2 Les entreprises

Une embellie 2014 de courte durée

Lors de notre précédent exercice de prévision, l'année 2014 se présentait sous de bons auspices pour l'investissement des entreprises : ses principaux déterminants économiques affichaient des signes encourageants de reprise. L'analyse des données issues des déclarations à la TVA pour le premier semestre de 2014 (graphique 3.22) accrédite ce scénario, avec l'enregistrement de taux de croissance positifs aux premier et deuxième trimestres. Pour rappel, il convient de considérer avec précaution le rebond observé en seconde partie de l'année 2013, celui-ci se justifiant principalement par des stratégies individuelles d'investissement d'entreprises du secteur du génie civil (troisième trimestre 2013) et de la pharmacie (quatrième trimestre 2013). Au printemps de cette année, les entrepreneurs eux-mêmes ne démentaient pas l'embellie. En effet, entre l'enquête sur les investissements de

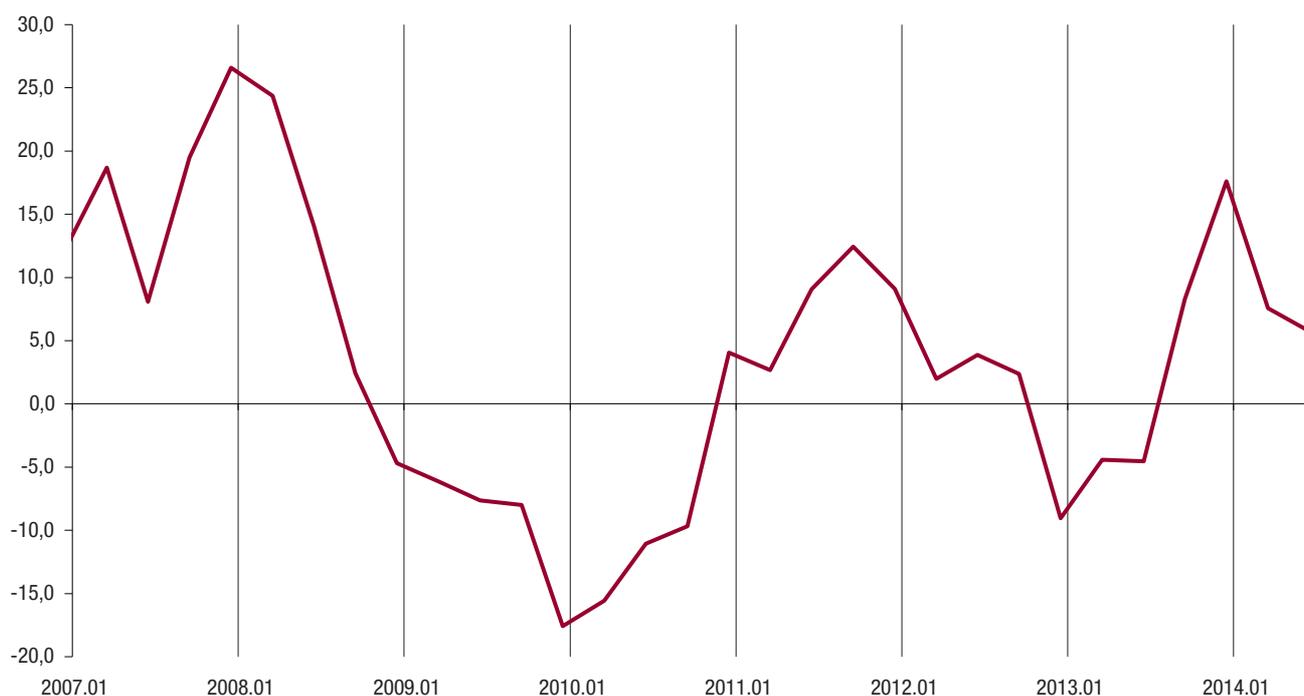
l'automne 2013 et celle du printemps 2014 de la Banque nationale de Belgique (BNB)⁸, les chefs d'entreprises revoyaient significativement à la hausse leur prévision d'investissement pour 2014 (+20% de croissance des investissements selon l'enquête de printemps 2014, contre +9,2% pour l'enquête de l'automne 2013).

Cependant, la dégradation générale de la confiance des entreprises observée en Wallonie ces derniers mois nous amène à envisager un revirement de la dynamique d'investissement pour le second semestre de l'année (voir section 3.1). Ce ralentissement aurait toutefois un caractère temporaire et nous devrions assister, notamment grâce au retour d'une conjoncture plus favorable portée par la demande extérieure, à une reprise crescendo de la formation brute de capital fixe en 2015. Nous détaillons dans les lignes qui suivent les arguments qui fondent ce diagnostic.

Graphique 3.22 | Croissance des investissements des entreprises en Wallonie : estimation sur la base des données de TVA – variations à un an d'écart

SOURCES : ICN, DG STATISTIQUE – CALCULS : IWEPS

NOTE : DONNÉES EN VOLUME, CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES.



⁸ La Banque nationale de Belgique mène deux fois par an une enquête sur les investissements des entreprises dans l'industrie manufacturière au sens strict (c'est-à-dire à l'exclusion des entreprises de la construction et de la branche d'activité « électricité, gaz et eau »).

Un trou d'air du côté de la demande

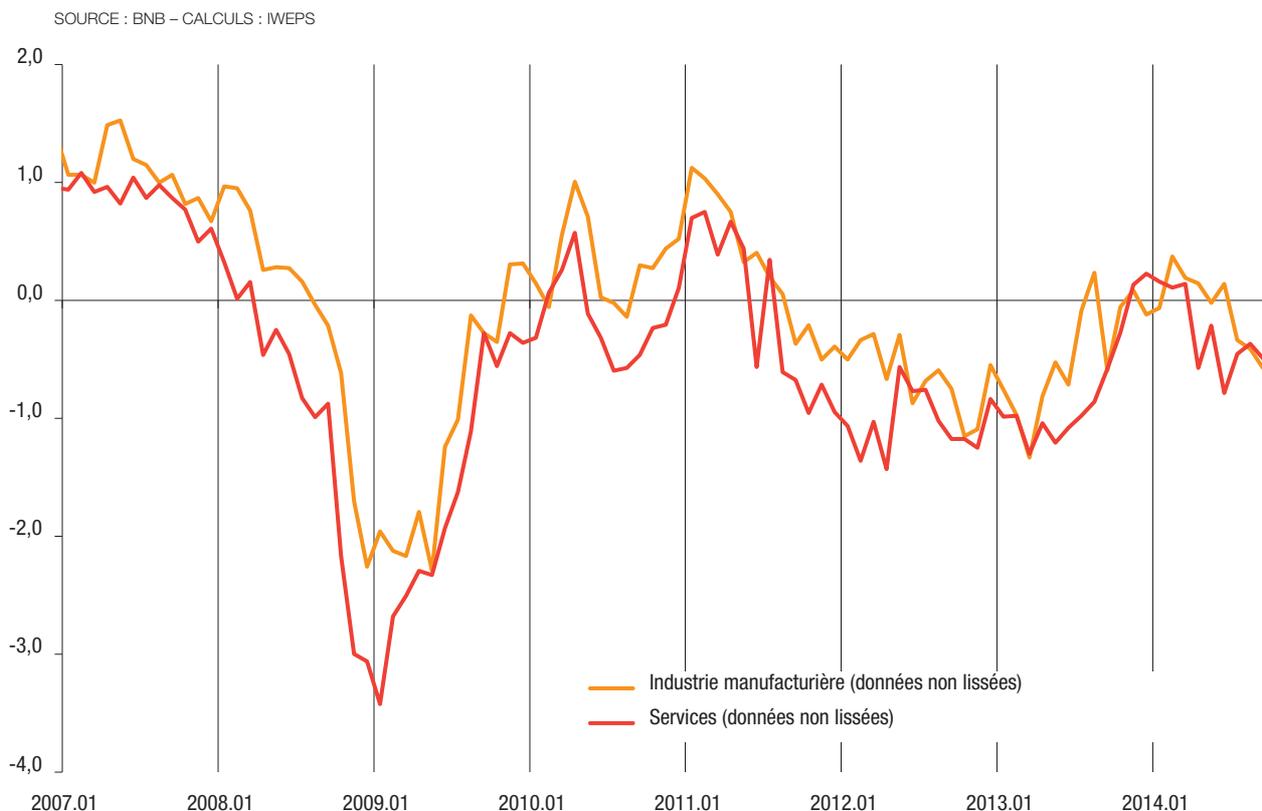
Les enquêtes de conjoncture nous indiquent que les entrepreneurs portent depuis quelques mois un regard plus pessimiste sur un paramètre qui conditionne largement leurs investissements : les perspectives de débouchés. En effet, l'amélioration des prévisions de demande à trois mois (graphique 3.23), amorcée depuis le début de l'année 2013, marque actuellement le pas, tant dans l'industrie que dans les services aux entreprises. Les investisseurs potentiels risquent donc d'ici la fin de l'année de temporiser leurs projets.

Cette orientation moins favorable des perspectives de demande va de pair avec un climat ambiant général de

morosité en Wallonie. Bien qu'il soit difficile d'en identifier les causes exactes, il est probable que le manque d'indices d'une reprise vigoureuse et durable y soit lié.

Pour peu que les craintes économiques s'apaisent, et c'est ce que nous anticipons pour 2015, notamment par la dissipation des incertitudes quant aux grandes orientations de l'action publique au niveau régional et fédéral, mais surtout grâce aux signaux positifs envoyés par la reprise de l'économie américaine (voir section 2.1.2), les investisseurs pourraient progressivement se montrer plus enclins à la prise de risques au travers d'investissements nouveaux.

Graphique 3.23 | Prévisions de la demande en Wallonie : industrie manufacturière et services – Moyenne centrée réduite



Une pression sur l'appareil productif à son niveau moyen de long terme

Après une phase de redressement au cours de l'année 2013, le taux d'utilisation des capacités de production industrielle a évolué, depuis le début de l'année 2014, dans une zone proche de sa moyenne de long terme (78,8%) (graphique 3.24). Précisément, au troisième trimestre 2014, dernière donnée disponible, le taux d'utilisation des capacités de production s'établissait à 80%, soit juste au-dessus du taux moyen de long terme. Le taux d'utilisation des capacités pour l'industrie dans son ensemble cache toutefois des évolutions divergentes selon le type de biens produits. Si le taux d'utilisation pour la production de biens de consommation et intermédiaires semble se maintenir sur une trajectoire ascendante, celui relatif aux biens d'investissement a amorcé depuis le début de

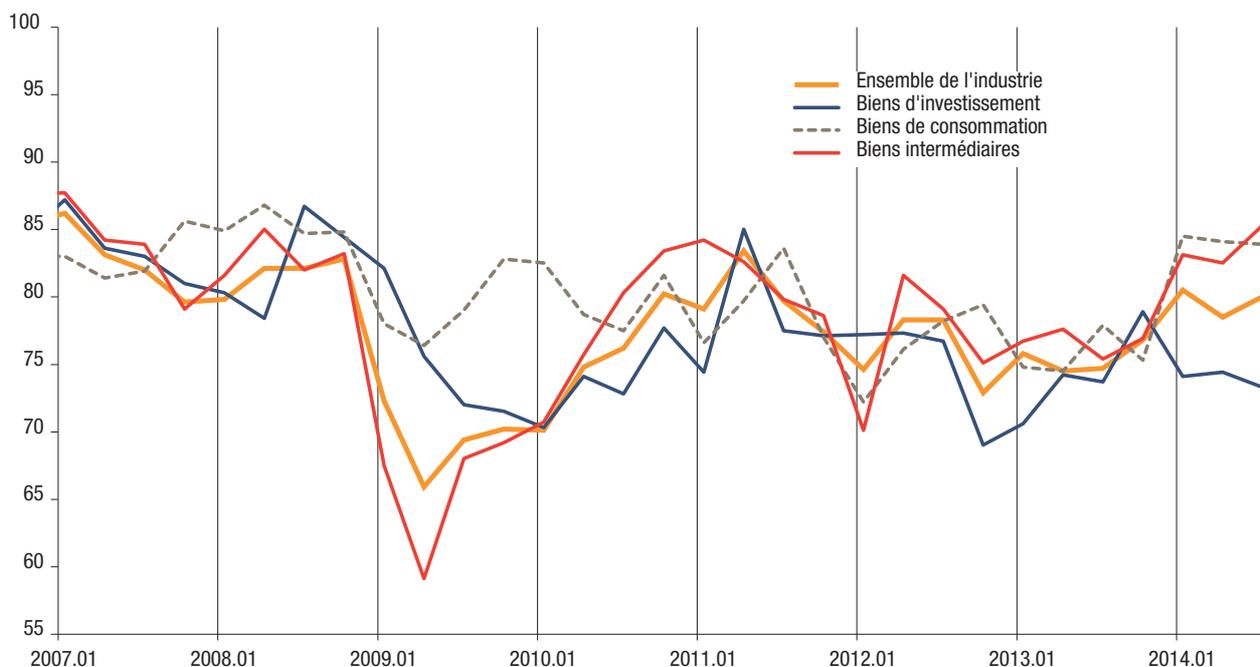
l'année un recul. Ces évolutions témoignent des situations contrastées auxquelles sont actuellement confrontés les différents secteurs de l'industrie : si certains font face à une pression sur leurs capacités de production, d'autres souffrent encore d'une situation de surcapacité. Toutefois, même pour les secteurs les moins bien lotis, face à un sous-investissement chronique depuis le début de la crise de 2008, des signes de reprise, même timides, pourraient stimuler le remplacement de matériels vieillissants.

Les niveaux d'utilisation des capacités de production observés actuellement nous laissent donc présager d'opportunités d'investissement pour les entreprises d'ici fin 2015 pour autant qu'une progression des débouchés s'observe effectivement dans les prochains mois (voir *supra*).

Graphique 3.24 | Taux d'utilisation de la capacité de production en Wallonie – Données dessaisonnalisées

SOURCE : BNB – CALCULS : IWEPS

NOTE : SUR LA PÉRIODE 2000Q1-2014Q4, LE DEGRÉ D'UTILISATION MOYEN DE LA CAPACITÉ DE PRODUCTION S'ÉLÈVE À 78,8% POUR L'ENSEMBLE DE L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE, À 78,0% POUR LA PRODUCTION DE BIENS D'INVESTISSEMENT, À 79,9% POUR LA PRODUCTION DE BIEN DE CONSOMMATION ET À 80,4% POUR LA FABRICATION DE BIENS INTERMÉDIAIRES.



Des conditions de crédit assouplies

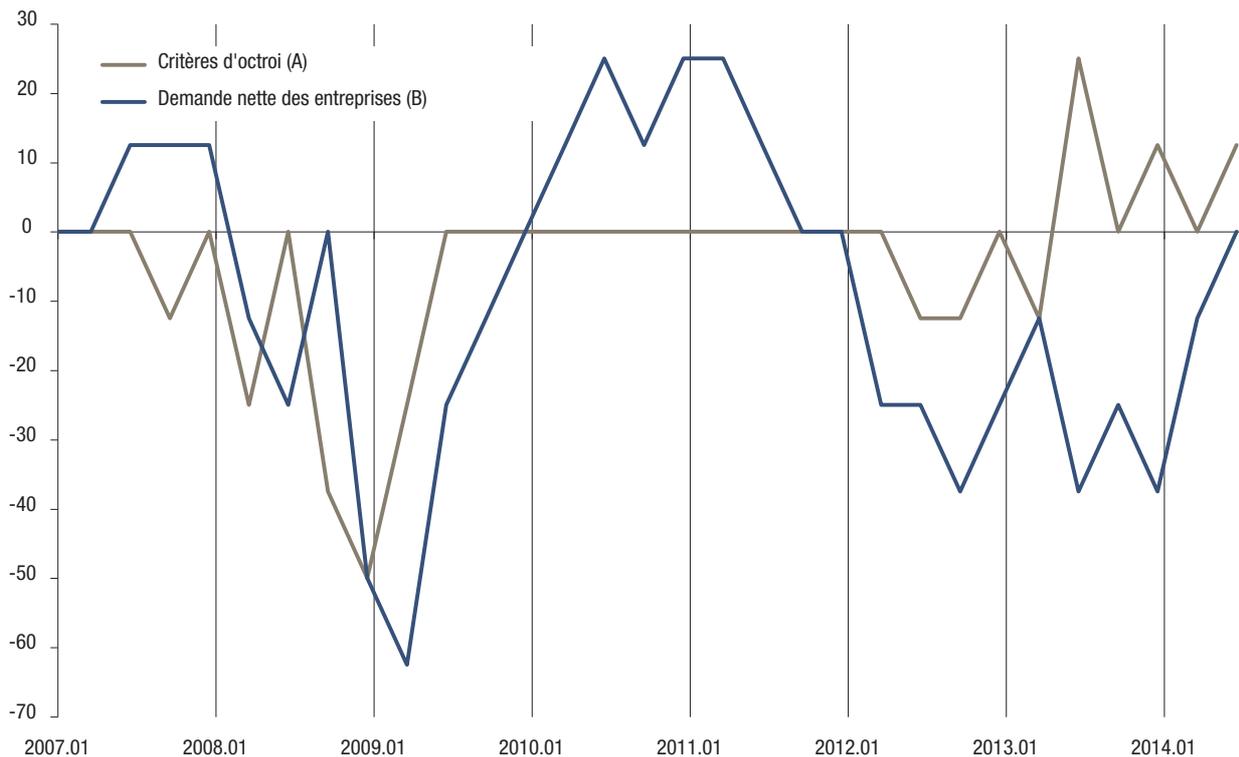
Quant aux paramètres financiers, en juillet 2014, pour la première fois depuis trois ans, les chefs d'entreprises ont rapporté une perception favorable des conditions générales d'accès au crédit bancaire⁹. Cette perception est tirée par une opinion très positive quant aux taux d'intérêt sur les nouveaux crédits, alors que les autres conditions sont seulement jugées moins négatives.

Ces perceptions des entrepreneurs sont cohérentes avec celles recueillies via les enquêtes européennes relatives au secteur bancaire (*bank lending survey*¹⁰ et *MIR survey*¹¹). L'enquête européenne sur les taux d'intérêt (*MIR survey*) indique en Belgique une baisse des taux appliqués aux nouveaux crédits bancaires, quelle que soit leur échéance, consécutive aux niveaux planchers des taux de référence sur les marchés monétaires (voir section

Graphique 3.25 | Evolution des conditions d'octroi et de la demande de crédits bancaires des entreprises belges – Enquête sur la distribution du crédit bancaire

SOURCE : BNB (BANK LENDING SURVEY)

NOTE : (A) UN RÉSULTAT POSITIF (NÉGATIF) INDIQUE UN ASSOULISSEMENT (DURCISSEMENT) NET DES CONDITIONS D'OCTROI DE PRÊTS AUX ENTREPRISES DE LA PART DES BANQUES BELGES DANS LEUR ENSEMBLE ; (B) UN RÉSULTAT POSITIF (NÉGATIF) INDIQUE UNE HAUSSE DE LA DEMANDE NETTE DE CRÉDIT BANCAIRE ÉMANANT DES ENTREPRISES.



⁹ 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.

¹⁰ 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).

¹¹ 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).

2.1.3). Quant à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*bank lending survey*), les banques belges, à l'instar de leurs consœurs européennes, y déclarent avoir assoupli au deuxième trimestre 2014 leurs conditions de crédit à destination des entreprises (graphique 3.25). Cet assouplissement aurait toutefois plus bénéficié aux grandes entreprises qu'aux PME. Pour le troisième trimestre, les banques belges envisagent de continuer à desserrer les contraintes de crédit. Rappelons toutefois que les critères d'octroi demeurent à l'heure actuelle relativement restrictifs. En effet, l'actuelle phase d'assouplissement atténuée, mais ne renverse pas encore, le cycle de durcissement mené par les banques à partir du second semestre 2007. Parallèlement, pour le deuxième trimestre, les établissements belges de crédit font état d'une stagnation de la demande de prêts bancaires, mais s'attendent à une hausse pour le troisième trimestre 2014 (graphique 3.25) (*bank lending survey*). Selon les banques, l'inertie de la demande pour motif d'investissement au 1^{er} semestre 2014, malgré une reprise des dépenses d'investissement, s'explique par le recours des entreprises à des sources alternatives et, en particulier, le financement interne.

Il convient enfin de mentionner, en particulier pour les plus grandes entreprises, l'alternative financière offerte par l'actuelle vigueur de la demande sur les marchés des obligations d'entreprises.

L'assouplissement récent des conditions de crédit, l'offre accrue de financement externe sur les marchés, la disponibilité de fonds internes dans le chef de certaines entreprises sont autant de paramètres qui, selon nous, devraient permettre aux entreprises de trouver, à l'horizon 2015, un environnement financier relativement favorable pour soutenir leurs projets d'investissement.

Un second semestre 2014 sans élan, mais une reprise progressive à l'horizon 2015

Certes, certains des indicateurs évoqués précédemment (perspectives de demande, confiance des entrepreneurs, taux d'utilisation des capacités de production) fléchissent

sur les dernières données disponibles. L'effort d'investissement des entreprises devrait dès lors présenter des signes de faiblesse au second semestre 2014. Toutefois, les éléments favorables sur lesquels nous tablons par ailleurs, à savoir les signaux positifs émanant de l'environnement économique international (voir section 2.1.1) ou la politique monétaire accommodante maintenue par la Banque centrale européenne (voir section 2.1.3), nous incitent à ne pas exagérer le ralentissement à court terme de la formation brute de capital fixe et à considérer que les perspectives d'évolution des déterminants économiques de l'investissement sur la période de projection restent suffisamment bien orientées pour assurer un climat relativement propice.

Au final, sous réserve d'une concrétisation des perspectives, telles qu'exposées ci-devant, une croissance modérée de l'investissement productif devrait s'observer sur la période 2014-2015. Nous prévoyons ainsi une croissance de +4,5% en 2014, grâce au relatif dynamisme du premier semestre, conjugué à un acquis de croissance favorable du second semestre 2013. Pour 2015, sur la base d'un profil de progression, certes modéré, mais constant, nous visons un taux de croissance de l'ordre de +2,2%. Malgré ces perspectives en demi-teinte, l'investissement constituera en 2015, selon notre diagnostic, un moteur interne de la croissance wallonne (contribution positive au produit intérieur brut wallon).

Quant aux incertitudes qui pèsent sur cette prévision, soulignons le rôle central joué par les exportations, qui nous apparaissent comme le premier pilier de la reprise de l'économie wallonne (voir section 3.4). En effet, une expansion des débouchés extérieurs moindre que prévu affecterait négativement les perspectives de demande et pourrait dès lors freiner la progression de l'investissement que nous envisageons. A l'inverse, une relance du commerce international plus vigoureuse qu'attendu pourrait susciter un redressement plus rapide de la confiance des entrepreneurs wallons et dynamiser ainsi, au-delà de nos attentes, leurs dépenses d'investissement.

3.3.3 Le secteur public

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

Les budgets ajustés 2014 et les budgets initiaux 2015 sont en cours de finalisation, tant au niveau fédéral que dans les entités fédérées. La Région wallonne, la Fédération Wallonie-Bruxelles, mais aussi l'Etat fédéral, ne présenteront pas des budgets en équilibre. Malgré cela, les dépenses publiques seront réduites à tous les niveaux de pouvoir.

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

Pour 2014, les chiffres de la comptabilité nationale sont connus pour les deux premiers trimestres. Sur l'ensemble de l'année, la consommation publique ne devrait croître que de +0,1% en Belgique, et rien ne laisse à penser que son évolution serait différente en Wallonie. Pour 2015, nous tablons sur une croissance de la consommation publique, tant en Wallonie qu'en Belgique, de +0,4%, en deçà de la moyenne des valeurs observées ces dernières années.

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

Au niveau des investissements publics, ce sont les investissements des pouvoirs locaux qui représentent la plus grande part (46% des investissements publics en moyenne sur les 15 dernières années). Dans le contexte budgétaire que nous connaissons, un étalement dans les temps des investissements programmés a été annoncé. Compte tenu de ces informations, et des chiffres disponibles au niveau belge pour le premier semestre de 2014, nous estimons que les investissements publics enregistreront une baisse de -3,3% en 2014 et une augmentation de +1,0% en 2015.

3.4 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

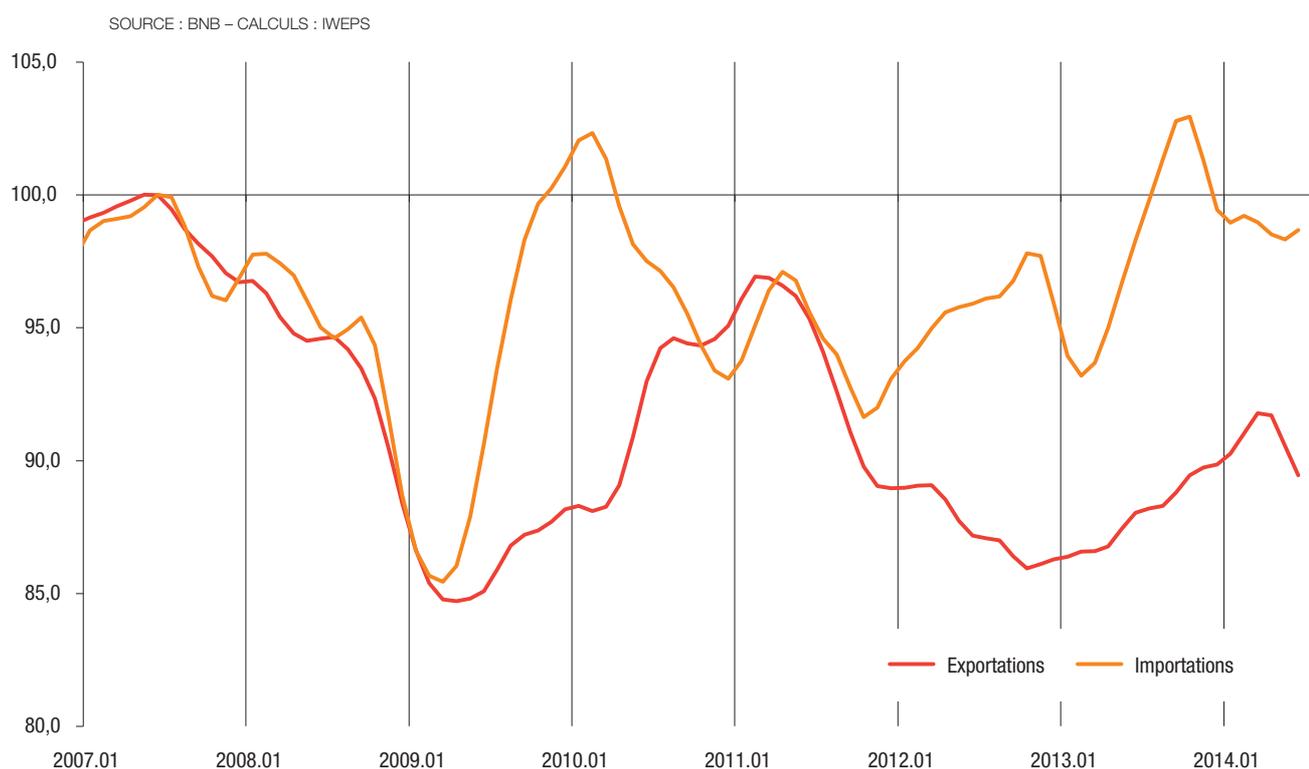
Les développements récents du commerce extérieur wallon peuvent être appréhendés à l'aide des statistiques mensuelles régionalisées de la BNB relatives aux marchandises. Les dernières données disponibles datent de juin 2014.

En 2013, le rétablissement graduel de la conjoncture économique internationale avait favorisé les résultats des exportations régionales de la Wallonie, qui s'étaient inscrites en hausse sur l'ensemble de l'année. La progression des ventes de marchandises à l'étranger s'est poursuivie durant le premier trimestre de 2014, à un rythme moins soutenu toutefois, avant de marquer le pas au cours du second trimestre, en phase avec le ralentissement de l'activité au sein de la Zone euro. En tendance, l'évolution (lissée) des exportations wallonnes dessine un mouvement de reprise enclenché dès la toute fin de l'année 2012, et qui ne s'est pas démenti jusqu'au premier trimestre 2014 (graphique 3.26), le printemps marquant un premier repli des ventes internationales. Cette inflexion s'explique principalement par le ralentissement de la dynamique de reprise des marchés intra-Zone euro, essentiellement en Allemagne et dans une

moindre mesure aux Pays-Bas. Ensemble, les marchés allemand et hollandais absorbent le quart des ventes internationales de la Wallonie. Les ventes de marchandises vers la France, premier marché d'exportation pour les entreprises wallonnes, demeurent en hausse, bien qu'enregistrant une progression relativement modérée.

Le regain de dynamisme des exportations et la reprise des dépenses de consommation privée ont nettement bénéficié aux importations wallonnes de biens sur l'ensemble de l'année 2013. Les achats de biens transfrontaliers ont toutefois essuyé un recul significatif au cours des derniers mois de l'année dernière. Depuis le début de cette année, les importations ont continué à se réduire, de façon beaucoup moins vive, cependant. En Wallonie, l'évolution des statistiques d'importation se révèle largement influencée par les achats de l'industrie pharmaceutique, en raison de l'importance de cette branche d'activité dans le tissu industriel régional. Le ralentissement des importations depuis la fin de l'année dernière s'explique ainsi en grande partie par la décélération des commandes à l'étranger de l'industrie pharmaceutique au cours de cette période.

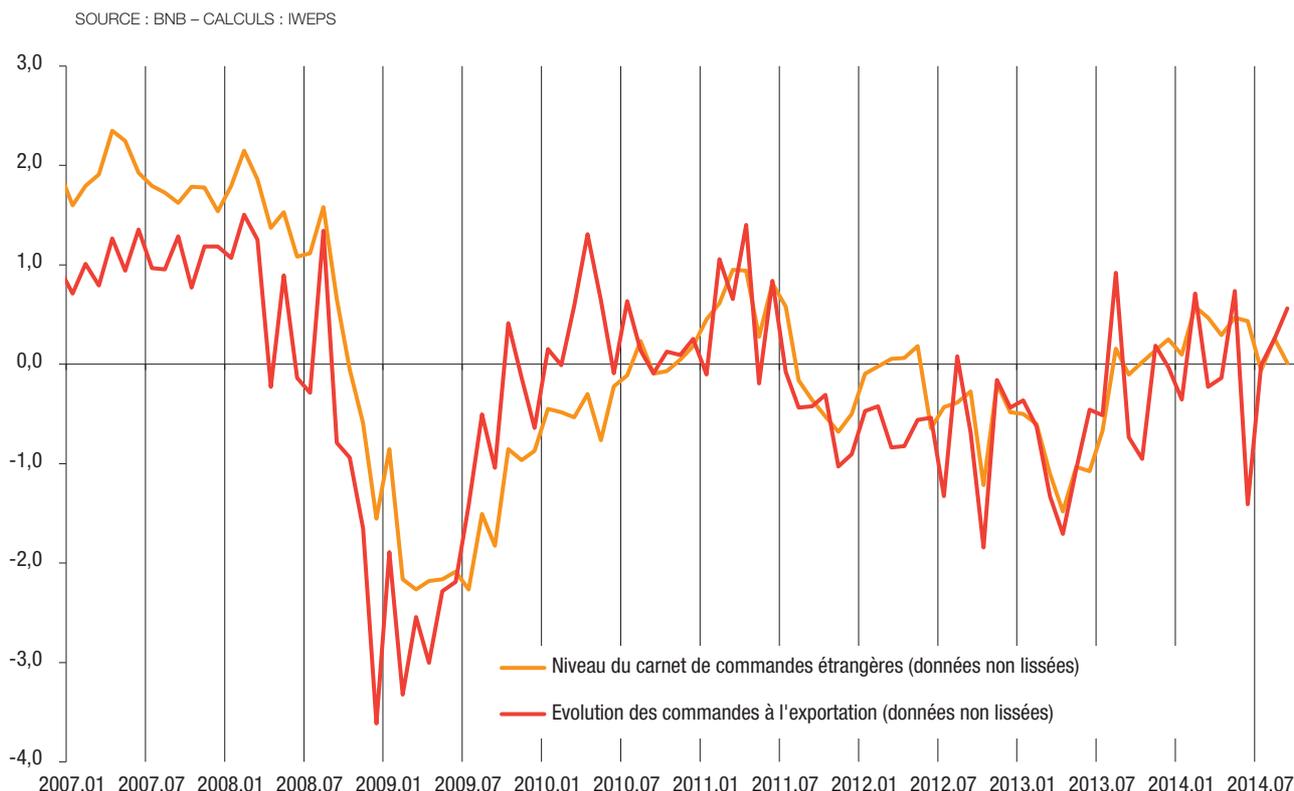
Graphique 3.26 | Tendence des exportations et importations wallonnes – en indice (pic avant la récession de 2008 = 100)



Dans les prochains mois, le raffermissement du contexte économique global devrait rester, selon les termes du FMI, « faible et inégal ». Au sein de la Zone euro, les données et les indicateurs récents nous laissent penser que l'activité économique pourrait enregistrer une expansion médiocre au cours du second semestre, les perspectives de reprise s'améliorant très graduellement en 2015. Suivant ce scénario, la croissance des exportations wallonnes devrait fortement se ralentir durant la seconde partie de l'année. Les résultats des enquêtes mensuelles de conjoncture auprès des opérateurs de

l'industrie manufacturière, branche d'activité qui sert essentiellement la demande étrangère, confirment la perte de dynamisme des débouchés extérieurs. L'appréciation que portent les industriels wallons quant au niveau de leur carnet de commandes à l'exportation s'est ainsi dégradée lors des dernières enquêtes (graphique 3.27). De même, la prévision de la demande globalement adressée à l'industrie manufacturière, orientée à la baisse depuis le premier trimestre 2014 (graphique 3.23), reflète vraisemblablement l'affaiblissement de la conjoncture européenne.

Graphique 3.27 | Appréciation du carnet de commandes à l'exportation dans l'industrie manufacturière – Moyennes centrées réduites

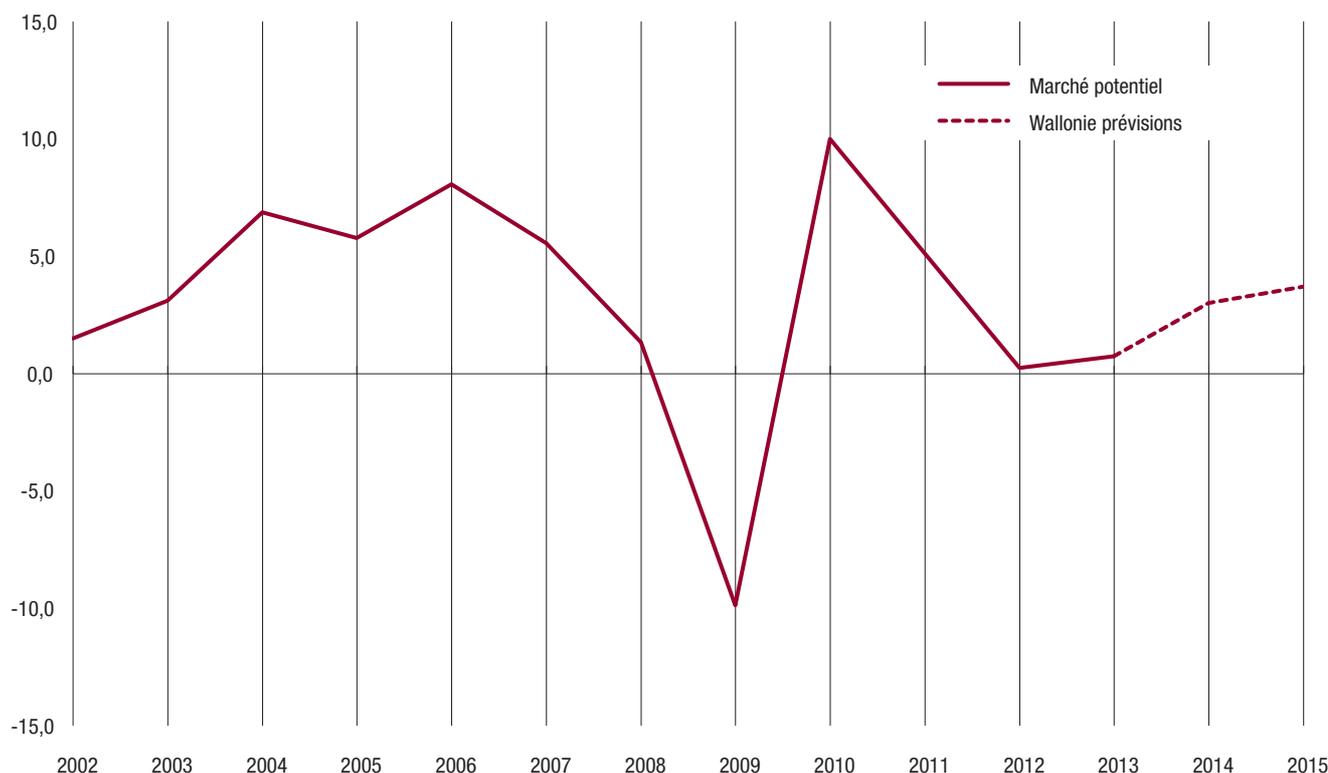


En 2015, les exportations wallonnes pourraient toutefois bénéficier du raffermissement progressif de l'activité industrielle en Europe, dans le sillage de l'accélération attendue des échanges internationaux enclenchés par la reprise économique aux Etats-Unis. La dépréciation de la monnaie européenne devrait aussi globalement favoriser les exportations communautaires. Le regain de dyna-

misme des exportations wallonnes devrait toutefois rester mesuré, en ligne avec le raffermissement graduel des perspectives économiques de la Zone euro. La perspective d'une reprise modérée des exportations wallonnes est confirmée par l'analyse de l'estimation des marchés potentiels, reprise au graphique 3.28. Compte tenu des prévisions de croissance de l'OCDE relatives aux impor-

Graphique 3.28 | Marchés potentiels de la Wallonie (sur base des taux de croissance PIB) – Taux de croissance à un an d'écart

SOURCES : BNB, OCDE – CALCULS : IWEPS



tations des différents marchés d'exportation de la Wallonie (prévisions de mai 2014), la croissance de la demande externe adressée à la région s'inscrirait dans une trajectoire de hausse trimestre après trimestre.

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

Suivant ce scénario, en 2014, le rythme de croissance des exportations (+1,3%) ne serait que partiellement

compensé par la hausse des importations (+0,8%), de sorte que la contribution du commerce extérieur à la croissance économique de la Wallonie serait positive, de l'ordre de 0,2 point de croissance.

En 2015, l'évolution des échanges commerciaux de la Wallonie devrait s'inscrire dans un climat conjoncturel plus favorable, marqué par une accélération de la croissance économique aux Etats-Unis et par le raffermissement progressif de la reprise de l'activité en Zone euro. En moyenne, sur l'ensemble de l'année, les exportations totales (flux de biens et services, ajustés aux comptes nationaux) devraient se redresser (+3,7%), un taux de croissance légèrement inférieur à la progression attendue des importations (+3,4%). La contribution du commerce extérieur à la croissance économique de la Wallonie demeurerait dès lors légèrement positive, de l'ordre de 0,2 point de croissance.



Wallonie

INEPS

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

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

Tél. 32 (0)81 46 84 11

Fax 32 (0)81 46 84 12

<http://www.iweps.be>

info@iweps.be