

Les **thématiques**
de l'IWEPS

Tendances Économiques

Analyses et prévisions
conjoncturelles

N° 53 | Octobre 2017

The background of the entire page features a blue-toned image of financial charts. At the top, there is a line graph with a jagged white line. Below it, a bar chart with vertical white bars is visible. In the bottom right corner, a candlestick chart is partially shown. A large teal circle is centered on the page, containing the main text.

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 | IPM Printing SA, Bruxelles

ÉDITEUR RESPONSABLE | Sébastien BRUNET

DÉPÔT LÉGAL | D/2017/10158/6

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



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

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

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

<http://www.iweeps.be>

info@iweeps.be

Table des matières

1. PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE POUR LA PÉRIODE 2017-2018	5
2. CONTEXTES INTERNATIONAL ET NATIONAL	11
2.1. Le contexte international	12
2.1.1. La croissance mondiale.....	12
2.1.2. La situation conjoncturelle des Etats-Unis et de la Zone euro	15
2.1.3. Matières premières.....	22
2.1.4. Politique monétaire, évolution des taux longs et marché des changes.....	24
2.2. La situation conjoncturelle en Belgique	32
3. TENDANCES ECONOMIQUES EN WALLONIE.....	35
3.1. L'activité économique	36
3.2. Le commerce extérieur	41
3.3. La demande intérieure	44
3.3.1. Les ménages.....	44
3.3.2. Les entreprises	54
3.3.3. Le secteur public.....	58
3.4. L'évolution de l'emploi	59

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 20 octobre 2017

The background of the image features a blue-toned collage of financial data visualizations. At the top, there are line graphs with white lines on a grid, one of which is labeled 'Feb'. Below these, there are candlestick charts and a series of vertical blue bars of varying heights at the bottom. A large, solid teal circle is positioned in the center-left, serving as a container for the title text.

Chapitre 1

PERSPECTIVES
MACRO-ÉCONOMIQUES
DE LA WALLONIE
POUR LA PÉRIODE
2017-2018

1. PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE POUR LA PÉRIODE 2017-2018

Une reprise mondiale qui s'intensifie et se diffuse plus largement

Après une première partie d'année 2016 marquée par un creux conjoncturel, la croissance économique au niveau mondial a progressivement rebondi en deuxième partie d'année, entraînant un raffermissement des activités du commerce international. Dans le courant de cette année 2017, le renforcement de la croissance s'est poursuivi. Les signes d'accélération sont tangibles à la lecture des principaux indicateurs conjoncturels de l'économie mondiale, tels que les attentes des directeurs d'achat (PMI) ou plus généralement les enquêtes d'opinions réalisées auprès des entreprises et des consommateurs, qui n'ont eu de cesse de se relever pour atteindre récemment des niveaux historiquement élevés.

Reflétant ces derniers développements, les prévisions de la croissance économique mondiale pour 2017 et 2018 réalisées par le FMI en octobre de cette année ont une nouvelle fois été ajustées légèrement à la hausse pour s'établir à respectivement +3,6% et +3,7% (après +3,2% en 2016).

En outre, il semble que la croissance économique mondiale repose à présent sur une base de plus en plus large. Le mouvement de diffusion de la reprise s'effectue ainsi selon deux dimensions.

Au niveau géographique, d'une part. En effet, la situation de l'ensemble des principales zones économiques est à présent redevenue plus favorable. Aux États-Unis, le léger tassement de la croissance en début d'année a été compensé par un très net rebond au deuxième trimestre. La croissance robuste observée en Zone euro au cours des deux premiers trimestres de 2017 (+0,5% et +0,6% en rythme trimestriel) a surpris bon nombre d'observateurs, celle-ci s'établissant au-delà de son niveau potentiel tel qu'estimé actuellement. En outre, il apparaît que l'ensemble des économies de la Zone euro jouit à présent d'une croissance relativement soutenue. C'est notamment le cas des deux principales économies, l'Allemagne et la

France, qui sont aussi les deux premiers marchés à l'exportation des entreprises wallonnes. Si l'Allemagne enregistre globalement de bonnes performances depuis 2014, c'est loin d'être le cas de la France qui s'était inscrite lors des dernières années sur une trajectoire de croissance léthargique. Par ailleurs, les économies émergentes exportatrices de matières premières qui avaient sensiblement été affectées en 2015 et 2016 par la chute des cours, notamment la Russie et le Brésil, profitent de la stabilisation des prix pour renouer avec de meilleurs taux de croissance. Enfin, la croissance en Chine poursuit jusqu'à présent son ralentissement relatif, sans accroc majeur. Cette synchronisation de la croissance dans les principales zones révèle une véritable consolidation de l'économie mondiale, ce qui devrait lui assurer une plus grande résilience.

D'autre part, le contenu de la croissance semble également mieux équilibré, en particulier dans les principales économies avancées. Le principal élément porteur de croissance demeure bien leur demande intérieure, dans un contexte où le commerce international s'inscrit dans un régime d'évolution globalement plus modéré depuis la crise. Toutefois, la composition au sein même de la demande intérieure est devenue plus équilibrée. En effet, l'expansion de l'activité à partir de 2014 dans les économies avancées avait initialement été surtout portée par le vif rebond de la consommation des ménages, en raison du regain substantiel de pouvoir d'achat lié à la baisse des cours des matières premières et, dans un second temps, de l'évolution favorable de l'emploi. Force est de constater qu'à présent les investissements productifs ont pris le relais et contribuent davantage à la croissance économique dans les économies avancées. Aux USA, les investissements des entreprises ont ainsi largement soutenu le PIB sur l'ensemble du premier semestre de cette année, tandis qu'en Zone euro, le raffermissement des investissements en cours depuis plusieurs trimestres devrait se poursuivre dans un contexte de croissance soutenue de la production industrielle et de pression accrue sur les capacités de production installées.

Une amélioration récente du climat conjoncturel en Wallonie

Dans le contexte international peu porteur qui a caractérisé une bonne partie de l'année 2016, l'activité économique en Wallonie n'a bénéficié que d'un faible apport de la demande extérieure, à l'image de ce qui est observé dans la plupart des économies en Zone euro. D'un autre côté, la contribution à la croissance wallonne (et cela vaut pour la Belgique également) de la demande intérieure a été sensiblement moindre qu'à l'échelle européenne. Notamment, la consommation des ménages a progressé plus lentement en raison de la croissance plus modeste du revenu disponible, et ce, en dépit d'une évolution de l'emploi qui a pourtant été très favorable. La modération salariale, notamment le saut d'index et le gel des salaires réels, ainsi qu'une inflation sensiblement plus élevée qu'au niveau européen ont en effet limité la progression du pouvoir d'achat des ménages belges. D'après nos estimations, le PIB wallon aurait affiché une croissance de +1,3% sur l'ensemble de l'année 2016, soit en deçà de la croissance belge, estimée à présent à +1,5% dans la dernière version des comptes nationaux, et de la moyenne de la Zone euro (+1,8%). Les données relatives au commerce extérieur font apparaître que l'économie wallonne a suivi le mouvement de renforcement de la croissance amorcé au niveau européen en deuxième partie d'année 2016. Au premier semestre de 2017, la progression des débouchés extérieurs a été favorable, tandis que la consommation des ménages semble avoir véritablement pris son envol.

La poursuite de l'embellie conjoncturelle est attendue

Les indicateurs plus prospectifs, tels que les attentes des ménages et des entreprises, laissent augurer d'une poursuite de la dynamique de croissance à court terme. Bien que

le commerce extérieur devrait toujours constituer un moteur de la croissance à l'avenir, la croissance de la demande extérieure se tasserait légèrement dans le courant de l'année 2018. En revanche, la demande intérieure devrait progressivement se renforcer sur l'horizon de projection avec la poursuite d'une croissance soutenue de la consommation des ménages et un renforcement plus net des investissements des entreprises qui se dessinerait enfin.

Ainsi, l'économie domestique devrait continuer de profiter dans les trimestres à venir de la conjoncture internationale favorable. En effet, la croissance toujours soutenue de la demande interne en Zone euro, notamment des investissements productifs, devrait favoriser les échanges industriels intra européens, ce qui bénéficie traditionnellement aux entreprises domestiques exportatrices largement intégrées dans des chaînes de valeur européennes. Dans ce contexte, nous estimons que les exportations wallonnes de biens et services devraient progresser à un rythme légèrement supérieur à +4% en 2017, contribuant positivement à la croissance du PIB régional. En 2018, la croissance des exportations wallonnes continuerait à un rythme légèrement ralenti en raison de la normalisation de la croissance économique en Zone euro vers son niveau potentiel et, dans une moindre mesure, du tassement de la demande britannique en lien avec les répercussions économiques du Brexit. La croissance des exportations redescendrait ainsi légèrement sous les +4% en 2018. Si le plafonnement de la croissance des exportations à un niveau nettement en deçà des rythmes de progression constatés avant crise peut paraître décevant, rappelons que cette évolution s'inscrit dans un contexte de ralentissement marqué des échanges internationaux qui reflète de nouvelles réalités économiques à l'échelle du monde¹.

Quant à la demande intérieure wallonne, elle se renforcerait assez sensiblement sur l'horizon de projection. En effet, les mêmes moteurs de croissance qu'à l'échelle européenne semblent désormais à l'œuvre en Wallonie.

¹ Pour plus de détails, voir notamment : FMI, « Global Trade : What's Behind the Slowdown ? », World Economic Outlook, Chapitre 2, Octobre 2016.

D'une part, l'ensemble des conditions économiques semblent à présent réunies pour permettre aux dépenses des ménages wallons de se relever plus franchement.

En particulier, alors que la consommation des ménages a été sensiblement plus faible qu'en moyenne en Zone euro jusqu'en 2016, nous estimons que ces dépenses ont sensiblement rebondi en Wallonie au premier semestre de 2017. Celles-ci bénéficient de l'augmentation enfin plus nette des revenus permise par les bonnes performances passées de l'emploi, par les baisses d'impôt direct et par le rebond des revenus du patrimoine. La croissance de la consommation devrait se consolider dans les trimestres à venir, dans un climat de confiance exceptionnel. L'indicateur de confiance a en effet poursuivi son envolée au cours des derniers mois pour battre un record historique en octobre. En outre, nous tablons sur une poursuite de la croissance de l'emploi, qui devrait s'établir en moyenne à +1,1%, tant en 2017 qu'en 2018. En 2018, le pouvoir d'achat serait également soutenu par un reflux sensible de l'inflation. Dès lors, nous estimons que la consommation privée atteindrait en 2017 en Wallonie une croissance annuelle moyenne de +1,5% et qu'elle pourrait grimper jusqu'à +2,0% en 2018. Ce scénario implique une très légère baisse du taux d'épargne en 2017 et autorise même une reconstitution de l'épargne en 2018.

Quant aux dépenses d'investissement résidentiel des ménages, elles ont pâti en première partie d'année 2017 du fort recul des autorisations de bâtir enregistré en 2016, mais elles devraient amorcer une reprise en cours d'année, comme en attestent déjà le recours au crédit au cours des mois récents, les résultats d'enquête à propos des intentions d'investir de la part des ménages, ainsi que les prévisions des opérateurs du secteur de la construction. L'évolution favorable attendue de l'investissement des ménages s'inscrit dans un contexte où les acquis en termes d'emplois ont été très appréciables depuis de nombreux trimestres, tandis que les taux hypothécaires se situent toujours à des niveaux historiquement faibles. La croissance annuelle moyenne de cette composante atteindrait dès lors +2,4% en moyenne en 2018, après la légère contraction enregistrée sur l'ensemble de l'année 2017 (-0,5%).

D'autre part, en raison de la progression continue des débouchés, les entreprises domestiques auront à faire face à un surcroît de demande pour leurs biens et services, auquel elles devraient répondre en étendant leurs capacités de production. En 2015 et plus encore en 2016, les entreprises semblent avoir préféré augmenter l'emploi plutôt qu'étendre leur appareil productif. À ce titre, les politiques fédérales de réduction assez sensible du coût du travail ont pu jouer un rôle en orientant le choix des entreprises. Mais il est également vraisemblable qu'une moindre tension sur les capacités de production ainsi qu'un climat de confiance qui est demeuré longtemps plus mitigé en Wallonie ont dû peser sur les dépenses d'investissement jusqu'à présent. Ainsi, nous considérons que les entreprises wallonnes ont attendu d'être véritablement rassurées sur la vigueur et la pérennité de la reprise avant de procéder à un rétablissement plus franc de leur stock de capital. Les entrepreneurs auraient plutôt favorisé le recours à l'emploi, notamment de nature intérimaire, qui est un facteur plus facilement réversible que le capital en cas de retournement conjoncturel. Dans ce contexte, la croissance de l'emploi a été remarquable en 2015 et 2016, de l'ordre de +1,0% en moyenne par an, surtout en comparaison de la croissance du PIB qui est demeurée relativement contenue. À présent que la reprise se renforce bel et bien en Zone euro, les craintes des entrepreneurs wallons devraient se dissiper et ceux-ci devraient commencer à étendre davantage leur appareil productif pour faire face au raffermissement de la demande. De ce fait, le recours aux facteurs de production (travail-capital) se réorienterait sensiblement vers le capital à l'avenir. Les évolutions observées sur le marché du travail depuis la fin 2016 tendent à confirmer un scénario dans lequel le contenu de la croissance en emploi faiblirait sur l'horizon de projection. L'évolution des investissements des entreprises sera également favorisée par la situation financière des entreprises qui a notamment bénéficié de la modération salariale de ces dernières années et continuera d'être soutenue par de nouvelles baisses des cotisations patronales sur l'horizon de projection. Les conditions de financement externe des entreprises sont également propices à l'investissement, en raison de la faiblesse des taux d'intérêt et de conditions de crédit qui sont toujours jugées favorables. Selon notre scénario, les investissements des

entreprises wallonnes enregistreraient une accélération sur l'horizon de projection, leur croissance s'affichant en moyenne annuelle à +3,3% en 2017 et +4,2% en 2018 (après +0,7% en 2015 et 2016).

À côté de ces éléments favorables, la politique budgétaire pourrait soutenir la croissance davantage que par le passé. L'évolution des dépenses publiques devrait en effet être progressivement moins restrictive, tandis que la croissance des investissements publics serait robuste en 2017 (+3,1%) et plus encore en 2018 (+4,9%), comme c'est traditionnellement le cas à l'approche de la tenue d'élections locales.

En résumé, nous prévoyons que la croissance du PIB wallon s'établirait à un niveau compris entre +0,4% et +0,5% en rythme trimestriel d'ici à la fin 2018. Au total, la croissance du PIB rebondirait à +1,7% en 2017 (après +1,3% en 2016) et +1,8% en 2018, ce qui est parfaitement en ligne avec la moyenne belge pour ces deux années. Dans ce contexte, l'emploi intérieur en Wallonie augmenterait en moyenne annuelle de +1,1% lors de chacune des deux années, ce qui correspond à une augmentation de près de 14 000 emplois par an. Moins rapide que l'augmentation attendue du PIB, l'augmentation de l'emploi s'accompagnerait donc d'un regain sensible de la productivité moyenne du travail sur l'horizon de projection.

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

SOURCES : FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL POUR LA ZONE EURO (PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2017), 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.

	2017			2018		
	Zone euro	Belgique	Wallonie	Zone euro	Belgique	Wallonie
Dépenses de consommation finale privée	1,8	1,7	1,5	1,7	1,8	2,0
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	1,2	0,2	0,2	0,9	1,2	1,2
Formation brute de capital fixe	3,9	3,8	2,3	3,4	3,7	3,9
des entreprises, indépendants et ISBL	-	5,0	3,3	-	4,2	4,2
des ménages	-	0,7	-0,5	-	1,7	2,4
des administrations publiques	-	3,1	3,1	-	5,3	4,9
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,0	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Exportations nettes de biens et services ⁽¹⁾	0,2	-0,2	0,3	0,1	-0,3	-0,1
Exportations	-	5,3	4,0	-	4,1	3,8
Importations	-	5,6	3,9	-	4,4	4,7
Produit intérieur brut aux prix du marché⁽²⁾	2,1	1,7	1,7	1,9	1,8	1,8
Emploi	1,4	1,2	1,1	0,9	1,1	1,1

Prévisions arrêtées le 20 octobre 2017

The background of the slide is a blue-toned financial chart. It features a grid with several data series: a line graph at the top showing fluctuations, a candlestick chart on the left, and a bar chart at the bottom. A large, solid teal circle is positioned in the center, serving as a backdrop for the chapter title.

Chapitre 2

CONTEXTES INTERNATIONAL ET NATIONAL

2.1 LE CONTEXTE INTERNATIONAL

2.1.1 La croissance mondiale

Le Fonds monétaire international (FMI) a relevé légèrement ses prévisions sur l'économie mondiale par rapport à celles du début de l'année. Celle-ci devrait enregistrer une croissance de +3,6% en 2017 qui devrait se consolider encore en 2018 (+3,7%). Dès lors, se dessine enfin l'amorce d'une accélération de la production internationale, dont la croissance stagnait autour de +3,5% depuis 2012, loin des niveaux enregistrés juste après la crise de 2009. Rappelons que l'année 2010, avec une croissance de +5,4%, détient le record de ces trente dernières années.

Ce dynamisme qui s'amorce est imputable à la progression des rythmes de croissance des pays émergents et en développement, mais également à la santé retrouvée des économies dites avancées. La Zone euro et les États-Unis pourraient renouer enfin avec leur croissance de 2010 et le Japon pourrait atteindre la barre des +1,5%.

Progressivement donc, l'ensemble des économies regagne leur niveau de croissance de long terme. Un cercle vertueux est en passe de s'installer qui pourrait inscrire durablement la croissance dans un cycle conjoncturel de reprise.

La fermeté retrouvée de la croissance américaine du deuxième trimestre a rassuré quelque peu les analystes qui étaient fortement déçus par le début d'année 2017. Le Japon sort de sa léthargie : la croissance du deuxième trimestre soutenue par la demande intérieure, et notamment la consommation privée, permet d'espérer une santé retrouvée de l'économie nippone. Quant à la Zone euro, c'est depuis le début de l'année que les signes d'un raffermissement important de la croissance se font jour.

Mais les bonnes nouvelles proviennent également des économies des pays émergents. Celles-ci voient leurs prévisions de croissance revues à la hausse par le FMI. La hausse modérée des prix des matières premières, après leur chute en 2014, permet maintenant aux pays producteurs de renouer avec des rentrées financières plus conséquentes. Tant la Russie que l'Amérique du

Sud tournent le dos à la récession enregistrée en 2016, plus rapidement qu'attendu pour la première, plus lentement pour la seconde. Également, les pays producteurs de pétrole bénéficient d'une stabilisation des prix autour de 55 dollars après leur remontée durant l'année 2016. Là aussi, selon le FMI, le retour à la normale prendra plus de temps qu'escompté encore en début d'année, mais la croissance devrait se raffermir encore à l'horizon 2018.

Une fois de plus, la Chine a démenti les pronostics d'affaiblissement de sa croissance par la mise en œuvre par le gouvernement d'une série de mesures. Consécutivement, les prix immobiliers ont été dès lors contenus, écartant temporairement l'éclatement éventuel d'une bulle financière. La consommation reste ferme, signe que la transformation de l'économie chinoise est effective, le commerce extérieur et les investissements lui concédant progressivement le rôle moteur dans la croissance. En 2017, celle-ci devrait rester égale à celle de l'année dernière (+6,8% contre +6,7% en 2016) et devrait quasi se maintenir à ce niveau l'année prochaine (+6,5%). Les institutions internationales ne cessent de revoir ces chiffres à la hausse depuis quelques mois.

Les signes d'accélération de la croissance sont manifestes partout au travers des indicateurs économiques. 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. Cette tendance est particulièrement marquée dans les pays industrialisés. Les indicateurs avancés PMI (Purchasing Managers Index) de Markit atteignent également des niveaux très élevés tant en Europe qu'outre-Atlantique. Les indicateurs avancés de l'Organisation de coopération (OCDE) se sont retournés à la hausse dans ces zones depuis le milieu de l'année dernière. Aux États-Unis, les indices des directeurs d'achat américains de l'Institut of Supply Management (ISM) se situent toujours à des niveaux historiquement très élevés.

Par rapport au scénario que nous avons établi au printemps 2017, les hypothèses d'une poursuite de la reprise de l'économie mondiale sont donc maintenues. Les pré-

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

SOURCE : FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2017.

NOTES :

1. PARTS EN % DU PIB MONDIAL (À PARITÉ DE POUVOIR D'ACHAT DES PAYS) EN 2017.

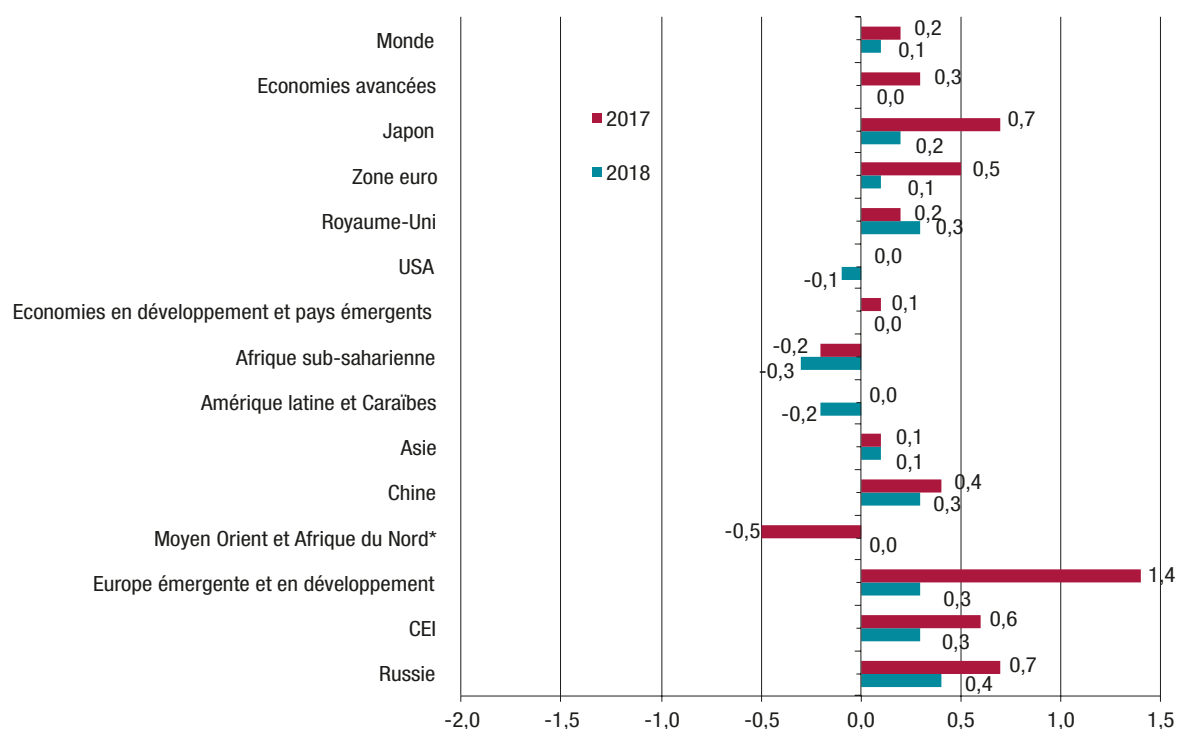
2. ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS FMI, OCTOBRE 2017.

3. Y COMPRIS PAKISTAN ET AFGHANISTAN.

	% 2017 ¹	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ²	2018 ²
Monde	100,0	4,3	3,5	3,5	3,6	3,4	3,2	3,6	3,7
Economies avancées	41,8	1,7	1,2	1,3	2,1	2,2	1,7	2,2	2,0
Japon	4,4	-0,1	1,5	2,0	0,3	1,1	1,0	1,5	0,7
Zone euro	11,7	1,6	-0,9	-0,2	1,3	2,0	1,8	2,1	1,9
USA	15,5	1,6	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,2	2,3
Royaume-Uni	2,3	1,5	1,3	1,9	3,1	2,2	1,8	1,7	1,5
Canada	1,4	3,1	1,7	2,5	2,6	0,9	1,5	3,0	2,1
Autres économies avancées	6,5	4,0	2,5	2,5	2,9	2,4	2,4	2,7	2,8
Pays émergents et en développement	58,2	6,4	5,4	5,1	4,7	4,3	4,3	4,6	4,9
Afrique sub-saharienne	3,0	5,1	4,4	5,3	5,1	3,4	1,4	2,6	3,4
Amérique latine et Caraïbes	7,8	4,7	3,0	2,9	1,2	0,1	-0,9	1,2	1,9
Asie	31,6	7,9	7,0	6,9	6,8	6,8	6,4	6,5	6,5
Chine	17,7	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,8	6,5
Moyen-Orient et Afrique du Nord ³	7,7	4,5	5,2	2,7	2,8	2,7	5,0	2,6	3,5
Europe émergente et en développement	3,5	6,5	2,4	4,9	3,9	4,7	3,1	4,5	3,5
Communauté Etats indépendants	4,5	5,3	3,6	2,5	1,1	-2,2	0,4	2,1	2,1
Russie	3,2	5,1	3,7	1,8	0,7	-2,8	-0,2	1,8	1,6

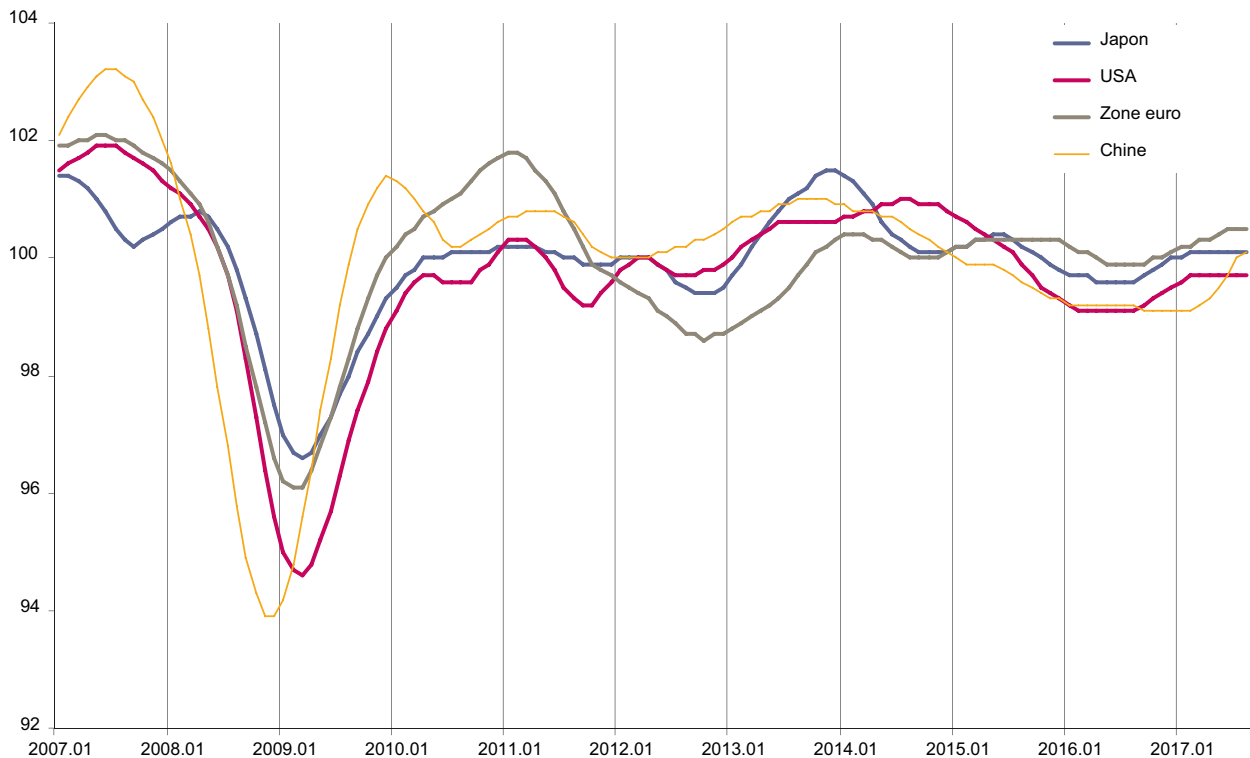
Graphique 2.1 | Révisions des prévisions entre mars et octobre 2017 pour les années 2017 et 2018

SOURCE : FMI – CALCULS : IWEPS



Graphique 2.2 | Évolution des indicateurs composites avancés de l'OCDE pour les principales économies

SOURCE : OCDE – CALCULS : IWEPS



visions actuelles incorporent une stabilisation des prix du pétrole autour de 55 dollars et une inflation contenue. Selon ce scénario, la reprise européenne se maintiendra jusqu'en 2018, horizon de nos prévisions, les indicateurs avancés annonçant une poursuite de l'embellie conjoncturelle. Pour la quatrième année consécutive depuis la crise, la croissance devrait atteindre des niveaux autour de +2,0%. Dans ce contexte, si la hausse de l'inflation reste limitée, la banque centrale européenne pourrait maintenir une politique accommodante, contrairement aux récentes décisions de la FED. Une fois n'est pas coutume, le moteur de la croissance mondiale pourrait dès lors se situer dans le dynamisme de la demande intérieure tant en Europe qu'aux États-Unis.

Depuis notre publication du printemps dernier, le scénario de croissance attendue pour la Zone euro cette année et l'année prochaine se renforce quelque peu. La croissance du PIB calculée de trimestre à trimestre devrait se maintenir légèrement au-dessus de son niveau de long terme, les taux de croissance trimestriels tournant autour

de +0,5% d'ici à la fin de l'année 2018. Au total, comme le FMI le prévoit, la croissance annuelle devrait donc dépasser la barre des +2,0% cette année et se situer à +1,9% l'année prochaine, pénalisée par l'appréciation de l'Euro. Ces chiffres ne sont qu'une moyenne des performances très différentes des économies des pays membres qui convergent toutefois progressivement, comme nous le montrerons dans le point spécifique à la conjoncture de la Zone euro. Pour les États-Unis, les indicateurs actuels présagent d'une situation similaire à celle décrite il y a six mois. Le scénario actuel du FMI table sur une croissance annuelle de +2,2% en 2017 et +2,3% en 2018, ce qui se traduira dans les prochains mois par une hausse trimestrielle du PIB proche de +0,6% de trimestre à trimestre.

Cependant, le ciel de l'économie mondiale n'est pas exempt de nuages. Depuis le début de l'année, les agents sont déçus des annonces de relances non réalisées, voire non réalisables du gouvernement américain. En Europe, le Brexit reste une inconnue de taille dans le scénario de la Zone euro. Ses conséquences se font sentir actuellement

surtout sur l'économie britannique par le retour d'une inflation outre-Manche. Mais sans connaître davantage les mesures du Brexit et leur calendrier qui dépendent des négociations en cours, il est difficile d'anticiper l'impact du Brexit sur l'économie européenne. En Italie, l'instabilité politique et les problèmes bancaires pourraient également réapparaître. Enfin, la politique internationale reste tendue. L'apparition de nouveaux conflits en Asie, comme au Moyen-Orient, pourrait nuire à l'embellie attendue de l'économie.

2.1.2 La situation conjoncturelle des États-Unis et de la Zone euro

2.1.2.1 Les États-Unis

La reprise de l'économie américaine, qui s'était de nouveau accélérée en 2016 jusqu'au troisième trimestre, a nettement ralenti depuis pour ne plus progresser que de +0,3% au premier trimestre de cette année. Toutefois, les chiffres du deuxième trimestre ont surpris par leur ampleur, le PIB américain enregistrant une hausse de +0,8%. Les stocks n'ont plus pesé sur la croissance contrairement au premier trimestre où ils lui avaient enlevé -0,3 point. Le dynamisme de la consommation et une reprise des investissements ont été le moteur de cette forte hausse, le commerce extérieur n'apportant qu'une faible contribution à la croissance comme au premier trimestre. Le rebond important du deuxième trimestre 2017 a déjoué le scénario des analystes. Ces derniers tablaient sur une croissance plus faible due aux retards dans la mise en place de mesures pour stimuler l'économie promises par Donald Trump lors de sa campagne : réduction de la fiscalité tant des ménages que des entreprises, et relance des investissements dans les infrastructures pour un montant de 1 000 milliards de dollars.

Reste à évaluer le caractère durable de cette santé retrouvée de la consommation privée et la concrétisation d'une accélération attendue des investissements des entreprises qui porteraient la demande intérieure dans son ensemble. L'examen poste par poste des dépenses montre que l'économie américaine est fermement inscrite sur le chemin de la croissance, exception faite des dé-

penses publiques et des investissements des ménages. Pour ces derniers, les indicateurs n'annoncent pas encore de forte embellie cette année. Le nombre de nouvelles constructions et les ventes de nouvelles maisons ont adopté une tendance baissière depuis le début de l'année. L'investissement des ménages a en effet reculé légèrement au deuxième trimestre 2017, alors qu'il avait enregistré une hausse timide depuis le troisième trimestre de l'année dernière. En partie responsable, la politique plus restrictive de la FED a poussé les taux hypothécaires à la hausse, freinant l'investissement des ménages. Mais l'évolution des deux postes les plus importants de la demande intérieure reste bien orientée.

À mesure que les bonnes nouvelles en provenance du marché du travail ont raffermi leur confiance, les Américains ont renoué avec leurs habitudes de dépenses élevées en réduisant leur épargne. Rappelons qu'après la crise, le taux d'épargne était monté autour des 6%, niveau exceptionnellement élevé pour les États-Unis. Actuellement, il est descendu en dessous des 4%. Selon l'enquête sur les fiches de paies dans le secteur non agricole, les créations d'emplois s'étaient maintenues encore au-dessus des 150 000 créations nettes par mois, avant de reculer momentanément au mois de septembre suite aux passages des ouragans. Il reste assez de réserve de main-d'œuvre, malgré un taux de chômage au plus bas, pour que les créations d'emplois restent dynamiques au cours des prochains mois. Le taux de chômage atteint en effet des niveaux planchers historiques : 4,2% en septembre. Toutes ces bonnes nouvelles raffermissent la confiance des ménages, qui se maintient au plus haut selon l'indice de confiance des ménages de l'Université du Michigan. Malgré un marché du travail tendu, l'inflation ne devrait cependant pas dépasser 2,1%, pour l'année 2017. Elle reste en effet contenue à 2,2% en septembre sur un an, même si la dépréciation du dollar la poussera quelque peu à la hausse.

Les investissements des entreprises devraient bénéficier du redressement de la consommation privée américaine. Les indices issus des enquêtes auprès des directeurs d'achats (PMI) se sont encore redressés ces derniers mois. Ils annoncent une poursuite de la hausse de la pro-

Graphique 2.3 | Contributions à l'évolution trimestrielle du PIB des Etats-Unis

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

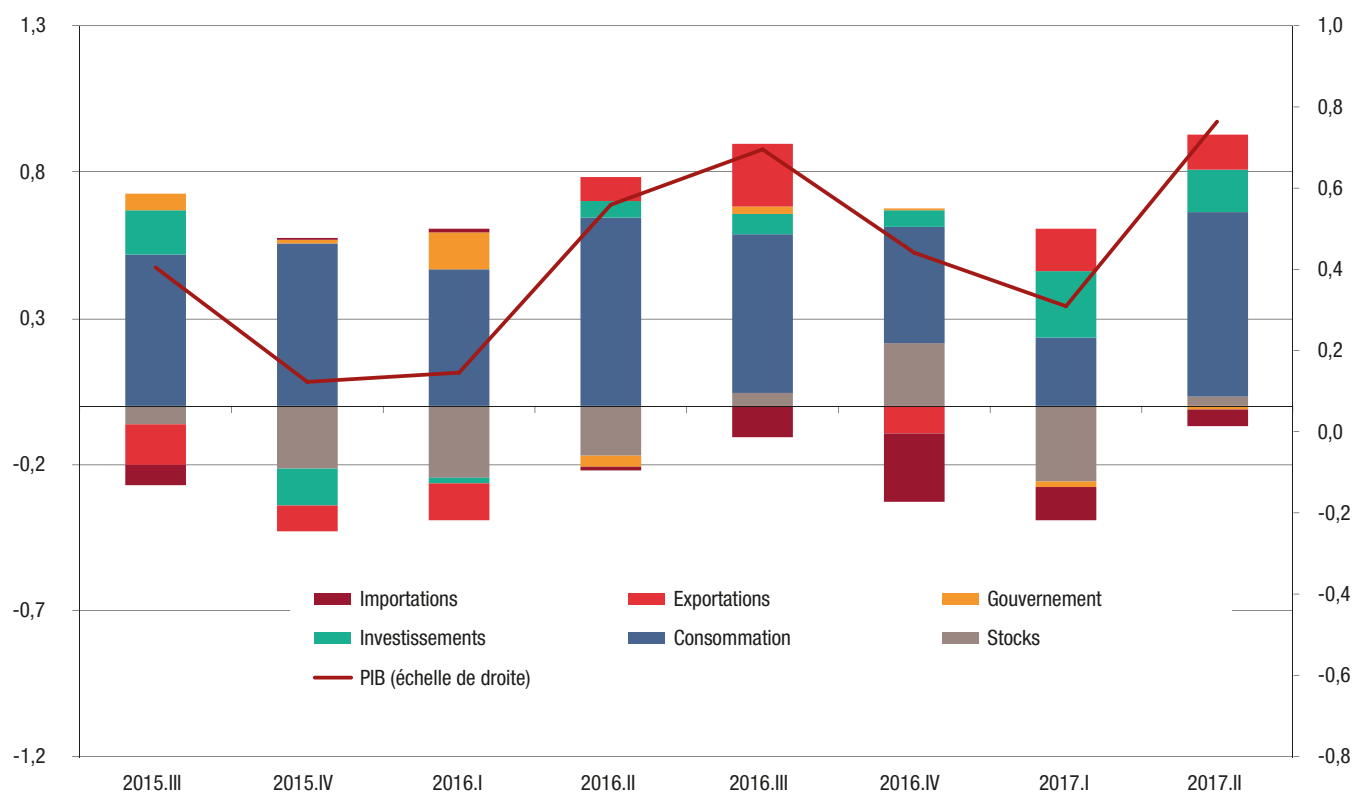


Tableau 2.2 | États-Unis - Évolutions macroéconomiques récentes et perspectives du FMI entre 2011 et 2018 (variations annuelles en %, volumes)

SOURCE : FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2017

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

2. ESTIMATIONS FMI.

États-Unis	2011	2012	2013	2014	2015	2015	2017 ²	2018 ¹
PIB	1,6	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,2	2,3
Consommation privée	2,3	1,5	1,5	2,9	-3,6	2,7	2,7	2,1
Consommation publique	-2,7	-0,9	-2,4	-0,5	1,3	1,0	0,2	3,0
Formation brute du capital fixe	3,7	6,3	3,1	4,8	3,5	0,6	3,4	3,3
Contribution des stocks (% PIB)	-0,1	0,1	0,2	-0,1	0,2	-0,4	-0,2	0,0
Exportations nettes ¹	0,0	0,1	0,3	-0,2	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2

duction qui devra répondre au dynamisme de la demande attendue dans les prochains mois. A un an d'écart, les investissements non résidentiels ont enregistré une hausse de +3,5%, après +4,3% respectivement aux premier et deuxième trimestres 2017, mais essentiellement tirés par les dépenses en structures et équipement. Les taux d'utilisation des capacités se sont redressés depuis 2009, mais restent encore à un niveau inférieur à ceux observés avant la crise. À mesure qu'ils remonteront, les industries américaines seront incitées à réactiver leurs plans d'investissements. Au total, les investissements des entreprises devraient soutenir la croissance de manière plus dynamique dans les prochains mois.

Cette bonne orientation de la demande intérieure viendra renforcer la hausse des importations. Quant aux exportations américaines, elles bénéficieront d'une demande mondiale toujours dynamique et de la dépréciation du dollar. Au total, l'apport du commerce extérieur à la croissance devrait cependant rester légèrement négatif au cours des prochains trimestres.

Une fois de plus, c'est la demande intérieure américaine qui devrait soutenir la croissance cette année et au cours de l'année prochaine, toutefois à un rythme encore inférieur à ceux enregistrés avant la crise. Nous prévoyons une croissance de +2,2% en 2017, soit une croissance robuste pour les États-Unis, qui devrait encore atteindre +2,3% en 2018. Des incertitudes pèsent cependant sur ce scénario. Beaucoup d'inconnues subsistent quant à la mise en œuvre des politiques économiques intérieures comme extérieures de Donald Trump. Les récentes annonces sur la réforme fiscale « révolutionnaire » de Trump laissent nombre d'analystes sceptiques quant à ses impacts et son calendrier.

2.1.2.2 La Zone euro

Depuis le troisième trimestre 2016, la croissance totale de la Zone euro atteint des niveaux supérieurs à +0,5%, soit des valeurs supérieures à son taux de croissance de long terme. La reprise de la Zone euro semble donc s'ancrer durablement. Si l'on examine l'évolution des composantes, après un premier trimestre porté par les exportations et la consommation privée, la croissance

s'est encore légèrement accélérée au cours du deuxième trimestre, soutenue cette fois par la consommation des ménages et les investissements. Quant au commerce extérieur, il ne contribue plus que pour +0,1 point à la croissance. Au cours des deux premiers trimestres 2017, la hausse du PIB s'est élevée respectivement à +0,5% et à +0,6%.

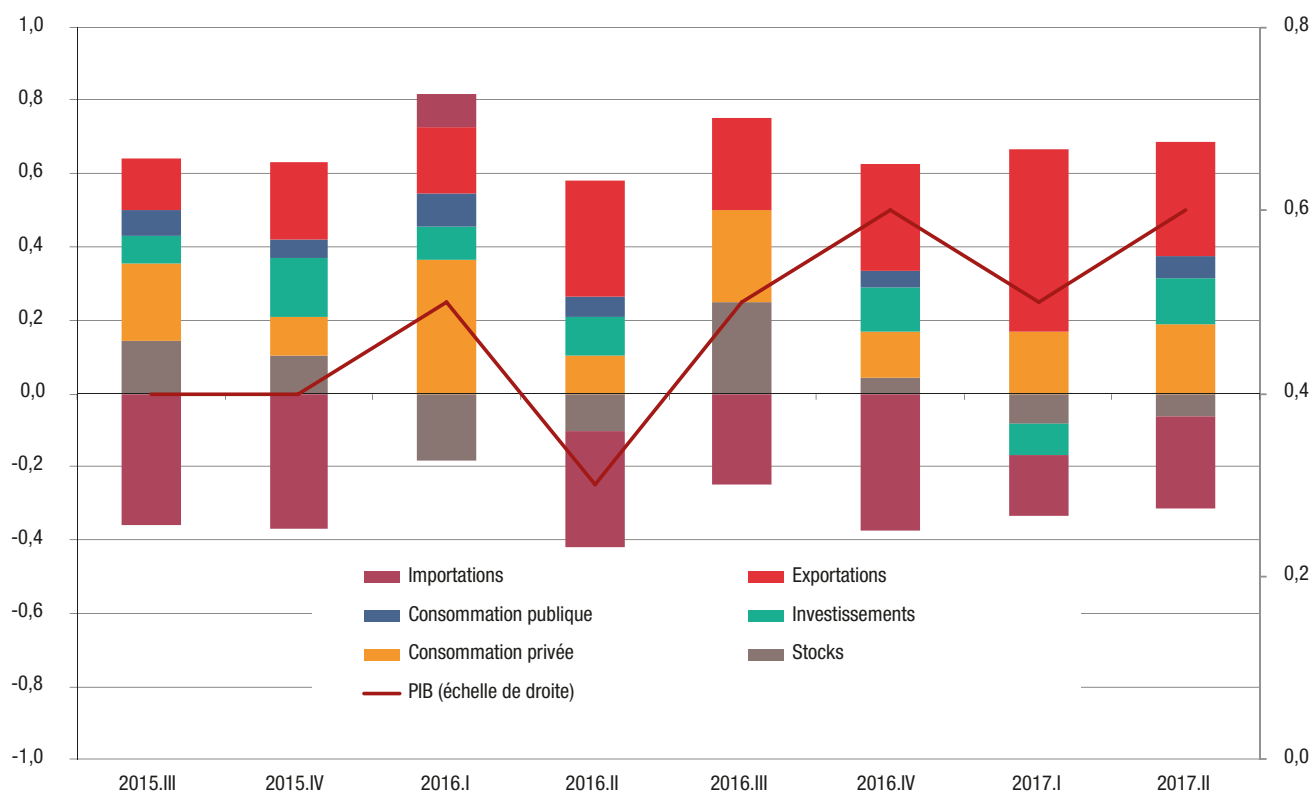
Tous les indicateurs conjoncturels européens soutiennent un scénario de poursuite du mécanisme de croissance déjà en place au deuxième trimestre de cette année. Un renforcement de la demande intérieure, consommation et investissement, comme aux États-Unis, et une contribution faible, voire légèrement négative, du commerce extérieur devraient être observés au cours de la fin de cette année et de l'année prochaine. Le relais devrait donc s'établir entre le commerce extérieur et la demande intérieure afin de soutenir la reprise économique.

Les signes en provenance des indicateurs conjoncturels avancés sont encourageants. Les indices PMI des enquêtes auprès des directeurs d'achats dépassent largement les 55 points, niveau historiquement élevé tant pour les services que pour l'industrie manufacturière. Pour rappel, le seuil des 50 points marque la frontière entre expansion et contraction de l'activité. L'indicateur du sentiment économique qui synthétise le climat des affaires est en passe de rejoindre ses plus hauts sommets atteints avant la crise de 2008 et lors de la reprise de 2010. Suit également l'indicateur de confiance des consommateurs qui culmine à un niveau record.

Quels sont les facteurs qui renforcent le moral des consommateurs ? Le chômage est en baisse, 9,1% en août dernier, son plus bas niveau depuis février 2009. Au mois de juillet 2016, il accusait encore un taux de 10,0%. L'amélioration attendue du marché du travail s'opère rapidement, la hausse de l'emploi au deuxième trimestre atteignait +0,4%, pour +0,5% au premier. La faiblesse de l'inflation est également un élément qui renforce l'optimisme des ménages. Le taux d'inflation annuel de la Zone euro atteint 1,5% en septembre. S'il est en hausse depuis quelques mois, il reste à un niveau bien inférieur aux 2,0% fixés comme cible par la Banque centrale eu-

Graphique 2.4 | Contributions à l'évolution trimestrielle du PIB de la Zone euro

SOURCE : EUROSTAT – CALCULS : IWEPS



ropéenne. Cette faiblesse de l'inflation sera soutenue par la récente appréciation de l'euro. C'est un élément qui soutiendra le pouvoir d'achat des ménages. Au total, l'inflation ne pourrait atteindre que +1,5% sur l'année 2017 et descendre à +1,3% en 2018. Le revenu disponible réel des ménages devrait de nouveau progresser lentement après avoir ralenti ces derniers mois. Les ménages puiseront davantage dans leur épargne étant donné leur niveau de confiance, ce qu'ils ont commencé à faire depuis 2014. Leur taux d'épargne atteignait encore 12,1% au deuxième trimestre 2017. L'investissement résidentiel devrait bénéficier de ce contexte porteur ainsi que des conditions de crédits hypothécaires qui restent intéressantes. De plus, l'immobilier reste un des seuls secteurs offrant encore des rendements élevés.

Si les dépenses et les investissements des ménages restent donc dynamiques en moyenne dans la Zone euro, les investissements des entreprises devraient les accompagner en retrouvant un rythme progressivement plus

soutenu. En effet, les indicateurs issus des enquêtes de conjoncture du secteur manufacturier sont au plus haut. Tant les carnets de commandes à destination de l'étranger que du marché intérieur annoncent une activité industrielle toujours en forte croissance dans les prochains mois. La production industrielle en hausse depuis 2012 est maintenant sur le point d'avoir rejoint son niveau antérieur à la crise de 2008. À un an d'écart, son augmentation atteint +3,8% en août. Celle-ci devrait se poursuivre dans les prochains mois. Elle entraîne une hausse des taux d'utilisation des capacités de production qui sont en lente amélioration et atteignent maintenant des niveaux qui inciteraient les entreprises à investir : 83,5% dans le secteur manufacturier au troisième trimestre 2017, contre 80,3% au premier trimestre 2015. Comme pour les ménages, les conditions de crédit restent avantageuses, même dans certains pays où les doutes subsistent quant au rétablissement du système financier. Même si les entreprises ont intégré depuis la crise un niveau potentiel de croissance moins élevé des économies européennes,

elles devraient relancer les investissements longtemps postposés.

Quant au commerce extérieur, les exportations ont été très dynamiques en début d'année profitant de la hausse de la demande internationale et de la dépréciation de l'euro au cours de la seconde partie de l'année 2016. Elles devraient continuer à bénéficier d'une demande mondiale forte, bien qu'elles soient pénalisées quelque peu par l'appréciation récente de l'euro. Par contre, les importations devraient être soutenues par une demande intérieure plus ferme et un euro plus cher. Au total, l'apport du commerce extérieur devrait être légèrement positif cette année et l'année prochaine.

Selon ce scénario, la croissance de la Zone euro devrait atteindre +2,1% en 2017 et +1,9% en 2018, l'activité étant légèrement freinée par l'appréciation de l'euro.

Cette description monolithique de l'économie de la Zone euro cache cependant des divergences au sein des pays membres. Celles-ci tendent cependant à s'homogénéiser. L'Allemagne et la France, les deux grandes puissances économiques, convergent progressivement vers la moyenne européenne ; l'Espagne reste à un niveau de croissance plus élevé bien que celle-ci faiblit pour s'approcher également de la moyenne européenne ; enfin, l'économie italienne, bien qu'en amélioration, maintient une croissance légèrement inférieure aux autres pays européens.

L'économie française, qui après la crise a longtemps rencontré des difficultés pour renouer avec le chemin de la croissance, semble enfin capable de rejoindre les rythmes élevés de l'Allemagne. Depuis le quatrième trimestre 2016, la croissance atteint +0,5%, après +0,2% au troisième et -0,1% au deuxième. C'est grâce au dynamisme retrouvé de la demande intérieure, tant du secteur de la consommation privée (+0,3% par rapport au premier trimestre) que celui de l'investissement (+0,9%). Le commerce extérieur rebondit également par la hausse sensible des exportations (+2,4% après -0,8% au premier) suite à la livraison de bateaux et d'avions. Au total, la contribution des exportations nettes (+0,5 point) annule l'effet négatif

des stocks qui pesait pour -0,5 point sur la croissance. Le marché de l'emploi engrange enfin des améliorations (+0,3% de croissance d'un trimestre à l'autre depuis la fin 2016). Le chômage est enfin repassé en dessous de la barre des 10% (9,8% en août). Le scénario de la France se calque dès lors sur celui adopté pour la Zone euro pour cette année : une décélération de la consommation privée, une accélération des investissements. Quant au commerce extérieur, il redevient progressivement neutre pour la croissance (+0,0 point en 2018). Alors qu'il lui a retiré 0,8 point en 2016, il devrait encore peser pour -0,3 point cette année. En effet, la hausse des exportations répondra à une demande mondiale qui reste soutenue. Le retour de la confiance des agents anticipe bel et bien une poursuite de la reprise. Comme ceux de l'OCDE, les indicateurs avancés PMI montrent une reprise importante tant dans le secteur des services que manufacturier. Le FMI table sur une croissance de +1,6% cette année et +1,8% l'année prochaine.

Quant à l'Allemagne, la croissance du deuxième trimestre 2017 (+0,6%) reste soutenue après déjà un premier trimestre très dynamique (+0,7%). Cet excellent résultat est dû à la bonne tenue de la demande intérieure tant pour la consommation privée (+0,8%) que pour les investissements dans le secteur de la construction (+0,9%) et dans celui des équipements (+1,2%). Les indicateurs avancés de conjoncture se sont tous orientés à la hausse atteignant même des niveaux historiques, annonçant une poursuite de la hausse de l'activité. En 2017, les dépenses des ménages maintiendront leur rythme de croissance. Ces dernières bénéficieront d'un marché du travail proche du plein emploi qui pousse les salaires. Le chômage atteignait à peine 3,6% en août. Malgré l'appréciation récente de l'euro et une forte demande intérieure, la contribution à la croissance du commerce extérieur devrait être neutre, les exportations étant alimentées par une demande mondiale toujours dynamique.

Selon les prévisions du FMI, la croissance attendue en Allemagne en 2017 devrait dépasser celle de l'année 2016 déjà particulièrement favorable (+2,0% contre +1,9% en 2016). En 2018, la croissance devrait encore se maintenir à un niveau proche (+1,8%). Toutefois, ce

Tableau 2.3 | Zone euro - Évolutions macroéconomiques récentes et perspectives du FMI entre 2011 et 2018
(Variations annuelles en %, volumes)

SOURCE : FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2017

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

Zone euro	2011	2012	2013	2014	2015	2015	2017 ²	2018 ¹
PIB	1,6	-0,9	-0,2	1,3	2,0	1,8	2,1	1,9
Consommation privée	-0,1	-1,1	-0,6	0,8	1,7	2,1	1,8	1,7
Consommation publique	-0,1	-0,3	0,3	0,7	1,3	1,7	1,2	0,9
Formation brute du capital fixe	1,5	-3,4	-2,5	1,7	3,1	4,4	3,9	3,4
Contribution des stocks (% PIB)	0,5	-0,9	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0
Exportations nettes ¹	0,9	1,5	0,4	0,1	0,1	-0,4	0,2	0,1

Tableau 2.4 | Allemagne - Évolutions macroéconomiques récentes et perspectives du FMI entre 2011 et 2018
(Variations annuelles en %, volumes)

SOURCE : FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2017

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

Allemagne	2011	2012	2013	2014	2015	2015	2017 ²	2018 ¹
PIB	3,7	0,7	0,6	1,9	1,5	1,9	2,0	1,8
Consommation privée	1,3	1,3	0,8	1,0	1,6	1,9	2,1	1,8
Consommation publique	0,9	1,1	1,4	1,5	2,9	3,7	1,8	2,1
Formation brute du capital fixe	7,4	-0,1	-1,2	3,8	1,1	2,9	3,7	3,2
Contribution des stocks (% PIB)	0,5	-1,6	0,5	-0,4	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2
Exportations nettes ¹	0,9	1,4	-0,3	0,7	0,1	-0,4	0,0	0,0

Tableau 2.5 | France - Évolutions macroéconomiques récentes et perspectives du FMI entre 2011 et 2018
(Variations annuelles en %, volumes)

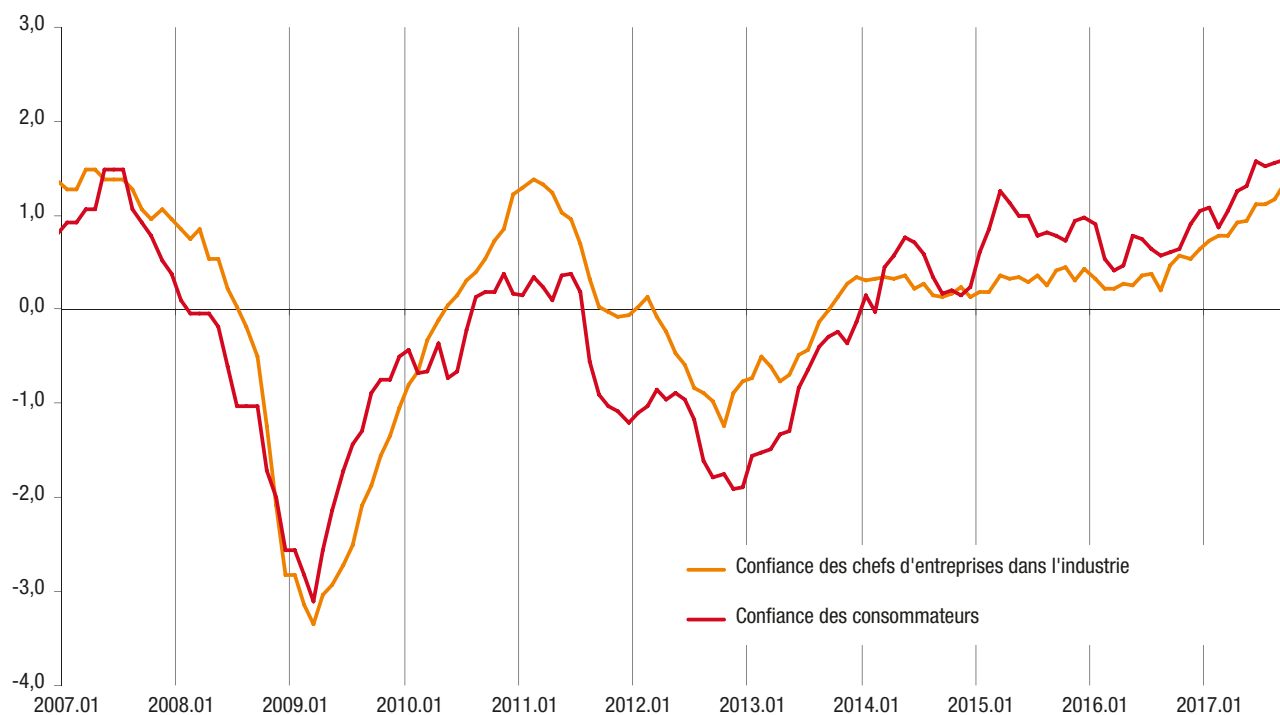
SOURCE : FMI, PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE, OCTOBRE 2017

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

France	2011	2012	2013	2014	2015	2015	2017 ²	2018 ¹
PIB	2,1	0,2	0,6	0,9	1,1	1,2	1,6	1,8
Consommation privée	0,5	-0,2	0,5	0,8	1,4	2,2	1,2	1,6
Consommation publique	1,0	1,6	1,5	1,3	1,1	1,3	1,2	0,5
Formation brute du capital fixe	2,1	0,2	-0,8	0,1	1,0	2,9	2,9	3,1
Contribution des stocks (% PIB)	1,1	-0,6	0,2	0,7	0,3	-0,1	0,4	0,0
Exportations nettes ¹	0,0	0,5	-0,1	-0,5	-0,5	-0,8	-0,3	0,0

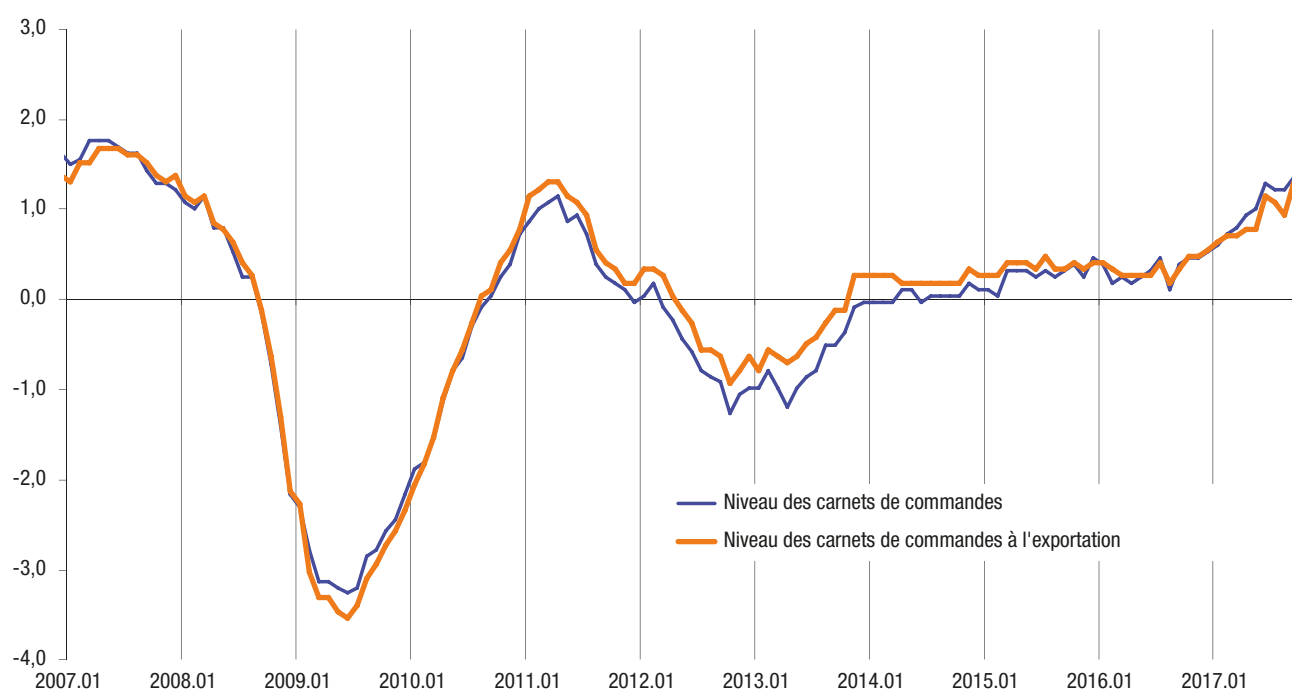
Graphique 2.5 | Évolution des indicateurs conjoncturels de la confiance des chefs d'entreprises et de la confiance des ménages de la Zone euro

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE – CALCULS : IWEPS



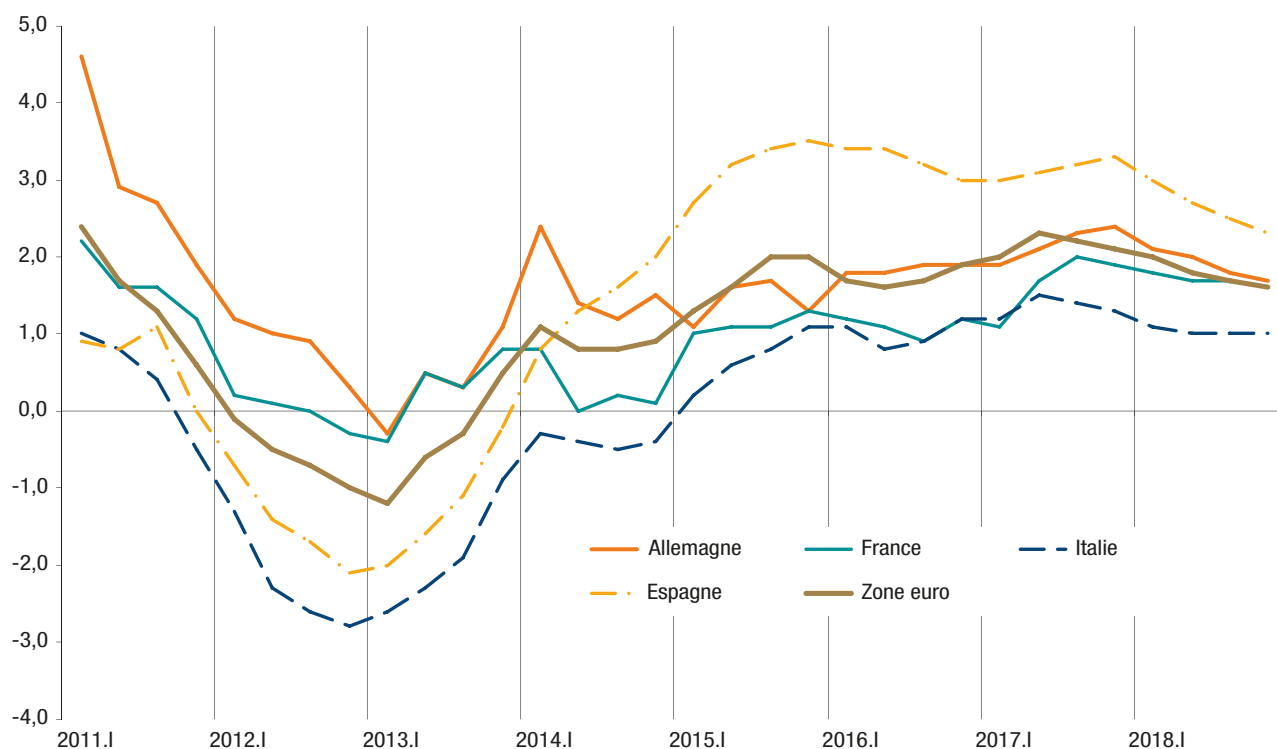
Graphique 2.6 | Évolution des indicateurs conjoncturels sur les carnets de commandes de la Zone euro

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE – 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, SEPTEMBRE 2017 – CALCULS : IWEPS



scénario reste lié à l'évolution des relations commerciales que l'Allemagne, troisième exportateur mondial, entretient avec les États-Unis et la Grande-Bretagne.

De son côté, l'Espagne poursuit son rattrapage après la crise (+0,8% au premier trimestre et +0,9% au deuxième trimestre 2017) en adoptant des rythmes beaucoup plus élevés que la moyenne européenne, même s'ils décèleront quelque peu depuis plusieurs trimestres. L'Espagne, continuant à bénéficier d'une amélioration rapide de son marché du travail, devrait maintenir une croissance supérieure à la moyenne européenne en 2017 (+3,1% en 2017, +2,5% en 2018). Par contre, la reprise de la croissance italienne devient plus dynamique (+0,4% aux premier et deuxième trimestres 2017 comme au quatrième trimestre 2016). Malgré une demande extérieure qui se redresse, les difficultés structurelles de l'économie italienne ne permettront au plus que d'atteindre +1,5% en 2017 et +1,1% en 2018.

Selon, les prévisions du FMI, une homogénéisation pro-

gressive des taux de croissance dans la Zone euro est toutefois en cours.

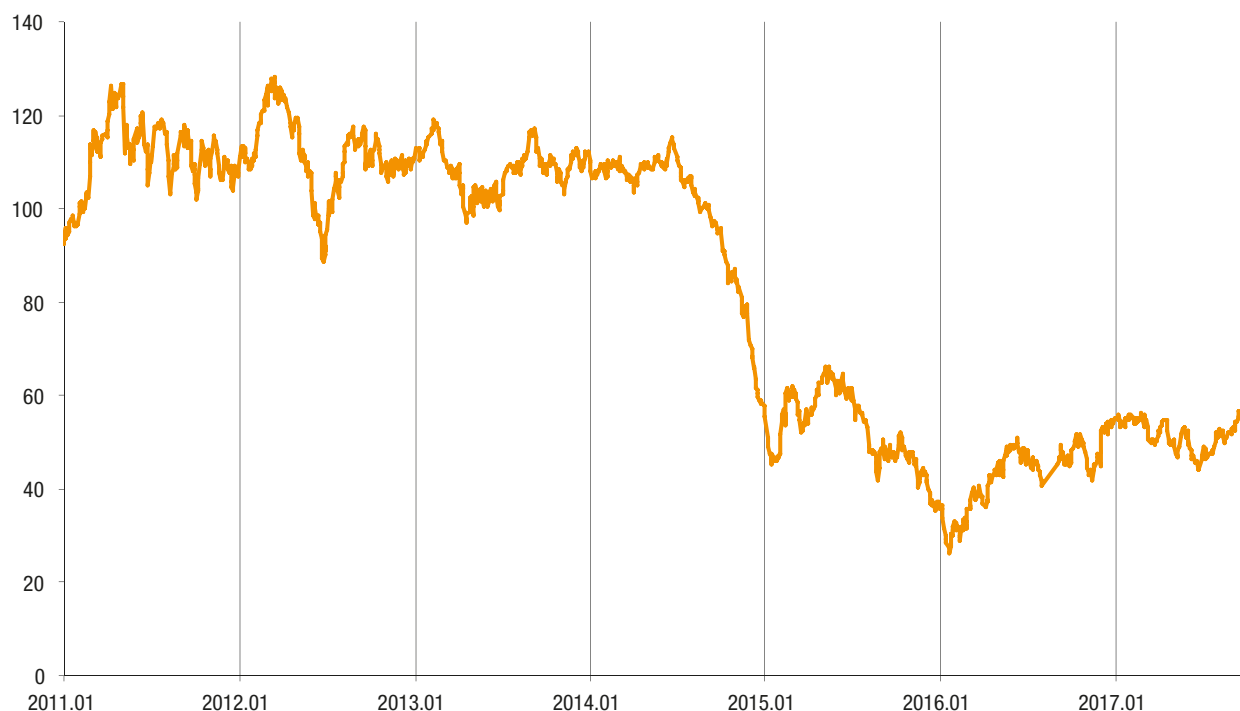
2.1.3 Les matières premières

Depuis le milieu de l'année 2017, les prix du pétrole sont repartis à la hausse. Ces dernières semaines, les prix pétroliers tendent à dépasser la barre des 55 dollars le baril de Brent.

Cette hausse récente du Brent n'est pas imputable à l'accord du 30 novembre 2016 entre les membres des pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et la Russie pour réduire leur production. Une fois de plus, tous les membres n'ont pas respecté les quotas imposés pesant sur les prix. En septembre, l'accord semblait respecté à 86%, en hausse par rapport aux mois précédents. La production américaine de pétrole de schiste reprend avec la remontée des prix. L'offre en pro-

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

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



venance des pays OCDE devrait enregistrer une hausse dès cette année (+0,6 million de barils sur un an en 2017 et +1,2 million en 2018). C'est la situation politique au Venezuela et en Libye qui a pesé ces dernières semaines sur leur production d'or noir réduisant ainsi l'offre. Le passage d'ouragans sur le Golfe du Mexique a momentanément interrompu également l'activité d'une partie des plateformes pétrolières et des raffineries américaines. Au total, avec des stocks OCDE revenant à un niveau normal, la demande devrait augmenter de +1,6 million de barils par jour en 2017 et de +1,4 million de barils par jour en 2018, alors que les producteurs non-OPEP augmenteraient leur production de +0,7 million de barils par jour en 2017 et de +1,5 million de barils en 2018. Pour l'année prochaine, l'augmentation de la production hors OPEP devrait rencontrer l'ensemble de la hausse de la demande mondiale. Les prix dans ce contexte devraient se stabiliser autour de 55 dollars le baril de Brent fin 2017 et rester à ce niveau en 2018.

En septembre, selon l'Hamburgisches Welt-Wirtschafts-

Institut (HWWI), l'augmentation sur un an des prix pétroliers en dollar s'élevait à +17,1% dans la Zone euro. Mais l'énergie ne constituait pas la seule branche des matières premières à connaître une hausse des prix. Depuis plusieurs mois déjà, les prix des métaux non ferreux connaissent une augmentation plus forte encore (+31,3% à un an d'écart) en dollars, suivis de près par l'acier et les métaux ferreux (+28,1%). La raison est bien évidemment le raffermissement de la demande dans ces matières en provenance des économies émergentes, mais également des pays industrialisés. L'augmentation des prix des produits alimentaires est également un phénomène qui s'est accentué cette dernière année (+15,1% en septembre). Ce phénomène n'amplifie cependant pas les risques d'une envolée des prix dans la Zone euro. Les prévisions tablent sur une hausse maîtrisée de ceux-ci à l'horizon des prévisions.

L'appréciation de l'euro par rapport au dollar a en effet partiellement atténué l'impact de cette hausse. En septembre dernier, l'indice global HWWI de l'ensemble des

matières premières connaissait une hausse de +12,9% en euro sur le Vieux Continent, contre +19,9% en dollar. L'augmentation des prix des matières premières devrait donc perdurer, étant donné l'accélération de la demande mondiale, mais rester contenue.

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

2.1.4.1. La politique monétaire

L'amélioration globale de l'environnement économique a récemment induit un ajustement, à des degrés divers, des politiques monétaires des principales banques centrales.

Aux États-Unis, la reprise précoce du cycle conjoncturel a amené la Réserve fédérale (FED) à entamer dès la fin 2015 un resserrement de la politique monétaire américaine. Au cours du premier semestre 2017, la FED a relevé à deux reprises, en mars et juin, la fourchette cible d'évolution de taux d'intérêt fédéraux (*fed funds*), qui évoluent désormais entre 1,00% et 1,25%.

En Europe, mais aussi au Japon, le raffermissement économique plus récent et la faiblesse des tensions inflationnistes sous-jacentes n'incitent pas les autorités monétaires à altérer précocement leur politique de taux d'intérêt. La Banque centrale européenne (BCE) a ainsi maintenu inchangé l'ensemble de ses taux d'intérêt, notamment son taux de refinancement des opérations monétaires (*refi*) fixé à 0,00% (depuis mars 2016). Au Japon, le taux correspondant de la Banque du Japon (BoJ) est négatif (-0,10%) depuis février 2016.

En Grande-Bretagne, l'incertitude politique et économique liée à la future sortie de l'Union européenne a amené la banque d'Angleterre (BoE) à maintenir son taux bancaire officiel à 0,25% (depuis août 2016), en dépit notamment d'une inflation importée élevée.

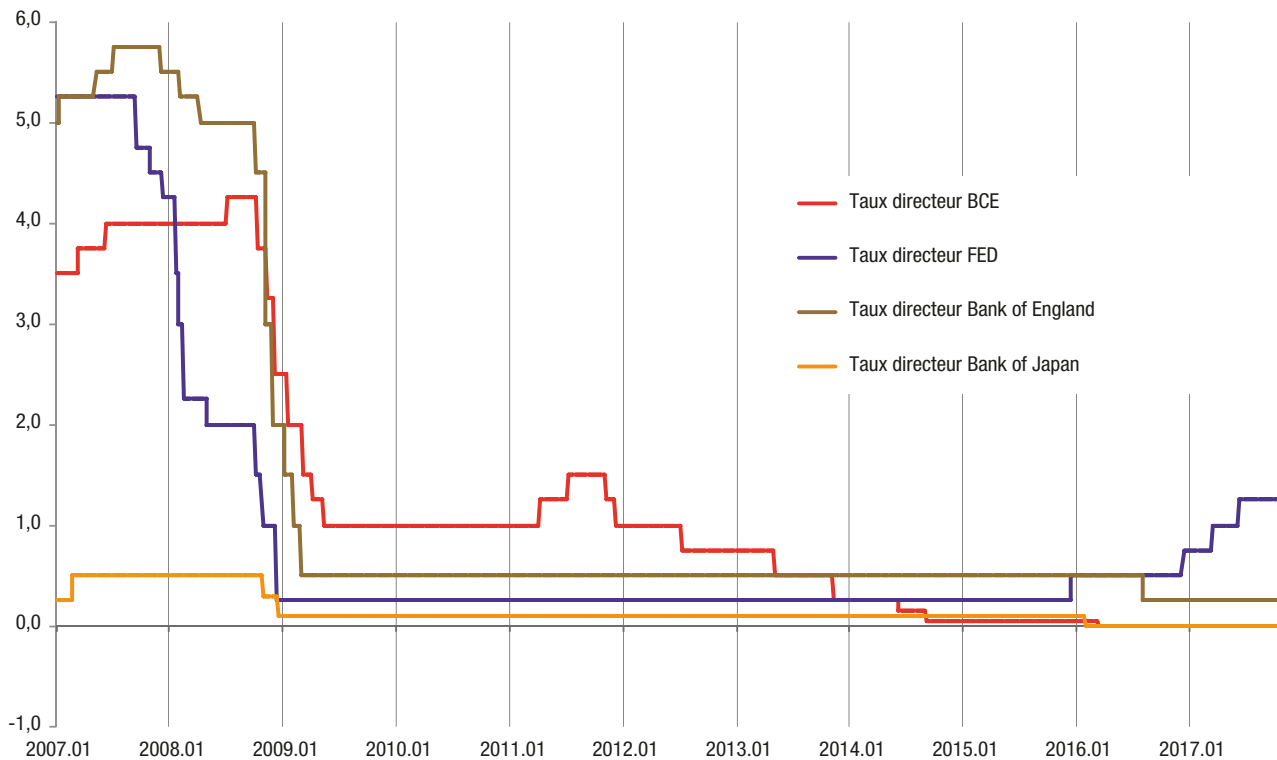
Depuis la crise économique et financière amorcée à l'automne 2008, les banques centrales des principaux pays développés ont déployé une panoplie d'instruments non conventionnels, qui vont au-delà de la politique traditionnelle d'ajustement des taux d'intérêt. Cette politique monétaire innovante, qui visait initialement à parer la menace d'une déstabilisation majeure du système financier international, à la suite de la faillite de la banque américaine Lehmann Brothers, s'est poursuivie ensuite, afin d'assurer aux banques centrales les moyens de prévenir un risque de déflation. Ayant porté leurs taux directeurs à des niveaux très bas, la politique monétaire traditionnelle n'offrait en effet plus de marge de manœuvre pour relancer la demande et s'opposer à l'enclenchement d'une spirale déflationniste. Les politiques monétaires non conventionnelles mises en œuvre pour stimuler l'activité économique, alors que les taux monétaires butaient sur la « frontière du taux zéro », se sont principalement articulées autour de deux instruments, le guidage des anticipations (ou *forward guidance*) et les achats massifs de titres sur les marchés financiers, c'est-à-dire une politique « d'assouplissement quantitatif » (ou *quantitative easing*).

La FED, qui a ouvert le bal dès le mois de novembre 2008, a mis en œuvre trois programmes d'achats, dits QE1, 2 et 3, portant son portefeuille de titres à plus de 4 200 milliards de dollars en octobre 2014, date de clôture de la détente quantitative aux États-Unis. La Banque d'Angleterre a acquis pour 375 milliards de livres sterling de titres entre 2009 et 2012.

En raison de contraintes institutionnelles et politiques, la Banque centrale européenne a initié sa politique d'assouplissement quantitatif bien plus tardivement que la FED. Lancé en mars 2015, le programme européen étendu d'achat d'actifs (APP) consiste, depuis avril 2016, en l'acquisition par les banques centrales des pays membres de 80 milliards d'euros d'actifs financiers privés et publics par mois, un montant ramené à 60 milliards d'euros à partir d'avril 2017, et qui devrait se prolonger jusqu'en décembre prochain, ou « au-delà si nécessaire ». En mettant finalement en œuvre une politique de détente quantitative de grande ampleur – le bilan de la BCE dépasse à présent 4 300 milliards d'euros (septembre) –, la BCE

Graphique 2.9 | Évolution des taux directeurs de la BCE, de la FED, de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon

SOURCE : NBB STAT, FEDERAL RESERVE (NEW-YORK), BANK OF ENGLAND, BANK OF JAPAN



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

L'augmentation considérable des bilans des banques centrales complique singulièrement la problématique de sortie des politiques monétaires non conventionnelles. Les autorités monétaires redoutent en particulier la réaction des marchés financiers, qui pourraient tantôt atténuer les impulsions de la banque centrale, tantôt les

renforcer. Après cette période prolongée de détente monétaire, la perspective d'une normalisation des politiques induit nécessairement de l'incertitude. La forte réaction des marchés financiers au discours de Mario Draghi, lors d'un symposium de la BCE au Portugal, en juin dernier, témoigne de la nervosité de ceux-ci. Les dirigeants des banques centrales s'efforcent d'ailleurs de convaincre les marchés que le processus de normalisation serait très progressif et se déroulerait sur plusieurs années.

L'amélioration globale de l'environnement économique pose cependant la question de la fin des programmes d'assouplissement quantitatif ou de la réduction du bilan des banques centrales. Avec la poursuite de la reprise de l'économie, une politique monétaire stable risque en effet de devenir mécaniquement plus (voire trop) expansionniste. Ce constat est partagé tant par la FED que par la BCE et justifie les ajustements récents, à des degrés différents, de leurs politiques monétaires.

En septembre, la Réserve fédérale américaine a annoncé qu'elle commencera à réduire la taille de son bilan à partir du 1^{er} octobre, un resserrement quantitatif (*quantitative tightening*) que la FED opérera en cessant progressivement le réinvestissement des montants des titres arrivant à échéance qu'elle détient en portefeuille¹. Janet Yellen a souligné que le programme de réduction du bilan de la FED serait mis en œuvre de manière « progressive et prévisible ». La FED n'entend en effet pas y apporter d'ajustement, sauf en cas de « dégradation importante » des perspectives économiques américaines.

En Europe, l'heure n'est pas encore à une réduction du bilan de la Banque centrale. En juin, le président de la BCE indiquait toutefois que la Banque centrale pourrait devoir accompagner la reprise économique en ajustant les paramètres de ses instruments de politique - non pour rendre l'orientation de la politique monétaire plus restrictive, mais pour la maintenir inchangée dans l'ensemble. Ces propos ont fortement alarmé des marchés financiers fébriles, qui y voyaient l'annonce d'un resserrement de la politique monétaire européenne. S'il s'agit là d'une surinterprétation du discours de Mario Draghi, en définitive assez modéré, il semble qu'un pas ait été franchi. A l'issue de sa réunion de septembre, le conseil des gouverneurs de la BCE a d'ailleurs annoncé qu'il discutera, à l'automne, du calibrage de sa politique de détente quantitative pour 2018.

L'orientation de la politique monétaire européenne dans les prochains mois demeurera expansionniste, en raison de la faiblesse persistante des tensions inflationnistes², du niveau encore élevé du taux de chômage et de réserves de capacités de production non utilisées. L'inflation sous-jacente, qui est encore loin de converger vers l'objectif d'inflation de la BCE (2,0%), ne devrait pas s'accélérer avant 2019, lorsque la « réduction prévue des capacités inutilisées sur le marché du travail » alimentera une reprise de la croissance des salaires.

Par ailleurs, la politique monétaire renforce et complète l'assouplissement des politiques budgétaires européennes globalement entamé depuis le début 2015, une double détente qui rencontre la volonté répétée de la Banque de voir se mettre en place en Europe une politique de stimulation à la fois monétaire et budgétaire de soutien de la demande globale. Alors que cette configuration s'ébauche enfin, l'institut de Francfort ne voudra probablement pas prendre le risque de resserrer trop tôt sa politique. La BCE, qui a indiqué qu'un durcissement des conditions du crédit n'interviendrait que bien au-delà de l'horizon d'achat de titres privés et publics, devrait maintenir ses principaux taux directeurs à leur niveau plancher actuel tout au long de l'année 2018.

En revanche, il est très probable que la BCE engage un ralentissement progressif (*tapering*) de son programme d'achat d'actifs à partir du début d'année 2018, comme elle l'avait d'ailleurs fait en mars dernier en réduisant le volume d'achats mensuels du QE, principalement pour tenir compte de l'amélioration de la conjoncture, mais aussi en raison de considérations politiques et de contraintes techniques (notamment la rareté des titres allemands). Soucieux de ne pas brusquer les marchés financiers, la BCE ajustera sa politique monétaire avec prudence et pragmatisme.

Aux États-Unis, la robustesse du marché du travail et la solidité de la reprise économique devraient inciter la Réserve fédérale à poursuivre le resserrement graduel de ses taux d'intérêt directeurs, en dépit de la faiblesse persistante de l'inflation. L'absence de tension inflationniste demeure une source de perplexité pour les responsables de la FED, comme l'a reconnu sa présidente, Janet Yellen. Pour l'heure, le Comité de politique monétaire (FOCOM) attribue la faible progression des hausses de prix à des facteurs ponctuels, « sans rapport avec la conjoncture ». La FED prévoit dès lors de procéder à une hausse de taux supplémentaire avant la fin de l'année (+ 25pb), suivie de trois relèvements similaires l'an prochain, ce qui conduirait le taux fédéral de 2,00% à 2,25%.

¹ La FED réduira initialement la taille de son bilan de 10 milliards de dollars par mois au cours du dernier trimestre 2017. Ensuite, la FED prévoit d'augmenter ce montant par paliers de 10 milliards de dollars tous les trois mois jusqu'à un maximum de 50 milliards de dollars par mois, plafond qui sera donc atteint au dernier trimestre 2018.

² Les projections de taux d'inflation réalisées récemment (septembre) par la BCE tablent sur une hausse moyenne de l'indice des prix de +1,5% en 2017, +1,2% en 2018 et +1,5% en 2019. L'inflation dite sous-jacente, qui exclut les prix des produits les plus volatils comme ceux de l'énergie, devrait graduellement se renforcer, de +1,1% en 2017 à +1,3% et +1,5% en 2018 et en 2019.

2.1.4.2. Évolution des taux longs

Au cours du second semestre de l'an dernier, deux éléments ont alimenté une forte dynamique de hausse des rendements des titres publics américains de longue maturité : les attentes des marchés financiers quant à la mise en œuvre aux États-Unis d'une politique budgétaire plus expansive et les implications probables de ces mesures sur la politique monétaire de la Réserve fédérale, dans un contexte de consolidation de la conjoncture, notamment sur le marché du travail.

La remontée des taux longs américains a également affecté les rendements obligataires européens, en raison des opérations d'arbitrage menées sur les marchés financiers et d'une accélération de l'inflation en fin d'année. La progression des taux de référence des emprunts publics européens de long terme a cependant été freinée par le raffermissement encore modéré de l'économie européenne et la politique accommodante de la BCE, de sorte que l'écart de taux des emprunts publics de longue maturité aux États-Unis et en Zone euro atteignait en janvier 165 points de base.

Depuis le début de l'année, l'écart entre les taux longs allemands et américains s'est graduellement rétréci, à mesure que les investisseurs modifiaient leurs perceptions des écarts de croissance et des évolutions des politiques monétaires entre la Zone euro et les États-Unis. La réévaluation favorable des perspectives de croissance en Europe, la dissipation progressive des incertitudes politiques, en particulier après l'élection d'Emmanuel Macron en France, la baisse des achats d'actifs par la BCE à partir du mois de mars et les anticipations par les marchés d'un resserrement de la politique monétaire européenne, suite notamment aux déclarations de Mario Draghi en juin, ont à divers degrés contribué à soutenir les rendements des titres européens de long terme.

Aux États-Unis, les taux des titres du Trésor américain de longue maturité (dix ans) se sont légèrement repliés au cours du premier semestre. Plusieurs éléments contribuent à expliquer cette évolution. L'impuissance politique de la nouvelle administration américaine à faire adopter par le Congrès les politiques de relance budgétaire et de ré-

forme fiscale souhaitée par le président Trump a déçu les attentes des marchés financiers et prive l'économie américaine d'une impulsion à la croissance et à l'inflation. La faiblesse de l'inflation jette de plus un doute sur le rythme de hausse des taux courts de la Réserve fédérale. L'escalade des tensions géopolitiques, notamment avec la Corée du Nord, entraîne un regain d'incertitude qui semble moins profiter aux titres publics américains, traditionnelles valeurs refuges, et davantage aux actifs européens.

Au sein de la Zone euro, les écarts (*spreads*) des rendements des obligations d'état à dix ans en référence au taux allemand ont globalement peu évolué, même si les écarts des taux des États dits périphériques, la Grèce et le Portugal en particulier, se sont significativement détendus. En Belgique, le taux de rendement des titres de la dette publique s'élevait en moyenne à 0,7% en septembre dernier, un taux correspondant à une prime de risque par rapport au Bund allemand de l'ordre de 35 points de base.

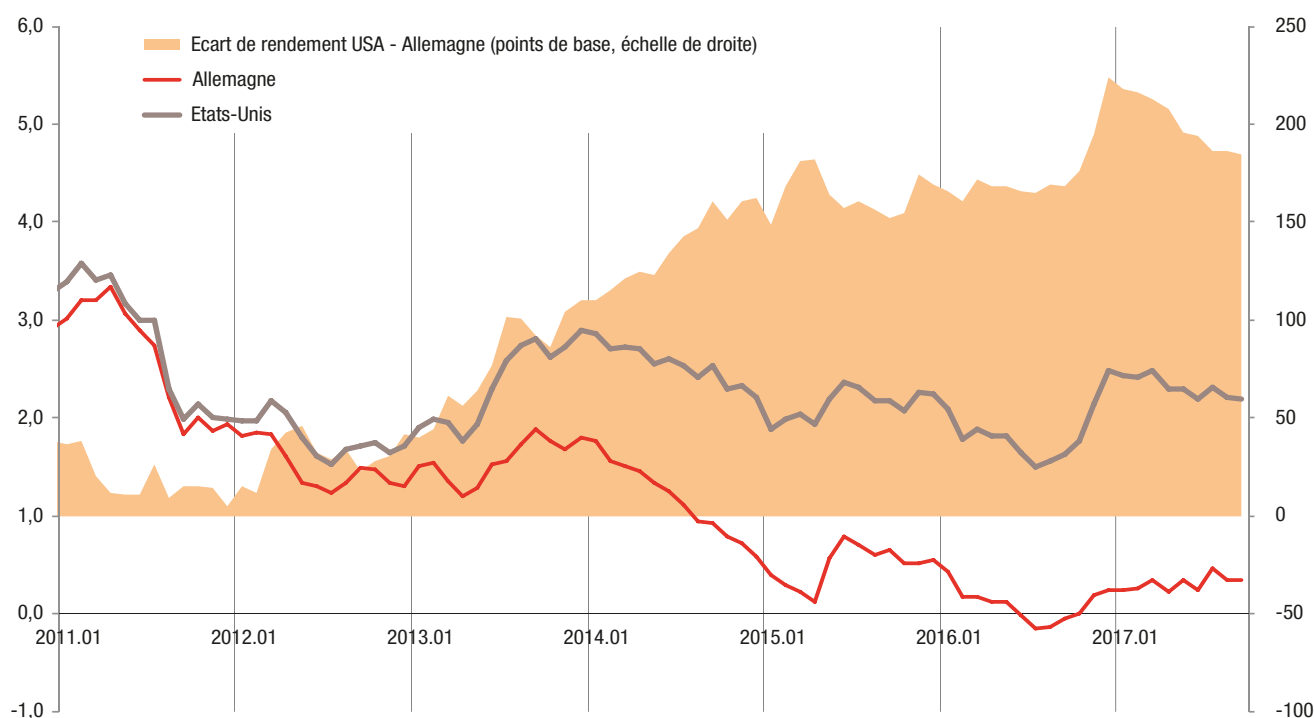
Dans les prochains mois, l'évolution future des taux des emprunts publics longs allemands et américains devrait être en effet largement influencée par le resserrement de la politique de taux d'intérêt de la FED et l'orientation moins expansive de la BCE.

Aux États-Unis, le relèvement graduel des taux directeurs, dans un contexte de raffermissement des perspectives de croissance et de reprise attendue de l'inflation de base, en phase avec l'objectif de la FED, devrait induire une hausse des taux longs américains. La mise en œuvre d'un nouveau plan de relance budgétaire, s'il était approuvé cette fois par le Congrès, pourrait contribuer à renforcer la tendance haussière des taux des *Treasuries* à dix ans. Cette hausse serait toutefois freinée en 2018 par la politique de normalisation du bilan de la FED.

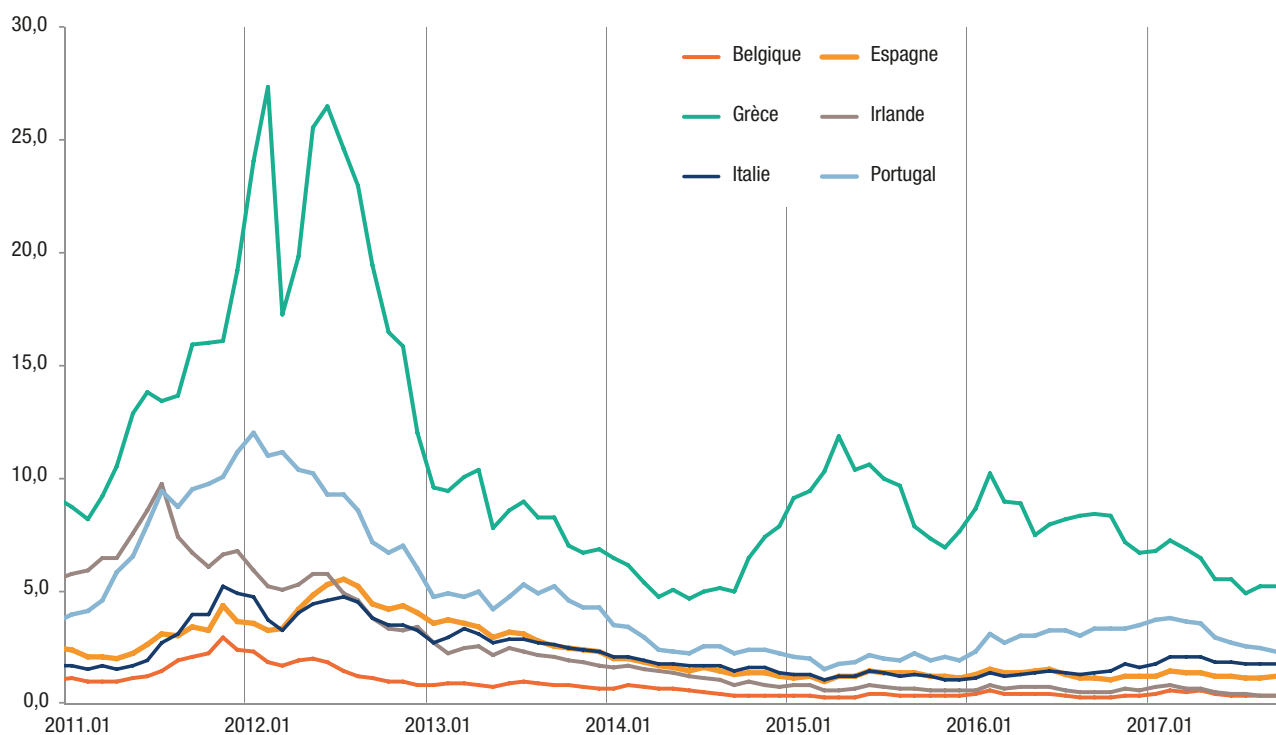
En Europe, l'évolution des taux longs continuera d'être affectée par l'évolution de leurs équivalents américains, mais sera surtout déterminée par les décisions de la BCE. Alors que les taux monétaires devraient demeurer à leur niveau plancher actuel, la progression attendue des ren-

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

SOURCE : OCDE

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

SOURCE : BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE



dements obligataires longs serait soutenue par le durcissement de la politique monétaire européenne induite par la diminution du montant des achats mensuels d'actifs de la BCE.

Au cours du premier semestre de l'année écoulée, les conditions d'octroi du crédit bancaire aux entreprises dans la Zone euro se sont légèrement assouplies. Parmi les facteurs déterminant cette évolution, les résultats des enquêtes européennes sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey), menées en avril et juillet 2017, révèlent que c'est principalement la concurrence accrue entre les banques qui tend à favoriser l'assouplissement des conditions d'octroi de crédit. Les banques européennes, affichant progressivement une moindre aversion au risque, selon l'enquête de juillet, envisagent un nouveau relâchement des contraintes de crédit aux entreprises au cours de l'automne.

Les banques ont également poursuivi l'assouplissement des modalités de crédit sur les nouveaux prêts au logement des ménages, contredisant les résultats moins optimistes de l'enquête d'avril. Les critères d'octroi des crédits à la consommation se sont stabilisés au cours du dernier trimestre, après s'être nettement assouplis en début d'année. Au cours des prochains mois, les banques estiment que les conditions d'octroi de prêts aux ménages (crédits hypothécaires et prêts à la consommation) devraient globalement se relâcher.

S'agissant de la demande de crédit, les banques européennes interrogées rapportent un regain de la demande nette de prêts des entreprises au cours du premier semestre. Cette hausse, qui devrait se poursuivre au cours du troisième trimestre 2017, est significativement liée au niveau général des taux d'intérêt, mais aussi à un accroissement des besoins de trésorerie et de financement des stocks, et depuis le printemps, à un accroissement des besoins de financement d'investissements productifs. Parallèlement, selon les résultats de l'enquête, les banques européennes ont enregistré une forte hausse des demandes (nettes) de prêts des ménages (crédit à la consommation et crédit au logement) aux troisième et quatrième trimestres 2016. La hausse de la demande de prêts par les ménages s'explique par

plusieurs facteurs, notamment la faiblesse générale des taux d'intérêt, des perspectives favorables sur le marché de l'immobilier résidentiel et la hausse de la confiance des consommateurs.

2.1.4.3. Marché des changes

En fin d'année dernière, les attentes d'un resserrement graduel de la politique monétaire de la Réserve fédérale, que renforçait d'ailleurs la perspective des effets potentiellement inflationnistes du programme économique esquissé par le président élu Donald Trump, résultat prévisible d'une politique de relance budgétaire appliquée à une économie proche du plein emploi, ont favorisé une appréciation de la devise américaine. En effet, si les fondamentaux macroéconomiques demeurent les principaux déterminants de l'évolution à moyen terme du cours des devises, à court terme, l'orientation des taux de change est marquée par les écarts de taux d'intérêt, et donc les décisions de politique monétaire.

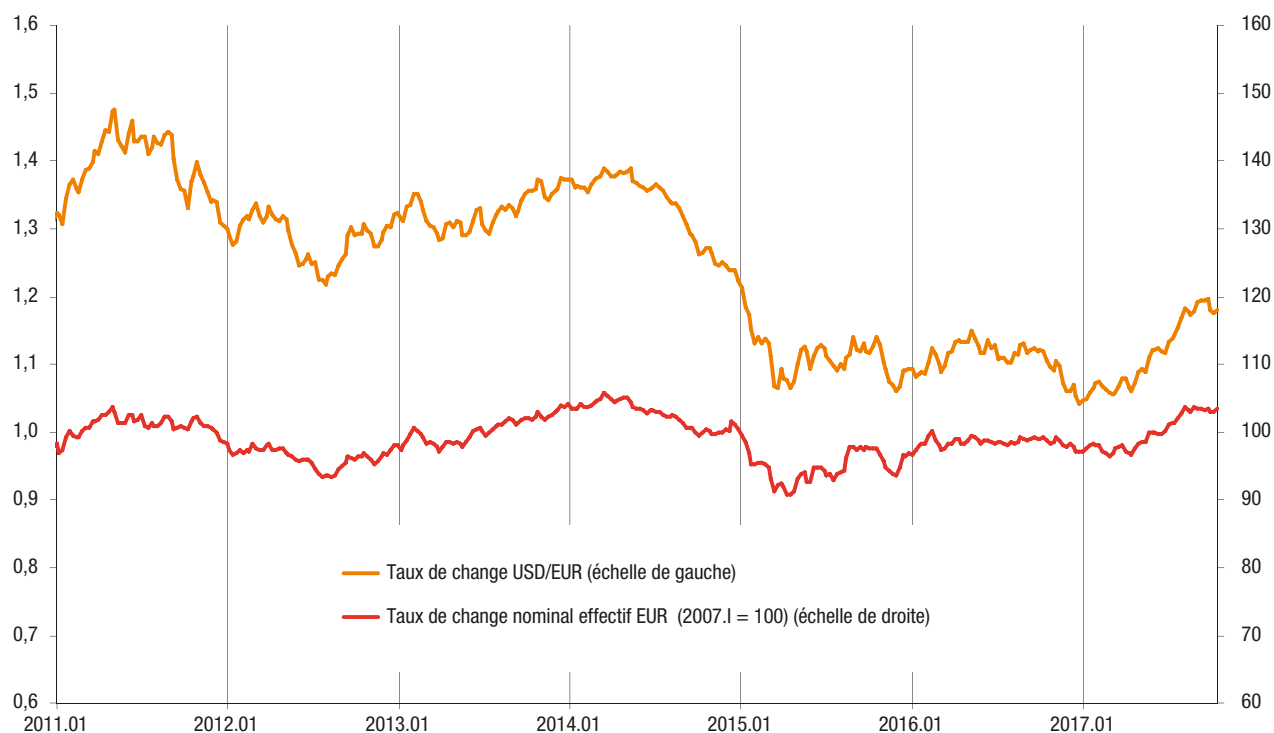
En début d'année, les anticipations des investisseurs et des prévisionnistes quant à l'orientation des politiques monétaires européennes et américaines fondaient encore chez ceux-ci les attentes d'un renchérissement du dollar par rapport à la monnaie unique. Or, depuis le mois de janvier, l'euro s'est nettement redressé contre le dollar, passant de 1,05 à 1,20 à la mi-septembre.

L'appréciation de l'euro s'inscrit dans un contexte de raffermissement de la conjoncture économique européenne, d'orientation plus restrictive de la politique monétaire de la Banque centrale européenne et d'atténuation des risques politiques.

Dans la Zone euro, l'amélioration des statistiques macroéconomiques, notamment en matière d'emploi, et le renforcement des indicateurs de confiance des enquêtes de conjoncture révèlent la poursuite de l'accélération de la reprise de l'activité économique, qui s'est amorcée à partir du printemps. C'est dans ce contexte que les anticipations de la politique monétaire ont changé, notamment suite à l'intervention très commentée du président de la BCE, Mario Draghi, fin juin au Portugal, et qui préparait les investisseurs à l'idée d'un possible resserrement de la politique monétaire.

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

SOURCE : BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE - CALCULS : IWEPS



Le rééquilibrage du risque politique constitue également un déterminant important de l'appréciation de l'euro. Alors qu'en Europe refluaient les craintes d'une victoire des mouvements populistes, en particulier après l'élection d'Emmanuel Macron en France, aux États-Unis, l'administration Trump s'est rapidement révélée incapable d'obtenir au Congrès un consensus sur les questions budgétaires. Les espoirs d'une relance de l'activité, stimulés par le programme de dépenses d'infrastructure et de baisse des impôts du candidat, qui avait favorisé une hausse du dollar en fin d'année 2016, ont ainsi été largement déçus.

Enfin, dans un contexte géopolitique tendu, notamment en Asie, le manque de lisibilité de la politique étrangère américaine pourrait avoir incité les investisseurs, à la recherche d'une valeur refuge, à se replier sur l'euro.

L'appréciation de l'euro ne devrait pas se poursuivre dans les mois à venir, principalement en raison du relèvement annoncé par la Réserve fédérale des principaux taux di-

recteurs américains en 2017-2018, alors que les taux monétaires européens demeureraient inchangés l'an prochain. Cette évolution attendue des politiques monétaires contribuerait à creuser l'écart de taux d'intérêt à court terme et à long terme entre l'Europe et les États-Unis, favorisant l'affaiblissement de la monnaie unique par rapport au dollar.

Compte tenu de la difficulté de prévoir l'évolution des marchés des changes, notamment en raison des risques géopolitiques, des mouvements de fuite vers les monnaies refuges et des déséquilibres de balance de paiement, notre prévision retient l'hypothèse d'un taux de change USD/EUR évoluant globalement à son niveau actuel, proche de 1,17.

La Banque centrale européenne ne poursuit pas directement un objectif de taux de change, mais elle tient compte de l'incidence des évolutions du cours de change sur les prix intérieurs. Pour appréhender cet impact, la BCE considère, plus que le cours de change euro/dollar, l'évo-

lution du taux de change effectif. Celui-ci reflète, de façon atténuée, la variation du taux de change de l'euro par rapport au dollar américain, mais aussi notamment par rapport au renminbi chinois, à la livre sterling ou encore au yen japonais. Le taux de change effectif varie dès lors en fonction de la confiance des opérateurs dans la qualité relative des titres libellés dans les différentes devises, mais aussi des attentes des marchés quant à l'orientation des politiques monétaires des banques centrales de ces régions.

Globalement, le taux de change effectif de l'euro s'est également apprécié depuis le début de l'année. Cette appréciation de l'euro est principalement le résultat de la dépréciation du dollar américain, l'euro s'appréciant relativement peu par rapport aux autres monnaies. Alors que depuis janvier l'euro a gagné plus de 12,0% par rapport au dollar, le taux de change effectif s'est apprécié de seulement 6,0%.

2.2 LA SITUATION CONJONCTURELLE EN BELGIQUE

Bonne tenue de l'économie belge en début d'année 2017

Portée à la fois par la bonne tenue des échanges commerciaux et un raffermissement de la demande intérieure, la Belgique a commencé l'année 2017 par une croissance économique soutenue (+0,6% par rapport au trimestre précédent). La situation s'est faiblement atténuée au cours du second trimestre (+0,4%). En rythme annuel, la croissance enregistrée au cours de ce premier semestre tourne donc autour de +1,5%.

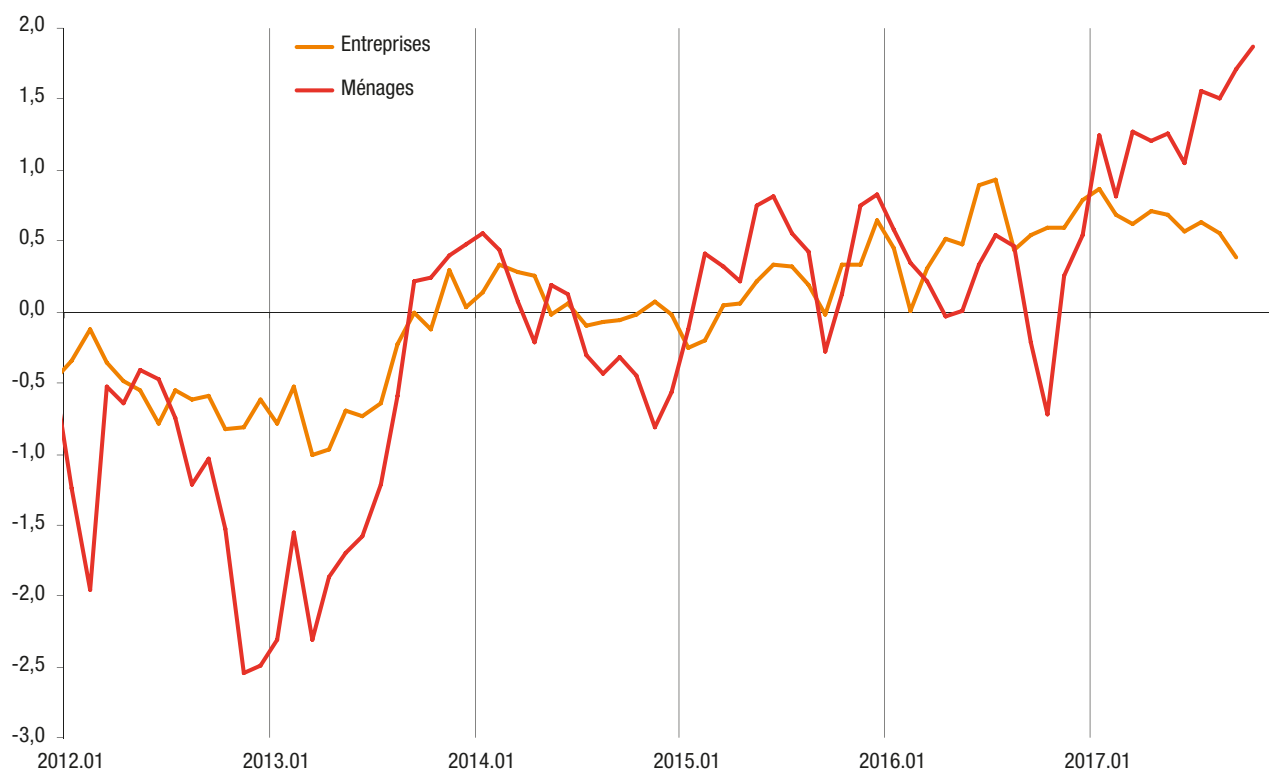
Au niveau de la production, le premier semestre de 2017 est caractérisé par une croissance trimestrielle assez molle dans l'industrie (respectivement +0,2% et 0,0% aux premier et deuxième trimestres). Du côté de la construction, la situation est plus contrastée. La valeur ajoutée croît de +2,6% au premier trimestre avant de diminuer de -0,1% au cours des trois mois suivants. La progression des branches des services est plus importante et assez stable au cours de ce semestre : +0,5% au premier trimestre et +0,6% au suivant.

En ce qui concerne les composantes de la demande, les données des comptes nationaux enregistrent une progression soutenue de la consommation des ménages au cours du premier semestre de l'année (+0,5% en rythme trimestriel).

La croissance de trimestre à trimestre des investissements des entreprises a repris au deuxième trimestre (+3,5%). La diminution enregistrée au cours du premier trimestre est due aux achats de brevets effectués par une entreprise pharmaceutique lors des mois précédents. Ces achats ayant été faits à l'étranger, les importations subissent le même mouvement de balancier : un premier trimestre de 2017 en recul (-0,1%) avant un rebond lors des trois mois suivants (+1,3%). Les exportations nettes ont apporté une contribution légèrement négative à l'augmentation du PIB (-0,2 point de pourcentage) au deuxième trimestre, alors qu'au premier trimestre elles avaient apporté +0,8 point de pourcentage de croissance de trimestre à trimestre.

Graphique 2.13 | Évolution des indicateurs conjoncturels de la confiance en Belgique

SOURCE : BNB – CALCULS : IWEPS



En ce qui concerne les investissements résidentiels, le premier trimestre de l'année fut marqué par une croissance atone (+0,2%) et le second par un repli (-0,5%).

Enfin, alors que la consommation publique recule depuis le début de l'année (respectivement -0,3% et -0,1% en rythme trimestriel), les investissements publics ont quelque peu progressé (+0,7% et +1,2%) au cours de la même période, restant toutefois à des niveaux assez limités pour une année précédant les élections communales et provinciales. Au cours des deux trimestres analysés, la variation des stocks a retiré -0,2 point de pourcentage à la croissance du PIB.

Dans ce contexte, la dynamique de l'emploi s'est maintenue, tout en enregistrant une croissance trimestrielle inférieure à celle du PIB, permettant un relèvement de la productivité (respectivement +0,3% et +0,2% aux premier et deuxième trimestres).

Renforcement de la demande intérieure en vue sur l'horizon de projection

Le raffermissement de la situation économique mondiale devrait continuer de profiter à l'économie belge durant les trimestres à venir. Cependant, le rythme de croissance des exportations se tasserait légèrement dans le courant 2018 en lien avec le plafonnement de la croissance en Zone euro.

La consommation devrait être un moteur de la croissance, portée par la bonne tenue du marché du travail et un niveau de confiance des ménages très haut. Le taux d'épargne diminuerait légèrement en 2017, de sorte que malgré le niveau élevé de l'inflation qui limite la progression du pouvoir d'achat, la croissance de la consommation s'afficherait à +1,7%. En 2018, la consommation devrait enregistrer une croissance du même ordre, soutenue cette fois par un net regain du pouvoir d'achat en raison d'une inflation en baisse.

Les investissements des entreprises devraient être le second moteur de la croissance interne au cours de notre période de prévisions. En effet, les indicateurs liés aux investissements (taux de marge, taux d'utilisation des capacités de production) sont à des niveaux historiquement élevés. Nous prévoyons donc pour 2017 et 2018 une augmentation de la formation brute de capital fixe des entreprises de respectivement +5,0% et +4,2% en termes annuels.

L'évolution prévue des investissements des entreprises et l'accélération des exportations entraîneraient une augmentation plus rapide des importations et une contribution négative du commerce extérieur.

Malgré un contexte de taux d'intérêt bas et de bonne tenue de l'emploi, les investissements résidentiels ne devraient que faiblement contribuer à la croissance nationale. Au vu des chiffres enregistrés au cours du premier semestre, les investissements en logement devraient croître de +0,7% au cours de cette année et de +1,7% en 2018.

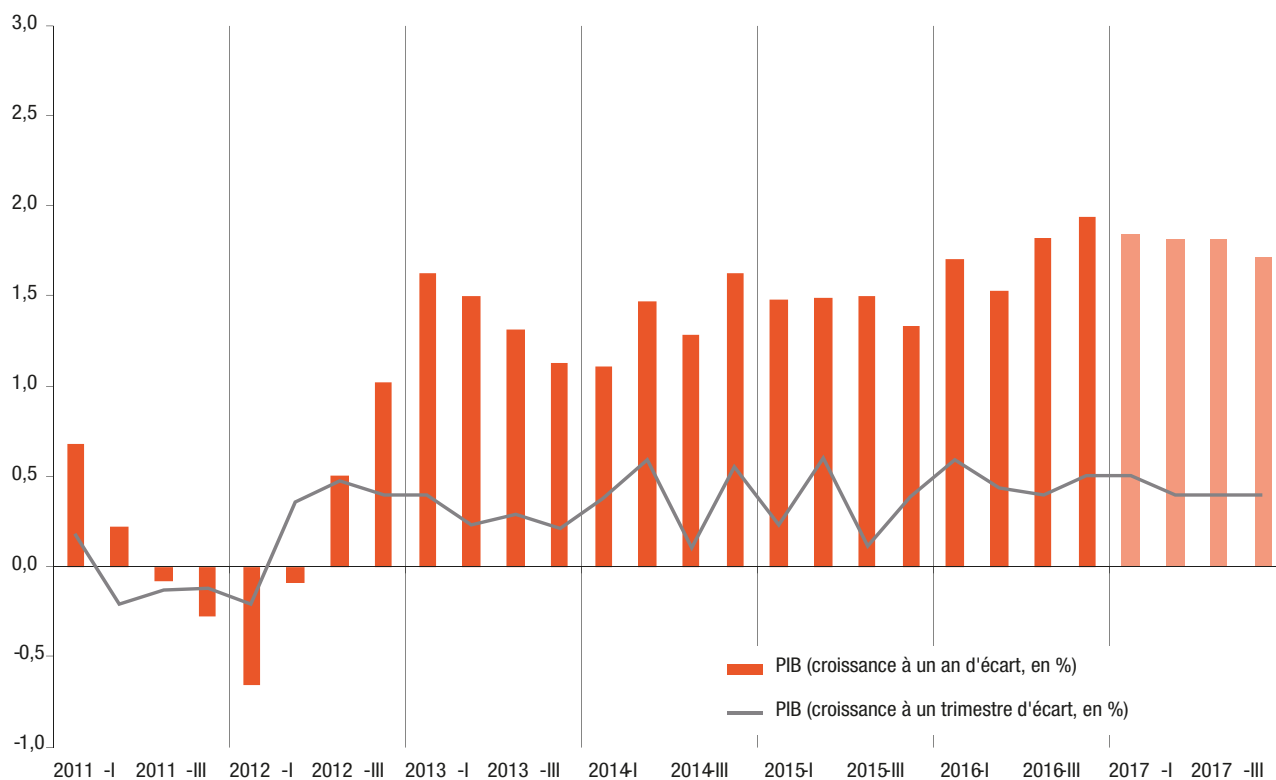
De même, la consommation publique ne contribuerait que faiblement à la croissance de 2017, progressant de +0,2% par rapport à l'année précédente. Elle se relèverait en 2018 pour augmenter de +1,2%. Les investissements publics seraient un peu plus dynamiques (+3,1% en 2017 et +5,3% en 2018 en rythme annuel), tout en restant bien en dessous de la croissance qui a pu être observée par le passé au moment des élections communales et provinciales.

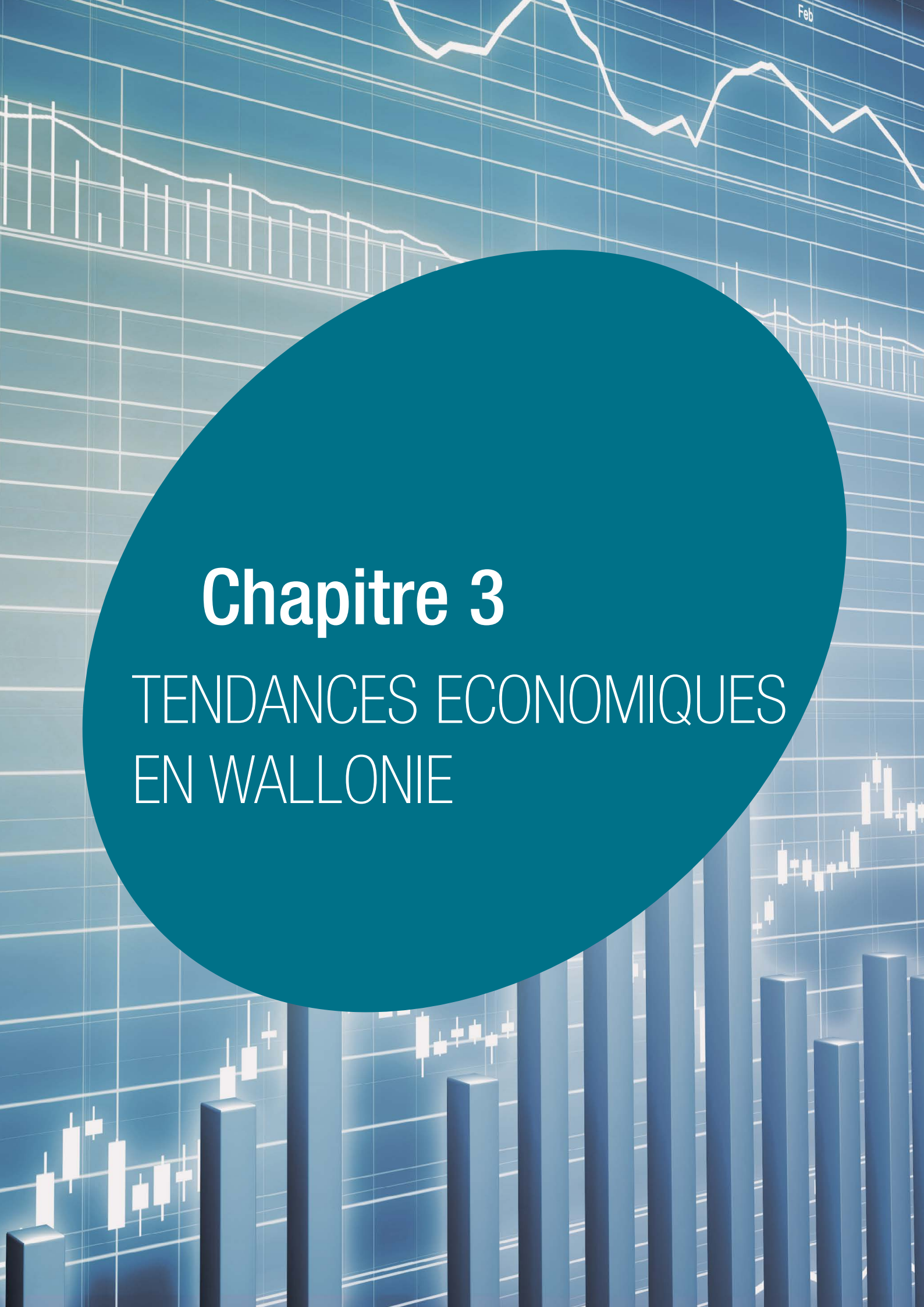
Même si les nombreux licenciements collectifs annoncés en 2016 ont commencé à se concrétiser en cours d'année, la dynamique de la reprise est telle que de nombreux emplois seront nouvellement créés par ailleurs, si bien que nous prévoyons une croissance annuelle moyenne nette de l'emploi de +1,2% en 2017 et +1,1% en 2018.

Graphique 2.14 | Évolution du PIB en Belgique

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. LES COMPTES TRIMESTRIELS N'ÉTANT PAS ENCORE PARUS À L'HEURE DE RÉDIGER CES LIGNES, LA RÉVISION DE LA CROISSANCE DE 2013 À 2016 QUI RESSORT DES DERNIERS COMPTES NATIONAUX DÉTAILLÉS PUBLIÉS EN OCTOBRE 2017 EST INCORPORÉE AU GRAPHIQUE MOYENNANT DES HYPOTHÈSES PROPRES DE TRIMESTRIALISATION.



The background of the slide features a complex financial chart design. It includes a line graph at the top with a jagged white line on a blue grid, and a bar chart at the bottom with blue vertical bars. A large, solid teal circle is positioned in the center, serving as a backdrop for the title text. The overall color scheme is dominated by shades of blue and teal.

Chapitre 3

TENDANCES ECONOMIQUES EN WALLONIE

3.1 L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

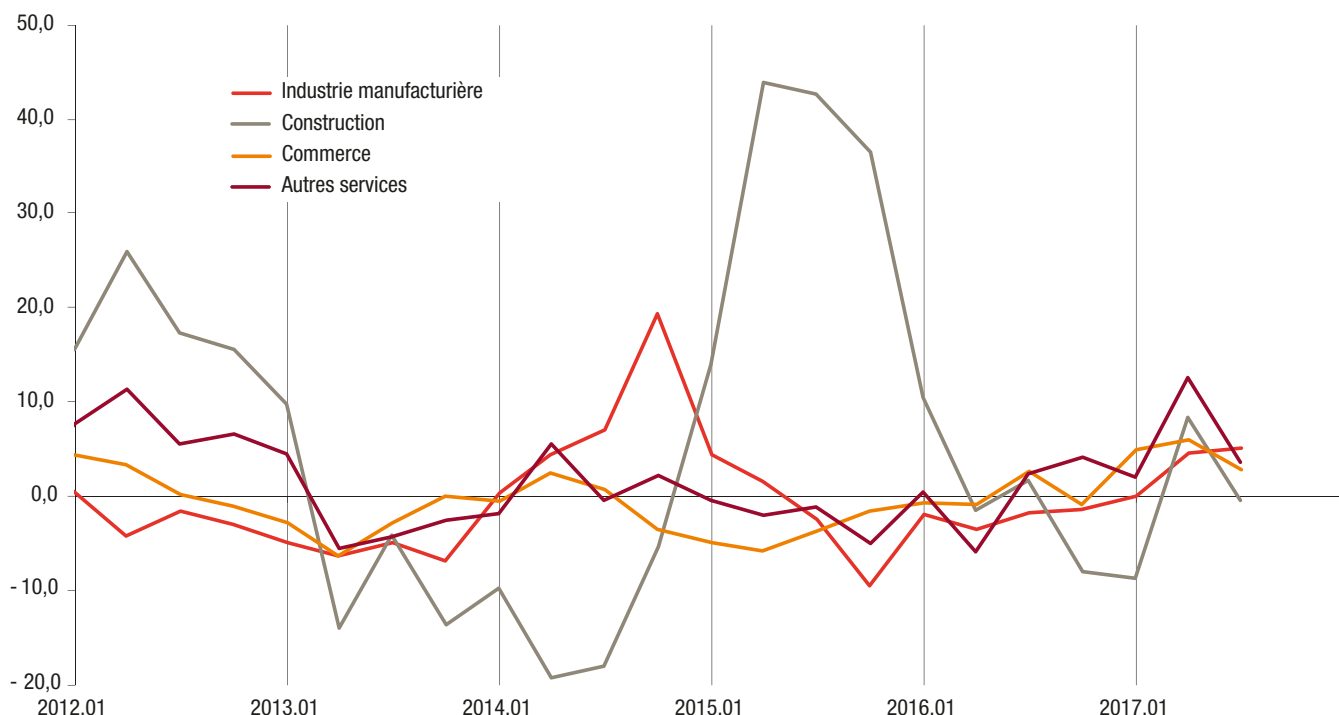
La dernière donnée de PIB disponible pour la Wallonie concerne l'année 2015. Elle est encore établie par l'Institut des Comptes nationaux (ICN) dans sa version provisoire et n'est cohérente qu'avec les comptes nationaux parus en octobre 2016, avant la révision récente d'octobre 2017 donc. Elle fait état d'une croissance économique qui s'est élevée à +0,9% en Wallonie. Dans le contexte d'un rétablissement de l'activité économique touchant progressivement davantage de branches d'activité, cette estimation est une nouvelle fois apparue décevante, en comparaison notamment avec la croissance économique nationale (+1,5%). Comme nous l'indiquions dans notre précédente édition, le déficit wallon dans la reprise en 2015 était en grande partie imputable à un repli de la valeur ajoutée au sein de la branche pharmaceutique, ainsi qu'à l'absence d'un fort regain de valeur ajoutée au sein du secteur énergétique qui était observé dans les deux autres régions. En revanche, les comptes pour 2015 confirment que la croissance économique était enfin en train de se renforcer dans le secteur de la construction et dans les services marchands en Wallonie.

Les données de chiffres d'affaires de la TVA nous permettent de prolonger ces observations pour l'année 2016 et le premier semestre de 2017 (cf. graphique 3.1) et de confirmer le processus graduel de reprise, dont l'indice synthétique de la confiance des entreprises, en augmentation régulière, est également le témoin (cf. graphique 3.2).

Fin 2016, le contexte international relativement peu porteur a pesé sur l'activité industrielle et l'environnement économique en Belgique était caractérisé par une évolution encore contenue de la demande intérieure, qui a donc freiné la relance entamée dans le commerce et les services. Les comptes nationaux font aujourd'hui état d'une croissance économique de l'ordre de +1,5% pour 2016. D'après nos estimations régionales, basées essentiellement sur les données de chiffres d'affaires, la croissance économique en Wallonie pourrait dès lors s'être établie à +1,3% durant la même année. Les informations sectorielles issues de la TVA dont nous disposons semblent en effet indiquer que l'activité serait restée en retrait de celle enregistrée en Flandre ou en moyenne en Belgique dans la plupart des branches d'activité.

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

SOURCE : DG STATISTIQUES – CALCULS : IWEPS



L'activité économique wallonne devrait se renforcer en 2017 et en 2018

Depuis le début de 2017, c'est dans les services marchands que l'amélioration conjoncturelle semble la plus claire en comparaison de l'année précédente, comme le montre aussi la comparaison des courbes synthétiques sectorielles de la confiance des entreprises (cf. graphique 3.2).

En particulier, le secteur du commerce fait état de ventes en progrès au premier semestre, qui va de pair avec la reprise de la consommation des ménages que nous anticipons. Dans les enquêtes de conjoncture de la BNB, malgré une volatilité toujours présente dans ce secteur, l'indice synthétique a dépassé sa moyenne de long terme. La prévision des commandes en hausse très marquée, ainsi que le faible niveau des stocks, plaide également pour un regain d'activité qui devrait perdurer.

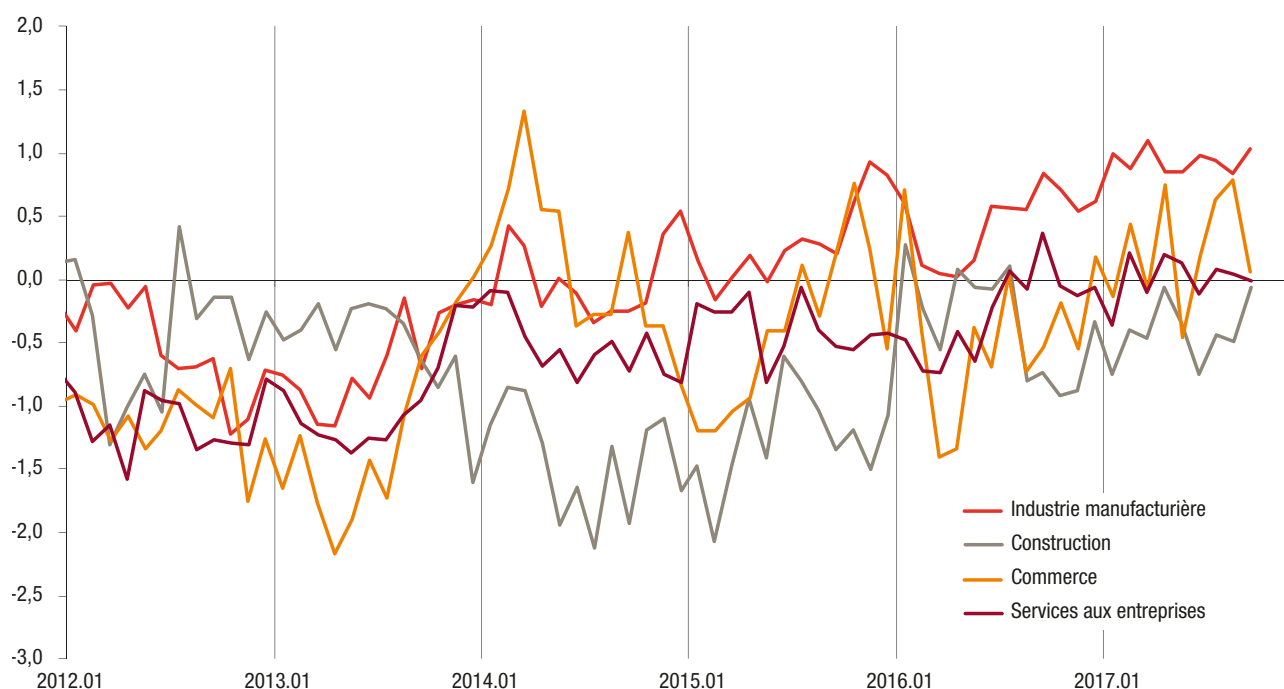
Les entrepreneurs du secteur des services aux entreprises affichent également désormais des niveaux de confiance équivalents à la moyenne de long terme, en progrès par

rapport aux années précédentes. Mi 2016, l'indice global wallon du secteur a comblé l'écart qui le séparait de celui mesuré pour la Belgique et les perspectives de la demande se présentent toujours en progrès. Les statistiques de la TVA sont par ailleurs les plus favorables dans les services marchands hors commerce. Dans les dernières données disponibles portant sur le deuxième trimestre, la croissance à un an d'écart du chiffre d'affaires y est la plus élevée (cf. graphique 3.1).

Dans le secteur de la construction, le chiffre d'affaires a nettement reflué en 2016, corrigeant vraisemblablement des effets d'anticipation qui avaient participé à l'important rebond de 2015 dans le segment résidentiel (cf. section 3.3.1). Le secteur a cependant entamé l'année 2017 sur de meilleures bases d'après les données de la TVA des deux premiers trimestres, laissant entrevoir un retour à la normale, c'est-à-dire des rythmes de croissance de la valeur ajoutée relativement faibles encore, mais positifs. Le redressement du nombre des permis de bâtir en Wallonie au premier trimestre, bien que déjà atténué au deuxième, constitue le signe d'une hausse de la de-

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

SOURCE : BNB - CALCULS : IWEPS



mande adressée à ce secteur en cours d'année 2017. Si les attentes des entrepreneurs du secteur ont connu un net progrès jusqu'à l'été, leurs dernières perceptions se sont montrées plus hésitantes et le niveau global de la confiance dans le secteur reste, contrairement aux autres secteurs, inférieur à sa moyenne de long terme. Compte tenu de l'amélioration attendue de la situation financière des ménages, nous pensons néanmoins que la situation conjoncturelle devrait se rétablir progressivement et favoriser l'expansion des activités de construction l'année prochaine.

Dans l'industrie, les indices de production (cf. graphique 3.3) ont enregistré une progression assez rapide en 2015 et durant la majeure partie de 2016, en dépit de débouchés intérieurs et extérieurs dont la croissance n'était pas encore aussi vigoureuse. Par ailleurs, les ventes, mesurées via les exportations de marchandises ou les chiffres d'affaires à la TVA, affichaient elles aussi une dynamique moins prononcée. Comme nous le discutons dans notre précédente édition, ce constat semble indiquer qu'une reconstitution des stocks a été à l'œuvre l'année passée, soutenant au moins partiellement l'économie régionale et contribuant sans doute à ses bonnes performances en termes d'emplois malgré une croissance plus faible de la demande. Le haut niveau des stocks en 2016, après une forte remontée de ceux-ci, est confirmé par l'appréciation qu'en donnent les industriels dans les enquêtes de la BNB. Aujourd'hui, tant les rythmes de production que l'avis des entrepreneurs sur la hauteur des stocks ont baissé, indiquant que cet effet d'alimentation des réserves a vraisemblablement disparu. Entretemps toutefois, le renforcement graduel des perspectives de la demande s'est poursuivi, au moins jusqu'au premier trimestre de 2017, et les attentes demeurent clairement au-delà de leur moyenne de long terme depuis. Néanmoins, le niveau de ces perceptions semble quand même témoigner de rythmes d'activité industrielle probablement plus faibles qu'avant crise et l'on peut également y déceler un certain plafonnement, à l'instar des constats que l'on peut poser en matière d'exportations.

Engrangeant plusieurs hausses à un trimestre d'écart dans le courant de l'année 2016 et au deuxième trimestre

de cette année, malgré un repli au premier trimestre, les ventes de l'industrie se trouvent à un an d'écart en territoire positif, ce qui n'a pratiquement plus été le cas depuis 2014 (cf. graphique 3.1). Moins rapide qu'alors, la croissance industrielle enregistrée depuis le début de l'année est conforme à l'amélioration des statistiques d'exportations de marchandises au premier semestre de 2017 (cf. section 3.2). La production industrielle semble toutefois s'appuyer proportionnellement davantage sur les biens de consommation, dans un contexte de demande intérieure qui s'avère renforcée (comme l'indique également le graphique 3.3). Depuis le deuxième trimestre de cette année, la production de biens intermédiaires est aussi en progrès sensible. À l'inverse, la production industrielle de biens d'investissement semble rester à la traîne.

Parmi les quatre branches manufacturières les plus importantes de Wallonie, soulignons que l'orientation de la production industrielle s'avère favorable depuis le début de cette année dans les produits métalliques, les biens alimentaires et l'industrie pharmaceutique. L'indice est cependant en recul pour les produits minéraux.

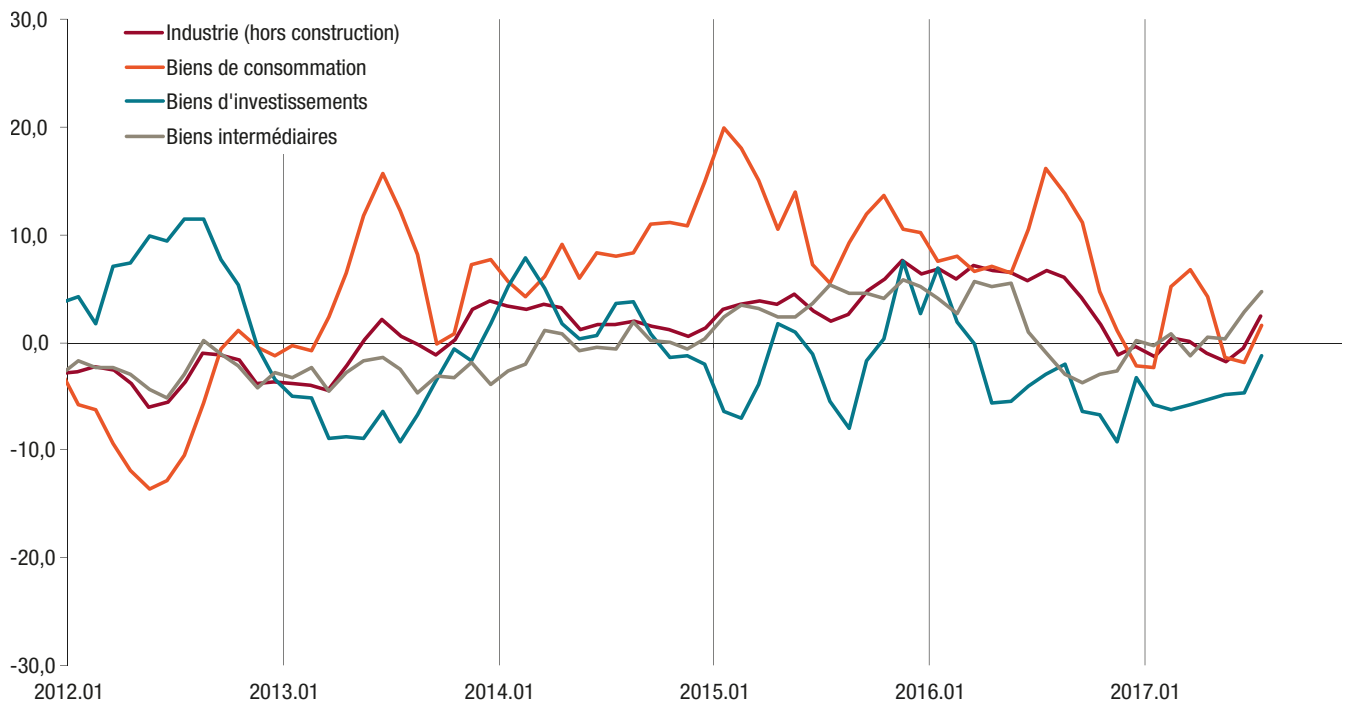
À côté de ces perceptions et constats généralement favorables, et en dépit d'une relative hétérogénéité dans les résultats sectoriels enregistrés jusqu'ici, notre prévision de la croissance économique wallonne se fonde aussi sur les gains importants en termes d'emplois qui ont déjà été engrangés en 2015 et en 2016.

Comme nous l'anticipions déjà au printemps dernier, cette tendance à l'augmentation devrait d'ailleurs se poursuivre, d'après les données de l'ONSS les plus récentes et les intentions d'embauche que formulent les entrepreneurs, même si c'est à un moindre rythme (cf. section 3.4). Ces acquis sur le marché du travail devraient, dans un contexte de regain de confiance des ménages, permettre à la consommation privée de poursuivre sa consolidation, renforçant à son tour la demande adressée aux différents secteurs de l'économie wallonne.

De même, si les entreprises semblent avoir jusqu'ici davantage misé sur l'augmentation de leur main d'œuvre pour rencontrer la demande, une accélération des inves-

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

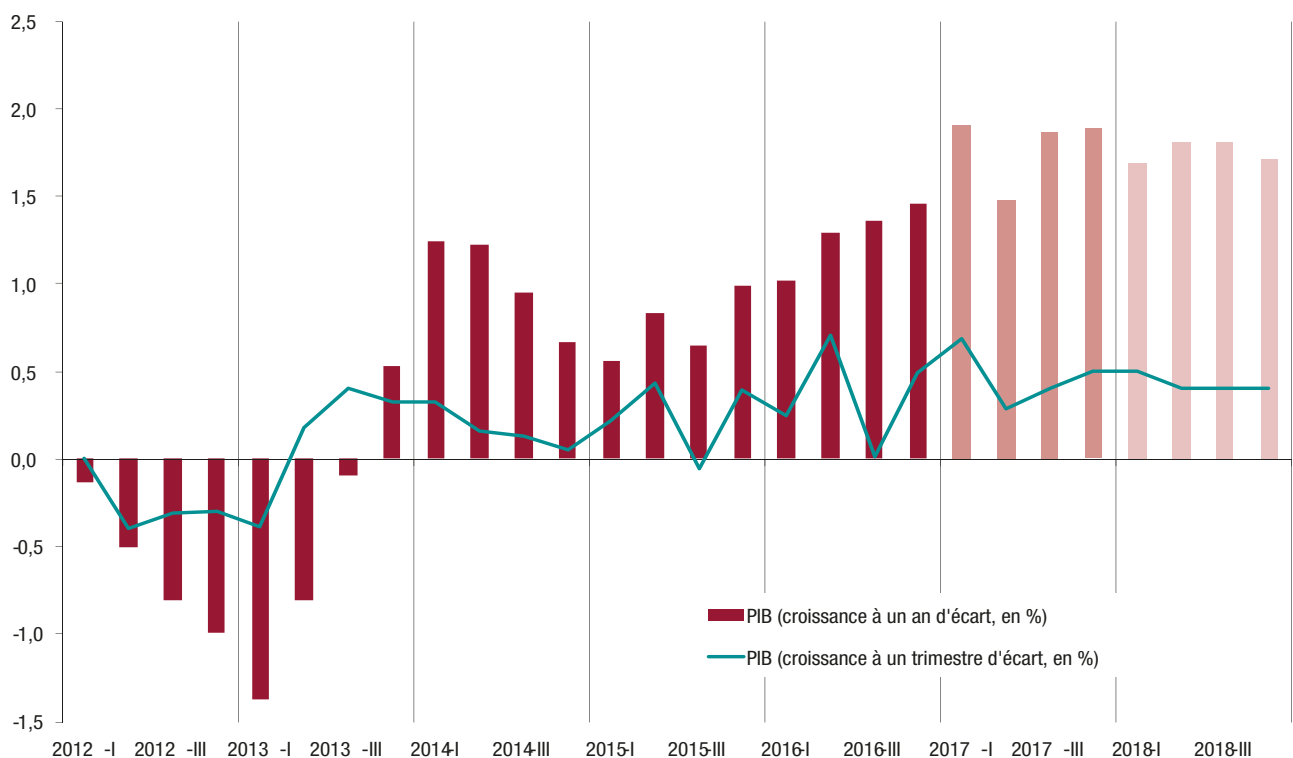
SOURCE : DG STATISTIQUES - CALCULS : IWEPS



Graphique 3.4 | Évolution du PIB en Wallonie

SOURCE : ICN - CALCULS : IWEPS

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



tissements en capital devrait pouvoir se mettre en place grâce à des perspectives de débouchés plus dégagées, notamment à l'échelle de la Zone euro dont la demande intérieure se renforce. C'est en tout cas l'intention que les entrepreneurs paraissent formuler.

Enfin, il n'est sans doute pas inutile de souligner à nouveau que les taux de création d'entreprises, en forte hausse entre mi 2015 et mi 2016, ont quelque peu fléchi depuis lors, mais qu'ils demeurent à des niveaux très élevés durant tout le premier semestre de 2017. Ils dépassent surtout, de loin, les cessations (au rang desquelles se trouvent principalement les faillites) qui ont certes légèrement augmenté durant les derniers mois, mais demeurent à des niveaux inférieurs à la moyenne des dix dernières années. Il se dégage donc de ces statistiques démographiques un bilan net toujours très favorable aujourd'hui, en particulier lorsqu'on inclut les indépendants, reflet d'une activité économique régionale dynamique.

Selon notre scénario, la croissance du PIB s'établirait à +1,7% en moyenne annuelle en 2017, avec une croissance proche de +0,5% par trimestre.

En 2018, on assisterait à un léger ralentissement de la croissance trimestrielle, en raison d'une contribution de la demande extérieure qui se tasserait dans un contexte de normalisation attendue de la croissance des échanges commerciaux au sein de la Zone euro. En moyenne annuelle, le PIB progresserait ainsi de +1,8% l'année prochaine.

3.2 COMMERCE EXTÉRIEUR

Les données mensuelles relatives aux exportations de marchandises compilées par la BNB (Comext) tendent à montrer que les exportations wallonnes ont affiché une évolution globalement favorable au cours des mois récents (cf. graphique 3.5), dans un contexte d'amélioration franche de la conjoncture internationale. Il apparaît ainsi que sur l'ensemble des trois derniers mois d'observation (mai à juillet 2017), les exportations wallonnes de marchandises, mesurées en volume, ont progressé de +4% par rapport à la même période de l'année précédente. Les exportations wallonnes semblent avoir surtout tiré parti du sensible renforcement de la croissance en Zone euro constaté depuis la fin 2016, notamment celle des deux principaux marchés à l'exportation de la Wallonie que sont la France et l'Allemagne. En effet, au deuxième trimestre de 2017, la croissance sur un an des exportations de marchandises (données en valeur) vers ces deux pays s'est inscrite à un niveau de respectivement +8% et +15%. En termes de produits, les exportations wallonnes ont été à nouveau stimulées par les produits pharmaceutiques, dont la croissance est de +23% (en valeur) au deuxième trimestre de 2017. Plus globale-

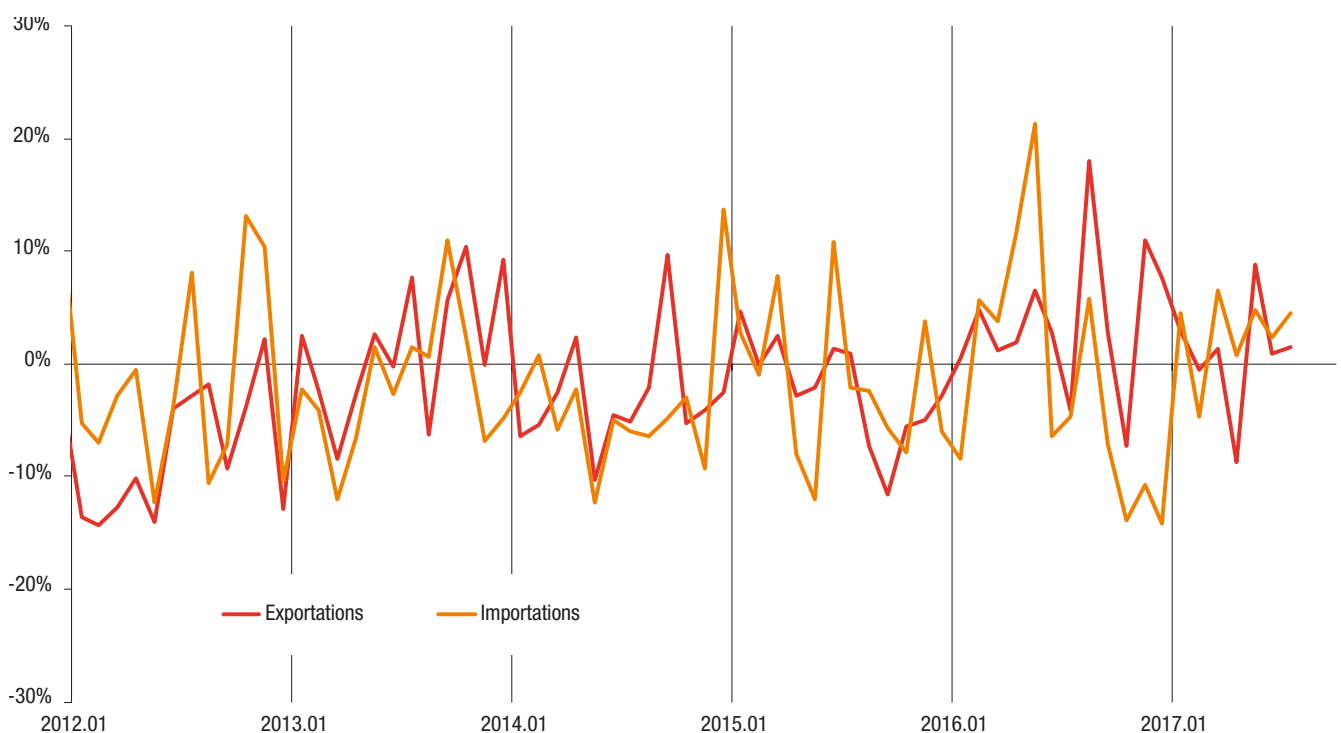
ment, il ressort que les exportations d'une série de produits dont la demande répond davantage à des facteurs d'ordre conjoncturel ont également connu une évolution relativement favorable au cours des derniers mois. Il en va ainsi notamment de la catégorie des produits minéraux et des métaux dont la croissance sur un an dépasse +15% au deuxième trimestre de 2017.

Après avoir affiché un recul sensible dans le courant de l'année 2016, la croissance des importations de marchandises a franchement rebondi au cours des derniers mois d'observation, si bien que leur évolution apparaît à présent beaucoup plus en phase avec celle des exportations, ce qui est traditionnellement le cas en raison de la composante élevée en biens importés des exportations.

Les perspectives de croissance des exportations wallonnes pour les trimestres à venir apparaissent toujours bien orientées. En effet, la reprise économique au niveau mondial se consolide et une bonne dynamique de croissance de la demande interne semble s'être installée en Zone euro, ce qui est un élément très favorable pour les

Graphique 3.5 | Variation à un an d'écart des exportations et des importations en volume

SOURCE : BNB – CALCULS : IWEPS



exportateurs wallons. En particulier, le raffermissement amorcé des dépenses d'investissements productifs en Zone euro devrait favoriser à l'avenir les échanges commerciaux intraeuropéens dont bénéficient traditionnellement les entreprises industrielles wallonnes largement intégrées dans des chaînes de valeur à l'échelle européenne. Les enquêtes réalisées par la BNB auprès des industriels wallons laissent ainsi apparaître une appréciation très favorable quant au niveau actuel de leur carnet de commandes à l'exportation (cf. graphique 3.6). Cet indicateur semble en effet se stabiliser au cours des derniers mois à un niveau très élevé dans une perspective post-crise.

Dans ce contexte, la croissance des exportations devrait rester robuste en deuxième partie d'année 2017, si bien que la croissance annuelle moyenne des exportations wallonnes en volume atteindrait selon nos projections +4,0% sur l'ensemble de l'année. Cette prévision est notamment conforme avec le raffermissement de la croissance de la demande potentielle adressée à la Wallonie qui est attendue sur l'ensemble de l'année 2017, si l'on en croit le dernier exercice de projection économique réalisé par le FMI en octobre de cette année (cf. graphique 3.7).

En 2018, malgré le nouveau renforcement attendu de la croissance économique mondiale, la croissance de la demande potentielle adressée à la Wallonie se tasserait légèrement, principalement en raison de deux éléments. D'une part, la croissance dans les principales économies de la Zone euro devrait légèrement se modérer par rapport au rythme relativement soutenu constaté lors du premier semestre de 2017. D'autre part, un tassement sensible de la croissance économique est attendu au Royaume-Uni, ce pays constituant le cinquième plus grand marché à l'exportation des entreprises wallonnes. Dès lors, la croissance des exportations wallonnes se tasserait également en 2018 pour s'établir à un niveau de l'ordre de +3,8%, soit une performance parfaitement en ligne avec la progression des marchés potentiels (cf. gra-

phique 3.7). Selon notre scénario, les entrepreneurs wallons devraient ainsi préserver leurs parts de marché sur les marchés internationaux malgré l'appréciation sensible de l'euro constatée au cours des mois récents. Ceux-ci bénéficieraient en effet selon nous de l'amélioration passée de leur rentabilité, notamment grâce aux mesures de modération salariale mises en place au niveau fédéral, pour amortir les effets néfastes de l'appréciation de l'euro sur leur compétitivité-prix.

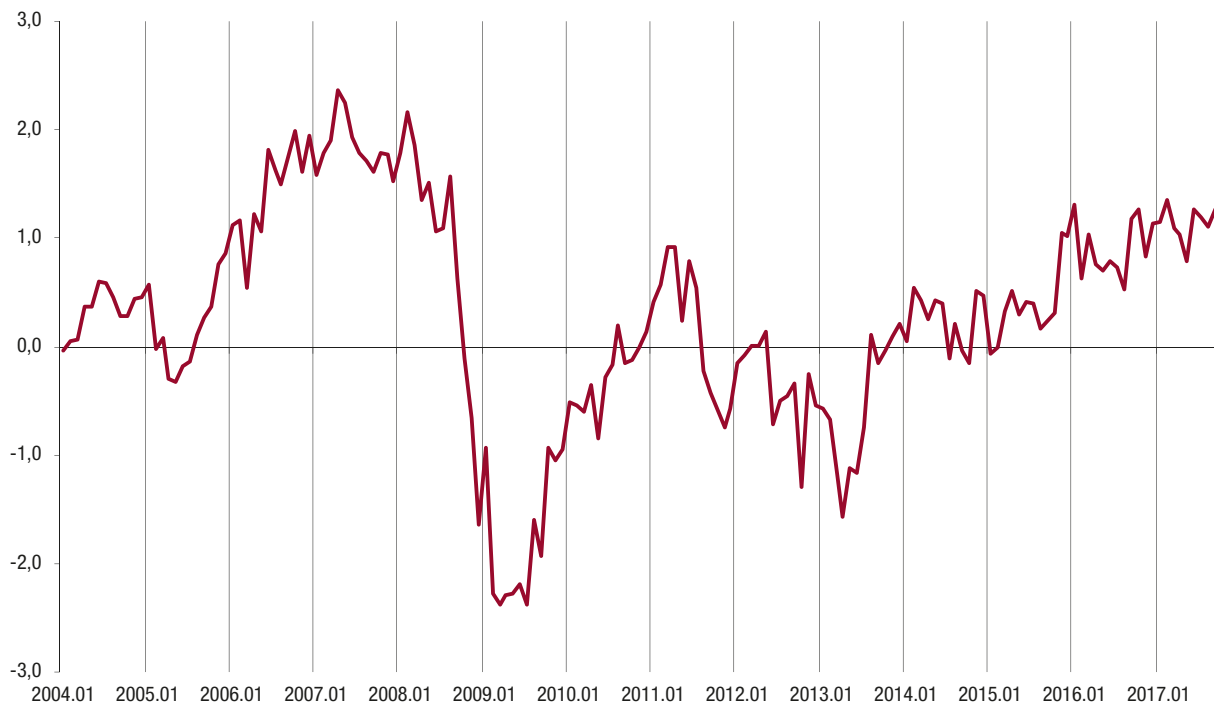
La croissance des importations de biens intermédiaires devrait rester robuste dans les trimestres à venir, en lien avec l'évolution attendue des exportations. En outre, la poursuite d'une croissance soutenue des dépenses de consommation des ménages et le redressement en cours des dépenses d'investissements productifs devraient soutenir davantage la demande wallonne pour des biens importés, si bien que le rythme de croissance trimestriel des importations dépasserait progressivement celui des exportations dans les trimestres à venir.

En résumé, la croissance annuelle moyenne des exportations wallonnes totales (flux de biens et services, ajustés aux comptes nationaux) s'établirait à +4,0% en 2017 et +3,8% en 2018, tandis que celle des importations serait de +3,9% en 2017 et de 4,7% en 2018. Selon ces projections, la contribution du commerce extérieur à la croissance économique de la Wallonie serait de 0,3 point de croissance en 2017 et deviendrait légèrement négative en 2018, à hauteur de -0,1 point de croissance.

Notons qu'en dépit d'un contexte généralisé de reprise au niveau mondial, notre scénario table donc sur des rythmes de croissance demeurant sensiblement en deçà de ceux affichés avant crise. Il apparaît ainsi de plus en plus clairement que les participants aux activités du commerce international doivent à présent s'accommoder d'un nouveau régime de croissance moins soutenu des échanges à l'échelle globale.

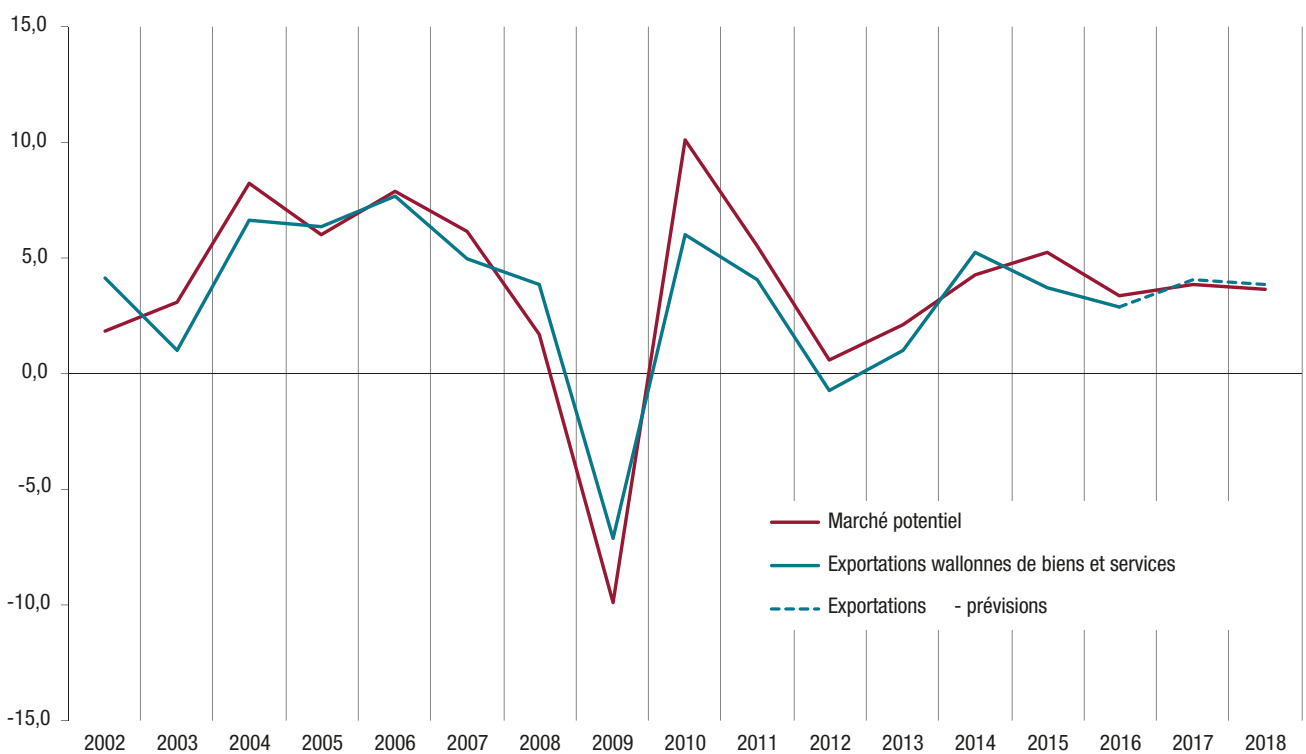
Graphique 3.6 | Industrie manufacturière : appréciation du carnet de commandes à l'exportation

SOURCE : BNB – CALCULS : IWEPS



Graphique 3.7 | Évolution des marchés potentiels des exportations wallonnes (sur la base des prévisions d'importations des partenaires)

SOURCE : FMI, BNB – CALCULS : IWEPS



3.3 LA DEMANDE INTÉRIEURE

3.3.1. Les ménages

La demande intérieure émanant des ménages devrait apporter la contribution la plus importante à la croissance du PIB wallon en 2017 et en 2018. Dans un contexte de confiance retrouvée, de croissance des revenus, d'inflation en baisse et de taux d'intérêt bas, les dépenses de consommation des particuliers sont appelées à se raffermir et leurs investissements à se redresser.

Le net raffermissement de la confiance

La confiance des acteurs économiques, ménages ou entreprises, est un facteur difficile à cerner, en raison de sa composante émotionnelle. De nombreux travaux attestent toutefois de l'importance de la confiance comme déterminant des comportements de dépenses des opérateurs économiques.

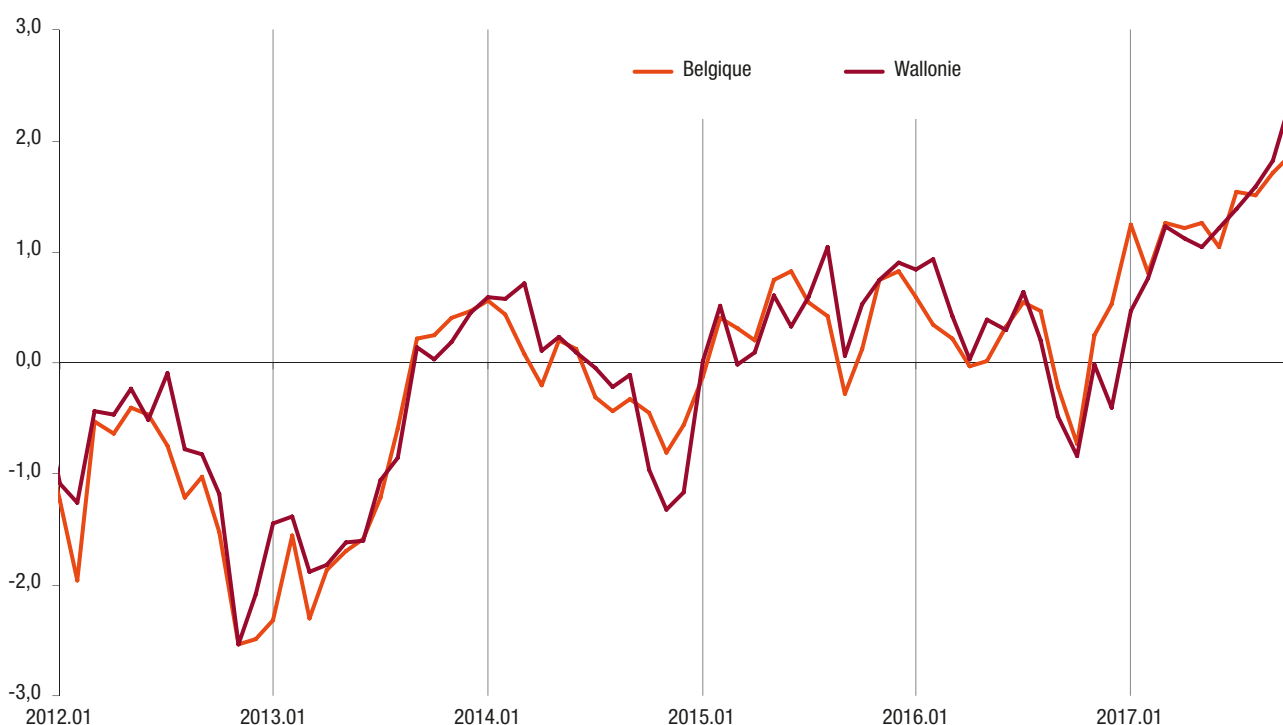
Depuis le début de l'année, le moral des ménages wallons est au beau fixe. L'opinion des ménages quant à

leur environnement économique global, telle qu'elle est mesurée par l'indicateur synthétique de confiance issu des enquêtes auprès des consommateurs, s'est en effet fortement améliorée. Le redressement de l'indicateur de confiance synthétique, qui a atteint en juillet un niveau élevé (cf. graphique 3.8), comparable au pic conjoncturel de 2007, témoigne d'un net regain d'optimisme de la part des ménages, lié principalement à un raffermissement de leurs perspectives concernant le contexte macroéconomique, mais aussi, dans une moindre mesure, de leur situation financière.

Depuis la fin de l'année dernière, les appréhensions des consommateurs quant à la menace du chômage ont nettement reflué. Cette meilleure appréciation de la situation du marché du travail devrait avoir apporté un soutien aux dépenses de consommation des ménages au cours du premier semestre, l'indicateur partiel relatif à ces questions dans les enquêtes auprès des consommateurs wallons étant bien corrélé avec les données de consommation.

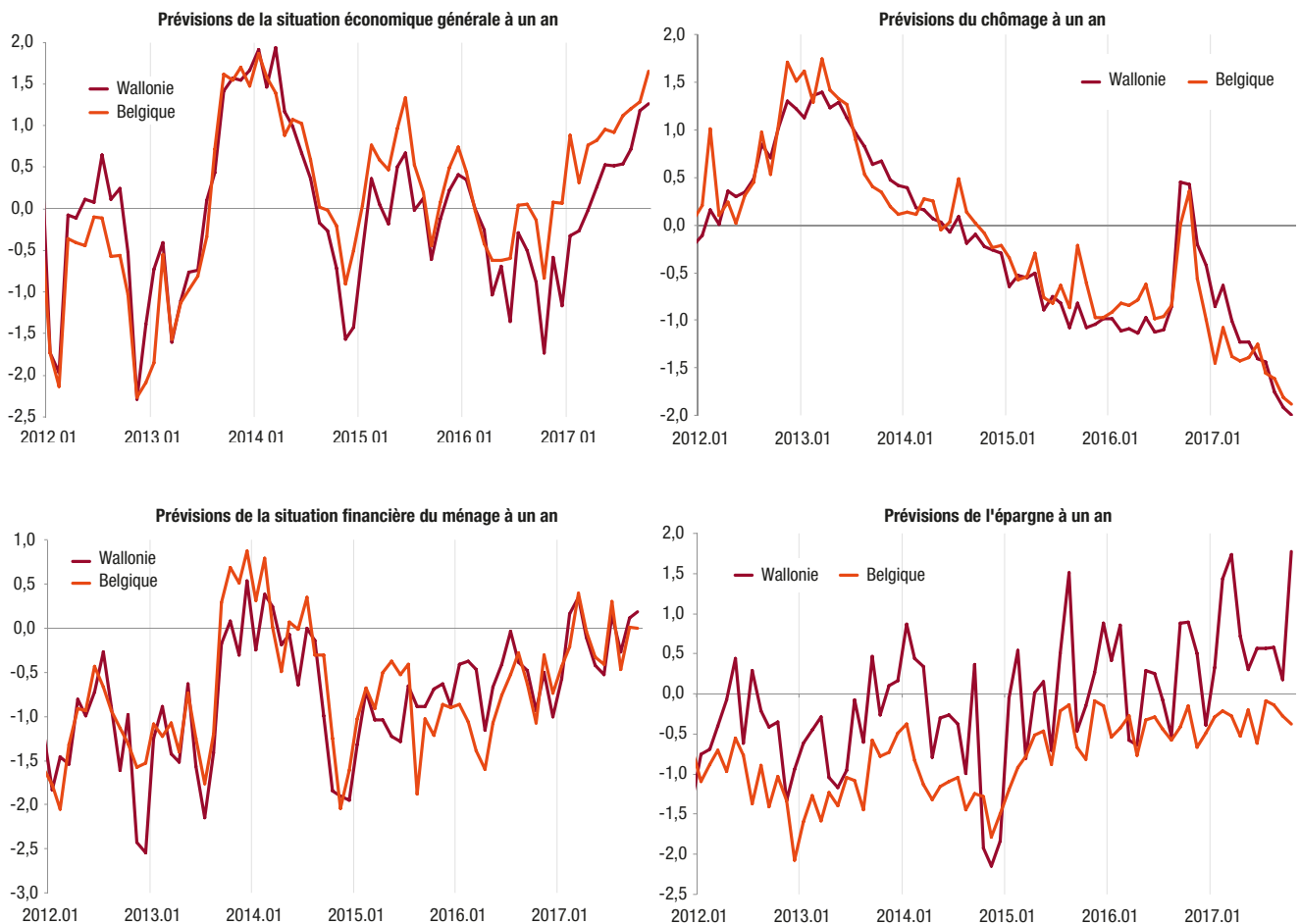
Graphique 3.8 | Confiance des ménages - Indicateurs synthétiques - moyennes centrées réduites

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



Graphique 3.9 | Enquête auprès des consommateurs wallons – moyennes centrées réduites

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



L'apaisement des risques liés au chômage a vraisemblablement contribué à renforcer la perception plus favorable des consommateurs quant à la situation économique en Belgique. Le sous-indicateur de l'enquête de confiance portant sur les anticipations que forment les ménages quant à l'évolution de l'environnement macroéconomique s'est ainsi redressé tout au long du premier semestre et encore durant l'été.

Confiants dans l'amélioration du contexte macroéconomique, les ménages wallons témoignent d'un regain d'optimisme plus modéré et volatil sur les aspects microéconomiques, touchant en particulier à leur situation financière personnelle. Les résultats des enquêtes font ainsi état d'un repli de cette composante de la confiance au cours

du printemps dernier, puis encore en août. Sur l'ensemble de l'année pourtant, le sentiment des ménages quant à leurs capacités financières actuelle et attendue tend globalement à s'améliorer. Un optimisme que semble confirmer l'évolution favorable de l'indicateur concernant les intentions des consommateurs à procéder à des achats importants au cours des douze prochains mois.

Selon notre scénario prévisionnel, dans un climat général marqué par un raffermissement de la confiance des consommateurs, la situation favorable sur le marché du travail (cf. section 3.4) se traduirait cette fois par une hausse sensible des revenus et une consolidation de la reprise de la consommation privée au cours des années 2017 et 2018.

Accélération des revenus des ménages wallons

La baisse du revenu réel des ménages avait pris fin dès 2015, dans la foulée de la reprise des embauches. Cependant, la croissance du pouvoir d'achat semble être restée modeste en 2015 et en 2016, continuant dès lors à peser, notamment dans une perspective internationale, sur la croissance des dépenses privées. Selon notre scénario pour 2017 et 2018, le revenu disponible des ménages devrait cette fois enregistrer une croissance plus ferme, dépassant +3% par an en termes nominaux et reposant désormais sur une évolution positive de la plupart de ses composantes. Nos attentes pour 2017 et 2018 sont synthétisées au tableau 3.1.

La prévision repose d'abord sur le scénario, décrit à la section 3.4, concernant l'emploi, notamment salarié, qui table sur une progression robuste de l'emploi en 2017 qui se prolongerait en 2018³. Principal élément du revenu agrégé des ménages wallons, la rémunération des salariés profiterait non seulement de la hausse de l'emploi, mais aussi de l'augmentation attendue des salaires bruts par tête. Nous tablons en effet sur une hausse nominale de +2,0% par an en 2017 et en 2018 des salaires par tête en Wallonie. De cette façon, le salaire moyen continuerait à croître légèrement moins vite en Wallonie qu'à l'échelle nationale, comme on le constate tendanciellement. À l'échelle du pays, la hausse nominale par tête atteindrait +2,2% par an. Cumulée sur les deux années de notre prévision (2017-2018), la hausse s'élève donc à +4,4% en termes nominaux et à +1,1% une fois l'évolution attendue de l'inflation déduite. Dans un contexte de stabilisation de la durée moyenne du travail (après la hausse de 2016), ce scénario est conforme à la norme salariale horaire cumulée de +1,1% hors indexation qui est issue de l'accord interprofessionnel pour 2017-2018.

Les autres revenus primaires des ménages wallons ne seraient pas en reste. Ainsi, rompant enfin en 2017 avec la dynamique de repli des années précédentes, les revenus nets de la propriété devraient également croître

à un rythme proche de +3% l'an, apportant donc une contribution positive à l'ensemble des revenus des ménages wallons après avoir longtemps grevé ces derniers dans un environnement de taux bas et de versements réduits de dividendes. Outre l'effet richesse qu'il procure, le redressement de ce type de revenus devrait également soulager quelque peu la pression exercée par les ménages wallons sur leur taux d'épargne, puisqu'il s'agit de ressources qui sont généralement davantage thésaurisées. Quant au revenu mixte, il devrait continuer à profiter de la bonne tenue de l'emploi indépendant.

L'évolution attendue de l'ensemble des transferts (qui permettent de passer des revenus primaires au revenu disponible) nous laisse même envisager une croissance plus rapide encore du revenu disponible (plus de +3,0%) que du solde des revenus primaires (+2,8% à +2,9%). Dans un contexte de reprise économique, ce soutien important ne provient logiquement pas des revenus de remplacement et autres prestations sociales, bien que leur croissance soit aussi appréciable. D'un côté, en effet, les allocations de chômage (et de prépensions) accusent naturellement une forte chute, renforcée suite aux modifications réglementaires. D'un autre côté, en raison des évolutions démographiques attendues, le nombre de retraités, et donc les pensions, devrait enregistrer une accélération à court terme. De plus, la vive croissance des allocations de maladie-invalidité observée depuis une dizaine d'années devrait se poursuivre (IWEPS-IBSA, SVR, BFP, 2017).

En revanche, l'évolution des prélèvements fiscaux apparaît plus déterminante dans le profil de croissance attendue des revenus des ménages wallons. En effet, plusieurs mesures liées au « Tax shift » du Gouvernement fédéral touchent à l'impôt des personnes physiques. Après une pause relative en 2017 dans ce processus de réforme fiscale, une nouvelle phase de baisse de l'IPP est prévue en 2018 (ainsi qu'en 2019). Elle concerne des montants légèrement plus faibles que ceux enregistrés en

³ En complément de la prévision d'emploi et de salaires, la prévision de la plupart des autres composantes du revenu, en particulier celles affectées par les mesures de politique économique telles que les transferts (impôts et sécurité sociale), est issue des Perspectives économiques régionales (2017-2022), parues en juillet dernier (IWEPS, IBSA, SVR et BFP), adaptées à la suite des dernières publications disponibles de l'ICN, soit les comptes nationaux et le Budget économique.

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

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

NOTE : (*) LE DÉFLATEUR NATIONAL DE LA CONSOMMATION PRIVÉE S'ÉLÈVE À +1,6% EN 2016, +2,1% EN 2017 ET À +1,2% EN 2018, SELON LA DERNIÈRE PRÉVISION DE L'ICN.

	Structure en % du revenu primaire			Croissance nominale en %		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Excédent d'exploitation et revenu des indépendants	10,4	10,5	10,6	1,2	3,6	3,4
Rémunération des salariés	81,2	81,2	81,1	0,9	2,7	2,9
dont salaires et traitements bruts	59,4	59,5	59,5	2,0	2,9	3,0
Revenus nets de la propriété	8,3	8,3	8,3	-2,3	2,8	2,8
Solde des revenus primaires	100,0	100,0	100,0	0,6	2,8	2,9
Prestations sociales (hors transferts sociaux en nature)	35,4	35,3	35,2	2,3	2,6	2,4
Autres transferts courants nets	-1,1	-0,9	-1,0	-	-	-
Impôts courants	-19,7	-19,8	-19,2	-0,7	2,9	-0,2
Cotisations sociales	-31,4	-31,2	-31,2	-1,1	2,2	2,7
Revenu disponible nominal	83,1	83,4	83,8	2,5	3,1	3,4
Revenu disponible réel (*)	-	-	-	0,9	1,2	2,3

2016, soit près de 1,5 milliard d'euros pour l'ensemble du pays. Il s'agit principalement de la poursuite des mesures d'aménagement des barèmes fiscaux (suppression de la tranche de 30%, élévation du seuil d'imposition de 45% et de la quotité exemptée d'impôt) ou encore de la hausse des frais professionnels, et ce, malgré la non-indexation prévue de certains plafonds de dépenses fiscales (cf. BNB, 2017, Incidence macro-économique et budgétaire du scénario de Tax-shift révisé par le cabinet du ministre des Finances et comparaison avec l'exercice de novembre 2015). En conséquence, la diminution des impôts courants (-0,7% en 2016) devrait marquer un temps d'arrêt cette année. Avec des taux d'IPP stabilisés, la progression des prélèvements directs de +2,9% reflèterait donc l'augmentation franche de la base imposable. Les prélèvements fiscaux repartiraient à la baisse en 2018 (-0,2%), à la faveur des nouveaux allègements prévus.

Au final, si le rétablissement du marché du travail devait permettre au revenu disponible de croître nettement dès 2017 en termes nominaux, le rebond de l'inflation devrait toutefois éroder le pouvoir d'achat réel des particuliers. Le revenu disponible réel n'enregistrerait donc encore cette année qu'une progression modérée, de +1,2%. En 2018, en revanche, la croissance réelle du revenu des

ménages pourrait atteindre +2,3%, car elle bénéficierait alors pleinement des nouvelles baisses d'impôt et du repli de l'inflation (cf. ci-après).

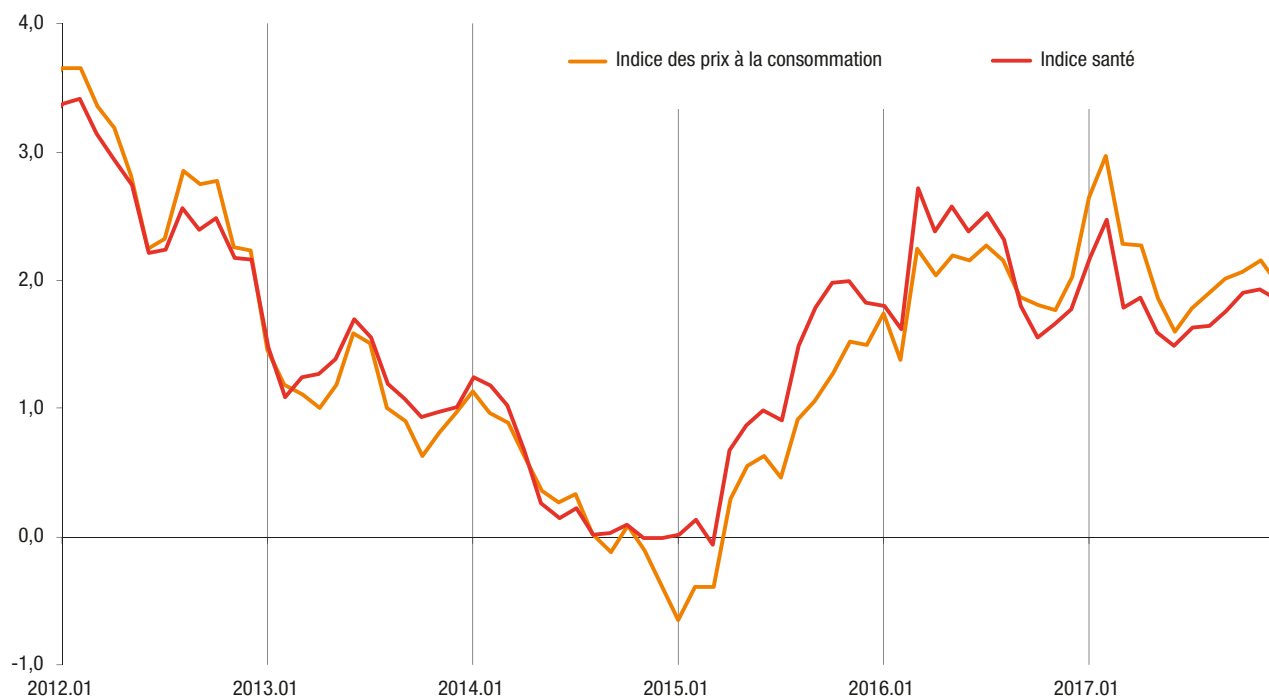
Ralentissement attendu de l'inflation en 2018

Depuis le début de l'année 2017, l'évolution de l'inflation globale se décompose en trois temps. Au cours du premier trimestre, la vive progression de l'indice des prix à la consommation s'inscrivait dans le prolongement de la hausse observée dès la fin 2016. En février dernier, la croissance de l'indice des prix à la consommation atteignait ainsi +3,0%. Les taux d'inflation se sont ensuite globalement repliés au cours du premier semestre, pour s'établir en juin à +1,6%. Enfin, au cours de l'été, les rythmes de progression des prix se sont à nouveau légèrement accélérés. En septembre, le taux d'inflation d'ensemble atteignait +2,0%.

Cette évolution est dans une large mesure imputable à l'inflation des prix énergétiques. En début d'année, le fort accroissement de la contribution énergétique prolonge un mouvement haussier entamé au cours du dernier trimestre 2016 suite au renchérissement du cours du pétrole. Depuis le deuxième trimestre, la dissipation des effets de base ayant influencé l'inflation des prix énergé-

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

SOURCES : DG STATISTIQUE (INDICES JUSQU'À SEPTEMBRE 2017), BFP (PRÉVISION).



tiques jusqu'en début d'année a alors contribué à ralentir le rythme de progression de l'indice des prix à la consommation. Les taux d'inflation se sont ainsi globalement repliés jusqu'en juin. Au cours de l'été, les rythmes de progression des prix se sont à nouveau accélérés, sous l'effet d'un nouveau redressement des prix des carburants.

L'inflation des produits alimentaires, qui s'était nettement accélérée en 2016, sous l'effet notamment du relèvement de certaines accises, a retrouvé un rythme modéré plus habituel.

L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors prix des biens énergétiques ou alimentaires, modérée en début d'année, s'est globalement inscrite en hausse depuis le second trimestre, à mesure que s'estompent les effets de la politique de modération salariale menée ces dernières années. L'inflation sous-jacente, qui traduit la dynamique

profonde des coûts de production, tend traditionnellement à s'ajuster à l'évolution de ceux-ci avec un retard, les entreprises préférant d'abord adapter leurs politiques de marges bénéficiaires.

Sur l'ensemble de l'année 2017, l'inflation s'établirait à +2,1%, un rythme comparable à la nette accélération des prix enregistrée en 2016 (+2,0%), en partie en raison d'un niveau de départ élevé. En 2018, le raffermissement attendu de la demande globale devrait renforcer les tensions inflationnistes sous-jacentes. En revanche, l'inflation globale devrait se replier, jusqu'à +1,2%, principalement en raison de la stabilisation des prix des produits pétroliers⁴.

Selon les estimations du Bureau fédéral du Plan, la progression de l'indice santé, utilisé pour l'indexation des salaires et allocations sociales, serait de +1,8% en 2017

⁴ En l'absence de mesures compensatoires éventuelles, non encore annoncées, la suppression de la « contribution au Fonds Énergie » de la Région flamande devrait fortement modérer l'inflation d'ensemble de la Belgique.

⁵ L'estimation du Bureau fédéral du Plan est réalisée sur la base d'une hypothèse de prix du pétrole égal à 54 dollars le baril en moyenne en 2017 et 57 dollars le baril en 2018 et d'un taux de change euro/dollar fixé à 1,13 et 1,20 respectivement pour cette année et pour l'année prochaine.

et +1,3% en 2018⁵. L'indice pivot a été dépassé en mai 2017, de sorte que les allocations sociales et les salaires dans la fonction publique ont été adaptés au coût de la vie, en d'autres termes augmentés de +2,0%, respectivement en juin et en juillet dernier. L'indice pivot ne devrait plus être dépassé, ni en 2017 ni en 2018.

La croissance des dépenses de consommation appelée à se raffermir

En 2017, la bonne tenue du marché du travail et le raffermissement de la confiance des ménages devraient créer les conditions d'une hausse plus significative des dépenses de consommation des particuliers (+1,5%). Dans ce contexte, les ménages seraient amenés à abaisser une nouvelle fois leur taux d'épargne (-0,2 point). Bien que cette ponction soit vraisemblablement moins marquée qu'au niveau belge (-0,4 point), le taux d'épargne des ménages wallons passerait légèrement sous la barre des 8%.

Ce faible niveau d'épargne, inférieur en tout cas à celui enregistré en Belgique dans son ensemble (11% du revenu), explique que l'évolution de la consommation des ménages wallons est aujourd'hui davantage guidée par l'évolution de leurs revenus. Leurs dépenses paraissent moins pouvoir être lissées par les revenus du patrimoine qu'à l'échelle nationale. Ce constat se traduit ces dernières années par des mouvements plus restreints du taux d'épargne.

Cette différence se marquerait encore en 2018. En effet, à la faveur du redressement des revenus de la propriété, les ménages wallons devraient être en mesure de reconstituer une partie de leur épargne. Le taux d'épargne wallon augmenterait de +0,2 point, un rythme moins rapide que dans l'ensemble du pays (+0,4 point). Ce regain ne devrait toutefois pas empêcher la consolidation des dépenses de consommation, dont la croissance profiterait de la progression sensible du pouvoir d'achat et d'un haut degré de confiance. Selon ce scénario, la consommation privée se renforcerait donc encore en 2018, pour atteindre un rythme de croissance de l'ordre de +2,0%.

Nouveau recul des investissements résidentiels en 2016 et en 2017

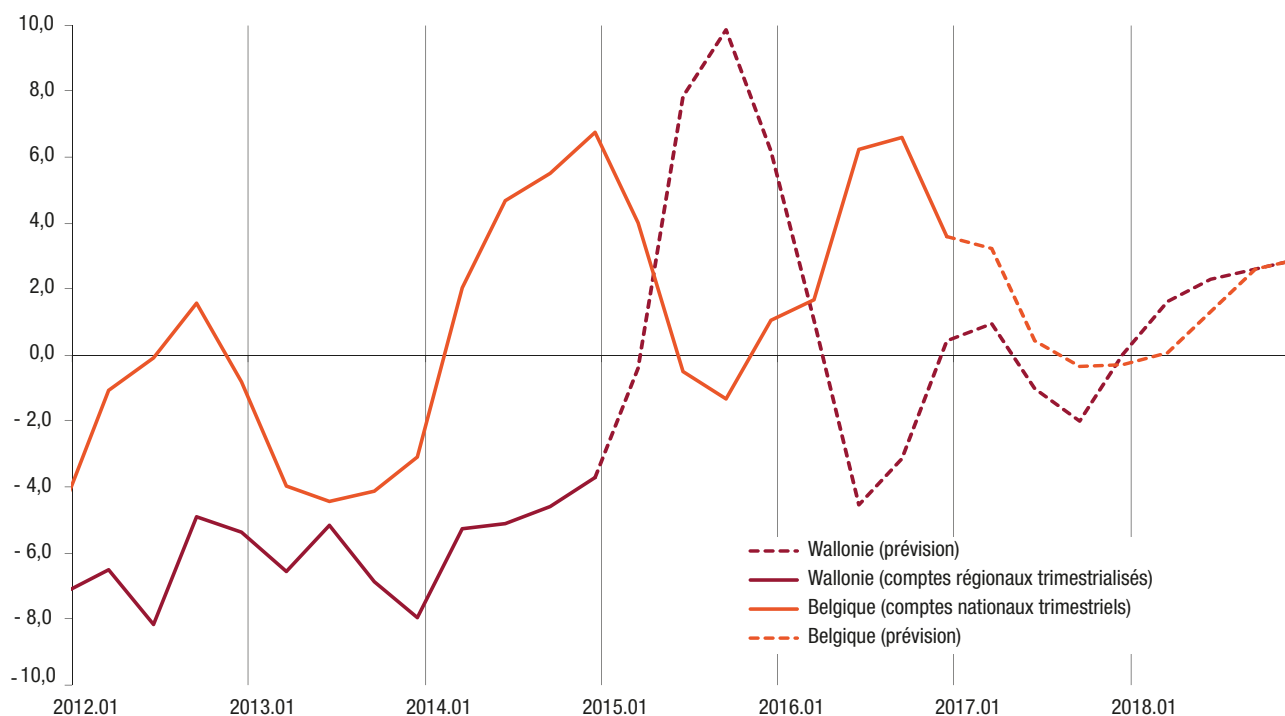
En matière d'investissement en logements, les dernières observations publiées par l'Institut des Comptes nationaux (ICN) dans les comptes régionaux portent sur l'année 2014. Ces données indiquent que le recul en termes réels enregistré durant plusieurs années successives s'est encore poursuivi en Wallonie. En 2014 pourtant, une nette reprise avait déjà été enregistrée à l'échelle du pays. Nous estimons que la reprise nette s'est produite seulement en 2015 dans la région. Pour cette année 2015, notre estimation s'élève à +5,8%. Elle se fonde sur une ventilation régionale des données des comptes nationaux sur la base des statistiques des travaux commencés pour la construction ou la transformation de logements. Les mises en chantier constituent en effet le point de départ de l'investissement résidentiel dont la dépense s'échelonne ensuite en moyenne sur une période d'une dizaine de mois. En Wallonie, cette statistique avait cessé de se détériorer au cours du dernier trimestre de l'année 2014 et l'évolution de cet indicateur s'est même révélée plus favorable que dans le nord du pays durant une grande partie de l'année 2015.

Plus tardive en Wallonie, la hausse enregistrée en 2015 fait d'abord écho au début d'amélioration de la situation des ménages dont témoignent la remontée progressive, bien que fragile, de la confiance des consommateurs, la hausse de l'emploi et la progression enfin plus nette du revenu disponible. Elle repose aussi en partie sur des projets dont l'autorisation a été anticipée à la fin de l'année 2014 en prévision des modifications attendues du système de primes à la rénovation ou du système fiscal lié à l'acquisition d'un logement. La nature temporaire de ces possibles effets d'amplification a conduit, ne fût-ce que mécaniquement, à un certain repli de l'investissement en 2016.

Actuellement interrompue, la statistique des logements mis en chantier ne nous permet cependant pas de mesurer les investissements résidentiels wallons de l'année 2016 sur la même base que ceux de l'année 2015. Toutefois, comme nous le discutons dans notre précédente édition, l'extrême faiblesse du nombre des autorisations de bâtir

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

SOURCES : ICN, DG STATISTIQUE – CALCULS IWEPS



(octrois de permis qui restent, eux, publiés) confirme un nouveau repli de l'investissement résidentiel en 2016 en Wallonie et certainement en 2017. Après un léger mieux en fin d'année 2015⁶, le nombre d'autorisations a en effet décliné durant une grande partie de l'année passée, atteignant, à l'automne dernier, un plancher historique depuis les années 1990, ce qui devrait avoir un impact prolongé sur l'investissement résidentiel lui-même, qui s'étend sur l'année qui suit. Cette composante de la demande wallonne devrait donc accuser un recul à la fois en 2016 et en 2017, que nous estimons respectivement à -1,6% et à -0,5%. L'importante embellie enregistrée dans la comptabilité nationale ne devrait donc être visible qu'en Flandre, où un pic important de permis de bâtir a été observé.

Reprise en cours

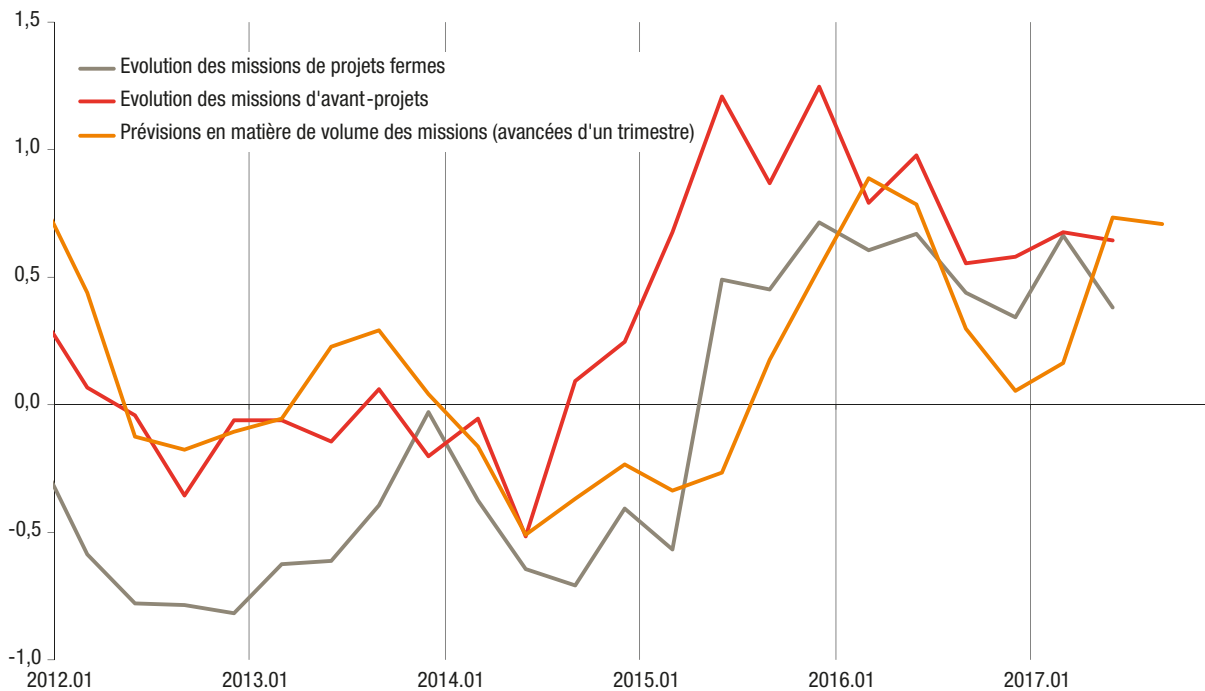
Au-delà de ces constats négatifs, les principaux déterminants de l'investissement des ménages connaissent pourtant des développements plutôt favorables.

Ainsi, le raffermissement graduel de la situation financière des ménages dont nous escomptons la poursuite en 2017 et en 2018 nous permet d'envisager un retour à une croissance positive de l'investissement, à un trimestre d'écart, en seconde partie d'année. Le retournement que nous anticipons ne devrait toutefois pas suffire à compenser les acquis de croissance très négatifs évoqués ci-devant en 2017, mais ils devraient contribuer à une reprise, mesurée en moyenne annuelle, à l'horizon de 2018.

⁶ L'accélération du nombre des autorisations observée en fin d'année 2015 est restée limitée en Wallonie et ne s'est pas poursuivie au-delà de l'année, contrairement aux observations relatives à la Flandre et à la Belgique. Son caractère temporaire pourrait en partie provenir de la nouvelle anticipation de deux modifications fiscales. La première concerne le régime fiscal des habitations des particuliers, matière régionale depuis le 1^{er} janvier 2015. En Wallonie, l'ancien système fédéral de déductions fiscales a fait place à partir du 1^{er} janvier 2016 à un nouveau système basé sur des subsides (« chèque-habitat »), qui est globalement moins généreux que l'ancien système puisqu'il introduit une dégressivité de l'avantage pécuniaire en fonction du revenu du bénéficiaire. La deuxième, en vigueur à partir du 1^{er} janvier 2016, est la modification du régime préférentiel de TVA (au niveau fédéral) pour les rénovations de bâtiments résidentiels qui s'applique depuis lors aux biens dont l'âge minimum est de dix ans (contre cinq auparavant).

Graphique 3.12 | Prévisions des architectes en Belgique (moyennes centrées réduites)

SOURCE : BNB – CALCULS IWEPS



Plusieurs indicateurs liés à la composante résidentielle de la demande régionale demeurent d'ailleurs à des niveaux appréciables.

Parmi les signes de la normalisation attendue figure, du côté des opérateurs actifs dans l'investissement, l'indice de la confiance des entrepreneurs du secteur de la construction, interrogés dans l'enquête mensuelle de la BNB. Alors qu'il patinait en seconde partie d'année 2016, l'indice s'est redressé en 2017 (cf. section 3.1). De même, le chiffre d'affaires enregistré à la TVA a retrouvé des taux de croissance positifs au premier semestre de 2017 dans le secteur. Ces deux statistiques affichent un redressement assez net au premier trimestre atténué partiellement au deuxième trimestre.

Les attentes des architectes du pays illustrent également cette consolidation (cf. graphique 3.12). En effet, les missions de projets fermes demandées aux architectes et leurs missions d'avant-projets, qui s'étaient nettement redressées au début de l'année 2015, se maintiennent

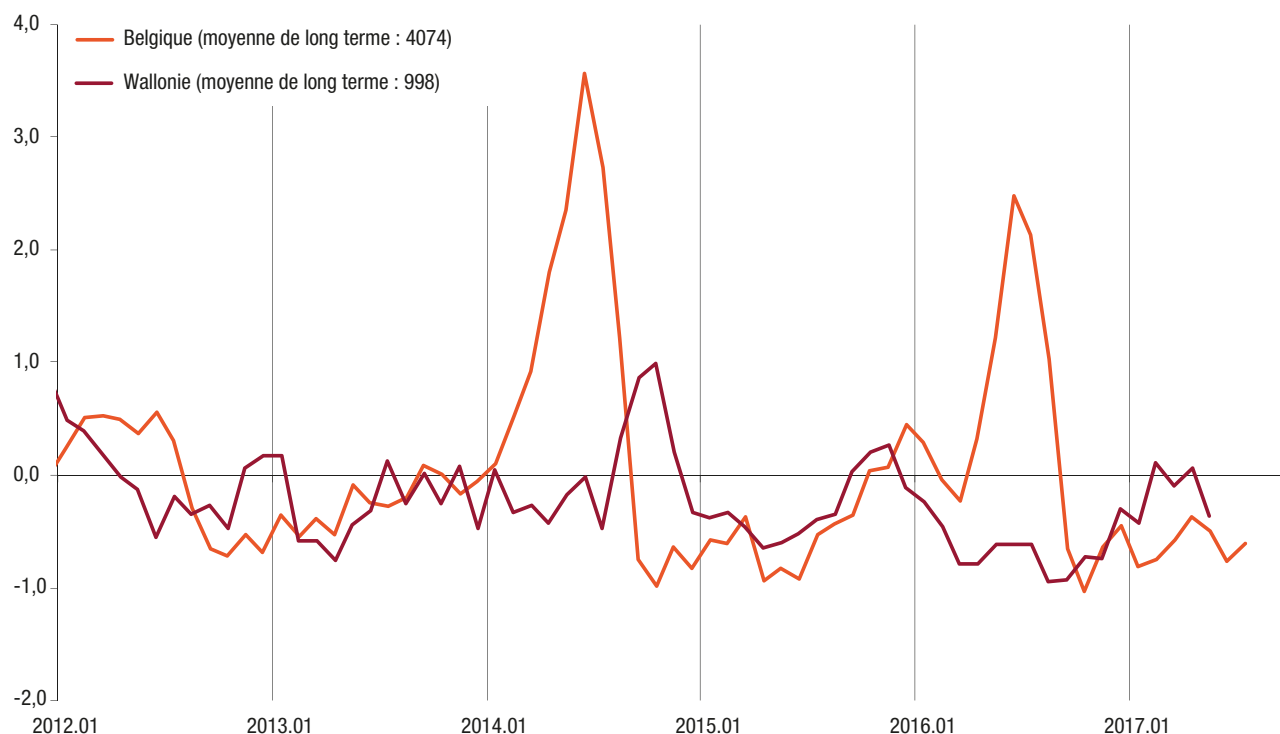
à des niveaux élevés, au-delà de leur moyenne de long terme. C'est également le cas des prévisions de « volume des missions » qui, après s'être en partie repliées en 2016, ont désormais rejoint ces deux courbes. Ce regain d'optimisme repose en partie sur le fort progrès des attentes des architectes à propos du marché non résidentiel au deuxième trimestre. Il se peut donc ici aussi qu'un certain tassement des attentes des professionnels se soit produit au deuxième trimestre, mais à un niveau qui reste globalement élevé.

Du côté des ménages, on soulignera d'abord la nette progression des demandes de permis de bâtir entre le mois d'octobre 2016 et le mois d'avril 2017 (cf. graphique 3.13). Même si cette augmentation est tempérée par l'observation relative au mois de mai, ces nouvelles autorisations sont susceptibles d'alimenter l'investissement des mois prochains.

En outre, on observe que le montant des encours hypothécaires - qui recouvrent, il est vrai, tant les achats

Graphique 3.13 | Nombre de logements autorisés – moyennes centrées réduites

SOURCE : DG STATISTIQUE – CALCULS : IWEPS



de logements que la construction et la rénovation - enregistre une accélération en Wallonie depuis le mois d'avril, atteignant une croissance de +3,1% sur un an en août 2017. Rappelons que cet encours avait nettement progressé dès l'automne 2015 et que sa croissance demeurait déjà à des niveaux appréciables de l'ordre de 2% par an depuis lors. Cette croissance demeurait cependant inférieure à celle enregistrée en Flandre. La récente accélération constitue donc l'indice d'un rattrapage et, surtout, le signe d'une possible nouvelle expansion de l'investissement des ménages.

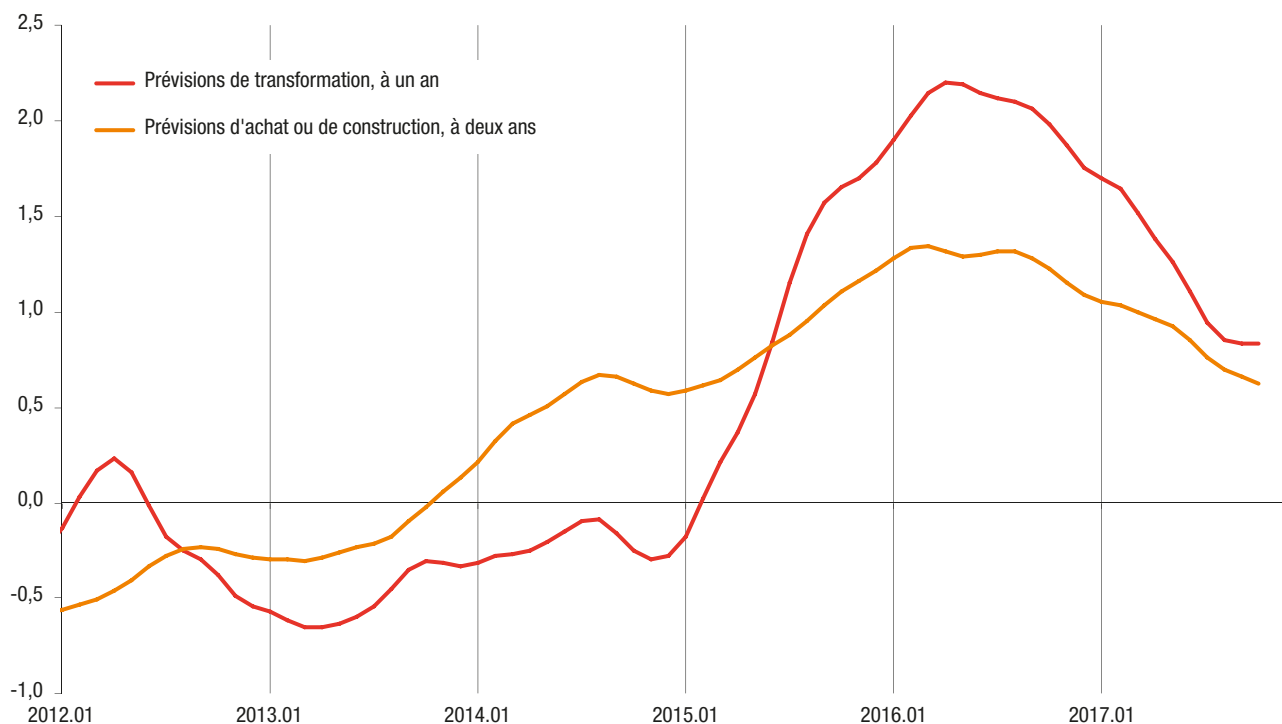
De façon générale, le contexte financier semble aussi demeurer en faveur de la concrétisation de projets immobiliers. Ainsi, parmi les éléments qui procurent un soutien à la demande d'investissement résidentiel figure certainement toujours la faiblesse des taux d'intérêt. Le loyer de l'argent pour les emprunts hypothécaires de plus de dix ans a poursuivi sa diminution au cours de l'année 2016 et au début de 2017, atteignant même, comme ce fût déjà le cas en 2008, un niveau inférieur à l'inflation de 0,9 point en février de cette année. Ce taux d'intérêt reste

proche de zéro en termes réels aujourd'hui. En revanche, les autres conditions d'octroi de crédit demeurent vraisemblablement plus contraignantes. Ainsi, selon la *Bank Lending Survey*, les banques déclarent avoir légèrement resserré leurs conditions un trimestre sur deux depuis 2016 et jusqu'en milieu de cette année. Le détail de l'enquête montre néanmoins que cette inflexion provient principalement d'un relèvement des marges sur les montants moyens de crédits ou, plus récemment, sur les crédits les plus risqués, ce qui n'est pas étonnant compte tenu de la faiblesse des taux d'intérêt. On notera en même temps que les attentes du secteur bancaire vis-à-vis de la demande des ménages sont très stables selon cette enquête, confirmant la normalisation de la demande que nous attendons à l'avenir.

Somme toute, et les informations nationales relatives aux crédits réalisés pour la construction le confirment également, les appels au financement pour des projets immobiliers se révèlent aujourd'hui encore nombreux. Par rapport aux années récentes, ils reposent davantage aujourd'hui sur les nouvelles constructions, pour lesquels

Graphique 3.14 | Prévisions des achats et constructions de logements par les ménages wallons (moyennes centrées réduites, tendances)

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



les crédits s'affichent en forte hausse à un an d'écart depuis l'année passée. En revanche, les crédits demandés pour les transformations apparaissent plus stables. Ces constats sont corroborés en Wallonie par la tendance à l'augmentation du montant moyen des crédits hypothécaires qui s'observe depuis août 2016 et ne s'est pas démentie un an plus tard.

Progressivement, ces projets devraient davantage se concrétiser, et ce, également en Wallonie, dans les trimestres à venir si l'on en croit les intentions manifestées par les ménages wallons. En effet, dans les enquêtes d'opinions auprès des consommateurs, la proportion de répondants enclins à renforcer leur demande d'investissement résidentiel reste élevée dans une perspective historique (cf. graphique 3.14). On observe néanmoins ici aussi que les prévisions de transformation (à un an) accusent un repli depuis plusieurs trimestres. Quant aux prévisions d'achat ou de construction (à deux ans), elles semblent plutôt s'être stabilisées à un niveau élevé depuis sept trimestres.

Finalement, à l'instar des dépenses courantes de consommation, la progression de l'investissement a pu profiter d'une évolution plus positive des revenus des ménages à partir de 2015. Malgré le fort contrecoup que nous anticipons en 2016 et au début de 2017, l'amélioration de la confiance et de la situation financière des ménages, ainsi que les conditions financières auxquelles ils font face, restent, selon nous, des facteurs propices à la concrétisation de projets résidentiels. Dès lors, nous conservons un scénario de reprise des investissements résidentiels dans les trimestres à venir, amélioration qui reste à confirmer, mais qui est déjà perceptible au niveau wallon, dans les données d'autorisations de bâtir ou bien d'encours hypothécaires. Selon ce scénario, les investissements en logements enregistreraient une expansion modérée de l'ordre de +2,4%.

3.3.2. Les entreprises

L'évolution des données issues des déclarations des entreprises auprès de la TVA (cf. graphique 3.15) dessine le scénario d'un redressement de la dynamique d'investissement en Wallonie au cours du dernier trimestre de l'année écoulée.

Depuis le début de l'année 2017, les déterminants de l'investissement, tant de nature économique que financière, semblent réunis pour encourager les entreprises à renforcer leur effort d'investissement : un raffermissement des anticipations de demande interne et une hausse des perspectives de demande externe, conjugués à des tensions accrues sur l'appareil de production, le tout dans un environnement financier marqué par un redressement du taux de marge des entreprises et des conditions de financement externe toujours souples. Selon notre scénario, le rythme d'investissement devrait gagner en intensité au cours de l'année.

La solidité des fondamentaux de l'investissement transparaît dans les intentions d'investir des industriels belges pour l'année en cours. L'enquête que la Banque Nationale de Belgique (BNB) a réalisée au printemps 2017 auprès des entreprises de l'industrie manufacturière (cf. graphique 3.16) anticipe en effet un accroissement (à prix courants) de l'investissement en capital fixe de +10,1% pour l'ensemble de l'année 2017. Les entreprises semblent avoir tempéré leur prévision d'investissement par rapport à l'enquête de l'automne 2016, particulièrement optimiste.

Des prévisions de demande à la hausse dans l'industrie et les services

La demande attendue, par rapport aux capacités de production disponibles, compte parmi les principaux déterminants de la dépense d'investissement des entreprises. En 2017, les anticipations de demande à court terme dans l'industrie manufacturière, comme dans les services, se sont d'abord dégradées en Wallonie, au cours de la première moitié de l'année, pour se redresser ensuite à partir du troisième trimestre (cf. graphique 3.17).

Les dernières données disponibles s'affichent à des niveaux supérieurs à leur moyenne de long terme, en particulier dans l'industrie.

Quant au taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière (cf. graphique 3.18), il s'est redressé au cours de la première partie de l'année 2016 pour atteindre un plafond à l'été (80,5% en juillet 2016). Les tensions sur l'appareil productif se sont modérées jusqu'en avril dernier, avant de s'inscrire à nouveau en hausse ensuite. En juillet 2017, dernière donnée disponible, il atteignait 78,5%, soit un niveau supérieur au taux moyen de longue période (77,8%).

Cette pression sur l'appareil de production qui se maintient au-dessus de sa moyenne de long terme, couplée à des perspectives de débouchés qui, selon les entreprises, devraient se confirmer dans les mois à venir, augure d'opportunités d'investissement d'extension à l'horizon 2017.

Un environnement financier propice pour soutenir les projets d'investissement, avec un rétablissement des capacités d'autofinancement et un maintien des coûts de crédit bas

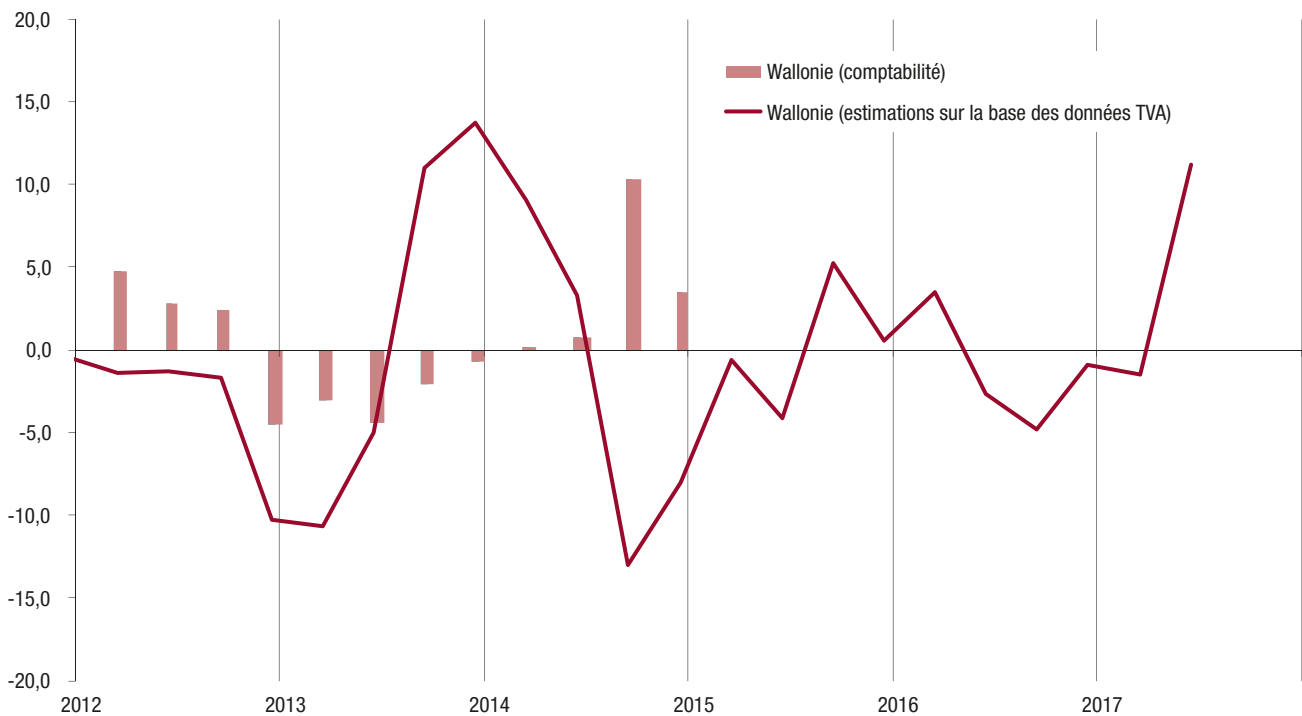
Sur la période récente, les taux de marges des entreprises se sont sensiblement relevés, grâce aux mesures de modérations salariales mises en œuvre par le Gouvernement fédéral, voire aussi en raison de la baisse des cours du pétrole. Cette amélioration des capacités d'autofinancement stimule la propension à investir des entreprises et elle devrait la stimuler d'autant plus à l'avenir que les investissements des entreprises réagissent avec un temps de décalage par rapport à l'amélioration de leur environnement financier (cf. chapitre 3 du Rapport sur l'Économie wallonne 2017).

Parmi les sources de financement externe, en Belgique, les entreprises et en particulier les PME s'orientent traditionnellement vers les crédits bancaires pour financer leurs projets d'investissement. Or, depuis le début de l'année, les conditions du financement bancaire demeurent accommodantes.

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

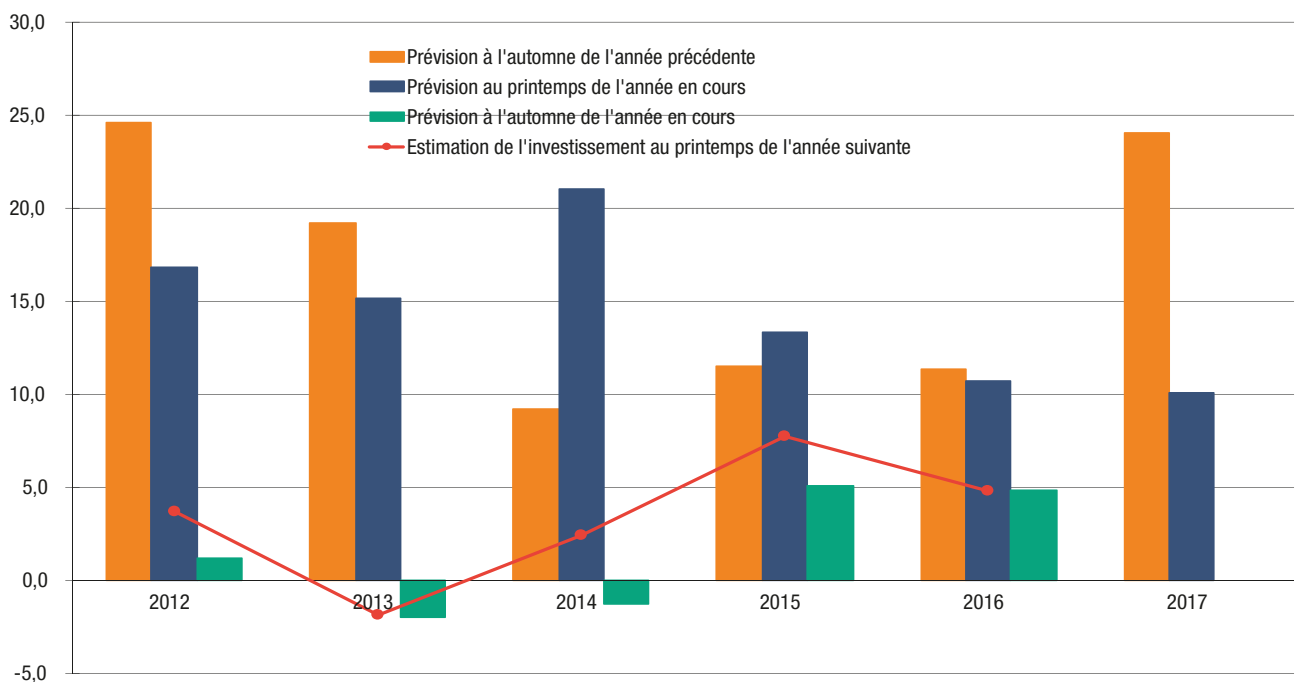
SOURCES : ICN, DG STATISTIQUE – CALCULS : IWEPS

NOTE : DONNÉES EN VOLUME, CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES.

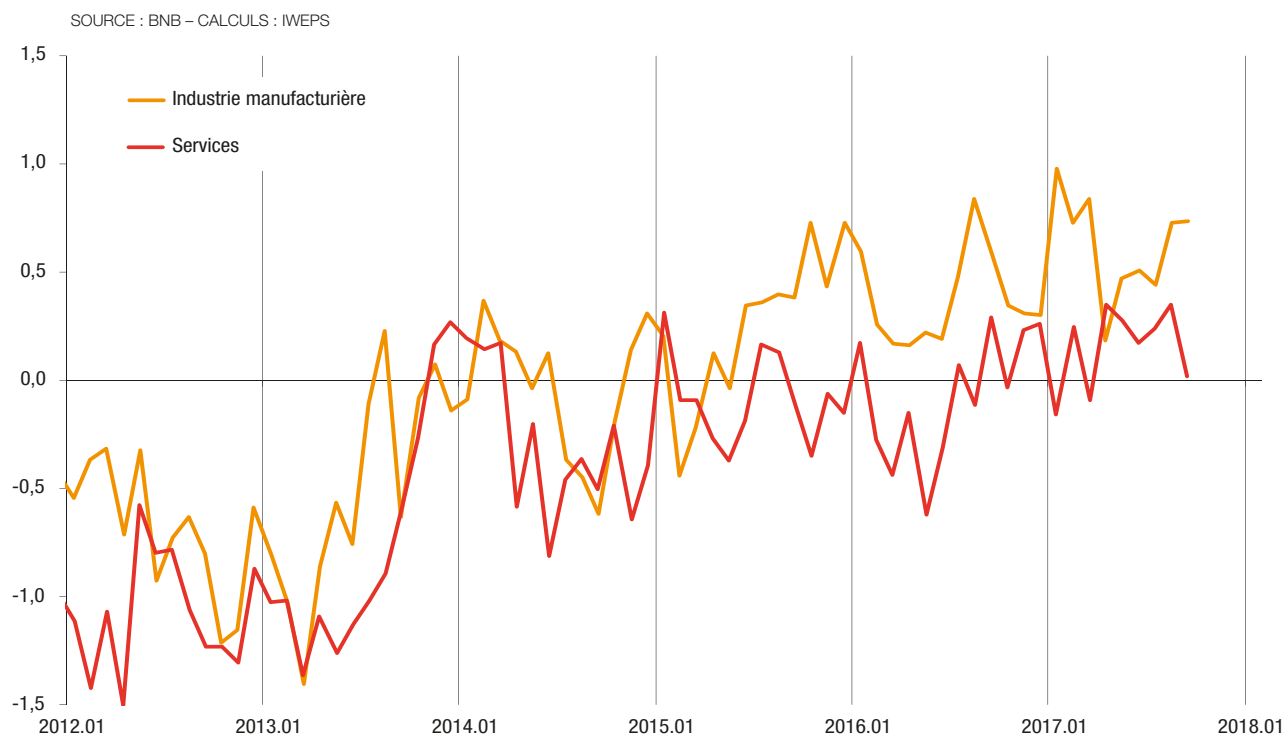


Graphique 3.16 | Investissements en biens de capital fixe dans l'industrie manufacturière en Belgique : enquête semestrielle

SOURCE : BNB



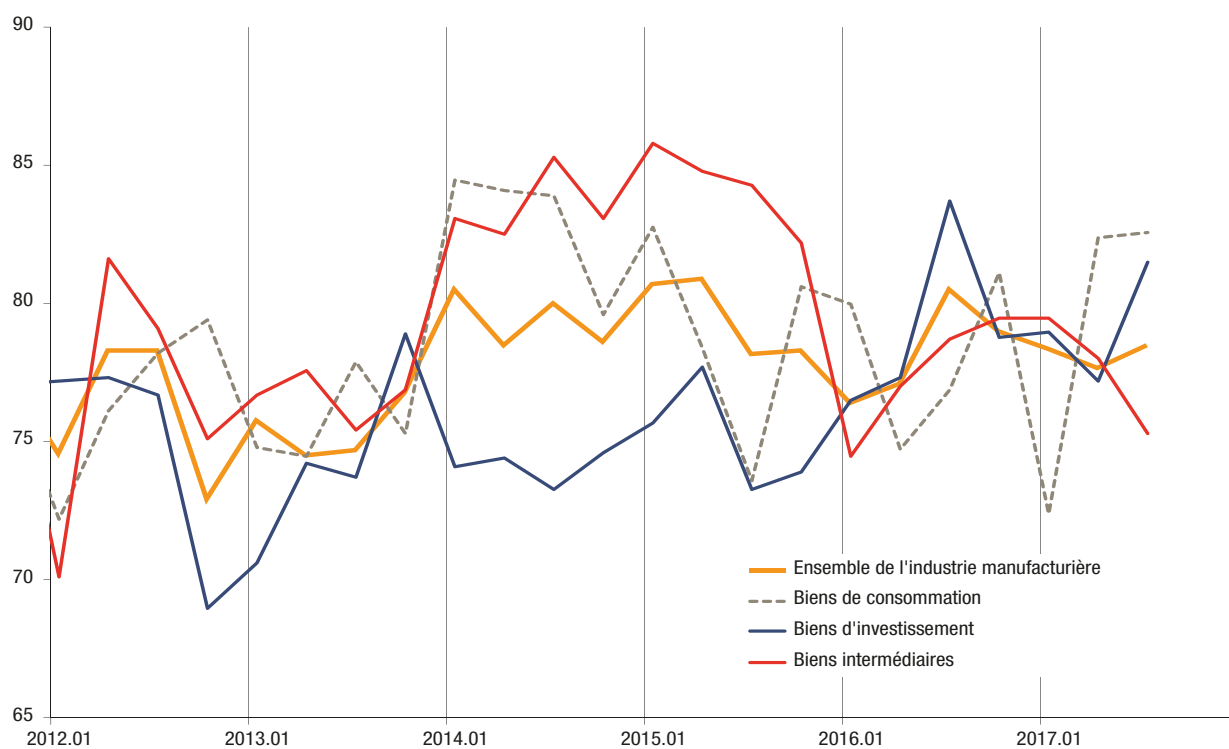
Graphique 3.17 | Prévisions de la demande en Wallonie : industrie manufacturière et services – moyennes centrées réduites



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

SOURCE : BNB – CALCULS : IWEPS

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



D'une part, les taux d'intérêt octroyés par les banques sur les nouveaux crédits aux entreprises belges demeurent à un niveau plancher, comme le révèle l'enquête européenne auprès des établissements de crédit (*MIR survey*).

D'autre part, les critères d'attribution des crédits bancaires, qui s'étaient fortement durcis à la suite de la crise financière, sont à présent jugés peu contraignants par les entreprises. Les résultats des enquêtes réalisées par la BNB sur l'appréciation des conditions de crédit par les entreprises révèlent ainsi le sentiment globalement favorable des chefs d'entreprises belges. La perception de la contrainte de crédit s'est certes légèrement dégradée au cours du troisième trimestre, mais elle demeure à des niveaux historiquement bas (5,3% en avril, 6,8% en juillet) (cf. graphique 3.19).

Ces perceptions des entrepreneurs sont cohérentes avec celles recueillies auprès des banques via l'enquête européenne sur la distribution du crédit bancaire (*Bank*

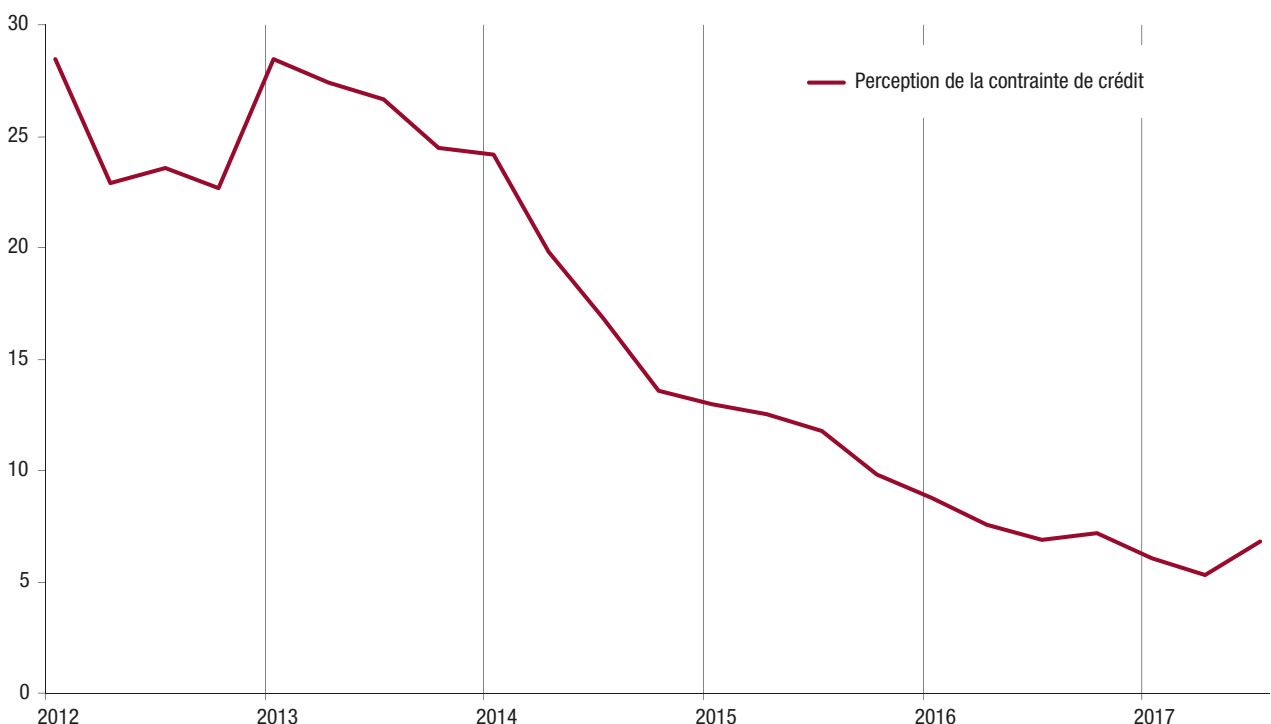
Lending Survey ou BLS). Les banques belges interrogées déclarent ainsi avoir légèrement desserré leurs conditions de crédit à destination des entreprises au cours du second trimestre 2017, après avoir maintenu celles-ci inchangées en début d'année. Parallèlement, dans l'enquête, les établissements financiers belges font état d'une hausse sensible de la demande nette de prêts bancaires, tant dans le chef des grandes entreprises que des PME, durant l'ensemble du premier semestre 2017. Selon les banques, cette hausse des besoins de financement des entreprises est justifiée par des projets d'investissement et des activités de fusion-acquisition et de restructuration. Pour le troisième trimestre de l'année 2017, les banques belges anticipent une nouvelle augmentation de la demande nette de crédits de toutes les entreprises.

Le rétablissement des capacités d'autofinancement et l'assouplissement des contraintes de crédit sont de nature à soutenir l'expansion de l'investissement des entreprises.

Graphique 3.19 | Perception de la contrainte de crédit par les entreprises en Belgique

SOURCE: BNB

NOTE: L'INDICATEUR DE PERCEPTION DE LA CONTRAINTE DE CRÉDIT PRÉSENTE LE POURCENTAGE D'INTERPRÉTATIONS DÉFAVORABLES DES ENTREPRISES SUR LES CONDITIONS DE CRÉDIT ACTUELLES. UNE DIMINUTION (AUGMENTATION) DE L'INDICATEUR DE PERCEPTION DE LA CONTRAINTE DE CRÉDIT INDIQUE QUE LES ENTREPRISES PERÇOIVENT UN ASSOUPPLISSEMENT (DURCISSEMENT) DES CONDITIONS DE CRÉDIT.



Des investisseurs moins sensibles aux facteurs d'incertitude

Outre les anticipations relatives à la demande et les conditions financières, l'incertitude macroéconomique et politique constitue également un facteur susceptible d'affecter les décisions d'investissement des entreprises. Dans un environnement jugé incertain, les entrepreneurs sont enclins à revoir ou postposer leurs projets. Les chocs d'incertitude peuvent ainsi avoir un effet durablement déprimant sur les investissements des entreprises. À l'opposé, la résorption de l'incertitude crée les conditions d'une reprise de la formation brute de capital fixe, les entreprises ne pouvant indéfiniment réduire drastiquement leurs investissements.

Depuis le début 2017, l'amélioration des perspectives économiques, qui semble cette fois ancrer le regain d'activité dans une dynamique de reprise plus durable et la réduction progressive des risques politiques en Europe ont amené un éclaircissement du climat conjoncturel. En Wallonie, les enquêtes de conjoncture de la BNB font d'ailleurs état d'un raffermissement de la confiance des entrepreneurs. Les entreprises devraient, selon nous, trouver dans ce repli de l'incertitude une impulsion pour renforcer leurs dépenses d'investissement.

En hausse en 2017, la croissance de l'investissement des entreprises wallonnes s'accélérait en 2018

L'amélioration globale de la confiance des chefs d'entreprises enregistrée ces derniers mois, conjuguée à des perspectives mondiales plus positives, devrait soutenir le redressement de l'investissement des entreprises wallonnes. En 2017, la croissance des investissements des entreprises s'établirait en moyenne à +3,3%. Selon cette projection, la contribution de la formation brute de capital fixe des entreprises à la croissance économique de la Wallonie devrait s'élever à +0,4 point. En 2018, les investissements des entreprises devraient également contribuer significativement à la croissance de l'activité, principalement soutenus par des perspectives de demande favorables et la faiblesse persistante des taux d'intérêt. Sur l'ensemble de l'année prochaine, le rythme de progression des investissements des entreprises en Wallonie, qui s'accélérait un peu, atteindrait quelque +4,2%.

3.3.3. Le secteur public

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

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

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

Pour 2017 et 2018, la croissance de la consommation publique en Wallonie devrait être identique à l'évolution de cette composante à l'échelle nationale, soit respectivement +0,2% et +1,2%. L'effet des programmes de rigueur approuvés par les différents gouvernements et le non-remplacement d'une part importante des agents de la fonction publique partant à la retraite devraient en effet brider la croissance de la consommation publique.

Au niveau des investissements publics, ce sont les investissements des pouvoirs locaux qui représentent la plus grande part (46% des investissements publics en moyenne sur les quinze dernières années). Dans le contexte budgétaire que nous connaissons, un étalement dans le temps de certains investissements a été annoncé. Mais à l'approche des élections communales de 2018, les investissements publics des communes devraient repartir à la hausse. Compte tenu de ces informations, nous estimons que les investissements publics wallons enregistreront une augmentation de l'ordre de +3,1% en 2017 et +4,9% en 2018.

3.4 L'ÉVOLUTION DE L'EMPLOI

D'après les données de l'ONSS, la croissance de l'emploi en Wallonie aurait été très significative sur l'ensemble de l'année 2016. Selon nos estimations, elle se serait ainsi établie en moyenne annuelle à +1,2%, soit un niveau fort proche de la croissance observée au niveau belge d'après les chiffres de la comptabilité nationale.

En outre, cette bonne dynamique de l'emploi s'est vraisemblablement poursuivie en début d'année 2017 comme en témoignent notamment les données de l'ONSS disponibles pour les deux premiers trimestres, qui attestent d'une croissance du nombre de salariés assujettis à l'ONSS de respectivement +0,6% et +0,3%, à un trimestre d'écart aux premier et deuxième trimestres (données désaisonnalisées, cf. graphique 3.20). La stagnation du volume de travail au premier trimestre ne s'est pas poursuivie au second trimestre puisque le nombre d'équivalents temps plein recensé par l'ONSS aurait augmenté de +0,5% par rapport au trimestre précédent (données désaisonnalisées, cf. graphique 3.20).

Même si l'évolution globale de l'emploi peut être influencée par les licenciements annoncés en 2016 et notifiés dans le courant du premier semestre de 2017⁷, les indicateurs en notre possession attestent tous d'une poursuite de l'embellie générale du marché du travail dans le courant de l'année 2017.

Ainsi, le niveau élevé au second trimestre de 2017 du taux de croissance à un an d'écart du nombre d'heures effectuées par les travailleurs intérimaires⁸ (+8,3%) confirme bien le maintien du rythme de la hausse de l'emploi en Wallonie.

Le maintien du tempo de croissance de l'emploi en 2017 peut se lire également à travers les données relatives au recours par les entreprises au chômage temporaire pour raisons économiques (cf. graphique 3.21). Il s'est en effet

stabilisé depuis la mi-2016 et en 2017 il reste à un niveau historiquement très bas (plus bas que celui qui prévalait avant la crise de 2008-2009).

Autre indicateur de la bonne tenue du marché du travail en 2017, le nombre d'opportunités d'emploi reçues par le Forem⁹ continue à croître vigoureusement (cf. graphique 3.22). Les informations fournies par cet indicateur, qui n'est pas toujours facile à interpréter puisqu'il reflète également la variation des parts de marché du Forem dans l'activité de placement, sont confirmées par les données relatives au taux de vacances d'emploi¹⁰, estimé par la DG Statistique du SPF Économie. Le taux de vacance est ainsi passé de 2,2% au second trimestre 2016 à 2,6% au trimestre correspondant de 2017, soit une hausse de 0,4 point. Cette croissance s'observe pour les postes fixes (le taux de vacance passe de 1,9% à 2,2% entre le deuxième trimestre 2016 et le trimestre correspondant de 2017), mais surtout pour les postes intérimaires (de 12,3% à 16,8% pour la même période).

Le maintien du recul du chômage (nombre de DEI) tout au long de l'année 2017, et en particulier du chômage de courte durée (cf. graphique 3.23), plaide aussi pour l'hypothèse du maintien de la croissance de l'emploi tout au long de l'année 2017, même si le recul du chômage ne reflète pas forcément une hausse de l'emploi, notamment chez les jeunes.

Le raffermissement de la croissance économique en cours continue ainsi de favoriser l'emploi, même si son rythme d'évolution sera légèrement plus faible que celui du PIB sur l'ensemble de l'année 2017, permettant d'engranger des gains de productivité.

Sur l'ensemble de l'année 2017, nous prévoyons ainsi que la croissance de l'emploi serait à nouveau relativement robuste, affichant +1,1% en moyenne annuelle

⁷ Notamment dans le secteur de la fabrication d'engins de génie civil voir SPF Emploi - Licenciements collectifs entre janvier 2017 et juin 2017 <http://www.emploi.belgique.be/moduleTab.aspx?id=493&idM=218>

⁸ Federgon – Rapport trimestriel 2 – avril juin 2017 http://federgonbe.webhosting.be/sites/default/files/custom/uploads/rapport_trimestriel_q2_2017.pdf

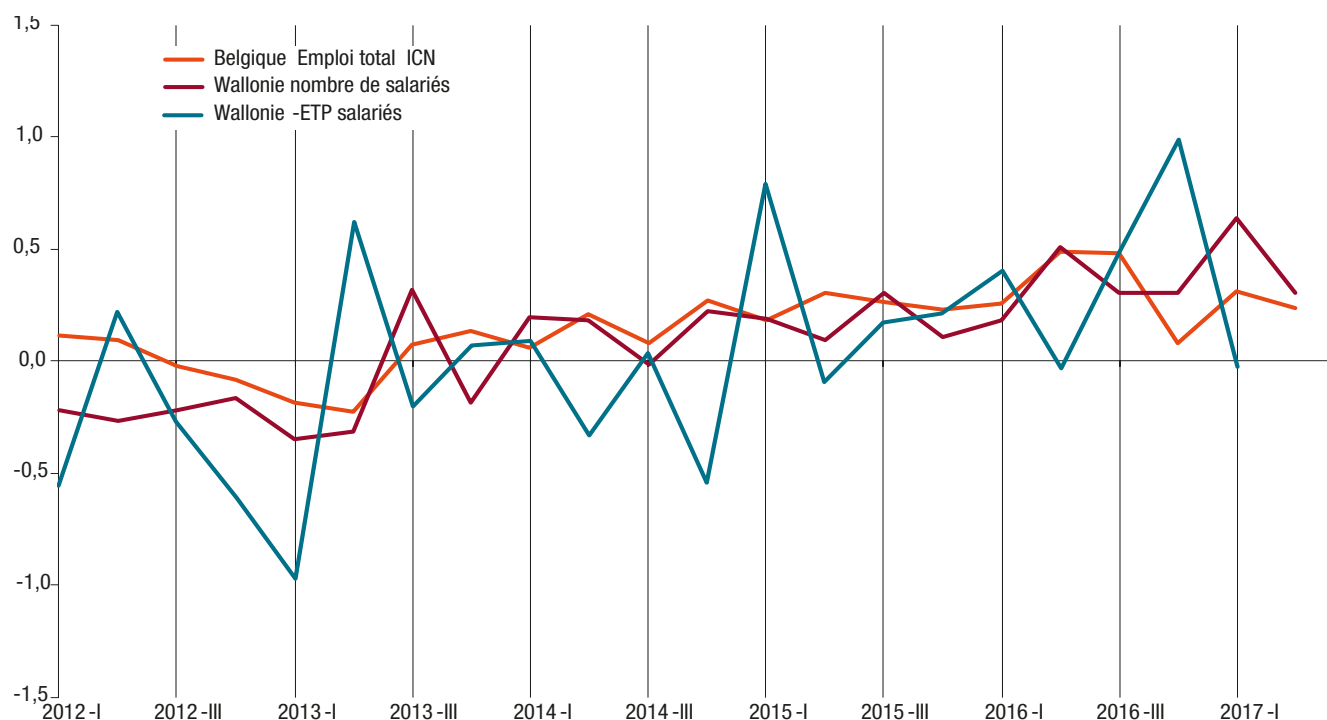
⁹ Source : Le Forem, lien : <https://www.leforem.be/chiffres-et-analyses/chiffres.html>

¹⁰ Un emploi vacant est un poste rémunéré nouvellement créé pour une durée d'au moins quatre semaines, non pourvu ou qui deviendra vacant sous peu et pour lequel des démarches actives sont menées afin de trouver un candidat approprié en dehors de l'entreprise. Un poste occupé est un poste rémunéré au sein de l'organisation à laquelle un salarié a été affecté. Le taux de vacance d'emploi est calculé en divisant le nombre d'emplois vacants par la somme des emplois vacants et des postes occupés.

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

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

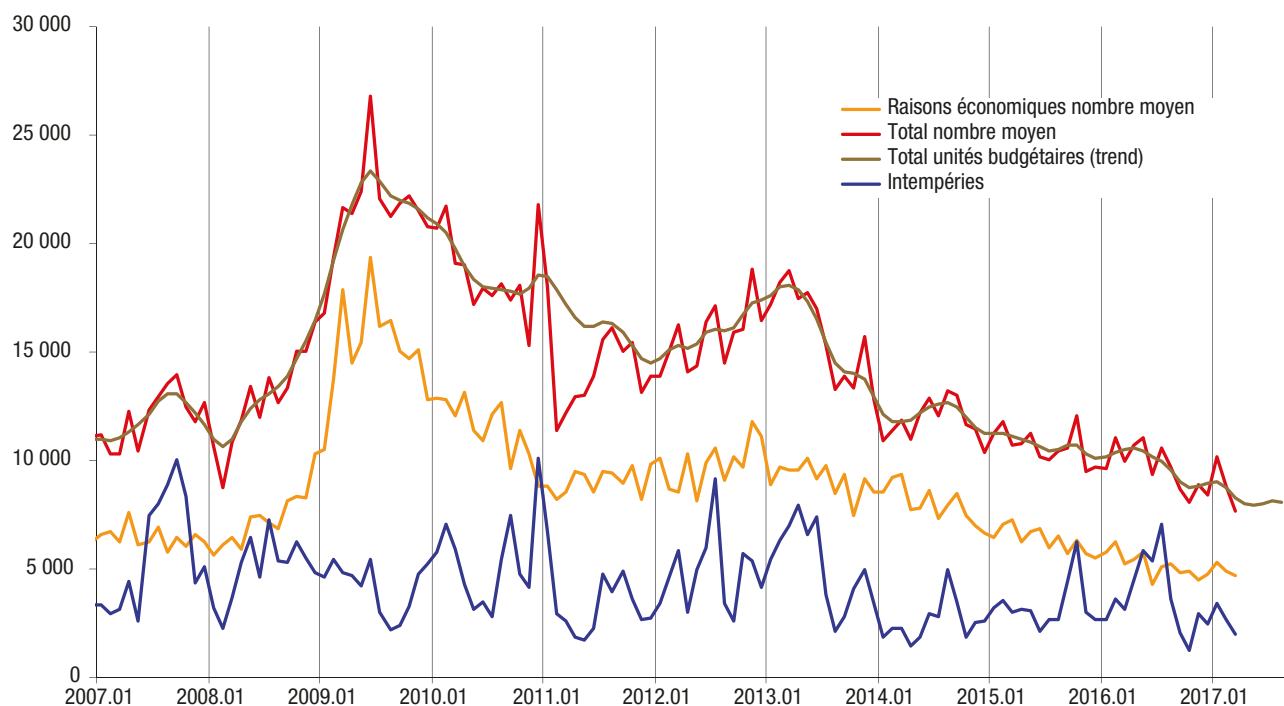
NOTE : LES DONNÉES INTÈGRENT DÉSORMAIS L'ENSEMBLE DES SALARIÉS (C'EST-À-DIRE ÉGALEMENT LES SALARIÉS QUI RELEVaient DE L'ORPSS). LA SÉRIE A ÉTÉ RÉTRO-POLÉE AFIN D'ÉVITER UNE RUPTURE DE SÉRIE.



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

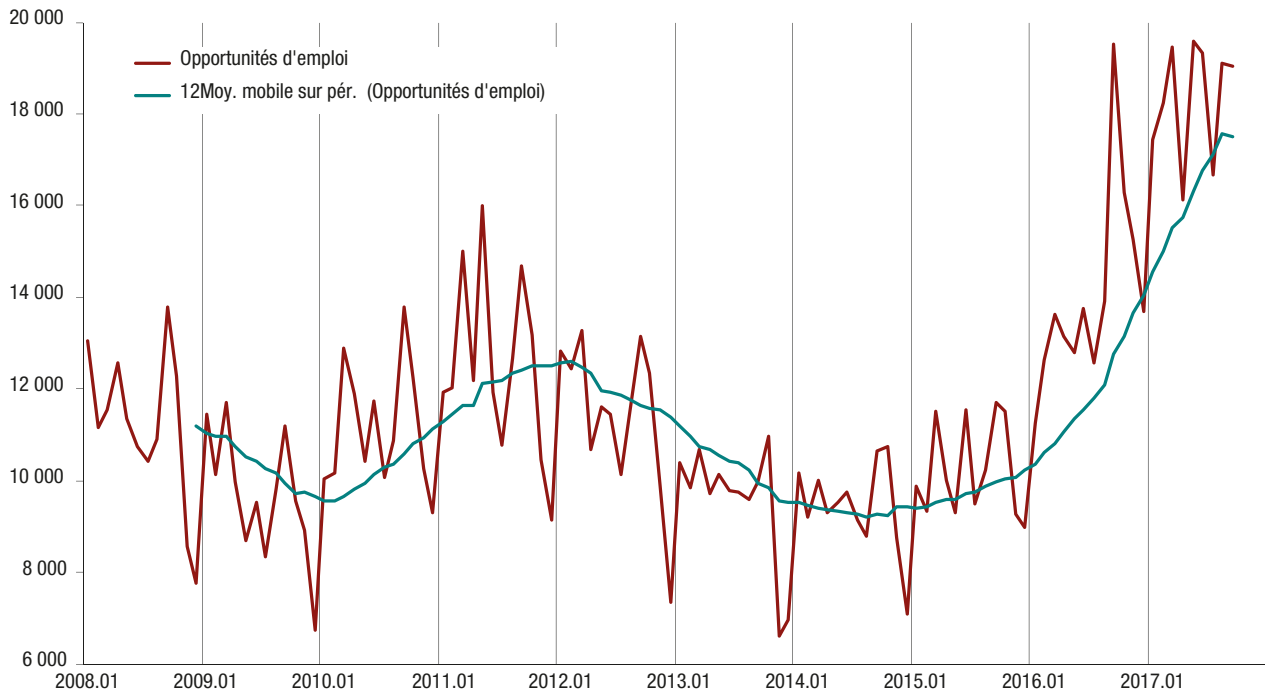
SOURCE : ONEM - CALCULS : IWEPS

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



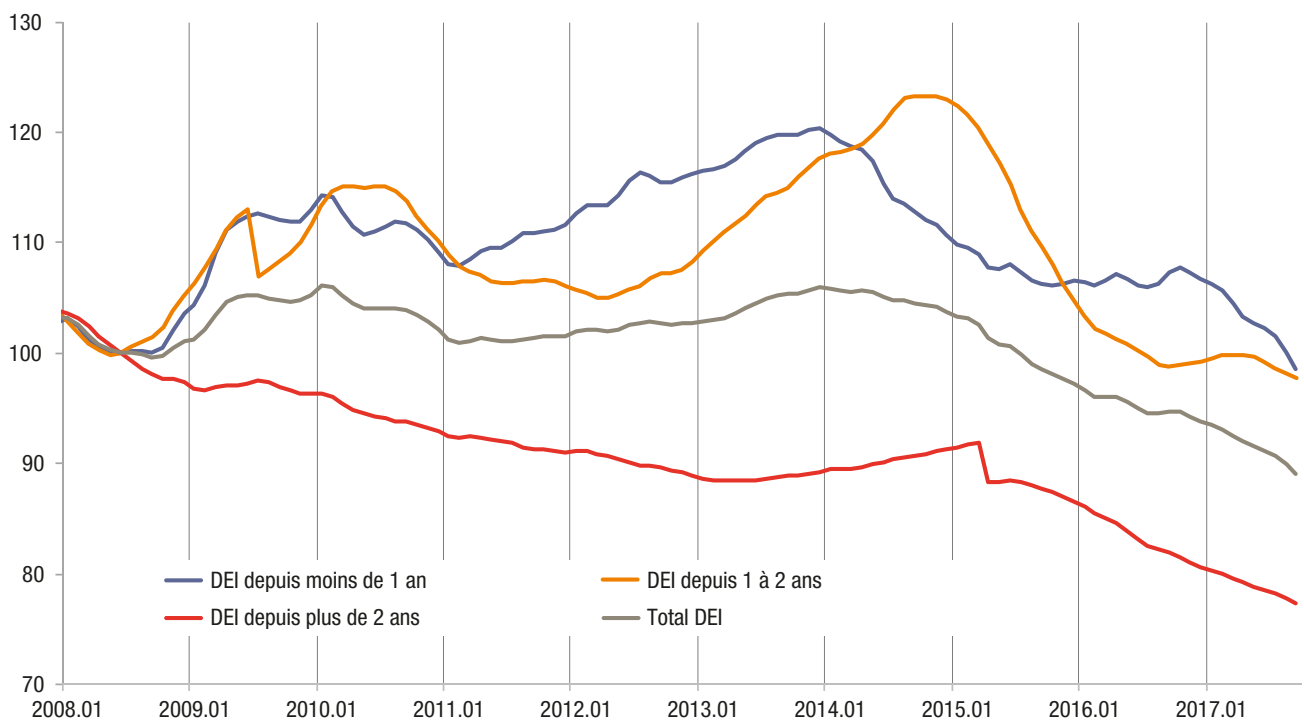
Graphique 3.22 | Nombre d'opportunités d'emploi reçues par le Forem – en Wallonie

SOURCE : FOREM – CALCULS : IWEPS



Graphique 3.23 | Nombre de DEI (données corrigées des variations saisonnières) selon la durée d'inoccupation en indice 2008=100 – en Wallonie

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



(soit une augmentation de 15 000 unités). Endéans l'année, c'est-à-dire entre le début et la fin de l'année 2017, 14 000 emplois seraient ainsi créés (création nette).

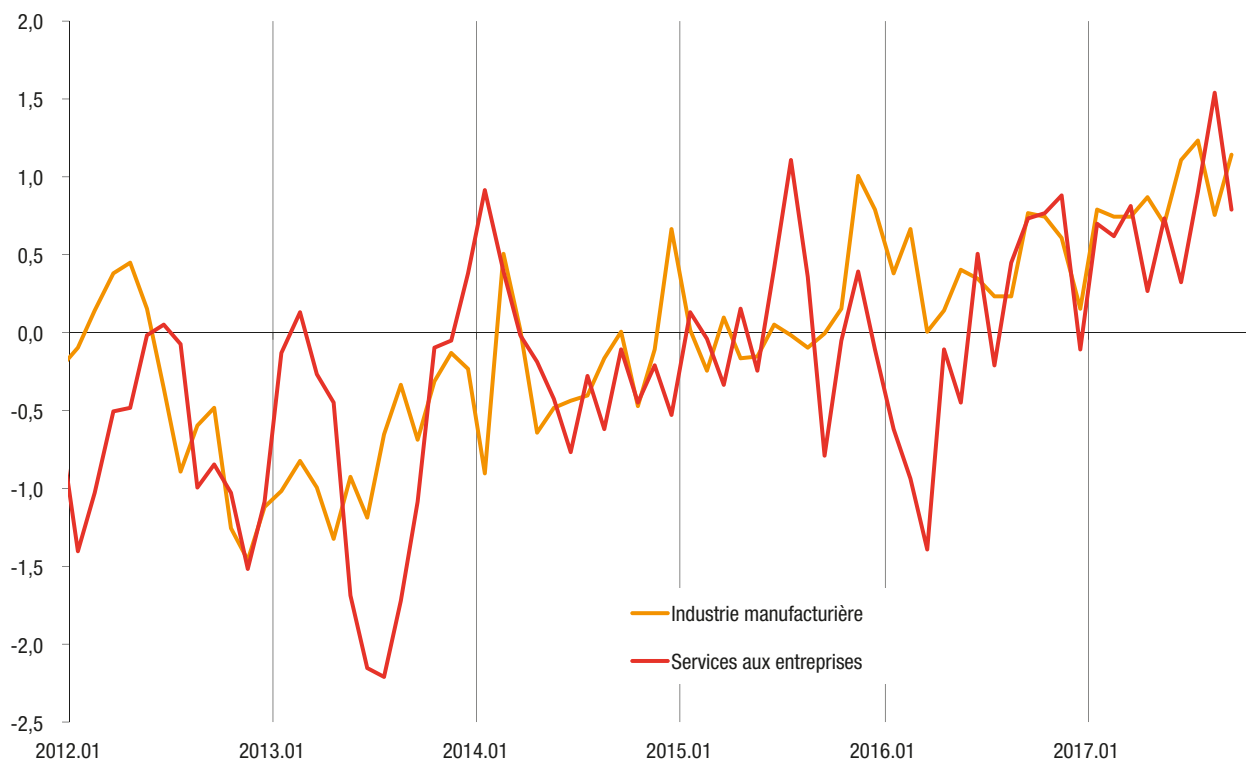
Dans le contexte de consolidation de la reprise économique en Wallonie que nous prévoyons pour 2018, les entreprises devraient continuer à engager de la main-d'œuvre supplémentaire pour faire face au surcroît de demande. Nous estimons ainsi que l'embellie sur le marché du travail devrait se poursuivre. Les prévisions d'emploi au cours des trois prochains mois établies par la BNB sur la base d'enquêtes mensuelles auprès des entreprises confirment ce sentiment. Celles-ci ont eu tendance à se relever tout au long de l'année 2017, à

la fois dans l'industrie et dans le secteur des services aux entreprises, si bien qu'elles se trouvent à présent bien au-dessus de leur moyenne de longue période (cf. graphique 3.24).

Toutefois, le contenu en emploi de la croissance devrait progressivement s'éroder dans le courant de l'année 2018, en lien avec une remontée progressive du temps de travail moyen et de la productivité horaire du travail. Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne de l'emploi en 2018 se maintiendrait au même niveau qu'en 2017, soit +1,1%. En nombre de travailleurs, cela représente une augmentation de 14 000 unités en moyenne annuelle et de 12 000 endéans l'année.

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

SOURCE : BNB - CALCULS : IWEPS





Wallonie



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

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

Tél. 32 (0)81 46 84 11

Fax 32 (0)81 46 84 12

www.iweps.be

info@iweps.be

Suivez-nous sur :

