

TENDANCES ÉCONOMIQUES

N° 54

Analyses et prévisions
conjoncturelles

2
0
1
8



COLOPHON

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

Éditeur responsable : **Sébastien Brunet**
(Administrateur général, IWEPS)

Création graphique : **Deligraph**
Mise en page : **IPM Printing SA, Bruxelles**

Dépôt Légal : **D/2018/10158/2**

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

Analyses terminées le 8 mars 2018

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

IWEPS

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

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

Tel : 32 (0)81 46 84 11

Fax : Fax: 32 (0)81 46 84 12

<http://www.iweps.be>

info@iweps.be



TABLE DES MATIÈRES

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

11 | CONTEXTES INTERNATIONAL ET NATIONAL

2.1. Le contexte international	12
2.1.1. La croissance mondiale	12
2.1.2. La situation conjoncturelle des Etats-Unis et de la Zone euro	16
2.1.3. Matières premières.....	23
2.1.4. Politique monétaire, évolution des taux longs et marché des changes	25
2.2. La situation conjoncturelle en Belgique	33

39 | TENDANCES ÉCONOMIQUES EN WALLONIE

3.1. L'activité économique	40
3.2. Le commerce extérieur	44
3.1. La demande intérieure	48
3.3.1. Les ménages.....	48
3.3.2. Les entreprises.....	58
3.4. L'évolution de l'emploi	64

CHAPITRE 1

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

LA CROISSANCE DE L'ÉCONOMIE MONDIALE S'EST RENFORCÉE SENSIBLEMENT EN 2017

Le rebond de l'économie mondiale, amorcé à la mi-2016, s'est poursuivi tout au long de l'année 2017. Les rythmes de croissance ont généralement été très robustes en deuxième partie d'année, notamment en Zone euro où la vigueur des résultats a surpris les observateurs. En outre, les principaux indicateurs conjoncturels de l'économie mondiale (tels les indices JP Morgan et IFO) ont continué à se relever au cours des mois récents, si bien qu'ils atteignent en ce début d'année 2018 des niveaux très élevés dans une perspective historique, laissant augurer une poursuite du redressement de l'activité internationale dans les prochains mois.

Dans ce contexte, le FMI a récemment revu son estimation de la croissance mondiale à la hausse pour 2017 (+0,1 point de pourcentage), la portant à +3,7% (après +3,2% en 2016) et, de manière plus sensible (à hauteur de +0,2 point de pourcentage), sa prévision de croissance pour 2018, qui s'établirait à +3,9%.

Les développements économiques observés ces derniers mois laissent en effet apparaître que les perspectives de croissance se sont à nouveau améliorées au sein de la plupart des principales zones économiques.

En Zone euro, la croissance en deuxième partie d'année 2017 a été plus forte qu'escompté, alors que de très bonnes performances avaient déjà été enregistrées lors des trimestres précédents. Depuis la fin 2016, la progression du PIB s'est ainsi inscrite au-delà de +0,6% en rythme trimestriel, ce qui constitue une série de cinq trimestres consécutifs d'évolution plus rapide que la croissance potentielle telle qu'elle est estimée actuellement. Au dernier trimestre de 2017, la croissance du PIB de la Zone euro a ainsi atteint +2,7% sur un an. Toutes les économies de la Zone euro présentent une activité économique en expansion et les rythmes de croissance ont tendance à se renforcer un peu partout. En particulier, l'économie française, partenaire économique de premier plan de la Wallonie,

semble enfin remise sur une trajectoire de croissance plus soutenue (de l'ordre de +2,0% l'an) après une longue période de léthargie.

Les principales catégories de dépenses participent pleinement à la reprise européenne. La croissance de la consommation des ménages est ainsi demeurée très robuste, profitant de la vigueur de l'emploi constatée depuis de nombreux trimestres et d'une inflation qui demeure jusqu'à présent contenue malgré le rebond des prix de l'énergie. Mais surtout, les investissements des entreprises affichent à présent une dynamique très solide, s'inscrivant dans un climat de confiance exceptionnel et profitant de conditions de financement globalement très favorables. Ces développements devraient se poursuivre si l'on en juge les résultats récents des enquêtes de conjoncture réalisées tant auprès des ménages que des entreprises qui atteignent des niveaux très élevés, inégalés depuis plus de dix ans.

Aux États-Unis, la consommation privée s'est encore très bien comportée en deuxième partie d'année 2017, profitant des nombreuses créations d'emplois qui ont à nouveau marqué cette période et ce, malgré le niveau déjà très bas affiché par le taux de chômage. En outre, les investissements des entreprises se sont franchement raffermis au cours des derniers trimestres, en raison notamment du rebond des investissements réalisés dans le secteur énergétique dans un contexte de normalisation des prix pétroliers par rapport au creux affiché dans le courant de l'année 2016. La réforme de l'impôt des sociétés adoptée en décembre dernier par l'administration Trump suscite dès à présent des attentes d'évolution favorable des investissements pour les trimestres à venir, ce qui explique en partie le relèvement sensible des prévisions de croissance du PIB américain pour l'année 2018 établies par le FMI.

En outre, la remontée progressive des prix des matières premières sur les marchés internationaux a soutenu la reprise des économies émergentes exportatrices de ces produits. Des économies telles que le Brésil et la Russie ont ainsi affiché un net rebond de la croissance après la récession enregistrée en 2016. De son côté, la Chine a maintenu une trajectoire de croissance sans accroc, certes à un rythme sensiblement en deçà des niveaux exceptionnels observés au cours des années 2000.

A l'heure actuelle, la reprise paraît ainsi largement synchronisée à l'échelle internationale, ce qui constitue un gage de résilience de l'économie mondiale face à l'éventualité d'un nouveau choc qui viendrait affecter une zone économique en particulier.

Alors que depuis la crise de 2009, les activités d'échange au niveau mondial avaient eu tendance à progresser moins rapidement que l'activité économique, l'année 2017 semble amorcer une rupture par rapport à cette tendance, laissant apparaître un renforcement sensible du commerce international. Si cette évolution reflète en partie la diffusion plus large du mouvement de reprise à l'échelle mondiale, elle est aussi liée au franc redressement des dépenses d'investissement observé globalement, ce type de dépense générant en effet traditionnellement une demande d'importation relativement plus conséquente*. Dans ce contexte, une dynamique robuste d'échanges industriels à l'échelle mondiale semble s'être installée plus durablement. L'économie allemande, largement ouverte et présentant un degré de spécialisation élevé dans le domaine des biens d'investissement, semble tout particulièrement profiter de cet élan, la croissance de l'activité économique y approchant +3% sur un an en fin d'année 2017. Etant donné le fort degré d'intégration des économies européennes, cet environnement est aussi propice au développement des échanges industriels intra-européens. A un an d'écart, la hausse de la production industrielle en Zone euro atteint en effet +5,2% en décembre 2017, tandis que les carnets de commande à l'exportation, très bien remplis, laissent présager d'une poursuite de cette dynamique favorable en 2018.

LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE EN WALLONIE RETROUVE DE LA VIGUEUR

Les comptes régionaux, publiés en février 2018, estiment la croissance du PIB wallon en 2016 à +1,9% ; soit un taux qui tranche avec les précédentes années de croissance décevante et qui positionne la Wallonie au-dessus de la moyenne belge (+1,5%). Cette forte progression est à attribuer partiellement à la structure de l'économie wallonne. En effet, les excellentes performances de l'industrie pharmaceutique et la croissance de la valeur ajoutée dans les services publics (notamment suite à l'indexation des salaires en seconde partie d'année), observées dans les trois régions du pays, profitent plus à la Wallonie en raison des poids relatifs importants de ces secteurs dans le tissu économique wallon. Outre ces effets de structure, la différence de croissance favorable à la Wallonie s'explique par la croissance très soutenue affichée par les services de recherche scientifique et par le moindre repli du secteur des transports. Par ailleurs, toujours sur la base des comptes régionaux, l'emploi s'est aussi très bien comporté en 2016, progressant à un rythme proche de la moyenne belge (+1,2% en Wallonie pour +1,3% en Belgique).

En 2017, à la faveur de l'expansion plus soutenue de l'économie mondiale et des échanges internationaux, l'activité économique en Wallonie a bénéficié de la vigueur de la demande extérieure. Du côté de la demande intérieure, les principaux déterminants sont apparus sensiblement mieux orientés en 2017 qu'en 2016. Ainsi, les entreprises se sont montrées résolument optimistes et leurs dépenses d'investissement auraient vivement progressé, s'appuyant sur un contexte financier favorable et une accentuation des tensions du côté de la demande. Quant à la consommation privée et à l'investissement dans l'immobilier résidentiel, ils ont pu bénéficier de la confiance retrouvée des ménages, de la croissance des revenus, de l'inflation en baisse et de taux d'intérêt bas.

* Voir : « European Economic Forecast, Autumn 2017 », European Commission, Institutional paper 063, Novembre 2017, p. 21

D'après nos estimations, le PIB wallon aurait affiché un accroissement de +1,8% sur l'ensemble de l'année 2017, en ligne avec la croissance belge, estimée à +1,7% dans la dernière version des comptes nationaux (mars 2018).

L'ÉCONOMIE GARDE LA CADENCE EN 2018

A l'orée de l'année 2018, les indicateurs conjoncturels précurseurs de l'activité économique demeurent très positifs pour la Wallonie. Les niveaux très élevés de confiance des chefs d'entreprises et des ménages laissent augurer d'une poursuite de la dynamique de croissance à court terme. En 2018, l'économie wallonne devrait ainsi tirer une grande partie de son élan de la consommation privée. Pour alimenter le moteur de croissance, elle pourrait également compter sur l'investissement privé. Quant au commerce extérieur, il resterait dynamique sur l'horizon de projection, dans un environnement international toujours porteur. Son apport serait toutefois contrebalancé par la hausse attendue des importations, en lien avec le raffermissement de la demande intérieure.

Pour les trimestres à venir, les débouchés extérieurs de la Wallonie seraient confortés par la vigueur d'économies partenaires en particulier la France et l'Allemagne. Plus largement, la croissance toujours soutenue de la demande interne en Zone euro, notamment des investissements productifs, favoriserait les échanges industriels intra européens, ce qui bénéficie traditionnellement aux entreprises domestiques exportatrices largement intégrées dans des chaînes de valeur européennes. La croissance de la demande extérieure adressée à la Wallonie plafonnerait toutefois en cours d'année 2018, en raison du retour progressif de la croissance économique en Zone euro à son niveau potentiel et, dans une moindre mesure, du tassement de la demande britannique en lien avec les répercussions économiques du Brexit.

Les entreprises wallonnes profiteraient en 2018 du recul du coût relatif du travail

constaté en Belgique lors des années précédentes, en lien avec les mesures de modérations salariales et de baisse de charges prises à l'échelon fédéral. Par ailleurs, réalisant l'essentiel de leur commerce au sein de l'espace européen, elles seraient en partie abritées de l'appréciation de l'euro observée dans le courant de l'année 2017. Sur cette base, nous estimons que les exportations wallonnes de biens et services progresseraient à un rythme légèrement supérieur en 2018 (+4,4%) par rapport à 2017 (+4,1%). En raison d'un net raffermissement de la demande de biens importés (+5,0% en 2018, contre 3,5% en 2017), la contribution du commerce extérieur serait neutre en 2018 (contre +0,4 point de croissance en 2017).

En 2018, c'est sous l'impulsion de la demande intérieure que la croissance du PIB wallon se renforcerait. La Wallonie ne ferait cette fois pas exception au mouvement d'ensemble observé en Zone euro.

En effet, la dernière observation comptable indique une absence de reprise des dépenses de consommation des ménages wallons en 2015 (+0,3%) et nos estimations tablent sur une croissance encore contenue en 2016 (+1,2%), dans un contexte de revenu déprimé malgré les progrès enregistrés sur le marché du travail. Toutefois, l'ensemble des conditions économiques semblent à présent réunies pour permettre à la consommation privée de se relever plus franchement. L'indicateur de confiance des ménages wallons, qui s'est fortement redressé au cours de l'année 2017, témoigne du net regain d'optimisme dans le chef des consommateurs. Après une évolution modeste en 2016, la croissance réelle des revenus des ménages s'accélérerait graduellement en 2017 (+1,3%) et en 2018 (+2,1%). Cette hausse sensible des revenus des ménages résulterait de la conjonction de plusieurs facteurs favorables. Les revenus du travail devraient notamment bénéficier de la progression toujours favorable de l'emploi que nous anticipons (cf. infra) et d'une hausse des salaires par tête. Les prélèvements fiscaux à la baisse, à la faveur des nouveaux allègements prévus à l'impôt des personnes physiques en 2018 (et 2019) dans le cadre du tax shift fédéral, contribueraient également à la hausse du revenu-poche.

Selon notre scénario, la consommation privée enregistrerait déjà un progrès en 2017, atteignant une croissance annuelle moyenne de +1,4% et elle grimperait jusqu'à +1,8% en 2018, apportant 0,9 point de pourcentage à la croissance wallonne. Notre scénario autoriserait aussi, en 2018, une légère reconstitution de l'épargne (8,1% du revenu disponible).

Quant aux dépenses d'investissement résidentiel des ménages, le renforcement graduel de la situation financière de ces derniers et des taux hypothécaires toujours bas plaident en faveur de la concrétisation de projets immobiliers. Malgré certains signes de fléchissement, du côté des autorisations de bâtir notamment, les indicateurs précurseurs tant des ménages que des professionnels restent bien orientés. Notre scénario prévoit donc des taux de croissance positifs d'un trimestre à l'autre, à partir du deuxième trimestre. La croissance annuelle moyenne de cette composante atteindrait ainsi +0,7% en moyenne en 2018, soit un fléchissement par rapport au coup de fouet enregistré en 2017 (+3,0%).

Plusieurs facteurs soutiendraient le développement de l'investissement productif sur l'horizon de projection. La confiance des entrepreneurs est au plus haut, avec des anticipations de demande en progrès, alors que les carnets de commandes sont déjà bien remplis et l'appareil de production sous tension dans l'industrie wallonne. Les taux de marge des entreprises devraient également s'améliorer. Le contexte de reprise plus vigoureuse et durable en Zone euro, ainsi que les conditions de financement bancaire toujours favorables, contribueraient à convaincre les chefs d'entreprises à intensifier leurs dépenses en capital. Ce climat propice à l'investissement déboucherait sur une croissance moyenne de l'ordre de +4,1% en 2018 (après +3,0% en 2017).

Quant aux dépenses publiques, l'évolution de la consommation publique resterait contenue en 2018 (+1,2%), reflétant la volonté des autorités de maîtriser leurs dépenses courantes. En revanche, comme c'est traditionnellement le cas à l'approche des élections locales, les investissements publics devraient avoir le vent en poupe :

+6,3% en 2018, soit une seconde année de croissance soutenue (+4,2% en 2017).

En résumé, en hausse de +1,8% en 2017, l'activité économique wallonne progresserait de 1,9% en 2018, soit un profil d'évolution de l'activité qui s'inscrit en ligne avec celui de la moyenne belge (+1,7% en 2017 et +1,9% en 2018), mais quelque peu en retrait par rapport à la moyenne de la Zone euro (+2,3% en 2017 et en 2018).

Sur la base de nos estimations, la dynamique de l'emploi se serait révélée robuste en 2017, affichant +1,4% en moyenne, soit une création de 17.000 emplois endéans l'année. Dans le contexte de consolidation de la reprise économique, la croissance de l'emploi resterait robuste en 2018. Avec des niveaux historiquement élevés, les enquêtes menées dans les différents secteurs laissent en effet transparaître la volonté des entreprises de recruter du personnel à l'avenir.

Néanmoins, le rythme des créations d'emplois pourrait s'essouffler quelque peu en 2018 et ce, pour plusieurs raisons. La hausse de l'emploi aurait été partiellement soutenue jusqu'à présent par les mesures publiques visant à diminuer le coût relatif du travail (modération salariale et baisse des charges sociales pour les nouvelles embauches), dont les effets incitatifs s'estomperaient mécaniquement au fil des mois. Les entreprises pourraient aussi chercher à récupérer des gains de productivité plus substantiels, face à une pression grandissante sur les salaires par tête, notamment avec l'apparition de pénuries pour certains profils. A la suite de la crise de 2009, un recul du temps de travail a été observé dans toutes les régions belges, tout en étant relativement plus marqué en Wallonie. Un début de redressement a déjà été observé fin d'année 2017 en Flandre et à Bruxelles. Ainsi, nous estimons qu'en 2018 en Wallonie, l'ajustement du volume de travail au regain d'activité économique reposerait, davantage que précédemment, sur l'augmentation du temps de travail moyen. Au final, l'emploi intérieur en Wallonie augmenterait en moyenne annuelle de +1,2%, ce qui correspondrait à une augmentation de 15.000 emplois endéans l'année.

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

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

Source : Eurostat et Consensus Forecasts pour la Zone euro, données ICN et estimations IWEPS pour la Belgique et la Wallonie.

Notes :

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

2 Variation annuelle corrigée pour les jours ouvrables.

Prévisions arrêtées le 8 mars 2018

CHAPITRE 2

CONTEXTE
INTERNATIONAL
ET NATIONAL

2.1

CONTEXTE

INTERNATIONAL

2.1.1 CROISSANCE MONDIALE

L'économie mondiale pourrait être entrée dans un cercle vertueux.

En 2017, selon le Fonds monétaire international (FMI), l'économie mondiale a enregistré une croissance de +3,7%, soit une accélération de +0,5 point par rapport à 2016. Rappelons que l'année 2016 a enregistré le plus mauvais score depuis la crise de 2009. Ce dynamisme de l'économie mondiale en 2017 est imputable à l'essor des économies des pays émergents et en développement, mais également des économies avancées. Une synchronisation de l'accélération de l'activité s'est mise en place dans les différentes zones économiques. Les économies émergentes ont profité pleinement d'une hausse de la demande en matières premières qui a fait grimper leurs prix. La Russie, mais également l'Amérique latine, ont pu ainsi tourner le dos à la récession de 2016. Quant à la Chine, les politiques mises en place ont permis un maintien de la croissance en évitant toute chute brutale. Dans les économies qualifiées d'avancées, la croissance a rejoint les niveaux élevés enregistrés en 2010. Même le Royaume-Uni, plongé dans les turbulences engendrées par le Brexit, a vu sa croissance reculer de seulement 0,2 point par rapport à 2016. Tous ces éléments positifs qui ont pris place en 2017 sont toujours présents. L'absence de forte poussée inflationniste tant en Europe qu'outre-Atlantique permet au FMI de prévoir une croissance mondiale qui frôlerait la barre des 4,0% en 2018 et 2019.

Cet optimisme transparaît dans les révisions de croissance opérées depuis notre publication d'octobre 2017. La révision des économies avancées atteint +0,4 point pour 2018 (+0,4 en Zone euro et +0,5 point pour les USA). Pour 2018, seul le Royaume-Uni ne bénéficie pas de cette hausse des prévisions, premier signe d'un impact du Brexit qui a tardé à se manifester. La hausse

de l'inflation, suite à la dépréciation de la livre sterling et les investissements postposés des entreprises, devrait freiner la croissance dès cette année, même si la réussite des premières négociations entre l'Europe et le Royaume-Uni a rassuré les marchés.

Dans les économies émergentes, les seules révisions importantes touchent les économies émergentes d'Europe avec une révision de +0,5 point pour 2018 (+0,7 point déjà pour 2017). Ces pays bénéficient fortement de la santé retrouvée de l'économie de la Zone euro. Quant à la Chine, les perspectives d'activité maintiennent l'hypothèse d'un ralentissement modéré de la croissance, une révision de +0,1 point à la hausse est même enregistrée pour 2018. Des politiques gouvernementales sont mises en oeuvre afin d'écartier les risques d'éclatement de bulle immobilière en empêchant une hausse trop rapide des prix. La volonté politique du gouvernement est également de s'attaquer aux déséquilibres de la croissance chinoise qui reposaient traditionnellement sur les investissements et les exportations. La contribution des investissements tend à se réduire, alors que la consommation reste solide. Les exportations devraient s'accélérer, suite à la hausse de la demande mondiale bien que la hausse salariale de ces dernières années rende les produits chinois moins compétitifs. Au total, avec des importations soutenues par une consommation qui se renforce, la contribution du commerce extérieur pourrait rester neutre. Si l'activité chinoise tend à se montrer moins dynamique ces dernières années, le ralentissement reste contenu et continu passant de +7,9% en 2012, à +6,9% en 2015, à +6,6% cette année et à +6,4% en 2019.

Progressivement donc, l'économie mondiale regagne son niveau de croissance antérieur à la crise de 2009. 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.

Pourtant, les économies des différentes zones des pays avancés se situent à des stades différents. Alors qu'aux États-Unis, qui enregistrent des hauts taux de croissance depuis le début 2016, les risques de surchauffe sont réels, en Zone euro dans son ensemble, les menaces sont moins présentes. Des deux côtés de l'Atlantique, malgré des taux de chômage planchés tant en Allemagne qu'aux États-Unis, l'absence de hausse salariale significative modère les anticipations de l'inflation. Les politiques des Banques centrales, même si elles peuvent devenir plus restrictives, devraient garder des conditions d'accès au crédit accommodantes. Les signes d'accélération de la croissance sont manifestes partout au travers des indicateurs économiques européens et américains.

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 tant en Europe qu'aux États-Unis depuis le milieu de l'année 2016. En 2017, ils ont poursuivi leur progression plus fortement en Europe, plus légèrement aux États-Unis. Outre Atlantique, les indices des directeurs d'achat américains de l'Institut of Supply Management (ISM) restent à des niveaux historiquement très élevés.

On pourrait croire à un scénario idyllique d'entrée de l'économie mondiale dans un cercle vertueux de croissance si des menaces ne restaient présentes. Les analystes restent prudents dans leur pronostic tant que des risques subsistent dans les économies.

- La nervosité des marchés boursiers au début du mois de février a montré que le doute pouvait s'installer rapidement auprès des agents. La hausse des taux longs aux États-Unis a réorienté le flux des investisseurs sur les obligations au détriment de la bourse. De plus, de faibles poussées de l'inflation ont fait surgir des craintes de surchauffe. Une forte correction des cours pourrait

également remettre en cause la robustesse de la croissance attendue. De même, un durcissement trop sévère de la politique monétaire de la FED conduirait également au même résultat.

- Le scénario table sur une hausse de l'investissement des entreprises américaines suite aux réformes fiscales favorables les touchant. Ce stimulus à l'activité est un élément favorable à la réalisation de notre scénario de maintien de taux de croissance élevé aux États-Unis. La réalité pourrait être tout autre, en privilégiant trop les dividendes des actionnaires, par exemple.
- Les négociations sur le Brexit avancent en apaisant les inquiétudes des agents. Un blocage pourrait néanmoins surgir et provoquer une baisse de confiance des agents dans la dynamique de croissance attendue.
- Une remontée plus importante qu'attendu de l'inflation pourrait également menacer ce scénario. Les prix pétroliers devraient se stabiliser au niveau actuel, la dépréciation du dollar restée contenue et les niveaux planchers du chômage aux États-Unis et en Allemagne n'engendrer que peu de pression sur les salaires. Depuis 2010, le lien traditionnel entre tension sur le marché du travail et poussée des salaires n'est plus aussi automatique. En cause, l'importance des créations d'emplois dans les services dans lesquels le pouvoir de négociation est plus restreint.
- Des mesures protectionnistes voient le jour aux États-Unis. Une hausse des taxes sur les importations de l'acier et de l'aluminium a été décidée. Une guerre des tarifs douaniers qui contaminerait les échanges internationaux pourrait compromettre la poursuite de la croissance mondiale.

Nonobstant ces risques, par rapport au scénario que nous avons établi à l'automne 2017, les hypothèses d'une poursuite de la reprise de l'économie mondiale sont donc maintenues. Tous les indicateurs avancés concordent pour soutenir ce scénario. Et tous les fondamentaux économiques restent bien orientés dans l'ensemble des zones économiques. Dans ce contexte, si la hausse de l'inflation reste contenue,

les banques centrales européenne et américaine devraient maintenir des politiques accommodantes, même si outre-Atlantique les taux directeurs sont attendus en légère augmentation.

Par rapport à notre dernière édition de l'automne dernier, le scénario de croissance attendue pour les États-Unis et la Zone euro est révisé à la hausse sur l'année 2018 par l'acquis de croissance plus important en 2017 que pronostiqué à l'automne. La

croissance du PIB calculée de trimestre à trimestre devrait se maintenir à des niveaux de croissance encore élevés, les taux de croissance trimestriels étant proches de +0,6% aux États-Unis et de +0,5% dans la Zone euro. Au total, dans la Zone euro, la croissance annuelle devrait donc atteindre +2,3% cette année, comme l'année dernière. Pour les États-Unis, le scénario actuel table sur une croissance annuelle de +2,3% en 2017 et +2,8% en 2018.

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

	% 2017 ¹	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ²	2018 ²	2019 ²
Monde	100,0	4,3	3,5	3,5	3,6	3,4	3,2	3,7	3,9	3,9
Économies avancées	41,8	1,7	1,2	1,3	2,1	2,2	1,7	2,3	2,4*	2,2
Japon	4,4	-0,1	1,5	2,0	0,3	1,1	0,9	1,6*	1,4*	1,1*
Zone euro	11,7	1,6	-0,9	-0,2	1,3	2,0	1,8	2,3*	2,3*	1,9*
USA	15,5	1,6	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,3	2,8*	2,4*
Royaume-Uni	2,3	1,5	1,3	1,9	3,1	2,2	1,9	1,7	1,5*	1,5*
Canada	1,4	3,1	1,7	2,5	2,6	0,9	1,4	3,0	2,2*	1,8*
Autres économies avancées	6,5	4,0	2,5	2,5	2,9	2,4	2,3	2,7	2,6	2,6
Pays émergents et en développement	58,2	6,4	5,4	5,1	4,7	4,3	4,4	4,7	4,9	5,0
Afrique subsaharienne	3,0	5,1	4,4	5,3	5,1	3,4	1,4	2,7	3,3	3,5
Amérique latine et Caraïbes	7,8	4,7	3,0	2,9	1,2	0,1	-0,7	1,3	1,9	2,6
Asie	31,6	7,9	7,0	6,9	6,8	6,8	6,4	6,5	6,5	6,6
Chine	17,7	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,8	6,6	6,4
Moyen-Orient et Afrique du Nord³	7,7	4,5	5,2	2,7	2,8	2,7	4,9	2,5	3,6	3,5
Europe émergente	3,5	6,5	2,4	4,9	3,9	4,7	3,2	5,2	4,0	3,8
Communauté États indépendants	4,5	5,3	3,6	2,5	1,1	-2,2	0,4	2,2	2,2	2,1
Russie	3,2	5,1	3,7	1,8	0,7	-2,8	-0,2	1,8	1,7	1,5

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2017 et janvier 2018, Consensus Forecasts, février 2018

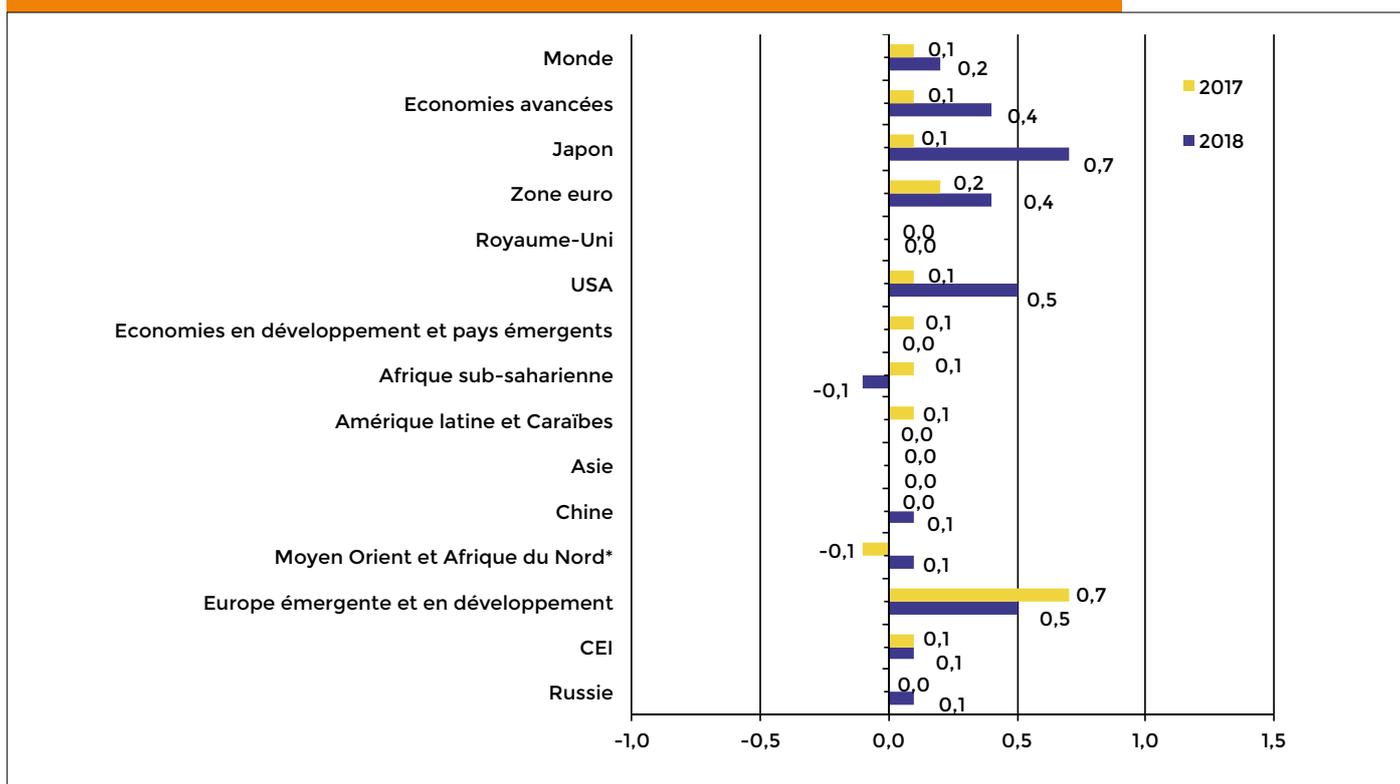
Notes :

1 Parts en % du PIB mondial (à parité de pouvoir d'achat des pays) en 2017.

2 Estimations et prévisions FMI, janvier 2018 sauf * Consensus Forecasts, février 2018 et Eurostat pour 2017 Zone euro.

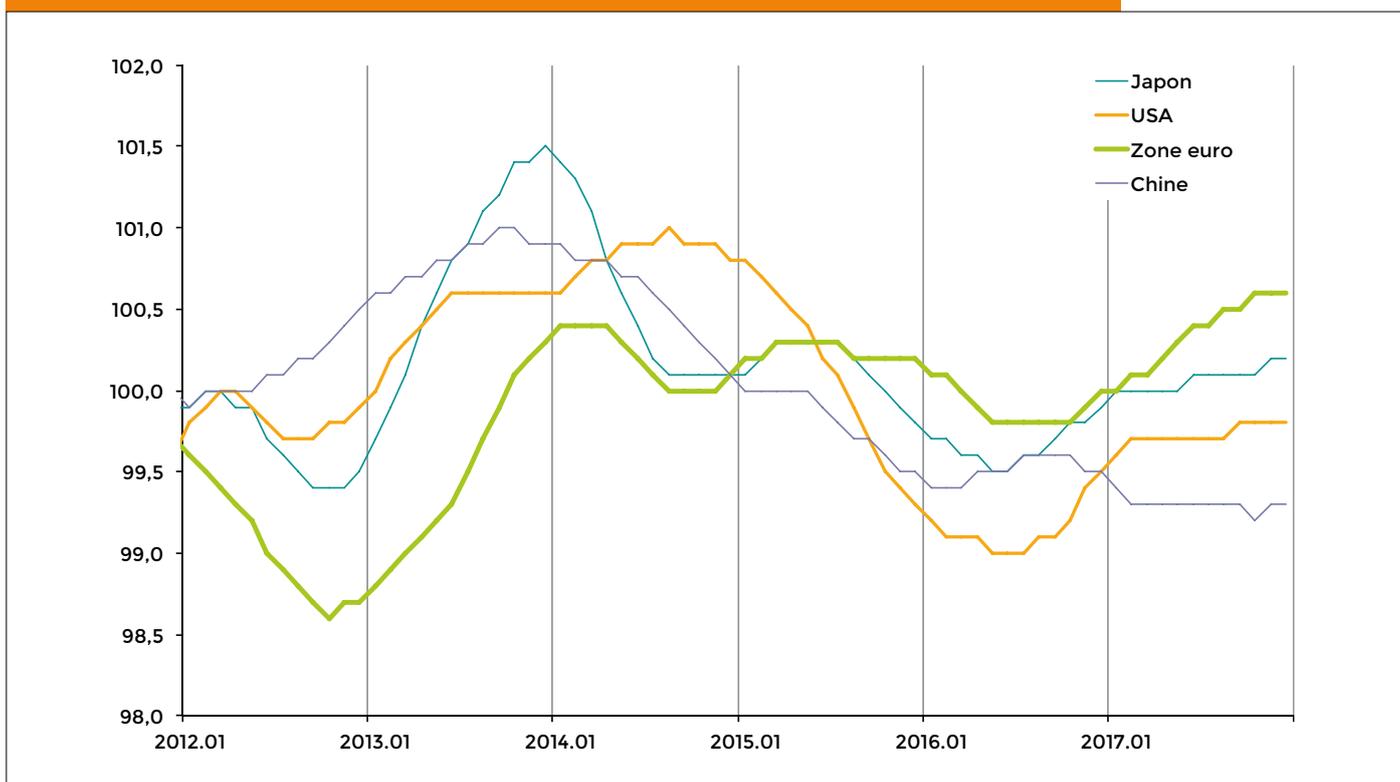
3 Y compris Pakistan et Afghanistan.

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



Source : Tendances économiques, n°53 – Calculs : IWEPS

Graphique 2.2 – Évolution des indicateurs composites avancés de l'OCDE des principales économies



Source : OCDE – Calculs : IWEPS

2.1.2 SITUATION CONJONCTURELLE DES ÉTATS-UNIS ET DE LA ZONE EURO

2.1.2.1 Les États-Unis

La reprise de l'économie américaine s'est quelque peu tassée au quatrième trimestre 2017. La croissance n'y a enregistré qu'une hausse de +0,6% par rapport au trimestre précédent, alors qu'elle avait atteint +0,8% aux deuxième et troisième trimestres. Mais l'analyse des évolutions des composantes met en évidence un effet négatif et temporaire des stocks qui retire -0,2 point à la hausse du PIB. De plus, les importations ont particulièrement pesé (-0,5 point). Au total, le commerce extérieur retire -0,3 point à la croissance. Mais le moteur traditionnel de l'économie américaine, la demande intérieure hors stocks, continue d'enregistrer de bons résultats. La consommation des ménages apporte +0,6 point à la croissance du dernier trimestre 2017. Quant aux investissements, ils y contribuaient pour 0,3 point contrairement aux deux trimestres précédents où leurs apports restaient faibles. Les postes de la demande intérieure américaine restent donc vigoureux augurant d'une poursuite de la reprise au cours des prochains trimestres de 2018. Au total, l'année 2017 s'est soldée par une croissance de +2,3%. L'accélération de l'économie américaine supérieure aux prévisions de l'automne dernier conduit à un effet de seuil qui pousse la croissance attendue en 2018.

En effet, les indicateurs conjoncturels restent au beau fixe. Les indices ISM, tant dans les services que dans l'industrie, ont atteint en janvier un très haut niveau, anticipant une poursuite de la hausse de l'activité dans les mois qui viennent. La confiance des ménages selon l'indicateur de l'Université du Michigan reste à de très hauts niveaux et le revenu disponible des ménages est en nette augmentation. Les créations d'emploi restent dynamiques, malgré un taux de chômage plancher à 4,1% en janvier 2017 : 200 000 créations nettes d'emplois en janvier selon l'enquête sur les fiches de paiement (hors agriculture).

Un nouvel élément renforce ce scénario : la politique du gouvernement américain. Le gouvernement Trump a mis en place une réforme sur la taxation des ménages à forts revenus qui devrait déjà soutenir pour 0,2 point la croissance dès cette année. De plus, à côté de dispositions pour le rapatriement des profits à l'étranger des entreprises américaines, il a décidé de ramener le taux de taxation des entreprises de 35% à 21%. Ce cadeau fiscal pour les entreprises pourrait les pousser à augmenter leur investissement dans un contexte où la demande reste forte. La réforme pourrait notamment alimenter l'investissement dans le secteur de l'énergie où les prix pétroliers redeviennent attractifs. Ce stimulus pourrait maintenir la croissance de l'économie américaine dans les prochains trimestres.

Si tous les fondamentaux semblent actuellement bien orientés, quels obstacles pourraient survenir et faire trébucher ce dynamisme économique ? Depuis des mois, les analystes anticipent un fléchissement de la croissance de l'économie américaine. C'est la menace d'un brusque retour de l'inflation qui plane sur la croissance de l'économie américaine. Jusqu'à présent malgré un chômage très bas, les salaires restent contenus, ne poussant donc pas les prix. En janvier dernier, les prix hors alimentation et énergie n'avaient augmenté que de +1,8% sur un an. Si la hausse des taux longs a déclenché ces dernières semaines un ajustement sévère des cours boursiers, la politique de la FED reste accommodante, malgré les hausses légères de ses taux directeurs. Le dollar, qui s'est déprécié au cours des derniers mois, ainsi que la remontée des prix des matières premières, sont déjà deux éléments qui poussent les prix à la consommation. Une remontée brutale des salaires, si le marché de l'emploi était confronté à une pénurie de main-d'œuvre, pourrait provoquer un coup d'arrêt de la croissance américaine par une remontée trop rapide des taux d'intérêt. La confiance des entreprises et des ménages

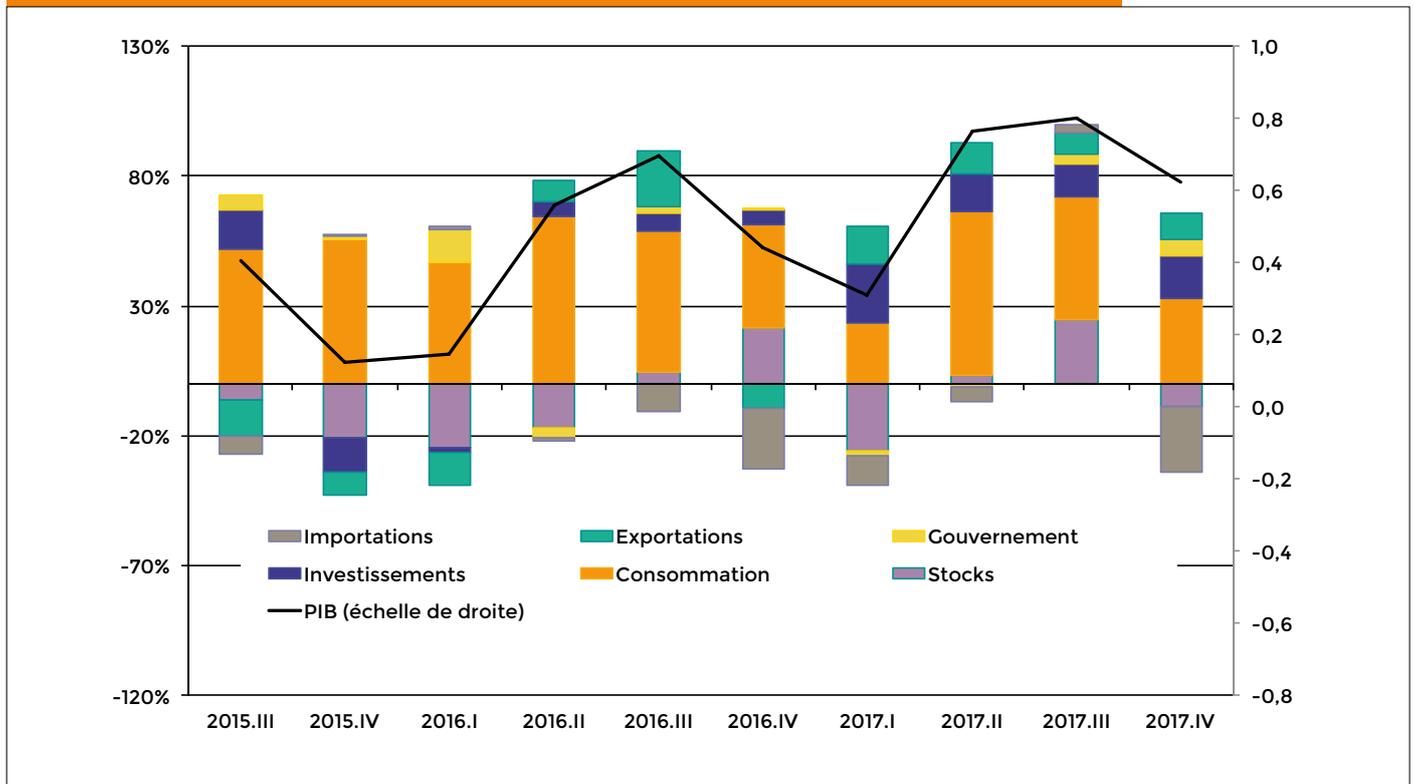
pourrait alors s'affaiblir. Le taux d'épargne de ces derniers remonterait alors. Le taux d'épargne des ménages américains a en effet rejoint ses niveaux d'avant la crise, il n'est plus que de 2,4% en décembre 2017 contre 4,1% encore en février 2017.

Restent les contraintes de l'offre. Les entreprises pourraient se heurter à une pénurie de main-d'œuvre et donc à une évolution de la productivité plus faible, à moins encore que les investissements viennent la relancer. Le cadeau fiscal du

gouvernement Trump en s'orientant vers de nouveaux investissements pourrait constituer un bon adjuvant.

Si l'on écarte les risques de blocage de la demande ou de l'offre, la croissance pourrait encore augmenter de 0,6% chaque trimestre de cette année. Au total, la croissance de 2018 atteindrait alors +2,8% soit 0,5 point de mieux que l'année dernière, encore largement au-dessous de son potentiel de croissance.

Graphique 2.3 - Contribution des composantes économiques à l'évolution trimestrielle du PIB des États-Unis



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

Tableau 2.2 – Évolutions macroéconomiques récentes et perspectives pour 2018 aux États-Unis

États-Unis	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ²
PIB	1,6	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,3	2,8
Consommation privée¹	2,3	1,5	1,5	2,9	3,6	2,7	2,7	2,8
Investissement des entreprises	7,7	9,0	3,5	6,9	2,3	-0,6	4,7	5,6
Production industrielle (volume)¹	3,0	2,8	2,0	3,1	-0,7	-1,2	2,0	3,3
Chômage (en %)	8,9	8,1	7,4	6,2	5,3	4,9	4,4	3,9
Prix à la consommation¹	3,1	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,3

Source : Consensus Forecasts, décembre 2015 à février 2018

Notes :

1 Changement exprimé en pourcentage de l'année précédente.

2 Prévisions

2.1.2.2 La Zone euro

En 2017, la croissance totale de la Zone euro a atteint +2,3%, soit une valeur largement supérieure à son taux de croissance de long terme. Il s'agit même de la plus forte croissance enregistrée depuis la crise de 2009. Si l'on examine l'évolution de trimestre à trimestre sur l'ensemble de l'année 2017, depuis le quatrième trimestre 2016, la croissance se maintient au-delà de la barre des +0,6%. La croissance des quatre trimestres a été portée par le commerce extérieur et la consommation privée, malgré la hausse des importations. L'apport des investissements qui s'était manifesté au deuxième trimestre n'est réapparu qu'au dernier.

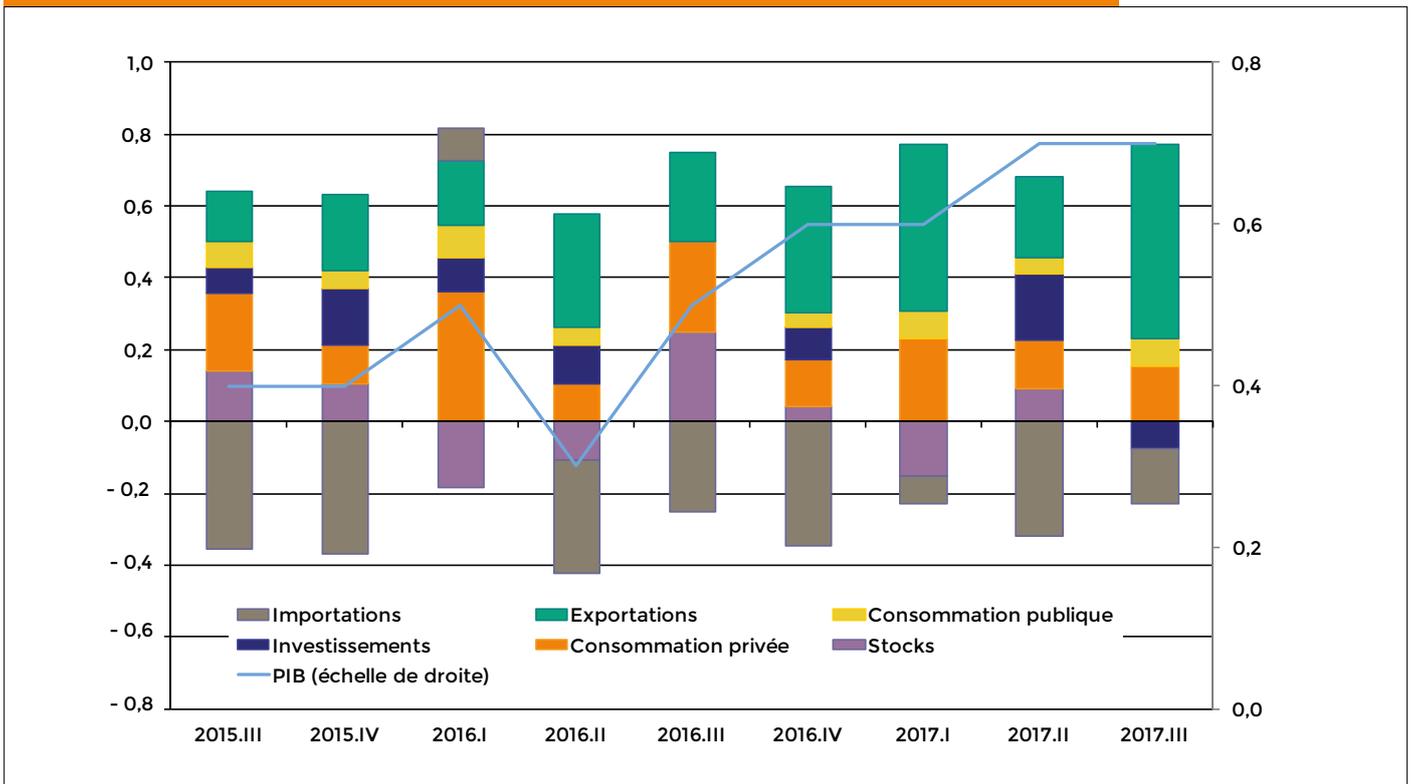
Les chiffres du quatrième trimestre confirment la bonne santé de l'économie européenne. La demande intérieure hors stocks dans son ensemble, consommation des ménages et publique et les investissements, a soutenu la croissance pour 0,4 point. Mais, même si les importations sont restées dynamiques, la forte hausse des exportations maintient une contribution positive du commerce extérieur de 0,4 point. Sans un effet négatif des stocks (-0,2 point), la hausse du PIB aurait atteint +0,8% au quatrième trimestre.

Les signes en provenance des indicateurs conjoncturels avancés restent

encourageants. L'indicateur avancé de l'OCDE est toujours bien orienté. Les indices PMI des enquêtes auprès des directeurs d'achats tournent autour des 60 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 a atteint son plus haut niveau depuis l'automne 2007, comme la plupart des indicateurs issus des enquêtes de conjoncture. Est également au rendez-vous l'indicateur de confiance des consommateurs qui se maintient à des niveaux records, plus égalés depuis 2007.

Quels sont les facteurs qui soutiennent le moral des consommateurs ? Le chômage poursuit sa baisse. Au mois de janvier 2018, il n'atteignait plus que 8,6% alors qu'il accusait encore 9,7% un an plus tôt et plus de 12,0% en 2013. L'évolution des prix est également un élément qui renforce l'optimisme des ménages. Le taux d'inflation annuel de la Zone euro n'atteignait en février que 1,2%, soit un niveau bien inférieur à celui fixé comme cible par la Banque centrale européenne de 2,0%. Ce maintien de l'inflation à de faibles niveaux, malgré la hausse des prix de l'énergie, résulte de l'appréciation récente de l'euro, mais aussi d'une absence de pression des salaires, même dans certains pays membres

Graphique 2.4 – Contribution des composantes économiques à l'évolution trimestrielle du PIB de la Zone euro



Source : Eurostat – Calculs : IWEPS

comme l'Allemagne, où le chômage atteint des seuils plancher. Au total, l'inflation ne pourrait atteindre que +1,5% sur l'année 2018. Bénéficiant toujours d'une hausse de leur revenu réel, les ménages gagnés par l'optimisme pourraient puiser dans leur épargne pour élever encore le niveau de leurs dépenses. Au troisième trimestre 2017, leur taux d'épargne atteignait encore 12,0%, en léger recul seulement depuis 2014. Une légère remontée des prix pourrait toutefois freiner faiblement la croissance de la consommation des ménages en cours d'année.

Si les dépenses des ménages restent dynamiques dans la Zone euro, les investissements des entreprises retrouvent aussi 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. Les exportations devraient rester

dynamiques. La hausse de la production déjà entamée depuis avril 2012 se poursuit. À un an d'écart, elle atteint +5,2% en décembre 2017. Celle-ci devrait donc rester présente dans les prochains mois. Elle entraîne une hausse des taux de capacités de production qui atteignent des niveaux très élevés (84,1% au premier trimestre 2018), incitant les entreprises à investir. Quant aux investissements des ménages dont le moral est au plus haut, ils bénéficient d'une hausse de leur revenu réel et de conditions de crédits avantageuses. Le taux d'investissement des ménages ne cesse de se redresser depuis 2015. Au total, alors que le commerce extérieur pourrait peser sur la croissance, l'investissement, tant des entreprises que des particuliers, devrait épauler la consommation privée pour amener la hausse du PIB encore à un niveau élevé de +2,3% en 2018.

Cette description monolithique de l'économie de la Zone euro cache cependant des situations économiques quelque peu différentes au sein des deux grandes économies de la Zone euro.

D'un côté, l'Allemagne qui, comme les États-Unis, est menacée de surchauffe économique avec un taux de chômage inférieur à 4% ; d'un autre côté, la France, qui après plusieurs années de croissance faible, semble enfin en passe d'amorcer une reprise économique plus solide.

En Allemagne, la croissance en 2018 pourrait encore atteindre +2,4%, après avoir déjà atteint +2,2% en 2017. Le miracle allemand de ces dernières années, deuxième exportateur mondial, s'explique par le dynamisme de ses exportations, qui plus qu'ailleurs bénéficient d'une compétitivité retrouvée par la modération salariale et d'une demande mondiale plus dynamique, mais pas seulement. En 2018, la consommation privée, qui traditionnellement en Allemagne était faible, a contribué pour +1,1 point à la croissance en 2017. La confiance très élevée des ménages, la progression du salaire réel par tête et le faible taux de chômage (5,7% en février selon l'Agence fédérale de l'emploi) devraient pousser les Allemands à puiser dans leur épargne qui reste encore très élevée par rapport à la moyenne européenne (plus de 16%). De plus, face à la forte demande tant externe qu'interne, la production poursuit sa forte hausse. Sur un an, elle enregistrait une hausse de +6,8% en décembre 2017. Ce mouvement plus dynamique qu'ailleurs en Europe a poussé les entreprises à investir dès l'année dernière ; elles devraient accentuer encore le mouvement cette année. Tous les indicateurs issus des enquêtes d'Eurostat comme ceux de l'institut allemand IFO sont au plus haut, annonçant une poursuite de l'embellie de l'activité en Allemagne, ce qui crée un climat favorable pour les anticipations des agents et les investissements.

La deuxième puissance économique européenne, la France, a eu beaucoup de peine à s'aligner sur la moyenne européenne depuis la crise de 2008. Le traditionnel moteur de sa croissance, la consommation privée, tarde à repartir. En 2017, la croissance des dépenses des ménages a atteint +1,3% contre +2,1% l'année précédente. L'accélération en 2017 vient plus des investissements tant des ménages (+5,1% en 2017) que des

entreprises (+3,7%). En 2017, les exportations se sont également redressées permettant au commerce extérieur de moins peser sur la croissance (-0,3 point contre -0,8 point en 2016). Les exportations du secteur de l'industrie du transport, et particulièrement celui de l'aviation, ont particulièrement été dynamiques au cours de la seconde partie de l'année 2017. Les indicateurs conjoncturels issus des enquêtes restent bien orientés et la confiance des ménages reste élevée. Le chômage toujours important en France tend à se réduire (9,2% en décembre 2017 contre 9,9% en décembre 2016), mais se situe toujours à des niveaux élevés. Il devrait continuer à diminuer en 2018. L'environnement économique favorable devrait également contribuer à dynamiser la demande intérieure française, alors que la demande mondiale devrait également se raffermir. Au total, le PIB français devrait connaître une hausse de +2,0% en 2018, en légère augmentation de +0,1 point par rapport à 2017.

Enfin, les pays périphériques, qui ont été confrontés aux graves problèmes de financement de leurs déficits publics en 2011, affichent également des profils de croissance différents. Parmi ceux-ci, l'Espagne est sortie rapidement de la récession et a enregistré des taux de croissance annuelle supérieurs à 3% qui tendent à se réduire pour revenir vers la moyenne européenne. Sa croissance attendue en 2018 devrait atteindre encore +2,6%. Par contre, l'Italie peine à rejoindre les taux de croissance des principales économies européennes. En 2018, elle ne devrait afficher qu'une croissance de +1,4% comme en 2017. Elle est de plus confrontée à l'incertitude des récentes élections législatives du 4 mars 2018. La mise en place des mesures prévues par les programmes électoraux risque de bouleverser le lent rétablissement de l'économie italienne.

En 2018, la croissance attendue pour la Zone euro pourrait être maintenue à +2,3% identique à celle de 2017, alors que l'Allemagne enregistrerait encore une croissance de +2,4% et que la France atteindrait enfin la barre des +2,0%.

Tableau 2.3 – Évolutions macroéconomiques récentes et perspectives entre 2011 et 2018 (Variations annuelles en % à prix constants) pour la Zone Euro

Zone euro	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ²
PIB	1,6	-0,9	-0,2	1,3 ¹	2,0	1,8	2,3*	2,3
Consommation privée ³	-0,1	-1,3	-0,6	0,9	1,8	2,0	1,6*	1,8
Formation brute du capital fixe ³	1,7	-3,2	-2,5	1,9	3,0	4,5	3,5*	3,7
Production industrielle (volume) ³	3,5	-2,4	-0,7	0,8	2,1	1,5	2,9	2,8
Chômage (en %)	10,2	11,4	12,0	11,6	10,9	10,0	9,1	8,4
Prix à la consommation ³	2,7	2,5	1,3	0,4	0,0	0,2	1,5	1,5

Source : Consensus Forecasts, décembre 2015 à février 2018

Notes :

1 PIB source FMI, Consensus : 1,2%

2 Prévisions

3 Changement exprimé en pourcentage de l'année précédente

* Données Eurostat mars 2018

Tableau 2.4 – Évolutions macroéconomiques récentes et perspectives entre 2011 et 2018 (Variations annuelles en % à prix constants) pour l'Allemagne

Allemagne	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ²
PIB	3,7	0,5	0,5	1,9 ¹	1,7	1,9	2,2	2,4
Consommation privée ³	1,3	1,3	0,6	1,0	1,7	2,1	2,0	1,8
Inv. Machine & équipement ³	6,8	-3,2	-2,3	5,9	3,9	2,2	3,5	5,4
Production industrielle (volume) ³	7,4	-0,4	0,1	1,5	0,5	1,2	3,4	3,3
Chômage ³ (en %)	7,0	6,8	6,9	6,7	6,4	6,1	5,7	5,4
Prix à la consommation ³	2,1	2,0	1,5	0,9	0,3	0,5	1,8	1,7

Source : Consensus Forecasts, décembre 2015 à février 2018

Notes :

1 Pour Eurostat : 1,6%

2 Prévisions

3 Changement exprimé en pourcentage de l'année précédente

4 Taux de chômage de l'Agence fédérale de l'emploi allemande (moins de 15 heures de travail par semaine, contre moins d'une 1 heure pour Eurostat)

Tableau 2.5 – Évolutions macroéconomiques récentes et perspectives entre 2011 et 2018 (Variations annuelles en % à prix constants) pour la France

France	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ¹
PIB	2,1	0,2	0,6	1,0	1,0	1,1	1,9	2,0
Consommation privée ²	0,3	-0,2	0,6	0,7	1,3	2,1	1,3	1,7
Investissement des entreprises ²	4,0	0,1	0,4	1,7	2,9	3,4	4,3	4,1
Production industrielle (volume) ²	3,9	-2,8	-0,9	-0,3	1,8	0,4	2,7	2,7
Chômage (en %)	8,8	9,4	9,9	9,9	10,1	9,8	9,1	9,0
Prix à la consommation ²	2,1	2,0	0,9	0,5	0,0	0,2	1,0	1,5

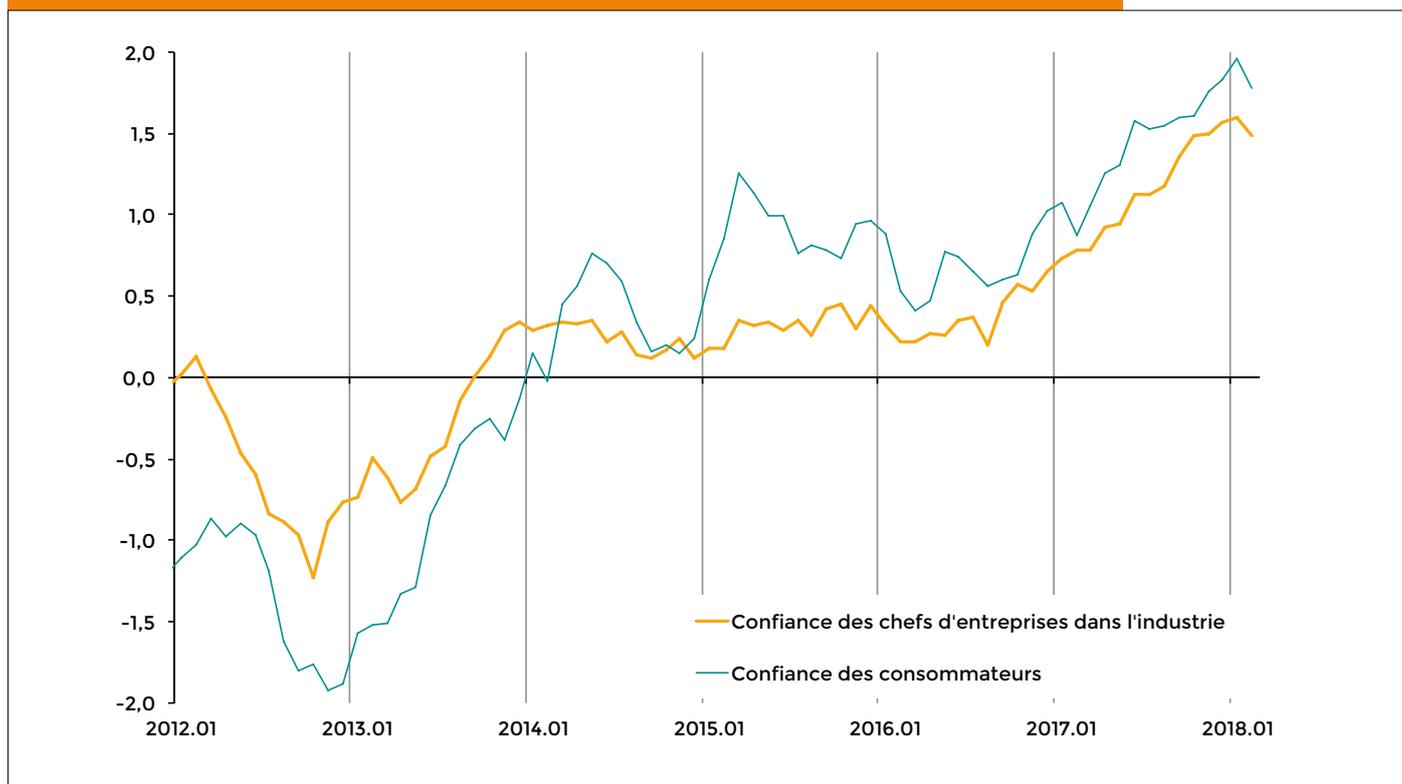
Source : Consensus Forecasts, décembre 2015 à février 2018

Notes :

1 Prévisions

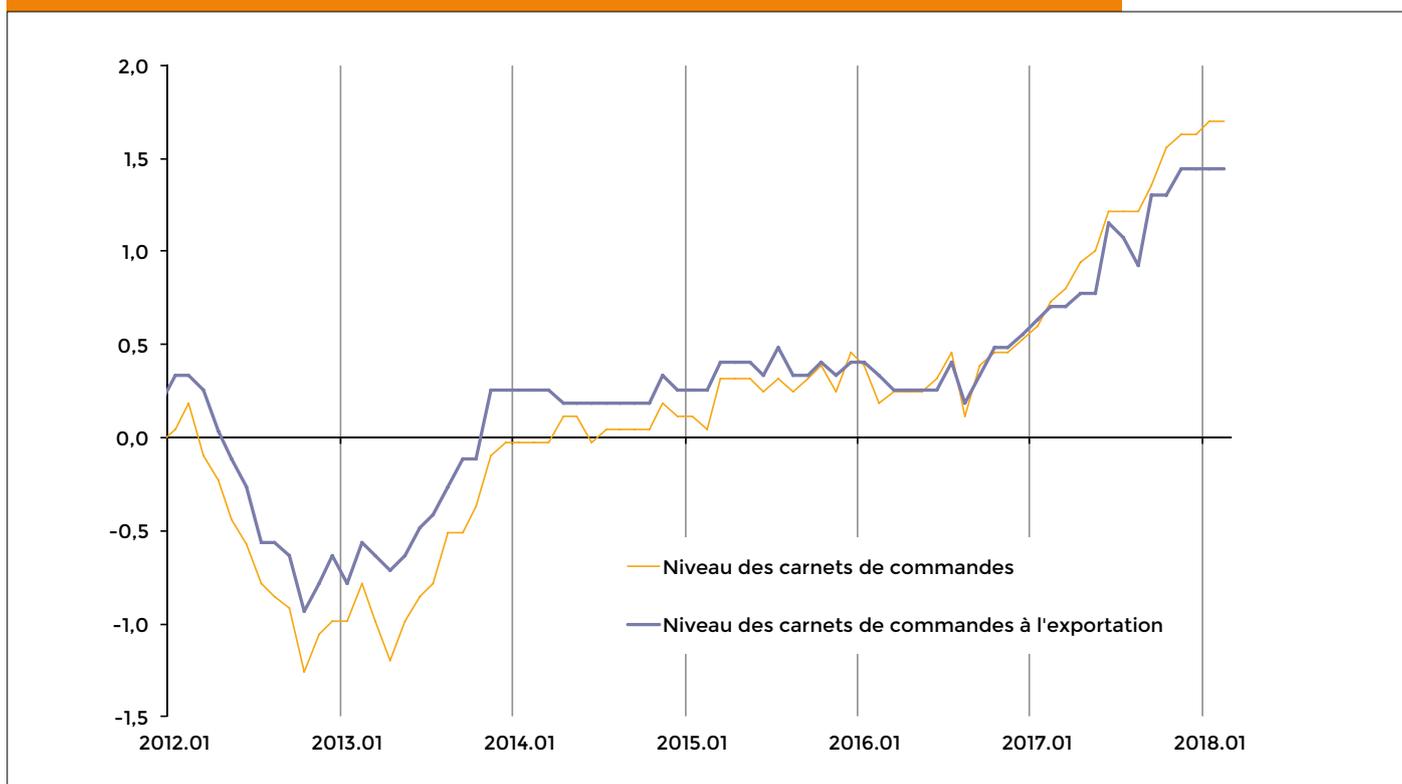
2 Changement exprimé en pourcentage de l'année précédente.

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



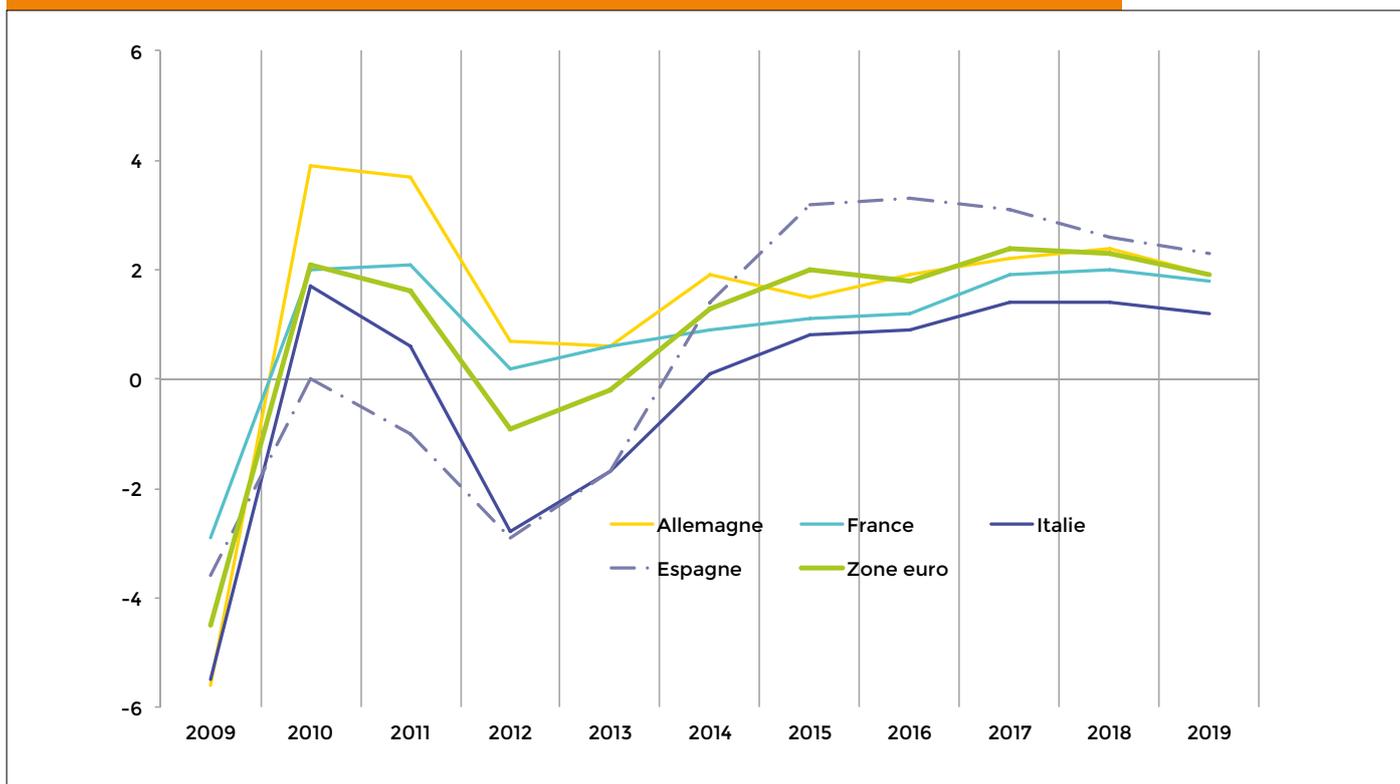
Source : Commission européenne – Calculs : IWEPS

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 à un an d'écart pour les principaux pays de la Zone euro



Source : Consensus Forecasts, février 2017 – Calculs : IWEPS

2.1.3 LES MATIÈRES PREMIÈRES

Depuis le milieu de l'année 2017, les prix du pétrole étaient repartis à la hausse. Au début de cette année, les prix pétroliers ont même atteint la barre des 70 dollars le baril de Brent avant de s'infléchir au cours des dernières semaines.

Cette hausse récente du Brent n'est imputable qu'en partie à l'accord du 30 novembre 2016 entre les pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et la Russie pour réduire leur production. Les problèmes de production au Venezuela et en Libye ont aussi poussé les prix. Les prévisions optimistes de la croissance mondiale en 2018 les soutiennent également.

Pourtant, la production en janvier 2018 a été supérieure de +1,5 million de barils par jour sur un an. Elle a été alimentée en

grande partie par la reprise de la production américaine en hausse de +1,3 million de barils par jour. Les États-Unis sont en passe de devenir le premier producteur mondial. Après avoir dépassé l'Arabie Saoudite, ils devraient égaler la production de la Russie d'ici à la fin de l'année. Au total, l'offre en provenance des pays non membres de l'OPEP a enregistré une hausse +0,7 million de barils sur un an en 2017 et devrait atteindre +1,7 million en 2018, alors que la production OPEP restait stable au cours de l'année dernière.

Quant à la demande, elle devrait augmenter de +1,4 million de barils par jour cette année, soit une hausse inférieure à celle de l'année dernière (+1,6 million de barils par jour) alors que les stocks OCDE sont largement inférieurs à leur moyenne. Ce

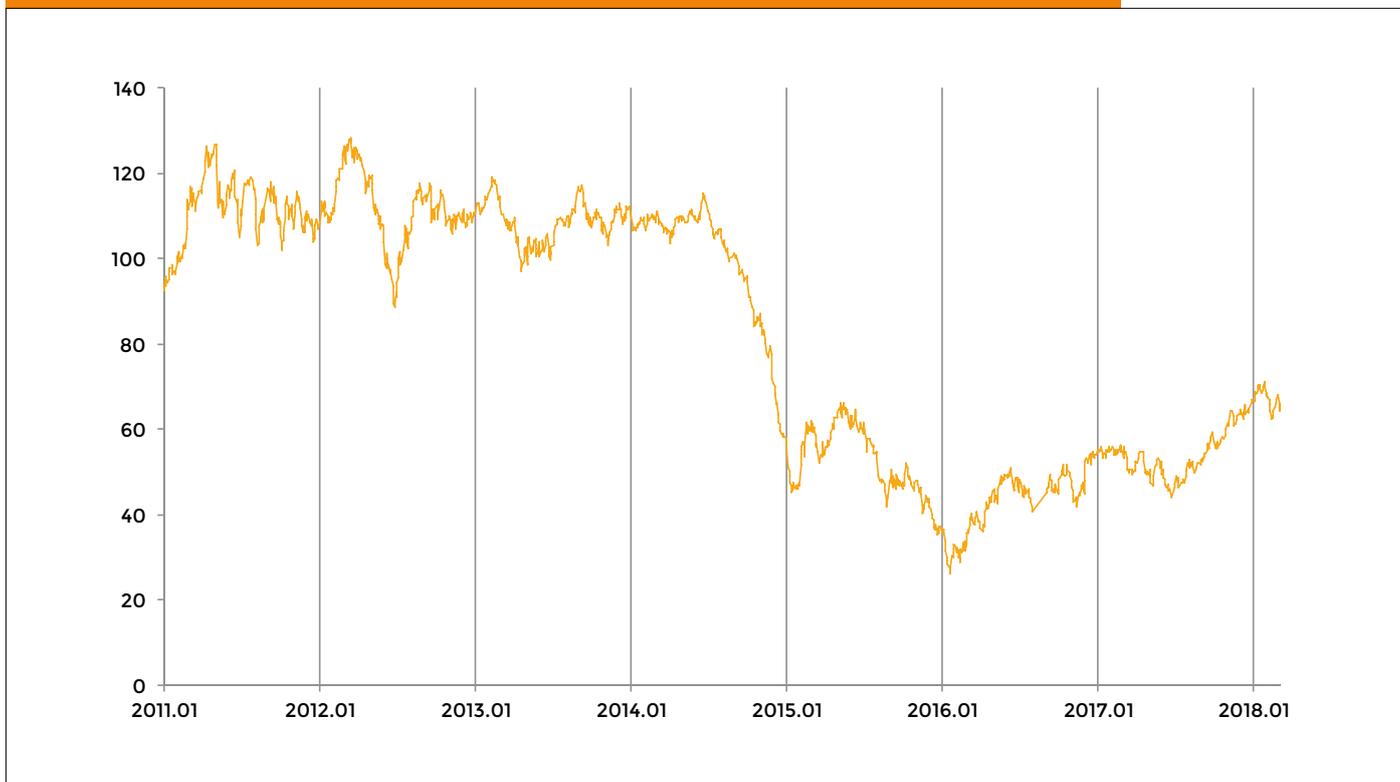
fléchissement de la demande mondiale, alors que la croissance mondiale s'accélère, est imputable à différents facteurs : les évolutions de la demande chinoise, la poussée du marché du gaz, mais également évidemment la hausse récente des cours du pétrole.

Pour cette année, l'augmentation de la production hors OPEP devrait largement rencontrer l'ensemble de la hausse de la demande mondiale. Les prix dans ce contexte pourraient se stabiliser autour de 65 dollars le baril de Brent en 2018.

En janvier, selon l'Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Institut (HWWI), l'augmentation sur un an des prix pétroliers en dollar s'élevait à +24,4% dans la Zone euro. Mais l'énergie ne constituait pas la seule branche des matières premières à connaître une hausse des prix. Depuis le milieu de l'année dernière, les prix des métaux non ferreux

connaissent une forte augmentation encore (+23,2% à un an d'écart) en dollar. Quant au secteur des produits industriels, leurs prix sont en hausse depuis plus de six mois (+9,5% sur un an en dollar). La raison est bien évidemment le raffermissement de la demande mondiale. Cependant, les prix des produits alimentaires poursuivent leur diminution entamée en début d'année 2017 (-8,5% en janvier sur un an en dollar). Les risques d'une envolée des prix dans la Zone euro semblent maîtrisés d'autant plus que l'appréciation de l'euro par rapport au dollar a en effet partiellement atténué l'impact de cette hausse. En janvier, l'indice global HWWI de l'ensemble des matières premières connaissait une hausse de seulement +3,2% en euro sur le Vieux Continent, contre +18,6% en dollar. L'augmentation des prix des matières premières devrait donc rester contenue, mais perdurer, étant donné l'accélération de la demande mondiale.

Graphique 2.8 – Évolution journalière du cours du Brent en dollar par baril



Source : US Energie Information Administration (EIA) – Calculs : IWEPS

2.1.4 POLITIQUE MONÉTAIRE, ÉVOLUTION DES TAUX LONGS ET MARCHÉ DES CHANGES

2.1.4.1. La politique monétaire

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

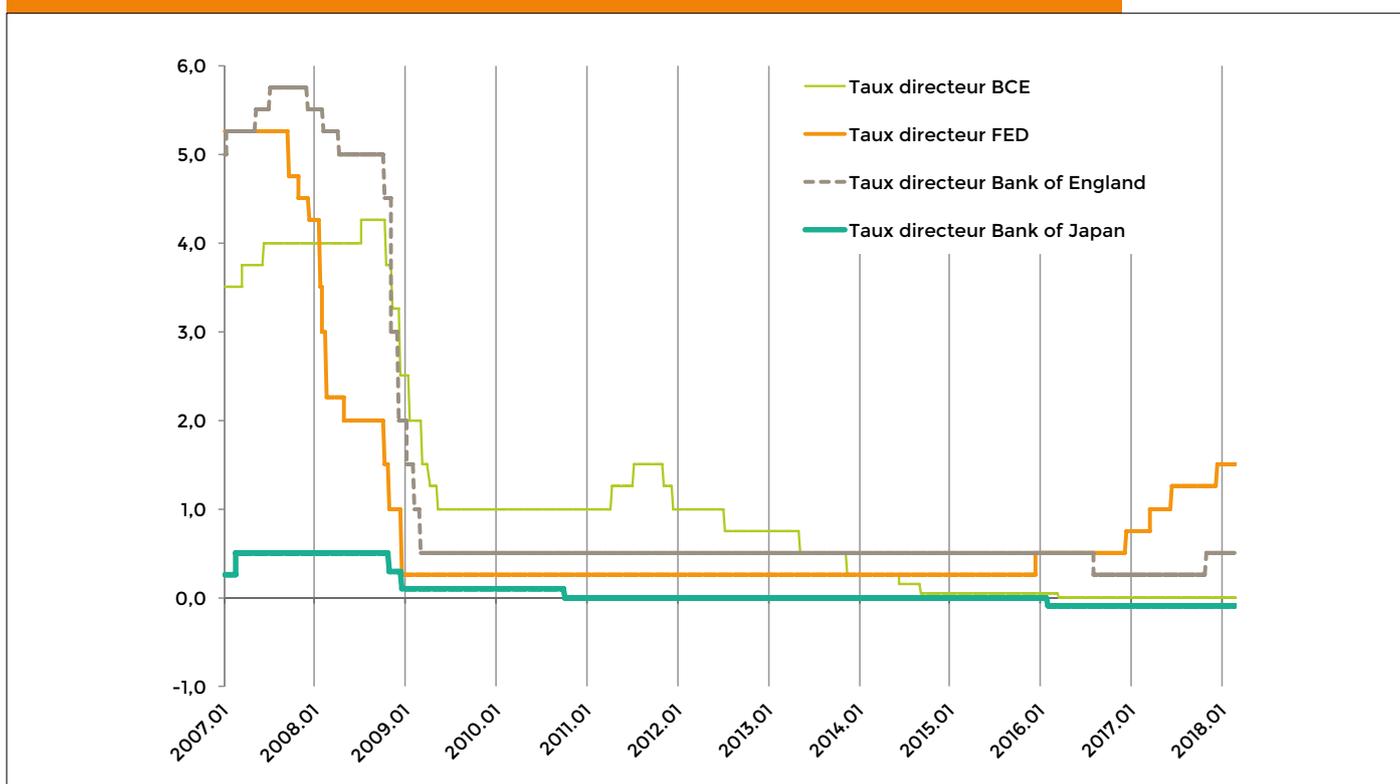
Aux États-Unis, la reprise précoce du cycle conjoncturel a amené la Réserve fédérale (FED) à entamer dès la fin 2015 un resserrement de la politique monétaire américaine. En 2017, la FED a relevé à trois reprises, en mars, juin et décembre, la fourchette cible d'évolution des taux d'intérêt fédéraux (*fed funds*), qui évoluent désormais entre 1,25% et 1,50%.

En Europe, mais aussi au Japon, le raffermissement économique plus récent et la faiblesse des tensions inflationnistes sous-jacentes n'ont pas incité 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, la politique monétaire de la Banque d'Angleterre (BoE) s'inscrit dans un contexte marqué par l'incertitude politique et économique qui entoure les conditions de la future sortie de l'Union européenne. La vive dépréciation de la livre sterling a alimenté un renchérissement des prix des biens importés et une hausse de l'inflation, qui ont amené la BoE à relever son taux bancaire officiel (de 0,25% à 0,50% en novembre 2017), en dépit des fortes inquiétudes qu'elle nourrit quant aux risques que fait peser le *Brexit* sur les perspectives économiques.

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



Sources : Belgostat, Federal Reserve (New-York), Bank of England, Bank of Japan

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, une communication claire, dite de 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 4 500 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 puis à 30 milliards d'euros à partir d'avril 2017 et janvier 2018, et qui devrait se prolonger jusqu'en septembre prochain, ou « au-delà si nécessaire ». En mettant finalement en œuvre une politique

de détente quantitative de grande ampleur – le bilan de la BCE avoisine à présent 4 500 milliards d'euros (février) –, la BCE cherchait d'abord à ancrer les anticipations d'inflation, en rassurant les agents économiques sur son engagement explicite à assurer la stabilité des prix à moyen terme. 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 boursiers début février, à l'annonce d'un rebond de l'inflation salariale aux États-Unis, témoigne de la nervosité de ceux-ci. Les dirigeants des banques centrales s'efforcent d'ailleurs, au travers de leur communication, 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 réduction 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.

La Réserve fédérale américaine a commencé à réduire en octobre la taille de son bilan, un resserrement quantitatif (*quantitative tightening*) que la FED entend opérer en cessant, de « manière progressive et prévisible », le réinvestissement des

montants des titres arrivant à échéance qu'elle déteint en portefeuille¹. La FED a annoncé ne pas vouloir apporter d'ajustement à sa stratégie de normalisation de son bilan, 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 a été franchi. Le ralentissement progressif (*tapering*) du programme d'achat d'actifs de la BCE débuté en janvier s'inscrit dans le cadre de cette inflexion.

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, notamment lorsque la résorption 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 monétaire et budgétaire concertée de soutien de la demande globale. Alors que

cette politique s'ébauche enfin, l'institut de Frankfurt ne voudra probablement pas prendre le risque de resserrer trop tôt sa politique. La BCE, qui a indiqué qu'un durcissement des conditions de crédit n'interviendrait que bien au-delà de l'horizon d'achat de titres privés et publics, prévu en septembre 2018, devrait maintenir ses principaux taux directeurs à leur niveau plancher actuel tout au long de l'année 2018. La BCE a également indiqué qu'elle continuerait à réinvestir les titres qu'elle a acquis depuis le début du QE pendant une période étendue. Soucieuse de ne pas brusquer les marchés financiers, la BCE ajustera en tout état de cause sa politique monétaire avec prudence et pragmatisme.

Aux États-Unis, si l'inflation de base demeure pour l'heure encore inférieure à l'objectif de 2,0% de la Réserve fédérale, il est vraisemblable que la faiblesse du dollar, le dynamisme du marché du travail et la solidité de la reprise et des perspectives économiques, renforcés à court terme par les effets de la réforme fiscale entérinée en décembre, induiront une accélération des tensions inflationnistes au cours des prochains mois. Croissance de l'activité et hausse de l'inflation attendue devraient conduire la FED à resserrer graduellement ses taux d'intérêt directeurs. Les membres du FOMC (Federal Open Market Committee) prévoient ainsi de procéder à trois hausses de taux supplémentaires au cours de l'année (de 25 pb), ce qui conduirait le taux fédéral de 2,0% à 2,25%. La première hausse pourrait intervenir dès la réunion du FOMC de mars.

2.1.4.2. Évolution des taux longs

En 2017, l'écart entre les taux longs allemands et américains s'est d'abord graduellement resserré jusqu'à l'automne, avant de s'agrandir à nouveau en fin d'année, à mesure que les investisseurs modifiaient leurs perceptions des écarts de croissance et des évolutions des politiques monétaires entre les États-Unis et la Zone euro.

¹ La FED a réduit la taille de son bilan de 10 milliards de dollars par mois au cours du dernier trimestre 2017. 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. En savoir plus sur http://www.lemonde.fr/economie/article/2017/11/01/en-attendant-son-nouveau-president-la-fed-laisse-ses-taux-inchanges_5208933_3234.html#BKEW8KAw3oGzb4bg.g9

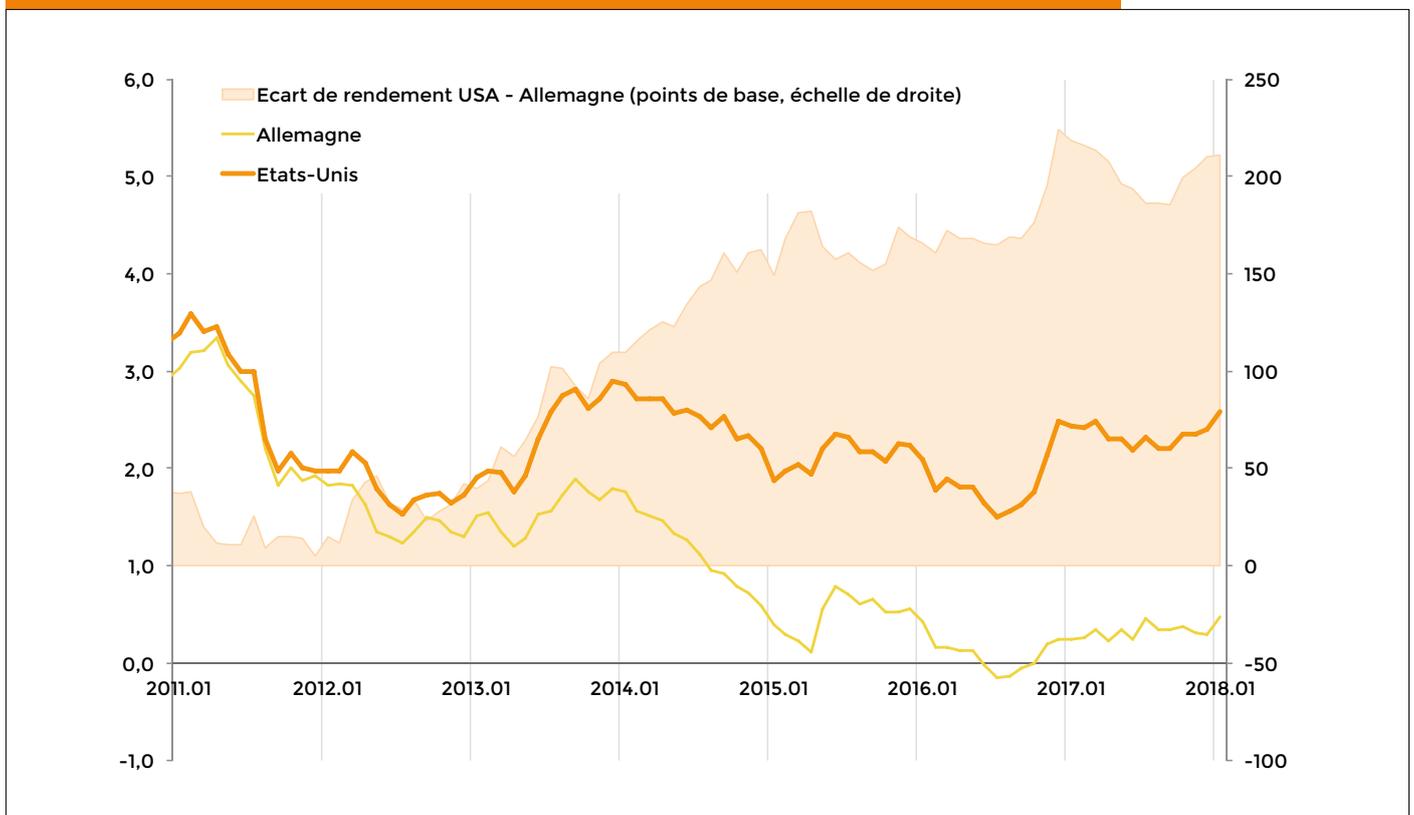
² Les projections de taux d'inflation réalisées récemment (décembre 2017) par la BCE tablent sur une hausse moyenne de l'indice des prix de +1,5% en 2017, +1,4% en 2018 et +1,5% en 2019.

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 réforme 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. Par ailleurs, 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 plus aux actifs européens. À partir de l'automne, le durcissement attendu de la politique monétaire américaine et l'annonce du projet de réforme fiscale ont favorisé un raffermissement des taux obligataires américains, de sorte que l'écart de taux des emprunts publics de longue maturité aux

États-Unis et en Zone euro atteignait en janvier 210 points de base (contre 185pb en septembre 2017).

En Europe, 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. En revanche, en raison des opérations d'arbitrage menées sur les marchés financiers, le repli des taux américains jusqu'à l'automne a affecté les rendements obligataires européens. En fin d'année, l'impulsion des rendements américains a favorisé le relèvement des taux des obligations européennes.

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

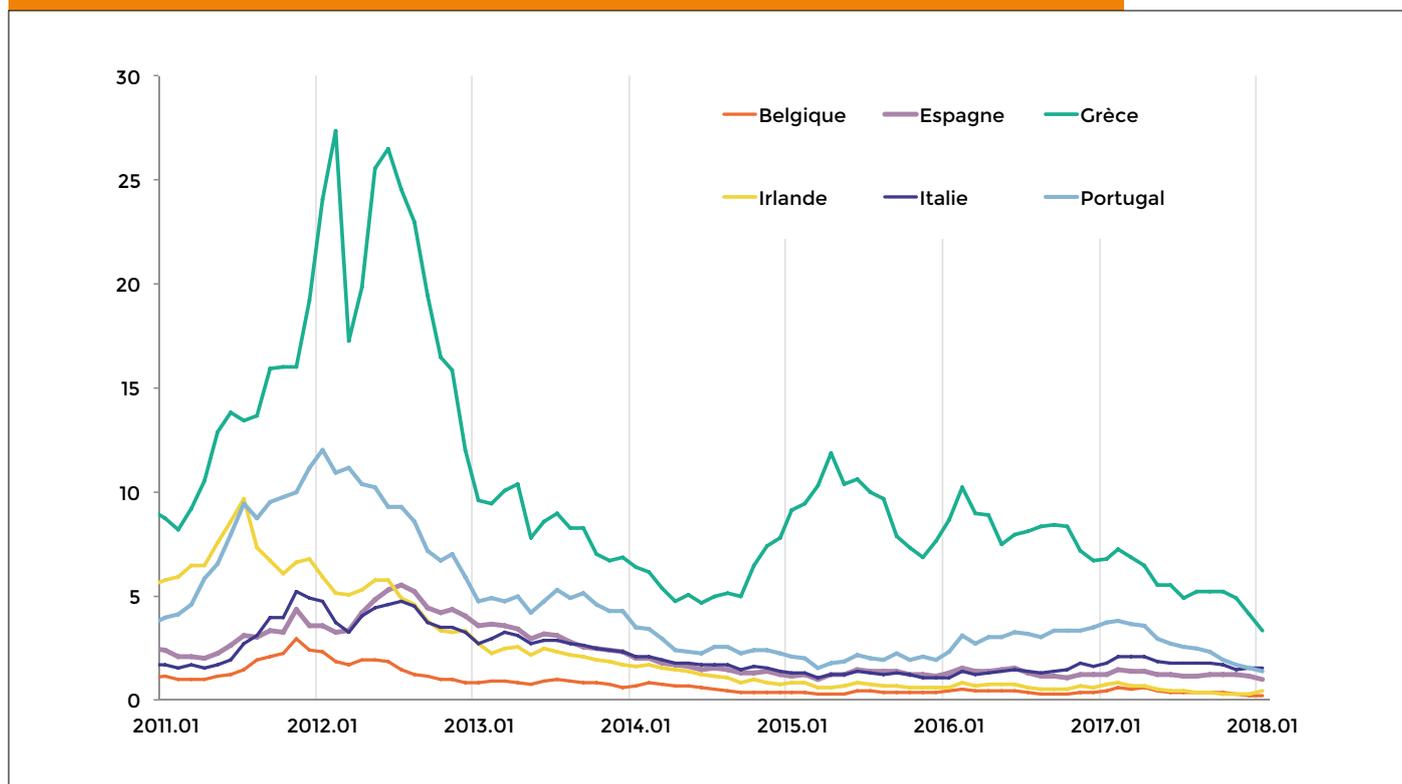


Source : OCDE

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 janvier, un taux correspondant à une prime de risque par rapport au *Bund* allemand de l'ordre de 23 points de base.

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

Dans les prochains mois, l'évolution future des taux des emprunts publics longs allemands et américains devrait être 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 favoriser la poursuite de la hausse des taux longs américains. La mise en œuvre du plan de relance budgétaire devrait également contribuer à renforcer la tendance haussière des taux des *Treasuries* à dix ans. En effet, le financement

des baisses d'impôt va significativement accroître le déficit public américain au cours des prochaines années, un creusement des déficits budgétaires qui devra être financé par une hausse des émissions d'emprunts publics et donc une remontée des taux obligataires. Cette pression haussière serait encore renforcée 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 des taux longs 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 rendements 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 et l'arrêt de ce programme d'acquisition en septembre prochain.

Dans la Zone euro, les conditions d'octroi du crédit bancaire aux entreprises sont demeurées inchangées au cours du deuxième semestre, après un léger assouplissement en début d'année. Parmi les facteurs déterminant cette évolution, les résultats des enquêtes européennes sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*), menées en octobre 2017 et janvier 2018, révèlent que c'est la concurrence accrue entre les banques qui tend à favoriser l'assouplissement des conditions d'octroi de crédit. Les banques européennes, progressivement plus confiantes vis-à-vis des risques perçus, selon l'enquête de juillet, s'attendent à un nouveau relâchement des contraintes de crédit aux entreprises au cours du premier trimestre 2018.

Les banques ont également poursuivi l'assouplissement des modalités de crédit sur les nouveaux prêts au logement des ménages, de façon plus marquée que ne le prévoyaient les enquêtes. Les critères d'octroi des crédits à la consommation se sont stabilisés au cours du dernier trimestre 2017, après s'être nettement assouplis en début d'année et encore durant l'été. 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 premier trimestre 2018, 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 de formation brut de capital fixe (FBCF). 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 2017. 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 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.

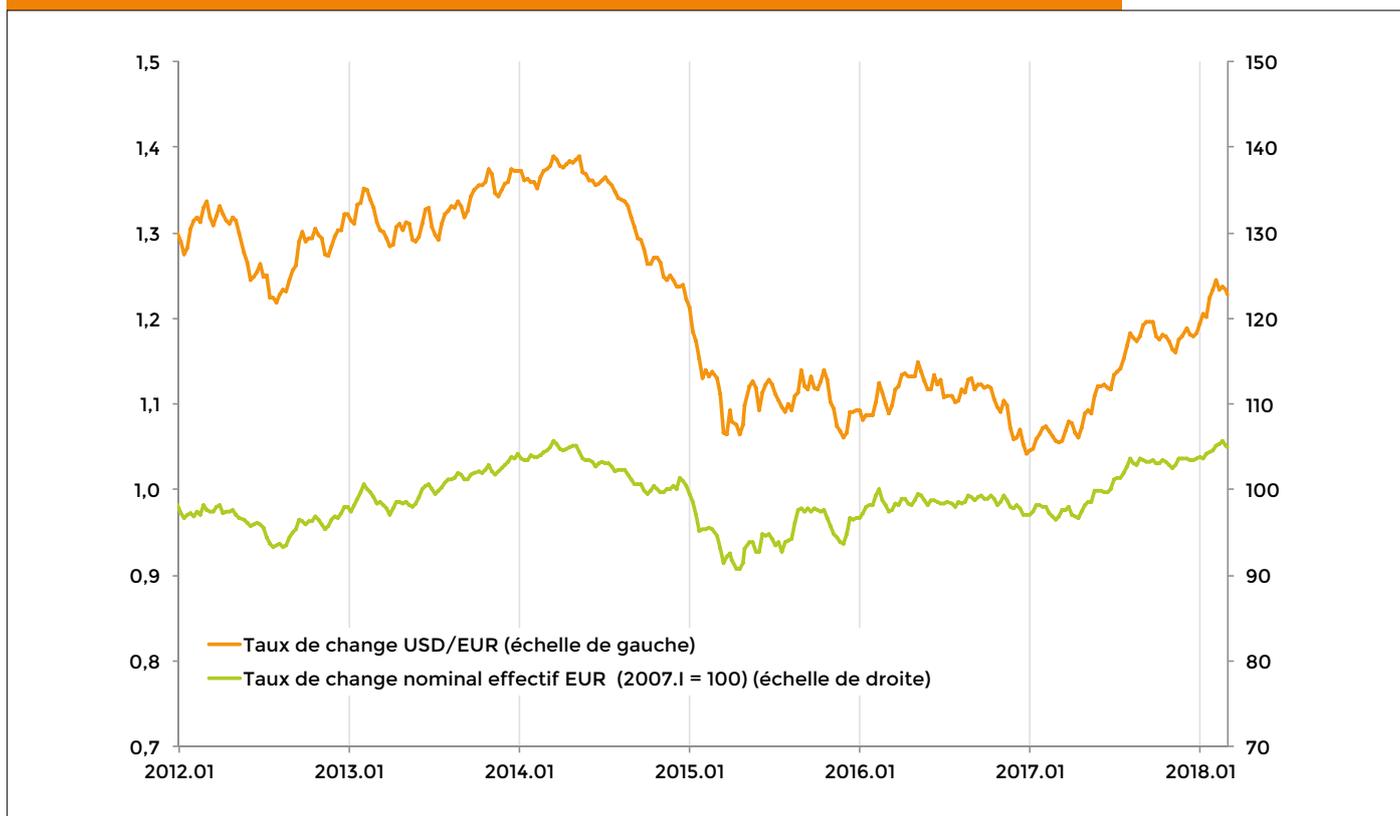
Début 2017, les anticipations des investisseurs et des prévisionnistes quant à l'orientation des politiques monétaires européennes et américaines fondaient encore chez ceux-ci les attentes d'un renchérissement du dollar USD par rapport à la monnaie unique. Déjouant ces prévisions, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar tout au long de l'année passée, passant de 1,05 en janvier à 1,20 fin décembre.

L'appréciation de l'euro jusqu'à l'automne 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 resserrement de la politique monétaire.

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

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



Source : Banque centrale européenne

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.

Si l'annonce d'un nouveau resserrement de la politique monétaire de la FED s'est logiquement traduit pas un rebond du dollar au cours de l'automne dernier, l'appréciation de l'euro fin 2017-début 2018 constitue une surprise. L'amélioration des perspectives de croissance et surtout l'accroissement du différentiel des taux d'intérêt en Europe et aux États-Unis auraient dû soutenir la monnaie 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. Le renforcement de la croissance mondiale, qui s'accompagne d'une plus grande appétence pour les actifs plus risqués, ou la volonté annoncée par les autorités monétaires de plusieurs pays d'Asie de diversifier leurs investissements contribuent à expliquer la dépréciation récente du dollar. On peut également penser que la confiance des marchés financiers dans le billet vert s'est érodée à mesure que se révélaient les velléités protectionnistes et, plus globalement, le tropisme du repli sur soi (*America First*) de l'administration Trump.

L'appréciation de l'euro ne devrait pas se poursuivre dans les mois à venir, principalement en raison du resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale, retrait progressif du marché

obligatoire et relèvement des principaux taux directeurs américains en 2018, alors que les taux monétaires européens demeureraient inchangés l'an prochain. Cette évolution attendue des politiques monétaires, mais aussi la nécessité de financer la politique de relance budgétaire, contribueraient 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 déséquilibres de balance de paiement, des risques géopolitiques et des mouvements de fuite vers les monnaies refuges, dont a par exemple bénéficié le dollar début février suite à la chute des marchés boursiers, notre prévision retient l'hypothèse d'un taux de change USD/EUR évoluant globalement à son niveau actuel, proche de 1,25.

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'évolution 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. Globalement, le taux de change effectif de l'euro s'est également apprécié depuis le printemps 2017. 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 qu'en un an, l'euro a gagné plus de 16,0% par rapport au dollar, le taux de change effectif s'est apprécié de seulement 9,0%.

2.2 LA SITUATION CONJONCTURELLE EN BELGIQUE

RAFFERMISSEMENT DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE EN 2017

La croissance du PIB de la Belgique s'est renforcée en 2017, affichant +1,7% en moyenne annuelle, après +1,5% en 2016.

Même si la dernière publication des comptes nationaux fait apparaître un tassement de la croissance des principales catégories de dépense en 2017, cette situation s'explique dans une large mesure par des phénomènes de correction par rapport aux évolutions exceptionnelles observées précédemment. Fondamentalement, les principaux déterminants de la demande, tant intérieure qu'extérieure, sont apparus sensiblement mieux orientés en 2017 qu'en 2016, comme en témoigne l'amélioration générale du climat de confiance qui transparaît dans les résultats d'enquête, en particulier du côté des ménages (cf. graphique 2.13).

Ainsi, après trois années de croissance robuste, les investissements des entreprises ont fortement ralenti en 2017. Ce mouvement reflète essentiellement la compensation de certaines dépenses exceptionnelles enregistrées lors des années précédentes (soit des achats à l'étranger de navires et de brevets). D'après les estimations de la BNB, il apparaît toutefois que si l'on fait abstraction de ces opérations, la croissance annuelle des investissements productifs belges se serait en fait accélérée en 2017 (+5,5%) par rapport à 2016 (+5%)³.

La consommation des ménages a également eu tendance à ralentir en 2017, celle-ci progressant de +1,1% en moyenne

annuelle après +1,7% en 2016. Les analyses réalisées par la BNB mettent également en évidence un phénomène de rattrapage d'une partie des dépenses, pesant sur l'évolution au cours des trimestres récents⁴. La consommation a ainsi affiché une décélération progressive de trimestre en trimestre dans le courant de l'année (passant de +0,4% en début d'année à +0,1% au dernier trimestre).

À côté de cela, après une période d'évolution globalement favorable entre 2014 et 2016, la croissance des investissements résidentiels est en berne depuis la mi-2016, si bien qu'en moyenne annuelle cette catégorie de dépenses affiche une contraction de -0,2% en 2017.

A contrario, les dépenses du secteur public ont plutôt eu tendance à porter la croissance du PIB belge en 2017, bien davantage qu'en 2016. En effet, le rythme de croissance de la consommation publique s'est progressivement relevé dans le courant de l'année 2017, affichant au dernier trimestre une évolution de +0,7% en rythme trimestriel. Sur l'ensemble de l'année 2017, les dépenses progressent de +1,1%, après +0,5% en 2016. Mais surtout, comme c'est habituellement le cas durant une année précédant les élections communales et provinciales, les investissements publics affichent une évolution très dynamique depuis la fin de l'année 2016, portant la croissance annuelle moyenne à +4,2% en 2017.

³ BNB, Rapport annuel 2017, Développements économiques et financiers, p. 93.

⁴ Il apparaît en effet que, dans un contexte de rebond de l'emploi et d'amélioration des perspectives économiques, les achats de biens durables (véhicules personnels, gros électroménagers...) réalisés par les ménages belges auraient été particulièrement soutenus en 2015 et au début de l'année 2016. Or, une fois réalisé, ce type d'achat n'est pas reproduit à court terme. A partir de la fin de l'année 2016, ce type de demande a donc freiné la croissance des dépenses totales de consommation.

Par ailleurs, la croissance des exportations s'est aussi tassée en 2017, malgré l'amélioration de l'environnement international. Toutefois, comme le stipule la BNB⁵, un changement dans l'organisation internationale des circuits de distribution d'une société multinationale établie en Belgique a affecté progressivement les flux bruts d'exportations et d'importations dans la même ampleur dans le courant de l'année 2016, ces opérations n'ayant pas d'impact sur le PIB. Expurgées de ces opérations, les données font plutôt apparaître un renforcement de la croissance des exportations belges, celle-ci étant estimée à +2,9% en 2016 et à +3,7% en 2017. En outre, le tassement sensible de la demande intérieure citée précédemment a pesé sur l'évolution des importations en 2017 (alors que celles-ci avaient largement rebondi en 2016). Dans ce contexte, les exportations nettes ont apporté une contribution très consistante à la croissance du PIB belge en 2017, à hauteur de +0,4 point de pourcentage, alors qu'elles avaient amputé la croissance de -0,6 point de pourcentage en 2016.

Pour être exhaustif, notons que la variation des stocks a contribué favorablement à la croissance en 2017 à hauteur de +0,2 point de pourcentage, soit dans la même ampleur qu'en 2016.

Au niveau de la production, la croissance de la valeur ajoutée s'est encore sensiblement renforcée dans le secteur des services en 2017. En rythme trimestriel, la croissance a ainsi dépassé +0,5% lors de chaque trimestre de 2017, portant la croissance moyenne à +2,4% sur l'ensemble de l'année écoulée. Dans l'industrie, alors que la valeur

ajoutée n'avait cessé de se replier depuis la mi-2016, le dernier trimestre de l'année fait apparaître un rebond de la croissance, à hauteur de +0,5%. En moyenne, la valeur ajoutée dans ce secteur se replie dès lors de -0,5% en 2017 (après +0,8% en 2016), ce qui s'explique essentiellement par un accès de faiblesse dans un nombre limité de sous-secteurs⁶. Du côté de la construction, l'évolution a été assez volatile dans le courant de l'année 2017. La valeur ajoutée du secteur croît en effet de +2,4% au premier trimestre avant de reculer sensiblement aux deux trimestres suivants (respectivement -1,1% et -1,2%) et dans une moindre mesure au dernier trimestre (-0,3%).

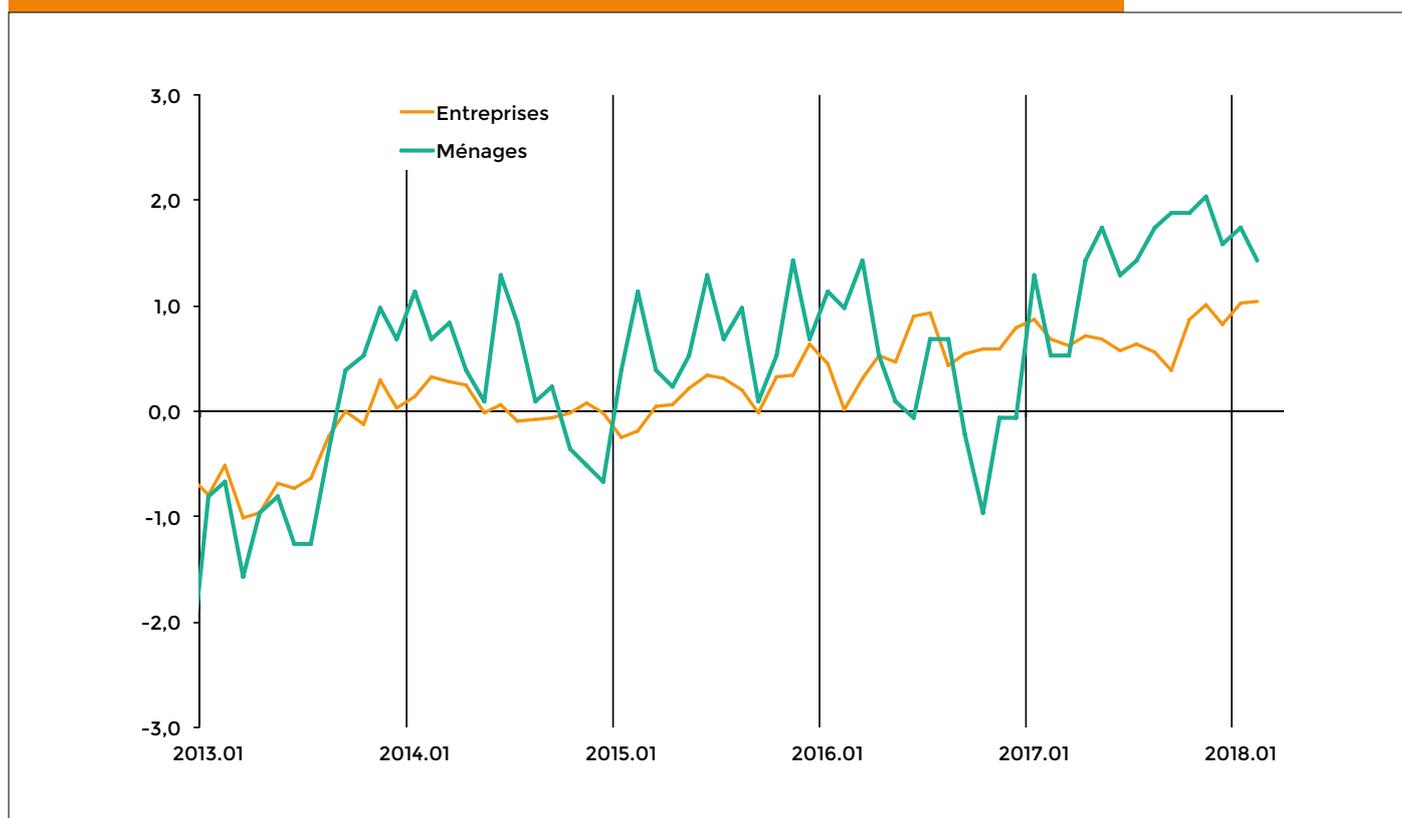
Endéans l'année 2017, l'évolution du PIB s'est montrée quelque peu erratique. Ainsi, après avoir affiché une croissance très robuste au 1er trimestre, à hauteur de +0,7% en rythme trimestriel, l'activité économique a décéléré au 2e et surtout au 3e trimestre, s'établissant à respectivement +0,5% et +0,2%, avant de rebondir plus franchement au dernier trimestre de l'année (+0,5%). Ce profil de croissance permet néanmoins au PIB d'atteindre au dernier trimestre de 2017 une croissance de +1,9% en rythme annuel et est à la base d'un effet de seuil sensiblement positif pour la croissance moyenne de 2018 (de l'ordre de +0,6 point de pourcentage).

Déjà exceptionnelle dans l'ensemble en 2016, la dynamique de l'emploi s'est globalement maintenue au cours des derniers trimestres. En moyenne, la croissance s'établit ainsi à +1,4% sur l'ensemble de l'année 2017, impliquant une progression à nouveau très contenue de la productivité moyenne du travail.

⁵ Voir : BNB, Rapport annuel 2017, Développements économiques et financiers, p. 93.

⁶ Si l'on excepte deux branches qui ont enregistré une contraction sensible de leur activité, à savoir la métallurgie et le secteur de la cokéfaction, du raffinage et des industries nucléaires, la valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière aurait progressé de +1,5% en 2017. Voir : BNB, Rapport annuel 2017, Développements économiques et financiers, p. 76.

Graphique 2.13 - Évolution de la conjoncture en Belgique



Source : BNB - Calculs : IWEPS

DYNAMIQUE DE CROISSANCE SOLIDE SUR L'HORIZON DE PROJECTION

La croissance de l'économie belge devrait être robuste dans les trimestres à venir, portée à la fois par une demande intérieure dynamique et un contexte international favorable aux exportations.

La consommation devrait être un des principaux moteurs de croissance de l'économie belge en 2018, soutenue par une nette amélioration du pouvoir d'achat et un niveau de confiance des ménages historiquement très élevé. En 2017, les dépenses des ménages ont encore été contraintes par l'évolution modeste du revenu disponible (+1,2% sur l'ensemble de l'année). En 2018, la progression du pouvoir d'achat serait nettement plus soutenue (de l'ordre de +2,1%), sur fond de poursuite de la croissance de l'emploi, de décélération de l'inflation et d'une hausse plus substantielle du salaire par tête, notamment via une nouvelle baisse des prélèvements fiscaux prévue dans le cadre de la dernière phase du *Tax-shift* fédéral. Dans ce contexte, la consommation rebondirait sensiblement, progressant de +1,7% en moyenne sur l'ensemble de l'année, ce qui impliquerait tout de même un relèvement, certes modeste, du taux d'épargne des ménages.

Les investissements des entreprises devraient poursuivre sur leur lancée et constituer également un réel moteur de croissance de l'économie au cours des trimestres à venir. En effet, les résultats d'enquêtes conjoncturelles récents indiquent que le climat des affaires est excellent dans l'industrie, notamment au niveau des prévisions de la demande à court terme, tandis que les taux d'utilisation des capacités de production sont largement au-delà de leur moyenne de long terme. Dans un contexte où les conditions de financement tant internes qu'externes semblent actuellement excellentes, la dynamique des investissements devrait se maintenir dans les trimestres à venir, de sorte que nous prévoyons une croissance annuelle moyenne de +4,0% en 2018.

La situation du secteur public est plus contrastée. En effet, d'un côté, la consommation publique, progressant à un rythme annuel moyen de +1,3%, ne contribuerait à nouveau que modestement à la croissance du PIB belge, ce qui reflète la volonté politique de maîtrise des dépenses courantes affichée par les différents niveaux de pouvoir. D'un autre côté, les investissements publics seraient encore très dynamiques en 2018, affichant une croissance proche de +5,0% en rythme annuel.

Enfin, la reprise des investissements résidentiels devrait être relativement lente au cours des trimestres à venir, malgré un contexte de taux d'intérêt bas et de bonne tenue de l'emploi. Le renforcement progressif de ces dépenses devrait ainsi pousser le taux de croissance annuel moyen aux alentours de +2,0% en 2018.

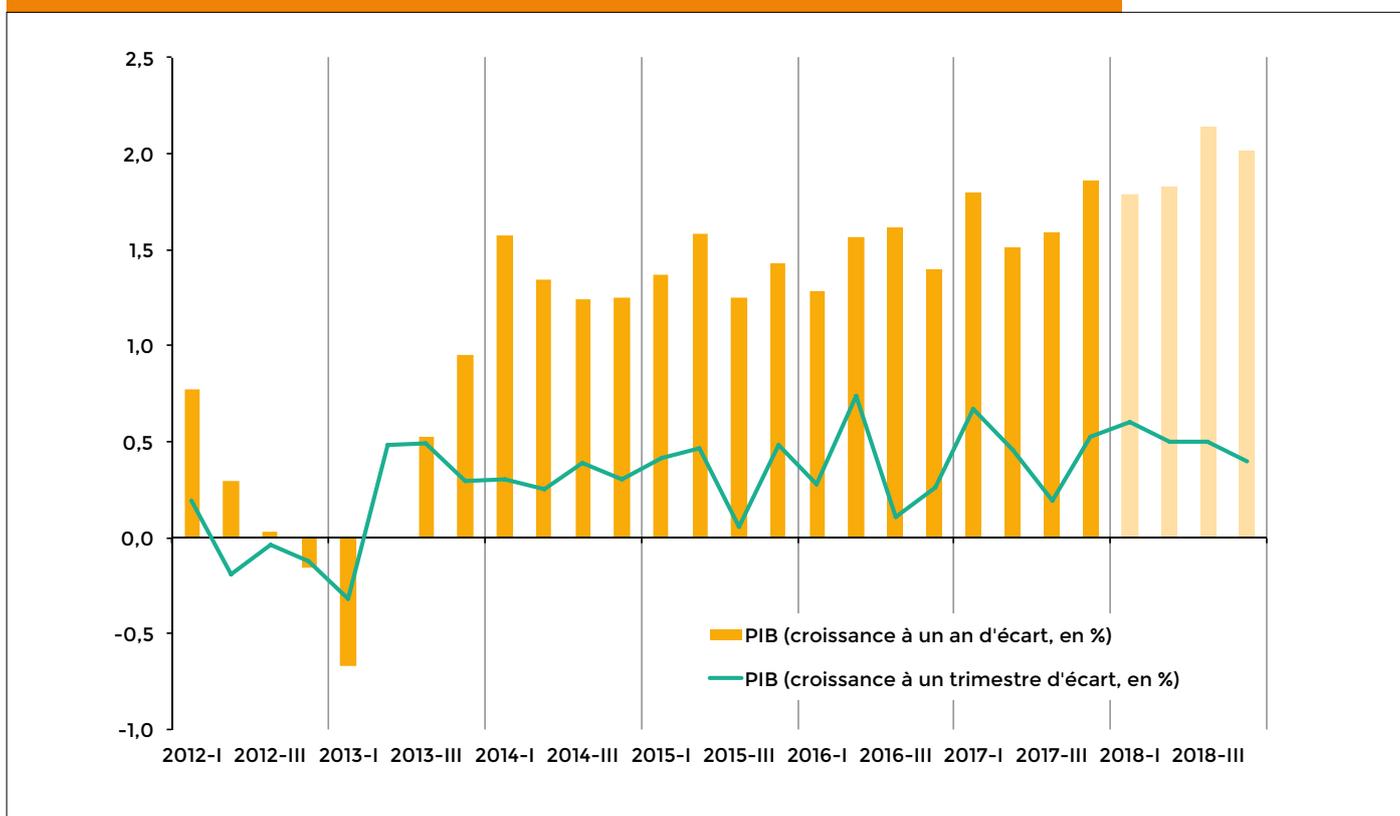
La très bonne santé de l'environnement conjoncturel international devrait être propice à la poursuite d'une progression robuste des débouchés extérieurs à l'avenir, ce qui est confirmé par le très haut niveau des carnets de commandes à l'exportation constaté au cours des mois récents dans l'industrie belge. Dans le courant de l'année 2018, le rythme de croissance des exportations belges devrait toutefois se tasser légèrement, dans un contexte de normalisation attendue des rythmes de croissance en Zone euro. En outre, la croissance dynamique de la demande intérieure belge qui est anticipée pour les trimestres à venir devrait générer une croissance particulièrement vive des importations, de sorte que la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB deviendrait négative en moyenne en 2018 (de l'ordre de -0,1 point de pourcentage).

Selon ce scénario, la croissance annuelle moyenne du PIB belge s'établirait à +1,9% en 2018, soit un nouveau renforcement sensible par rapport à la croissance constatée en 2017 (+1,7%).

En lien avec la poursuite de la reprise économique à un rythme soutenu, de nombreux emplois seront à nouveau créés au cours des prochains trimestres. Les intentions d'embauches qui transparaissent des enquêtes conjoncturelles menées dans les différents secteurs de l'économie belge atteignent en effet des sommets actuellement. Néanmoins, la croissance de l'emploi dans les trimestres à venir devrait être en moyenne légèrement plus modérée qu'en 2016 et 2017. Nous

considérons en effet que les entreprises auront la volonté de récupérer des gains de productivité plus substantiels, dans un contexte où des pénuries pourraient commencer à toucher certains secteurs ou certaines fonctions spécifiques et exercer une pression grandissante sur les salaires par tête. De la sorte, notre scénario table sur une croissance annuelle moyenne de l'emploi qui serait de +1,2% en 2018, soit en léger tassement par rapport à la croissance de 2017 estimée à +1,4%.

Graphique 2.14 - Évolution du PIB belge



Source : ICN - Calculs : IWEPS

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

CHAPITRE 3

TENDANCES
ÉCONOMIQUES EN
WALLONIE

3.1

L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Rebond inattendu du volume de la valeur ajoutée en 2016

Point de départ comptable de notre scénario prévisionnel, les comptes régionaux publiés au mois de février dernier donnent une estimation, encore provisoire, du PIB de la Wallonie de 2016, dont la croissance se serait établie à +1,9% en volume.

Cette évolution tranche nettement avec la croissance enregistrée durant les années précédentes dans la région. Ce redressement de la croissance économique doit beaucoup au renforcement de l'activité dans le secteur des services.

Avec +1,9% de croissance, la Wallonie dépasse la moyenne du pays, qui s'établit à +1,5%. Cette bonne tenue relative de la croissance wallonne par rapport à la moyenne du pays est davantage à mettre à l'actif de la structure économique régionale que de performances économiques particulièrement élevées dans la région. Ainsi, alors que la croissance dans l'industrie manufacturière a généralement faibli dans un contexte international moins porteur en 2016, le secteur de l'industrie pharmaceutique s'est démarqué par une forte croissance partout en Belgique, un secteur dont le poids dans l'économie wallonne lui permet d'enregistrer une contribution plus élevée à la croissance du PIB régional. De la même façon, la valeur ajoutée dans les services publics s'est également nettement redressée en 2016, avec une croissance proche de +3,0% dans l'ensemble du pays. Cette hausse provient principalement du rebond des rémunérations par tête (de l'ordre de +2,5%) que l'on observe dans les trois régions du pays, notamment suite à l'indexation des salaires en deuxième partie d'année⁷

Au-delà de ces effets de structure, parmi les branches d'activité qui tirent véritablement leur épingle du jeu en Wallonie et participent ainsi à la différence de croissance avec le reste du pays (pour au moins 0,1 point de croissance), figurent notamment les services de recherche scientifique dont la croissance s'est avérée très vigoureuse en 2016. Le repli dans le secteur des transports a en outre été moins marqué en Wallonie, ce qui alimente également le différentiel de croissance en faveur de la Wallonie. À l'inverse, il faut pointer les reculs spécifiques à la Wallonie dans l'industrie des machines et équipements ainsi que dans la construction qui, même s'ils sont compensés ailleurs, pèsent sur la croissance de la valeur ajoutée régionale.

L'activité en expansion en 2017 dans la plupart des branches

En 2017, le redressement de la croissance économique dans le secteur des services devrait s'être poursuivi, tandis que l'industrie profiterait à nouveau d'un contexte international plus porteur. L'assise sectorielle de la reprise aurait plutôt eu tendance à s'étendre l'année dernière.

En particulier, le secteur du commerce fait état de ventes en net progrès durant les trois premiers trimestres de 2017 pour lesquels nous disposons de statistiques de chiffres d'affaires. La reprise entamée l'année précédente se confirme donc. 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 au début de l'année et a eu tendance à se redresser encore en cours d'année, aboutissant en février 2018

⁷ Notons que ce regain ne se traduit pas dans la consommation publique, dont la croissance demeure faible (+0,5%), notamment en raison de la mise en place de la redevance kilométrique pour les poids lourds par les régions qui augmente sensiblement en 2016 la part de la production non-marchande qui est destinée à d'autres secteurs et non à la consommation publique.

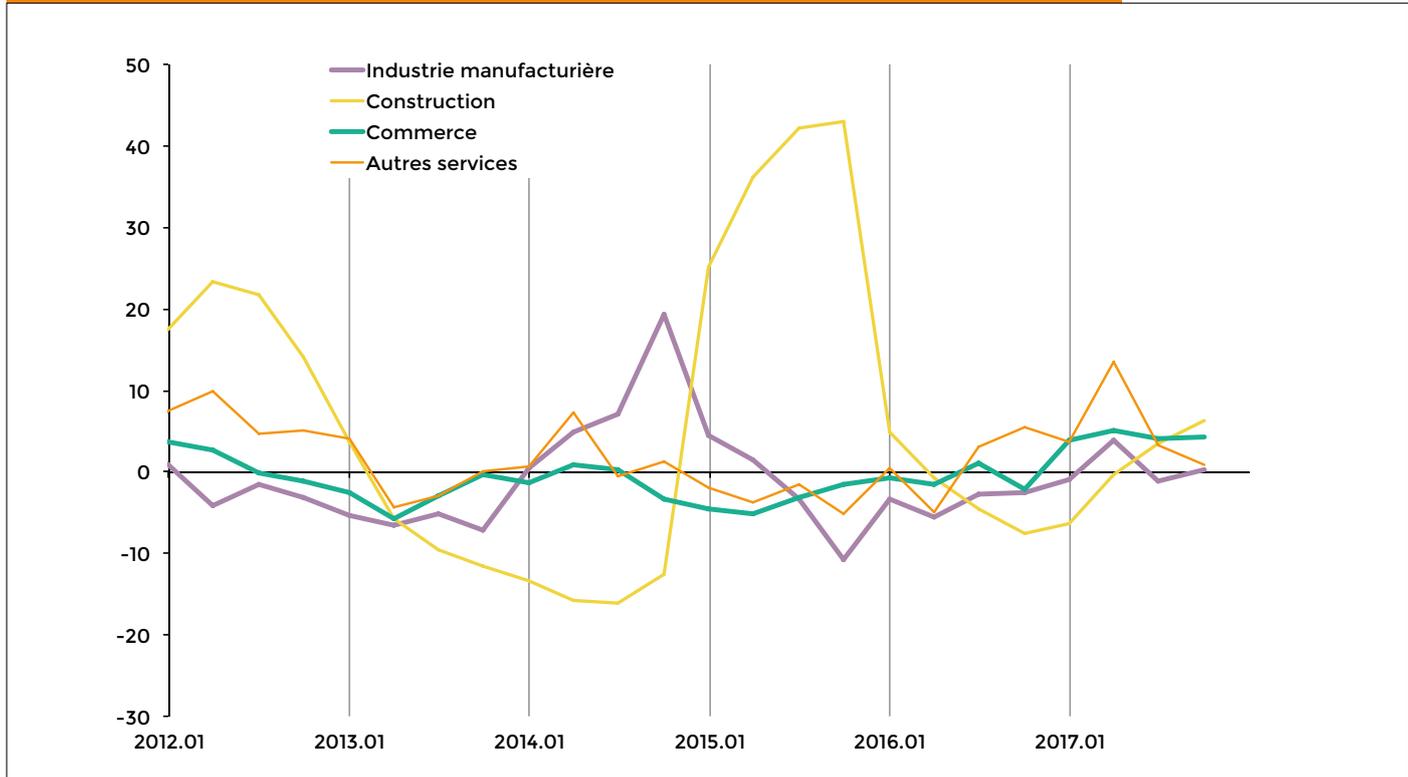
à des niveaux inégalés depuis 2011. Depuis l'été 2017, la prévision des commandes se maintient notamment à des niveaux très élevés. La faiblesse relative du niveau des stocks et le redressement continu des perspectives de demande achèvent de plaider pour un regain d'activité qui devrait perdurer, dans un contexte d'amélioration nette des revenus des ménages (cf. section 3.3.1)

Les entrepreneurs du secteur des services aux entreprises affichaient depuis mi-2016 des niveaux de confiance équivalents à la moyenne de long terme, en net progrès par rapport aux années précédentes. Au même moment, le chiffre d'affaires y renouait avec des taux de croissance positifs. Cette expansion s'est renforcée en première partie d'année 2017, avant de fléchir quelque peu. Toutefois, l'indice synthétique de la confiance des chefs d'entreprise du secteur a de nouveau grimpé sensiblement depuis l'automne 2017, retrouvant là aussi les niveaux de 2011 et confirmant sans doute le fort soutien du secteur à la croissance économique régionale.

Comme nous l'avons signalé plus haut, dans le secteur de la construction, le

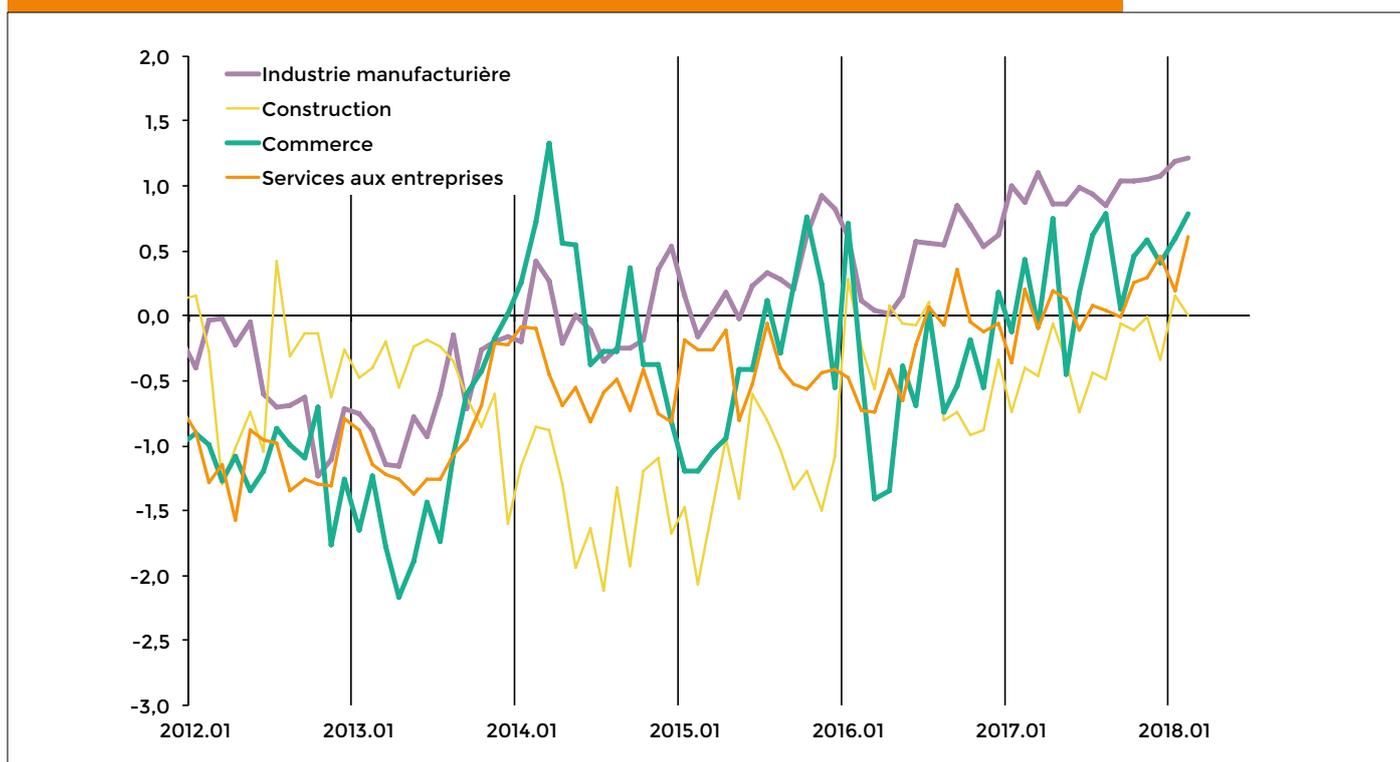
chiffre d'affaires a nettement reflué en 2016, corrigeant vraisemblablement des effets d'anticipation qui avaient participé à l'important rebond de 2015 dans le segment résidentiel (cf. section 3.3.1). Le secteur a cependant entamé l'année 2017 sur de meilleures bases comme l'indiquent à la fois les données de la TVA et le rebond des permis de bâtir en Wallonie. Au troisième trimestre de 2017, le chiffre d'affaires est encore en très net progrès, même si l'investissement résidentiel paraît déjà en phase de ralentissement à ce moment-là (cf. section 3.3.1). Par ailleurs, bien que la confiance des chefs d'entreprise soit longtemps restée hésitante et à la traîne des autres secteurs, elle a désormais aussi rejoint sa moyenne de long terme depuis le début de cette année 2018. Ces éléments confortent donc notre scénario d'un redressement de la valeur ajoutée dans le bâtiment en 2017 en Wallonie, bien qu'il ne soit pas présent dans les comptes trimestriels de la Belgique. Même si une normalisation de l'investissement résidentiel est attendue en 2018, le secteur devrait, comme en témoignent les attentes favorables des entrepreneurs, profiter de la bonne tenue des investissements des autres agents : les entreprises privées et les administrations publiques.

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



Source : Statbel - Calculs : IWEPS

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



Source : BNB – Calculs : IWEPS

Dans l'industrie manufacturière, la situation est plus ambiguë, car le recul continu de la valeur ajoutée en 2017 observé dans les comptes trimestriels nationaux, même s'il est imputable à l'un ou l'autre secteur spécifique, tranche avec la poursuite de l'amélioration de la plupart des indicateurs conjoncturels manufacturiers. Or, ces derniers ne diffèrent pas fondamentalement entre la Wallonie et la Belgique. Ils ont été et restent, pour la plupart, bien orientés. Ainsi, la confiance des chefs d'entreprise dans les enquêtes de conjoncture de la BNB est au plus haut. De février 2016 à février 2018, l'indice synthétique a largement progressé. S'il a pu stagner légèrement en milieu d'année 2017, l'indice s'est à nouveau redressé depuis. Les niveaux de la production industrielle figurent aussi en 2017 à des niveaux plus élevés qu'en 2016. De plus, dans la plupart des sous-secteurs industriels, l'évolution des indices de production s'est révélée en hausse en fin d'année. L'industrie étant largement tournée vers l'exportation, on observe également (cf. section 3.2) cette orientation favorable dans les statistiques les plus récentes du commerce extérieur. Il est vrai néanmoins qu'à un an d'écart, les chiffres d'affaires industriels enregistrés à

la TVA ont été marqués par un léger repli aux deuxième et troisième trimestres de 2017. Ces divergences entre indicateurs pourraient trouver une part d'explication dans l'approvisionnement des stocks, dont la hauteur était perçue comme très largement inférieure à la moyenne par les industriels wallons en février 2017. Cette perception s'est néanmoins modifiée, remontant très nettement en cours d'année, ce qui laisse à penser que la production a pu, au moins partiellement, servir à alimenter les stocks de produits manufacturés, en perspective d'une demande qui demeurerait, elle aussi, très vigoureuse selon les enquêtes mensuelles de conjoncture.

Le relèvement du climat des affaires ne faiblit pas, signe d'une consolidation de la croissance

Par rapport à notre précédent exercice de prévision, la relative hétérogénéité dans les résultats sectoriels enregistrés jusqu'ici semble avoir disparu. En outre, les perceptions des producteurs paraissent au minimum aussi favorables qu'il y a trois mois

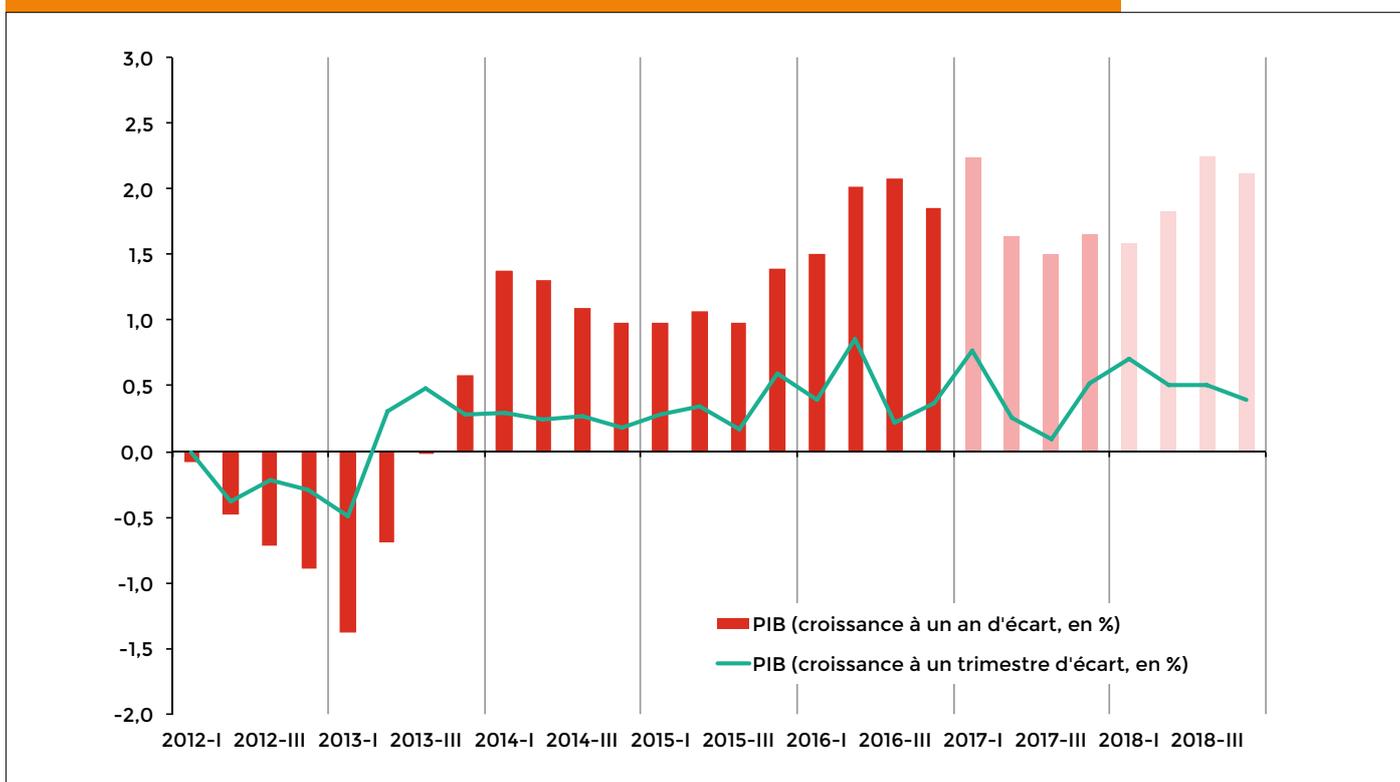
et elles s'améliorent même généralement. L'expansion de l'activité économique devrait dès lors se poursuivre en 2018, dans un contexte général de consolidation économique à l'échelle nationale et internationale.

Si, en 2016, la demande intérieure wallonne semblait encore avoir peu soutenu la croissance du PIB, sa contribution devrait avoir progressé en 2017, tandis que la production intérieure était également soutenue, notamment dans l'industrie, par une contribution nette du commerce international élevée. En 2018, la demande intérieure devrait encore se renforcer. Elle profiterait d'une part de l'amélioration de la situation du marché du travail en Wallonie. Les gains importants en termes d'emplois - déjà engrangés depuis ces trois dernières années ou encore attendus d'après les fermes intentions d'embauche que formulent toujours les entrepreneurs - continueraient en effet de soutenir la demande des ménages. D'autre part, les perspectives de demande sont au beau fixe dans la plupart des secteurs, soutenant donc

la croissance attendue des investissements et confirmant, par ailleurs, la bonne tenue de la demande externe.

Selon notre scénario, la croissance du PIB s'établirait à +1,8% en moyenne annuelle en 2017. Selon les statistiques trimestrielles de chiffres d'affaires à la TVA, c'est au début de l'année que la croissance économique wallonne aurait été la plus vigoureuse, fléchissant quelque peu au troisième trimestre. Nous anticipons un regain de croissance au dernier trimestre à +0,5% (par rapport au trimestre précédent), dont témoigne notamment l'embellie des indicateurs liés à l'industrie. Ce rythme de progression devrait grosso modo se maintenir durant l'année 2018. Il pourrait néanmoins être un peu plus soutenu en première partie d'année qu'en seconde partie, à la faveur d'une demande intérieure robuste et avant que la demande extérieure ne se tasse quelque peu en raison de la normalisation de la croissance économique en Zone euro. Selon ce scénario, la croissance du PIB de la Wallonie atteindrait 1,9% en 2018.

Graphique 3.3 - Évolution du PIB en Wallonie



Source : ICN - Calculs : IWEPS

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

3.2

COMMERCE

EXTÉRIEUR

Les données mensuelles relatives au commerce de marchandises en valeur compilées par la BNB (Comext) témoignent d'un rebond marqué des échanges commerciaux de la Wallonie amorcé en deuxième partie d'année 2016, dans un contexte de raffermissement de la conjoncture économique mondiale. Ainsi, sur la période de septembre à novembre 2017, les exportations affichent en moyenne une croissance de +10% en rythme annuel (cf. graphique 3.4). Même si une partie de cette évolution reflète vraisemblablement un raffermissement des prix de vente⁸, ce rebond traduit une réelle amélioration des débouchés extérieurs. Les entreprises wallonnes semblent avoir tout particulièrement profité des rythmes de croissance robustes constatés en Zone euro depuis la fin 2016. La Wallonie a notamment bénéficié des bonnes performances enregistrées par la France et surtout l'Allemagne, ces deux économies constituant les deux principaux marchés à l'exportation de la région. Il apparaît en effet que sur la période de septembre à novembre 2017, les exportations de marchandises ont affiché une croissance moyenne en rythme annuel de +15% vers l'Allemagne et de +12% vers la France. En termes de produits, comme c'est traditionnellement le cas, les exportations de produits chimiques (incluant les produits de l'industrie pharmaceutique) ont apporté une contribution significative à la croissance des exportations wallonnes de marchandises, cette catégorie enregistrant une croissance de +26% sur un an au cours de la période de trois mois se terminant en novembre 2017. En outre, certains produits dont la demande répond davantage à des facteurs d'ordre conjoncturel ont également connu une évolution relativement favorable au cours de cette période. Il en va ainsi notamment de la catégorie des produits minéraux et surtout des métaux, qui

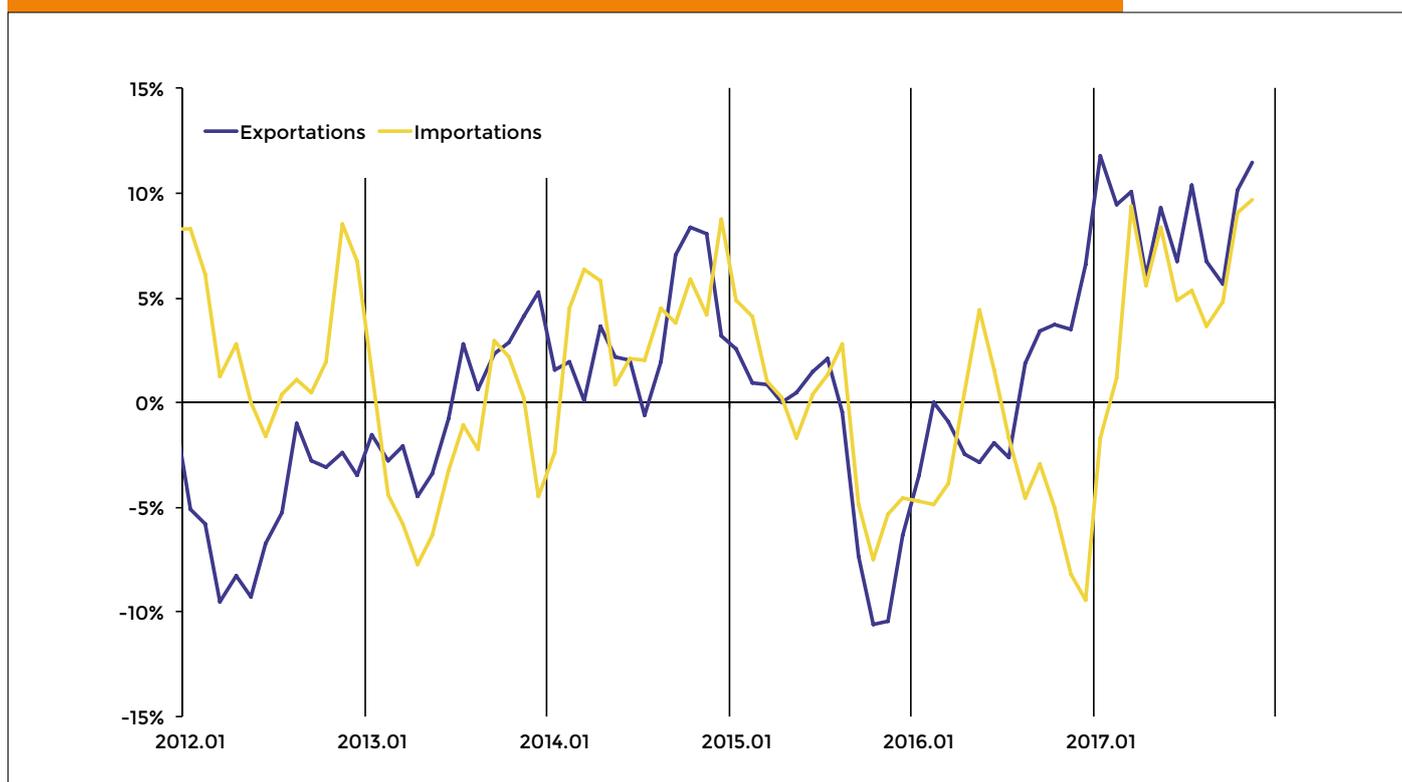
affichent une évolution de respectivement +14% et +20% en rythme annuel. D'un autre côté, les exportations d'un certain nombre d'autres catégories de produits représentant une part significative des exportations wallonnes connaissent une évolution moins favorable. Il en va ainsi de la catégorie des machines et appareils divers (représentant 10% du total des exportations), qui affiche une contraction de -8% sur un an, tandis que les catégories des matières plastiques et en caoutchouc et des instruments de précision divers (représentant toutes deux un peu plus de 5% des exportations wallonnes) se replient à un rythme de l'ordre de -10% sur un an.

Au cours des derniers mois d'observation, la croissance des importations de marchandises a également franchement rebondi (cf. graphique 3.4), mimant assez bien l'évolution des exportations. Il s'agit d'un comportement qui a été régulièrement observé dans le passé étant donné la composante élevée en biens importés des exportations wallonnes.

Dans un contexte international particulièrement porteur, les exportations wallonnes devraient à nouveau évoluer favorablement au cours des trimestres à venir. La très bonne dynamique de croissance observée actuellement en Zone euro, en particulier celle des investissements productifs, est en effet le gage de la poursuite d'une évolution solide des débouchés extérieurs des entreprises wallonnes. Celles-ci, fortement intégrées dans des chaînes de valeur européennes, profitent en effet traditionnellement du développement des échanges industriels intraeuropéens. Les résultats des enquêtes réalisées par la BNB auprès des industriels wallons confirment le renforcement en cours des activités d'échange. Ainsi, l'appréciation des industriels wallons

⁸ Il apparaît en effet que sur la période de septembre à novembre 2017 les indices de valeur unitaire ont affiché une croissance moyenne de l'ordre de +4% l'an.

Graphique 3.4 - Variation à un an d'écart des exportations et des importations wallonnes en valeur (moyenne mobile sur les trois derniers mois)



Source : BNB – Calculs : IWEPS

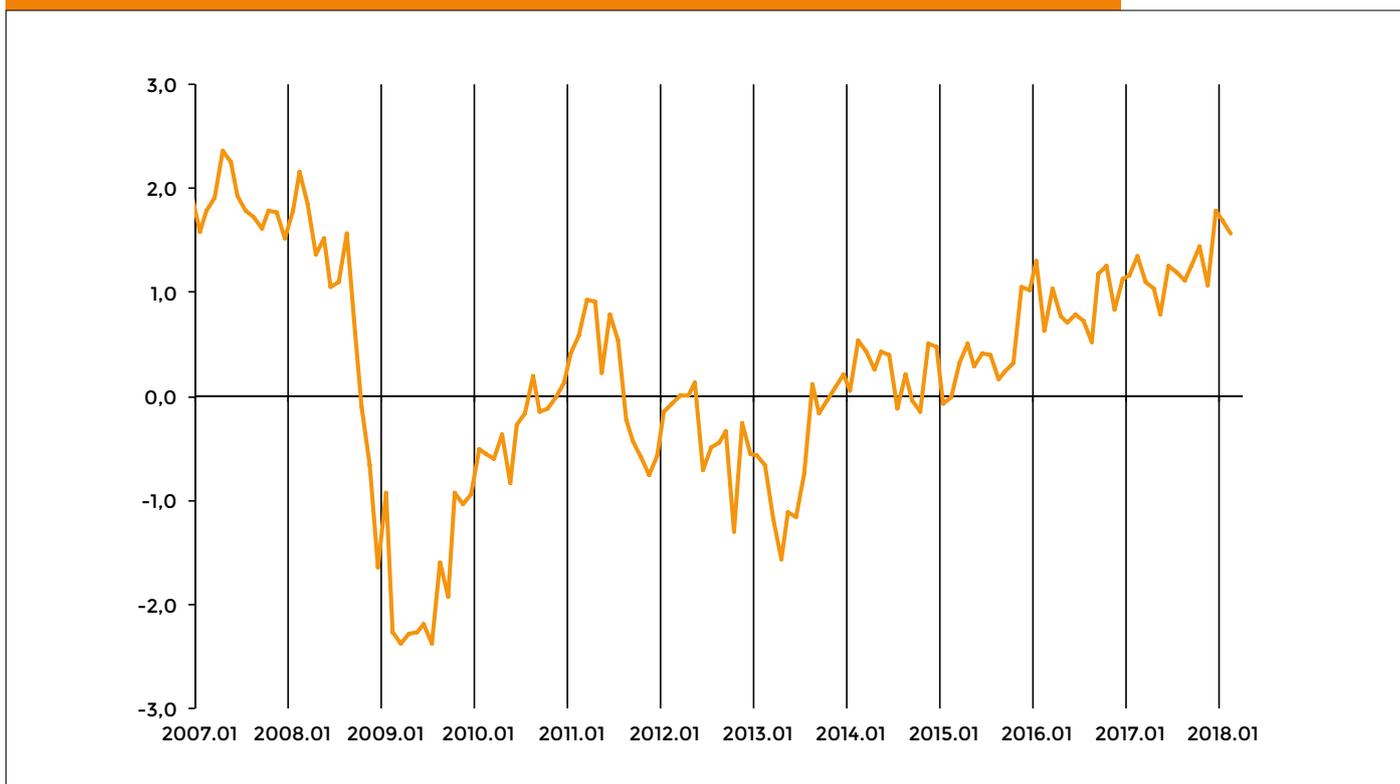
à l'égard du niveau de leur carnet de commandes à l'exportation, qui n'a eu de cesse de s'améliorer depuis la reprise économique enclenchée en 2013, atteint tout récemment un niveau historiquement très élevé dans une perspective d'après crise (cf. graphique 3.5). Ceci laisse entrevoir une croissance particulièrement robuste des exportations wallonnes au tournant des années 2017-2018.

Malgré le nouveau renforcement attendu de l'économie mondiale en 2018, la croissance de la demande extérieure adressée à la Wallonie devrait plutôt plafonner. En effet, la croissance en Zone euro devrait progressivement se normaliser dans le courant de l'année par rapport aux rythmes exceptionnels observés lors des derniers trimestres. En outre, reflétant les répercussions économiques du « Brexit », un nouveau tassement de la croissance est attendu au Royaume-Uni, ce pays constituant le 5^e plus grand marché à l'exportation des entreprises wallonnes. Dans ce contexte, la croissance de la demande potentielle adressée à la Wallonie devrait s'établir en moyenne sur l'ensemble

de l'année 2018 à un niveau fort semblable à celui observé en 2017, soit autour de +4% en rythme annuel (graphique 3.6).

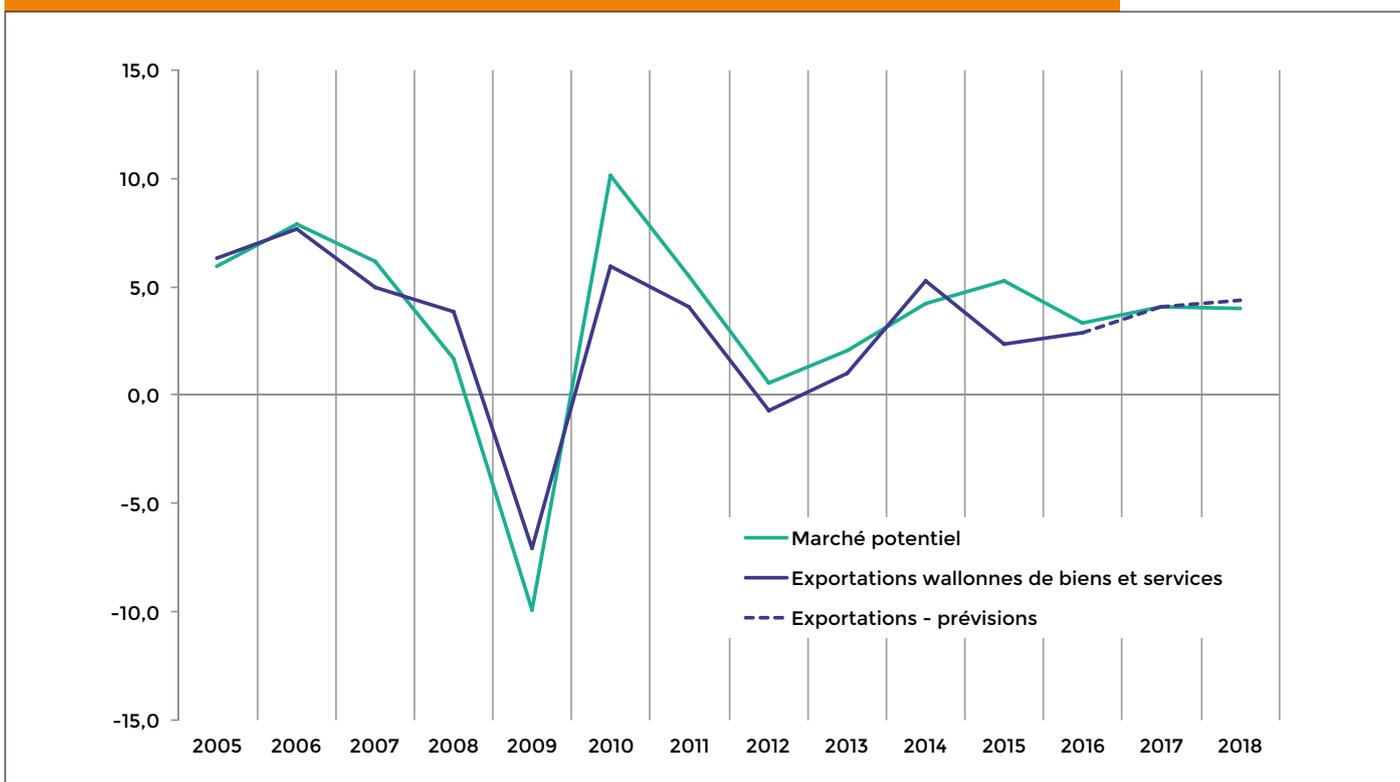
D'un autre côté, les entrepreneurs wallons pourraient profiter dans les trimestres à venir de l'amélioration passée de leur compétitivité-coût, acquise notamment grâce aux mesures de modération salariale mises en place au niveau fédéral. Celles-ci pourraient ainsi récupérer en partie les pertes de parts de marché à l'exportation sur les marchés internationaux qui avaient été globalement constatées depuis la crise de 2009. En effet, même si l'appréciation sensible de l'euro observée dans le courant de 2017 a dégradé la compétitivité des entreprises domestique vis-à-vis des pays hors Zone euro, les entreprises wallonnes réalisent l'essentiel de leur commerce avec des partenaires européens, de sorte que le recul du coût relatif du travail en Wallonie semble constituer un facteur plus crucial pour les performances à l'exportation de la région. Selon notre scénario, la croissance des exportations wallonnes serait ainsi un peu plus robuste en 2018 qu'en 2017, s'inscrivant légèrement au-delà de la

Graphique 3.5 - Industrie manufacturière wallonne : appréciation du carnet de commandes à l'exportation (solde de réponses, moyenne centrée réduite)



Source : BNB - Calculs : IWEPS

Graphique 3.6 - Évolution des marchés potentiels des exportations wallonnes (sur la base des prévisions d'importations des partenaires)



Source : BNB, FMI - Calculs : IWEPS

croissance de la demande potentielle attendue en 2018 (cf. graphique 3.6).

Notons qu'en dépit du contexte international particulièrement favorable, notre scénario table sur des rythmes de croissance des exportations wallonnes demeurant sensiblement en deçà des niveaux affichés avant la crise de 2009, reflétant en quelque sorte le nouveau régime de croissance économique mondiale caractérisé par une plus faible intensité des activités de commerce international.

Par ailleurs, la croissance des importations de biens intermédiaires devrait également rester robuste dans les trimestres à venir, stimulée en partie par la bonne dynamique des exportations. En outre, la poursuite d'une croissance soutenue des dépenses

de consommation des ménages et des investissements productifs devraient également permettre un renforcement de la demande wallonne pour des biens importés, si bien que le rythme de croissance trimestriel des importations dépasserait celui des exportations dans les prochains trimestres.

En résumé, la croissance annuelle moyenne en volume des exportations wallonnes totales (flux de biens et services, ajustés aux comptes nationaux) s'établirait à +4,1% en 2017 et +4,4% en 2018, tandis que celle des importations serait de +3,5% en 2017 et de +5,0% en 2018. Selon ces projections, la contribution du commerce extérieur à la croissance économique de la Wallonie serait de +0,4 point de croissance en 2017 et serait neutre en 2018.

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.

Le moral des ménages wallons s'est considérablement raffermi au cours de l'année passée. 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 octobre 2017 un niveau élevé, comparable au pic conjoncturel de 2007 (cf. graphique 3.7), 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.

Les appréhensions des consommateurs quant à la menace du chômage ont nettement reflué au cours de l'année

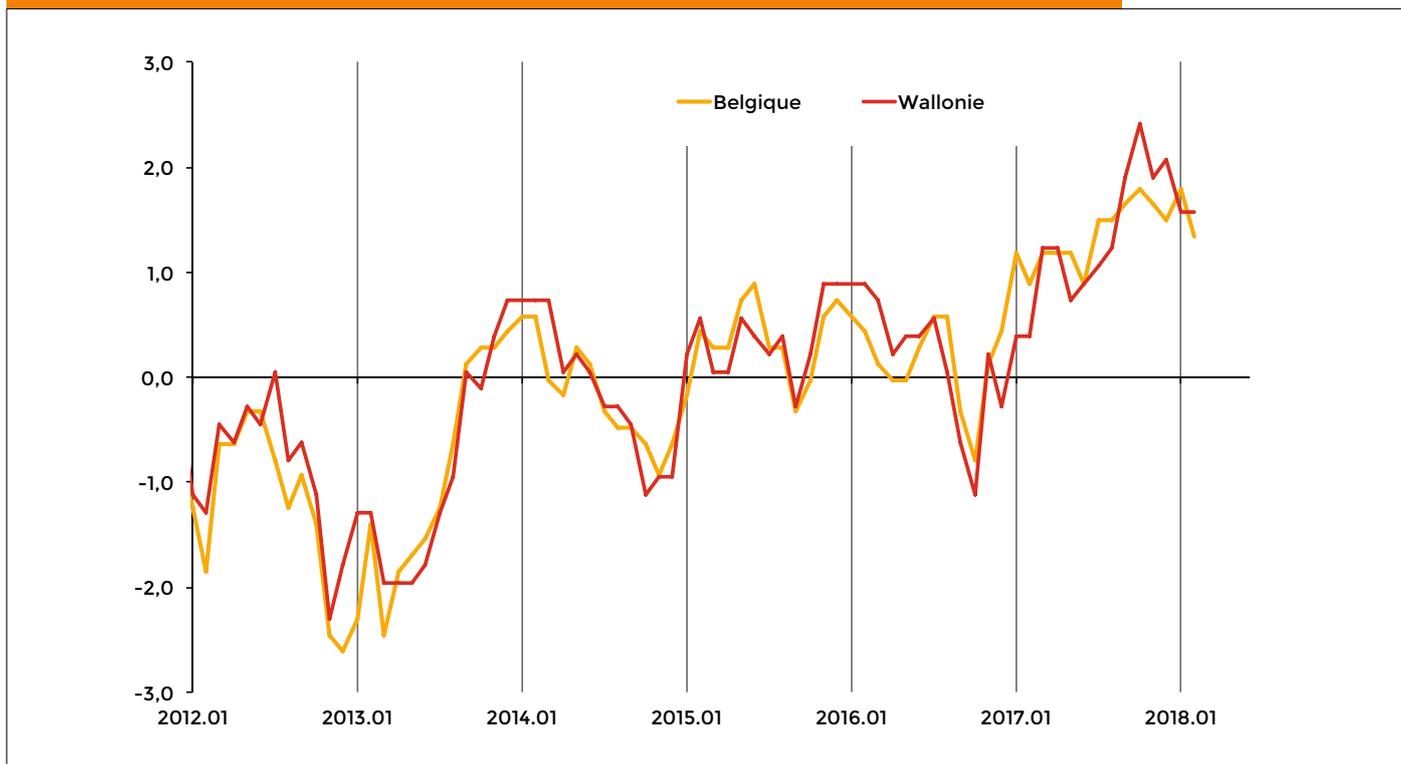
dernière. Cette meilleure appréciation de la situation du marché du travail devrait avoir apporté un soutien aux dépenses de consommation des ménages, l'indicateur partiel relatif à ces questions dans les enquêtes auprès des consommateurs wallons étant bien corrélé avec les données de consommation.

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 jusqu'à l'automne.

Confiants dans l'amélioration du contexte macroéconomique, les ménages wallons ont témoigné 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 et en novembre. Sur l'ensemble de l'année, le sentiment des ménages quant à leurs capacités financières futures tend globalement à s'améliorer.

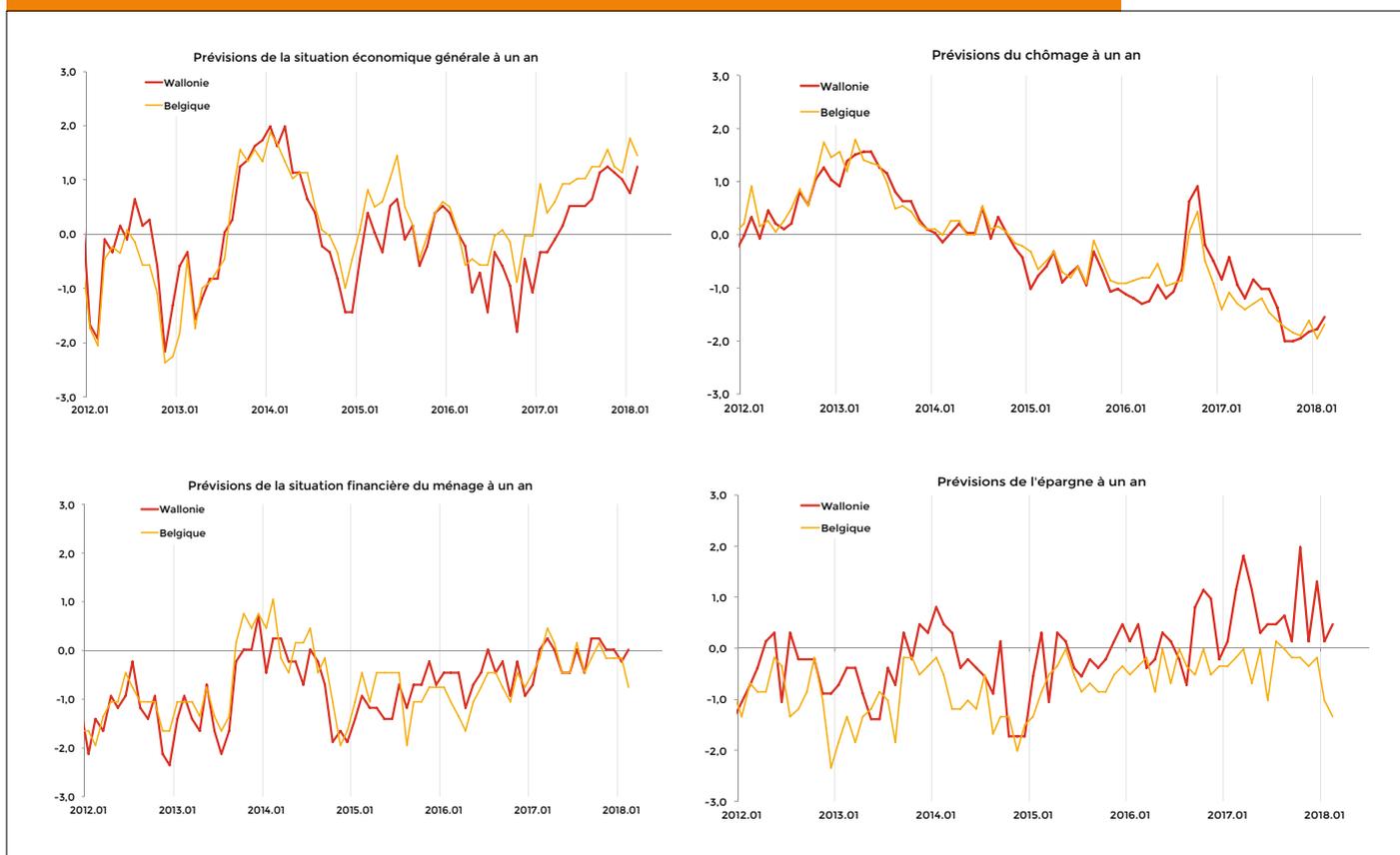
Pourtant, la perception des ménages quant à leur situation financière personnelle actuelle trahit, à partir de l'automne 2017, une morosité grandissante, quoiqu'encore contenue, que semble confirmer l'affaiblissement de l'indicateur concernant les intentions des consommateurs à procéder à des achats importants à l'horizon d'un an. La perception des ménages quant au contexte conjoncturel s'est également dégradée à partir du mois de novembre et

Graphique 3.7 - Confiance des ménages - Indicateurs synthétiques Moyennes centrées réduites



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

Graphique 3.8 - Enquête auprès des consommateurs wallons moyennes centrées réduites



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

jusqu'en janvier, interrompant de la sorte la forte progression de l'indicateur synthétique, entamée un an plus tôt.

En dépit du recul de novembre, l'indicateur synthétique s'est globalement stabilisé au cours des derniers mois à un niveau historiquement élevé. Les hésitations de la confiance des ménages ne devraient dès lors pas brider leurs dépenses de consommation en ce début d'année.

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 par une hausse sensible des revenus et une consolidation de la reprise de la consommation privée au cours des années 2017 et 2018.

Accélération attendue des revenus des ménages wallons

La tendance au recul du revenu disponible réel des ménages wallons – qui avait commencé en 2010 – s'est poursuivie jusqu'en 2015, malgré la reprise des embauches qui s'était manifestée dès 2014 en Wallonie et malgré la faible inflation. En effet, les revenus primaires wallons sont encore nettement impactés par la diminution des revenus nets de la propriété et par celle des salaires qui subissent alors également le saut d'index. La modeste progression des prestations sociales et le ralentissement de la croissance des impôts ne suffisent pas à endiguer la baisse du pouvoir d'achat.

Selon nos estimations, ce n'est donc qu'en 2016 que le revenu disponible se relève. D'une part, les revenus du travail bénéficient en effet de la forte progression de l'emploi, même si la modération salariale reste de mise (les salaires bruts par tête ne progressant pas en termes réels). D'autre part, le premier volet du Tax shift fédéral fait nettement reculer l'impôt versé par les ménages. La croissance nominale du revenu disponible atteint dès lors +2,5%, mais elle

se réduit à +1,0% en termes réels suite au regain d'inflation. Dès lors, même si nous en attendons enfin le redressement en 2016, cette évolution modeste du pouvoir d'achat continuerait à peser sur les dépenses privées. La croissance de ces dernières resterait donc limitée (+1,3%), notamment dans une perspective internationale, mais aussi nationale, les ménages wallons étant vraisemblablement moins en mesure de puiser dans leur épargne que la moyenne belge, comme on a pu l'observer dans les comptes nationaux (cf. section 2.2).

Selon notre scénario pour 2017 et 2018, le revenu disponible des ménages devrait toutefois 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 2018⁹. 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 des salaires par tête en Wallonie de +1,8% par an en 2017 qui s'accélélerait ensuite à +2,1% en 2018, dans un contexte de tensions apparaissant sur le marché du travail et compte tenu d'une indexation prévue en fin d'année. De cette façon, le salaire moyen continuerait quand même 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, cumulée sur les deux années de notre prévision (2017-2018), s'élèverait à +4,2% en termes nominaux et à +0,8%, une fois l'évolution attendue de l'inflation déduite. Quant à la durée moyenne du travail, elle tendrait à se stabiliser en 2017, comme on l'observe sur les trois premiers trimestres, avant de remonter légèrement en 2018, comme nous l'anticipons en parallèle de la remontée de la productivité apparente.

⁹ 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.

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 rapide (dépassant même 7% en Wallonie en 2017 en raison de la forte baisse attendue des charges d'intérêt, dont le poids est plus élevé dans les revenus nets qu'en Belgique dans son ensemble). Ils apporteraient 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 revenu 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.

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

	Structure en % du revenu			Croissance nominale en %		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Excédent d'exploitation et revenu des indépendants	10,3	10,2	10,3	0,0	2,5	3,1
Rémunération des salariés	81,4	81,2	81,2	1,1	2,9	3,0
dont salaires et traitements bruts	59,5	59,5	59,6	2,3	3,2	3,2
Revenus nets de la propriété	8,2	8,6	8,5	-2,5	7,7	2,3
Solde des revenus primaires	100,0	100,0	100,0	0,7	3,3	3,0
Prestations sociales (hors transferts sociaux en nature)	35,4	35,2	35,1	2,3	2,7	2,7
Autres transferts courants nets	-1,2	-1,3	-1,3	-	-	-
Impôts courants	-19,9	-20,0	-19,4	-1,0	4,0	-0,3
Cotisations sociales	-31,5	-31,2	-31,1	-0,9	2,2	2,6
Revenu disponible nominal	82,9	82,7	83,3	2,5	3,0	3,8
Revenu disponible réel (*)	-	-	-	1,0	1,3	2,1

Source : Estimations IWEPS au départ de données de l'ICN (jusqu'à 2014)

Note :

(*) Le déflateur national de la consommation privée s'élève à +1,5% en 2016 et à +1,7% en 2017 et en 2018, selon la dernière prévision de l'ICN.

Pour passer des revenus primaires au revenu disponible, il convient encore de retirer les prélèvements fiscaux et parafiscaux et d'ajouter les transferts courants nets. En tenant compte de ces composantes, la croissance du revenu disponible devrait se révéler légèrement moins rapide que les revenus primaires en 2017 (+3,0%), mais bien plus rapide en 2018 (+3,8%).

Dans un contexte de reprise économique, il est logique que le revenu disponible ne soit que peu soutenu par des revenus de remplacement et autres prestations sociales.

Toutefois, dans l'ensemble, leur croissance devrait être appréciable sur notre horizon de prévision. 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).

C'est en réalité surtout l'évolution des prélèvements fiscaux qui devrait se révéler la plus déterminante dans le profil de croissance attendu 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 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. par ex. BNB, août 2017). En conséquence, la diminution des impôts courants (-1,0% en 2016) devrait avoir marqué un temps d'arrêt en 2017. Avec des taux d'IPP stabilisés, la progression des prélèvements directs de +4,0% reflèterait donc à la fois l'augmentation franche de la base imposable et la structure progressive de l'impôt. Les prélèvements fiscaux repartiraient à la baisse en 2018 (-0,3%), à la faveur des nouveaux allègements prévus, amplifiant ainsi la hausse du revenu-poche.

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 avoir érodé le pouvoir d'achat réel des particuliers. Le revenu disponible réel n'aurait donc encore enregistré l'année dernière qu'une progression modérée, de +1,3%. En 2018, en revanche, la croissance réelle du revenu des ménages pourrait atteindre +2,1%, car elle bénéficierait alors pleinement des hausses de salaire, des nouvelles baisses d'impôt et d'une inflation contenue à 1,7% (cf. ci-après).

Ralentissement attendu de l'inflation en 2018

Sur l'ensemble de l'année 2017, l'inflation s'est établie 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. L'évolution de

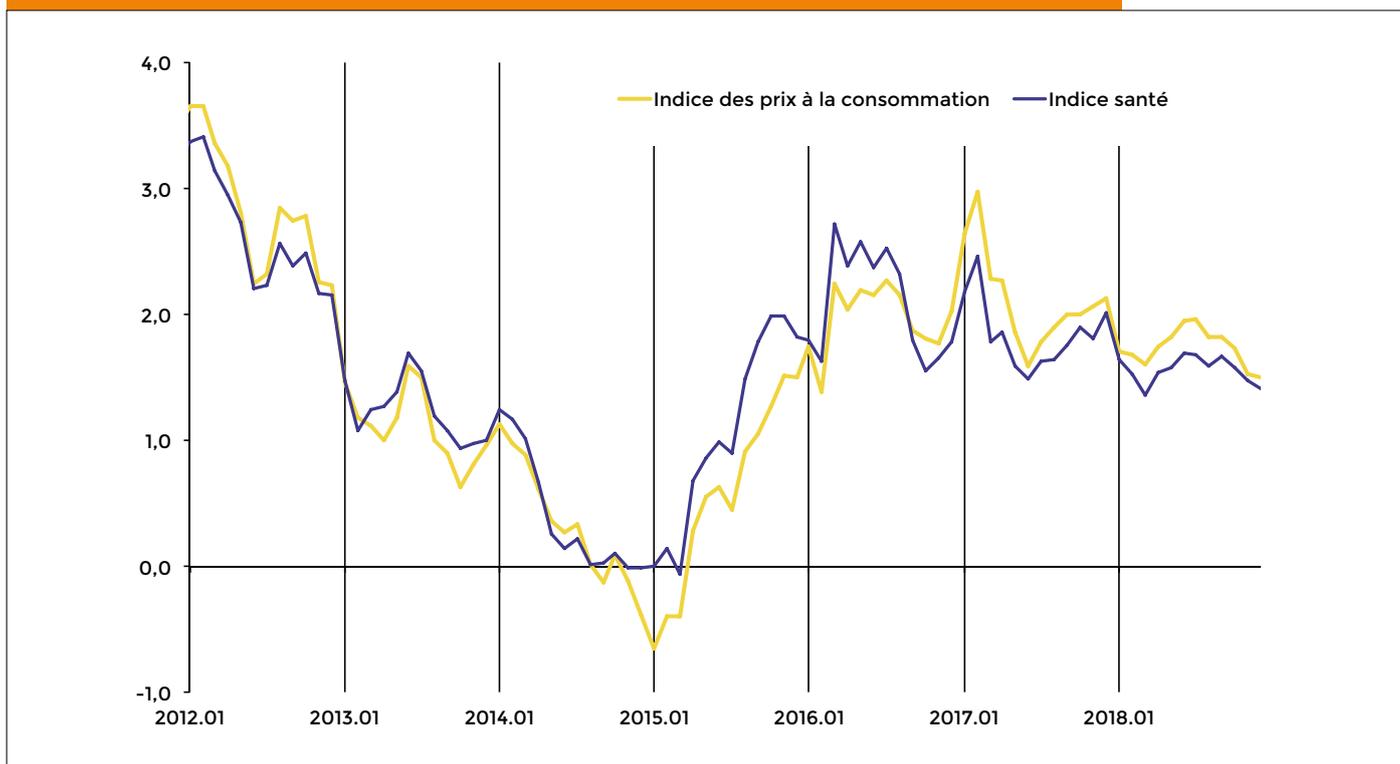
l'inflation globale s'est en effet décomposée en trois temps. Au cours du premier trimestre, la vive progression de l'indice des prix à la consommation s'inscrivait dans le prolongement de la hausse observée dès la fin 2016. En février dernier, la croissance de l'indice des prix à la consommation atteignait 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, les rythmes de progression des prix se sont à nouveau légèrement accélérés jusqu'à la fin de l'année. En décembre, le taux d'inflation d'ensemble atteignait +2,1%.

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 2017, la dissipation des effets de base ayant influencé l'inflation des prix énergétiques 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. À partir de l'été, les rythmes de progression des prix se sont à nouveau accélérés, suite au net redressement des prix des carburants.

L'inflation des produits alimentaires, qui s'était nettement accrue 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, s'est globalement ralentie en 2017, principalement suite à la diminution du coût du travail. Les mesures gouvernementales d'allègement des charges salariales, d'une part, en particulier la baisse importante des cotisations sociales à charge des employeurs dans le cadre du *Tax shift*, et, d'autre part, le relèvement graduel de la productivité ont en effet induit une réduction du coût salarial par unité produite. L'inflation sous-jacente, qui traduit la dynamique profonde des coûts de production, tend toutefois à s'ajuster à l'évolution de ceux-ci avec un retard, les entreprises préférant traditionnellement adapter d'abord leurs politiques de marges bénéficiaires. Cette

Graphique 3.9 – Prévisions de l'inflation (taux de croissance des prix à un an d'écart)



Sources : Statbel (indices jusqu'à janvier 2018), BFP (prévision).

inertie, qui explique la relative stabilité de l'inflation sous-jacente en 2017, devrait aussi en freiner la hausse en 2018.

En 2018, le raffermissement attendu de la demande globale devrait en effet renforcer les tensions inflationnistes sous-jacentes. En revanche, l'inflation globale devrait se replier, jusqu'à +1,7% en moyenne annuelle, principalement en raison de la stabilisation attendue des prix des produits pétroliers¹⁰ et l'appréciation récente de l'euro.

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 +1,6% en 2018 contre +1,8% en 2017¹¹. 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 serait encore dépassé en

septembre 2018, entraînant une nouvelle indexation au dernier trimestre de notre horizon de prévision.

La croissance des dépenses de consommation en progression régulière

La dernière observation comptable relative aux dépenses de consommation des ménages wallons s'arrête à l'année 2015. Elle confirme pratiquement l'absence de reprise de cette composante de la demande wallonne jusqu'alors (+0,3%) dans un contexte de revenu toujours déprimé, malgré les progrès déjà enregistrés sur le marché du travail. Les ménages sont dès lors contraints de recourir à leur épargne pour maintenir la consommation, ce qui conduit leur taux d'épargne à 8,2%. Ce bas niveau en Wallonie constitue une contrainte plus forte qu'à l'échelon national,

¹⁰ 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.

¹¹ L'estimation du Bureau fédéral du Plan est réalisée sur la base d'une hypothèse de prix du pétrole égal à 69 dollars le baril en moyenne en 2018 et d'un taux de change euro/dollar fixé à 1,26 pour cette année.

ce qui suggère que l'évolution du revenu décrite précédemment devrait rester le principal déterminant de l'évolution des dépenses durant les années de prévision. Les dépenses wallonnes paraissent moins pouvoir être lissées par les revenus du patrimoine qu'à l'échelle nationale. Ce constat se traduit d'ailleurs ces dernières années par des mouvements plus réduits du taux d'épargne.

Ainsi, restreinte en 2016 par la croissance encore contenue du pouvoir d'achat (cf. ci-dessus) et par une ponction dans l'épargne plus limitée que celle observée dans les comptes nationaux, la progression des dépenses privées s'établirait à +1,2% (contre +1,7% pour la Belgique). La reprise de la consommation s'avérerait en fait plus progressive en Wallonie qu'en Belgique, puisqu'elle monterait d'abord à +1,4% en 2017, le taux d'épargne étant une nouvelle fois comprimé légèrement dans un contexte de confiance en nette amélioration, descendant ainsi sous la barre des 8%. Ensuite, cette année, la vigueur attendue de la croissance des revenus serait telle, qu'elle soutiendrait une nouvelle augmentation de la croissance de la consommation, qui atteindrait +1,8%, tout en laissant la place à une légère reconstitution de l'épargne, dont la part remonterait à 8,1% du revenu disponible.

L'investissement résidentiel fléchit en comparaison de l'embellie de l'année passée

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 2015. Elles confirment notre estimation d'octobre dernier d'une nette reprise, longtemps attendue, dans la région, avec une croissance dépassant +6% en volume. Plus tardive en Wallonie, la hausse enregistrée en 2015 fait écho au début d'amélioration de la situation des ménages dont témoigne la remontée progressive de la confiance des consommateurs dans un contexte de hausse de l'emploi. Elle repose cependant 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.

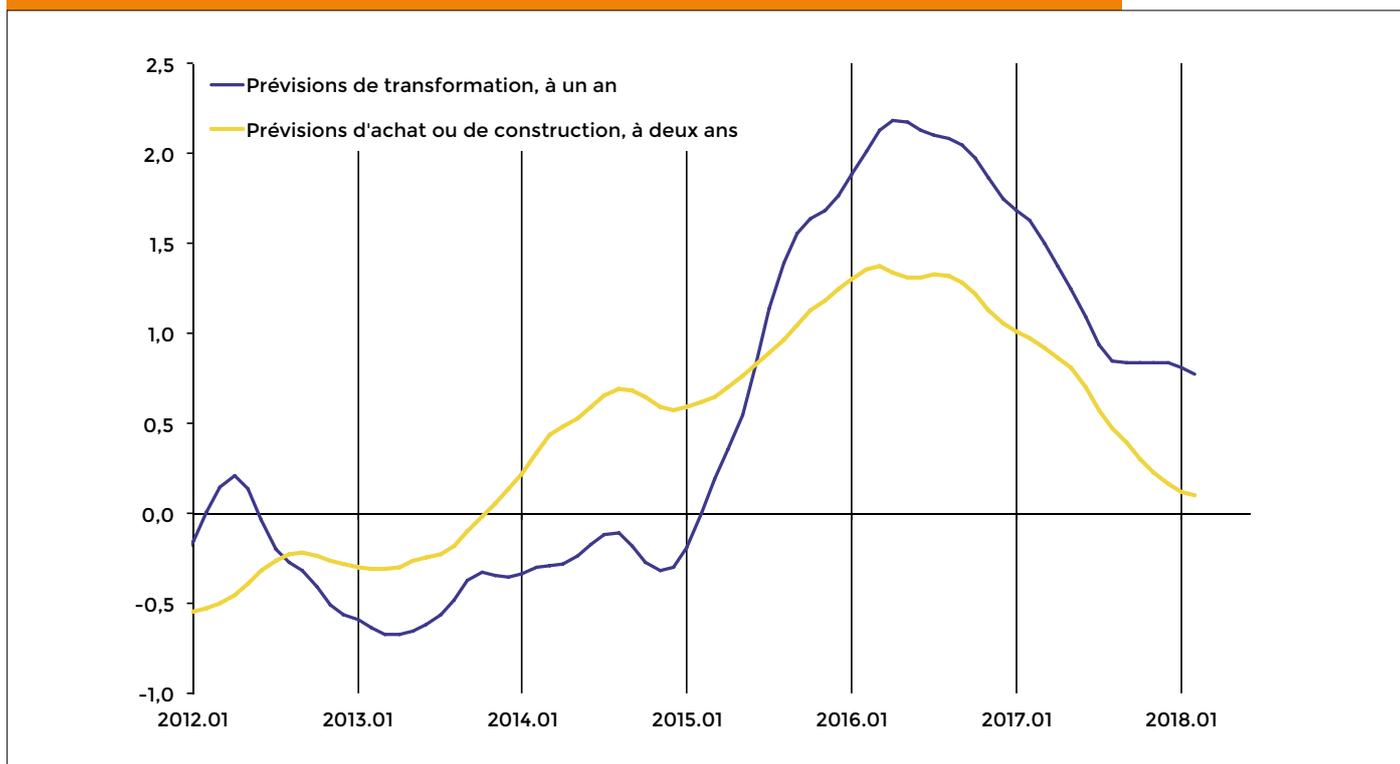
La statistique des logements commencés ayant été clôturée, il ne nous est plus possible de mesurer au-delà de 2015 les investissements résidentiels wallons sur la même base que celle utilisée dans la comptabilité. Toutefois, les mises en chantier peuvent être en partie anticipées par les autorisations de bâtir (octrois de permis qui restent, eux, publiés). Hormis la donnée d'avril 2016 et malgré l'amélioration enregistrée en fin d'année, l'extrême faiblesse du nombre des autorisations de bâtir en moyenne sur l'année confirme le net contrecoup de l'investissement résidentiel en 2016 en Wallonie. L'estimation complémentaire que nous en déduisons aboutit à un recul de -2,7% des investissements par les ménages wallons. La poursuite de l'amélioration de la situation financière des ménages ne semble donc pas avoir donné de nouveau coup de fouet à l'investissement résidentiel avant 2017.

Au premier semestre de 2017, les autorisations de bâtir renouent néanmoins avec des chiffres plus proches de la moyenne de long terme, soit 983 par mois en moyenne. Le redressement assez sensible, bien que toujours empreint de volatilité, s'opère entre octobre 2016 et février 2017. Il est synonyme d'une accélération des mises en chantier dès le début de 2017. Celles-ci constituent elles-mêmes généralement le point de départ d'investissements résidentiels dont la dépense s'échelonne ensuite sur une période d'une dizaine de mois. Ces données signalent donc une embellie des investissements jusqu'en deuxième partie de l'année dernière en Wallonie.

Cependant, l'élévation du niveau moyen des autorisations semble terminée, un repli est même enregistré d'août à octobre 2017, soit les trois derniers mois d'observation dont nous disposons, ce qui devrait peser sur la progression de cette composante de la demande intérieure en fin d'année 2017 et au début de 2018.

Les indicateurs, émanant tant des ménages que des professionnels du secteur,

Graphique 3.10 – Prévisions des achats et constructions de logements par les ménages wallons (moyennes centrées réduites, tendances)



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

confirment que cette embellie s'est aujourd'hui dégonflée. Mais les attentes restent favorables, souvent proches des moyennes de long terme, suggérant une normalisation des taux de croissance de cette composante, marquée par plusieurs à-coups durant les années récentes.

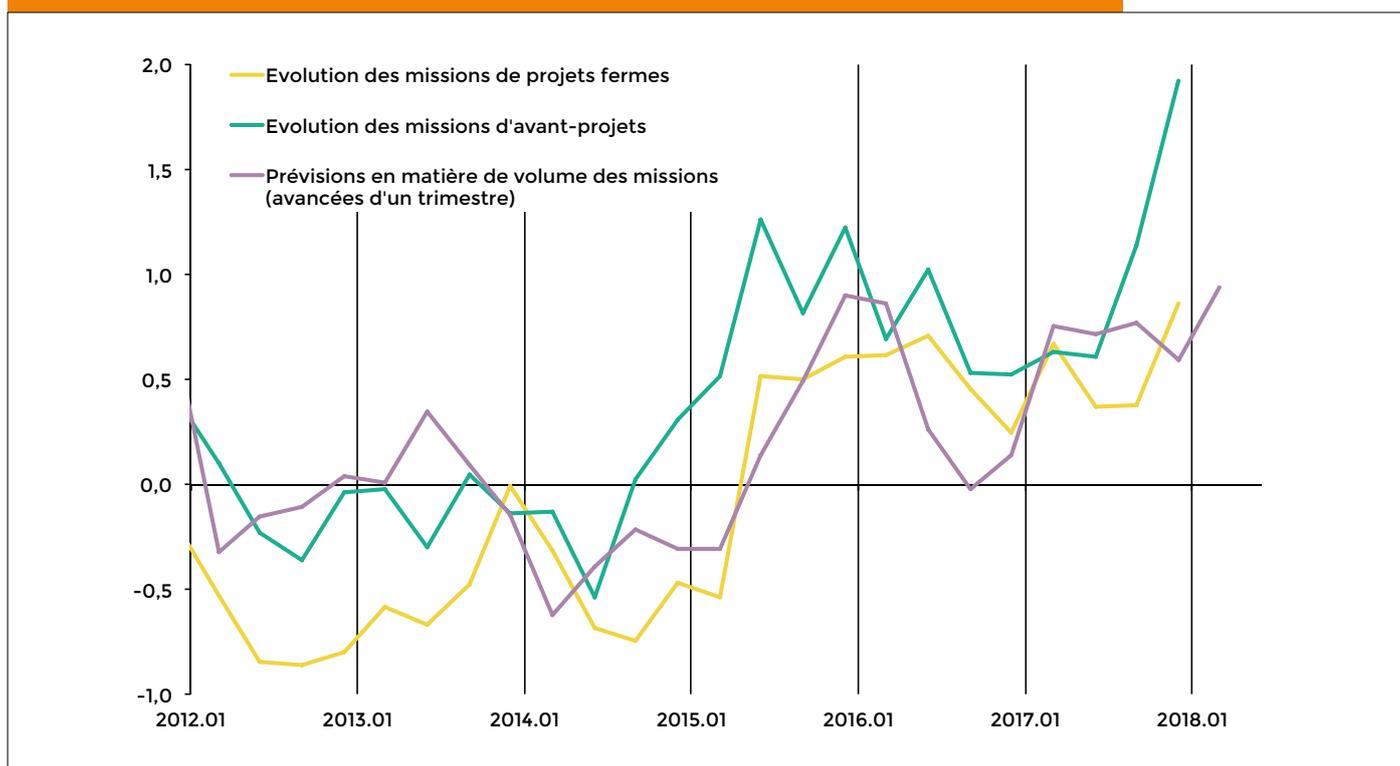
Il en va ainsi des intentions manifestées par les ménages wallons en matière d'investissements immobiliers. En effet, dans les enquêtes d'opinions auprès des consommateurs, la proportion de répondants enclins à renforcer leur demande d'investissement résidentiel reste élevée dans une perspective historique (cf. graphique 3.10). On observe néanmoins 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 se sont également infléchies, rejoignant pratiquement leur moyenne de long terme.

Les informations relatives aux crédits contractés par les ménages confirment, quant à elles, que les appels au financement pour des projets immobiliers se révèlent aujourd'hui encore nombreux. Les données

nationales sur les crédits réalisés permettent notamment de montrer qu'en comparaison des années récentes, le poids des nouvelles constructions s'est aujourd'hui renforcé par rapport aux transformations. Elles montrent aussi que le montant total de nouveaux crédits pour la construction d'habitation (et dans une moindre mesure pour la transformation) demeure, fin 2017, à un niveau nettement supérieur à celui enregistré de 2012 à 2015, même si le pic du premier trimestre semble bel et bien passé

Les données disponibles pour le crédit hypothécaire en Wallonie - recouvrant, il est vrai, tant les achats de logements que la construction et la rénovation - corroborent d'une part la tendance à l'augmentation de l'ampleur moyenne des projets puisque le montant moyen des crédits a clairement augmenté de mi-2016 à mi-2017 et demeure à des niveaux plus élevés qu'auparavant. D'autre part, ces données régionales témoignent néanmoins aussi d'un dynamisme moins prononcé qu'en début d'année. La progression à un an d'écart des encours hypothécaires demeure depuis mi-2017 à quelque +3%. Après le rattrapage des rythmes de croissance enregistrés en

Graphique 3.11 - Prévisions des architectes en Belgique (moyennes centrées réduites)



Sources : BNB – Calculs IWEPS

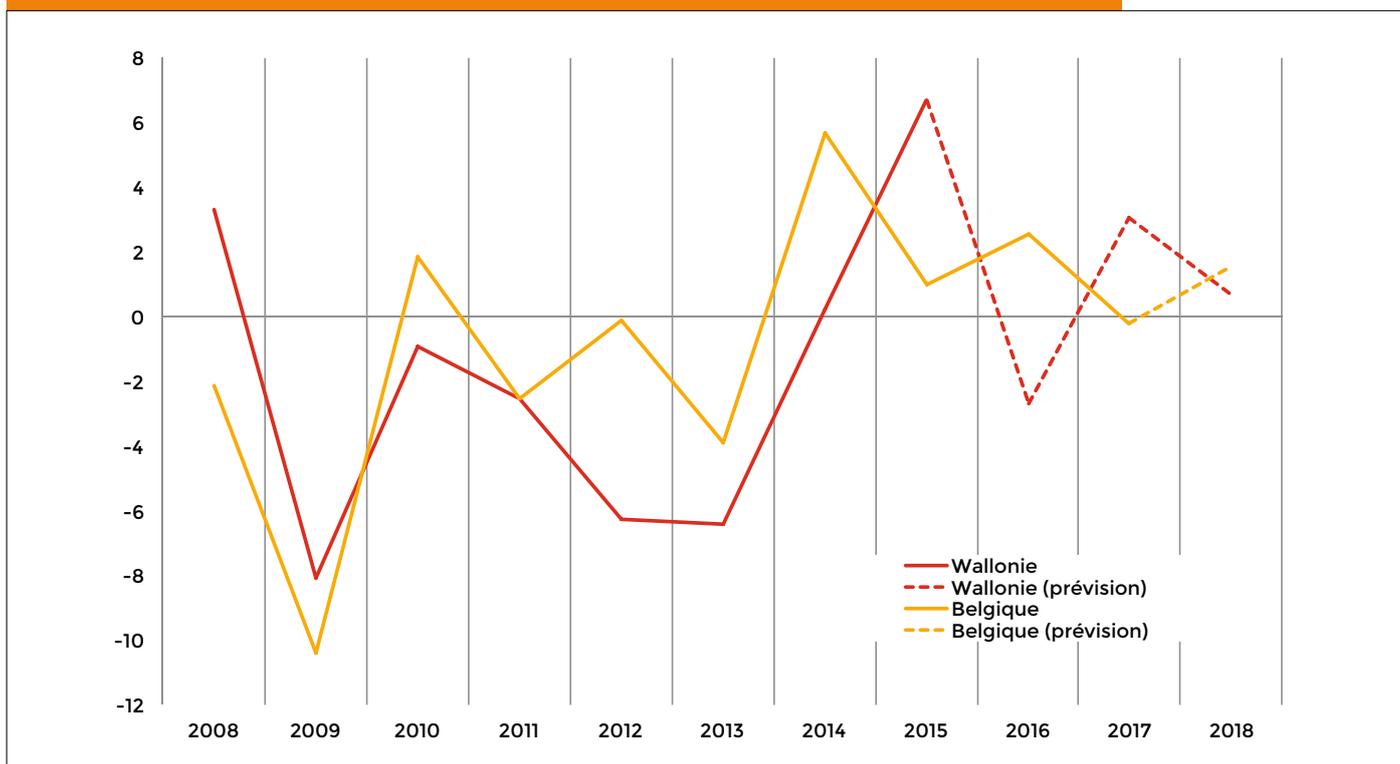
Flandre, que nous évoquions dans notre dernière édition, l'écart avec la Flandre s'est à nouveau quelque peu creusé, signe que l'expansion de l'investissement des ménages s'est sans doute avérée plus forte dans le nord du pays en fin d'année dernière (ce qu'indique aussi la progression récente des autorisations de bâtir).

De façon générale, le contexte financier demeure 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 forte diminution au cours de l'année 2016 et au début de l'année dernière, atteignant même, comme ce fût déjà le cas en 2008, un niveau inférieur à l'inflation de 0,9 point en février 2017. Ce taux d'intérêt reste proche de zéro en termes réels aujourd'hui. Même s'il devait s'orienter à la hausse, son faible niveau, dans un contexte de franche amélioration des revenus, ne devrait pas constituer un frein à l'investissement à court terme. Si les autres conditions d'octroi de crédit demeurent

vraisemblablement plus contraignantes et ont été rendues plus strictes de 2016 à mi-2017, selon la Bank Lending Survey, les banques ne paraissent pas devoir les resserrer davantage à court terme. On notera cependant que, selon cette même enquête, les attentes du secteur bancaire vis-à-vis de la demande des ménages paraissent plutôt avoir été négatives sur l'ensemble de l'année 2017, contrairement à l'année 2016, ce qui confirmerait, là encore, la normalisation de la demande que nous attendons à l'avenir.

Les architectes et les entrepreneurs du secteur de la construction paraissent en fait comme les plus optimistes, comme le montre le graphique 3.11 relatif aux architectes en Belgique. En effet, les missions de projets fermes demandées aux architectes, leurs missions d'avant-projets, mais aussi leurs prévisions de « volume des missions » dépassent leur moyenne de long terme. En outre, la dernière observation trimestrielle de chacun de ces trois indicateurs, au caractère chaque fois plus précurseur que le précédent, s'est avérée en progrès. Du côté des entrepreneurs de l'ensemble de la Belgique, l'indicateur mensuel relatif à

Graphique 3.12 – Croissance annuelle de l'investissement résidentiel, en volume



Sources : ICN – Estimations IWEPS

l'évolution du carnet d'ordres sur le marché résidentiel s'était replié à la mi-2017 sur sa moyenne de long terme. Il s'est cependant redressé depuis lors. Quant à l'indicateur global de la confiance des entrepreneurs wallons du secteur de la construction, il poursuit sa progression graduelle, pour atteindre pratiquement sa moyenne de long terme au début de 2018, niveau qu'il n'avait plus rencontré depuis 2012. Entre autres, ces entrepreneurs formulent, depuis mi-2017 et malgré une certaine volatilité, des prévisions de demande qui dépassent sensiblement la moyenne de long terme. Il faut néanmoins souligner, comme le montre le détail disponible dans les enquêtes nationales relatives aux architectes et aux entrepreneurs, que le climat de confiance dans le secteur de la construction semble aujourd'hui également porté par le segment non résidentiel, pour lequel les attentes sont en net progrès depuis la mi-2017

(par exemple en matière de prévisions de volumes de missions des architectes).

Finalement, en dépit de certains signes d'un essoufflement de la dynamique d'investissement résidentiel enregistrée l'année dernière, il semble que les principaux déterminants de l'investissement des ménages connaissent des développements plutôt favorables. En particulier, le raffermissement graduel de la situation financière des ménages s'est poursuivi en 2017 et nous en escomptons le renforcement en 2018. Aussi, restons-nous optimistes quant à l'évolution attendue de ces dépenses des ménages, et prévoyons-nous des rythmes de croissance positifs d'un trimestre à l'autre du deuxième au quatrième trimestre de l'année, ce qui conduirait la croissance annuelle moyenne à +0,3% en 2018 (contre +1,5% pour l'ensemble de la Belgique).

3.3.2. LES ENTREPRISES

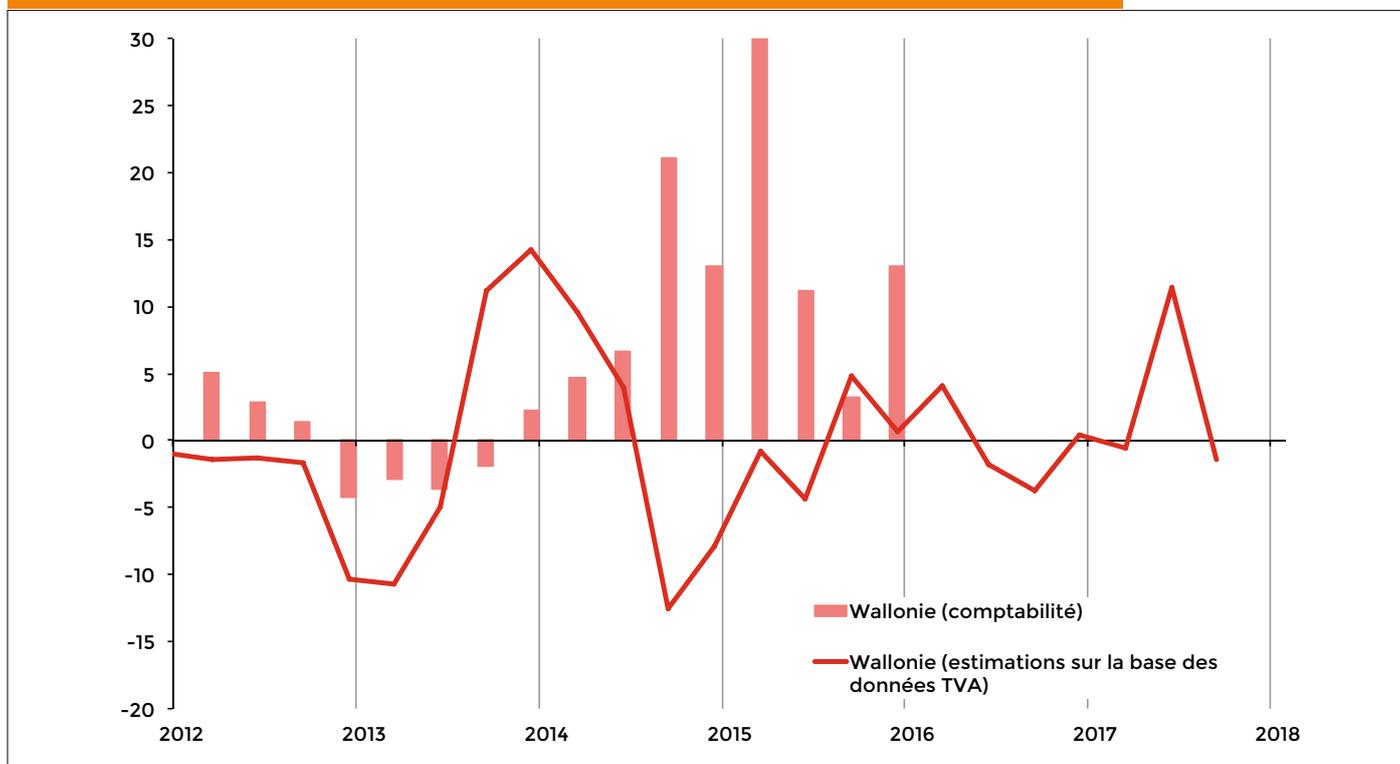
À l'automne 2017, dans un contexte d'embellie conjoncturelle internationale, notre précédent exercice de prévision annonçait des perspectives prometteuses pour l'investissement des entreprises en Wallonie, comme en Belgique. Tous les déterminants de l'investissement étaient au vert : un réel optimisme affiché par les chefs d'entreprise, des anticipations de demande à la hausse, avec des carnets de commandes déjà bien remplis et un appareil de production sous tension et, enfin, un environnement financier caractérisé par des conditions de financement externe avantageuses et des taux de marge des entreprises en amélioration.

La solidité des fondamentaux de la formation brute de capital fixe pour l'année écoulée ne transparaît pas directement dans les

derniers chiffres des comptes nationaux publiés en février 2018. La croissance en volume des investissements des entreprises belges affiche en 2017 un taux modeste de +0,9%. Ce taux est toutefois comprimé par des acquisitions exceptionnelles à l'étranger de biens d'investissements (navires, brevets) les années précédentes. Abstraction faite de ces achats, sans effet sur l'activité en Belgique comme il s'agit d'importations, les investissements auraient progressé de 5,5% en 2017 par rapport à l'année précédente¹², soit une croissance plus en phase avec les dynamiques observées pour les principaux déterminants de l'investissement.

À l'échelle régionale, les dernières statistiques des comptes régionaux concernant la formation brute de capital fixe datent de 2015. Si l'on se reporte aux

Graphique 3.13 - Croissance des investissements des entreprises en Wallonie : comptes régionaux et estimations sur la base des données de TVA variations à un an d'écart

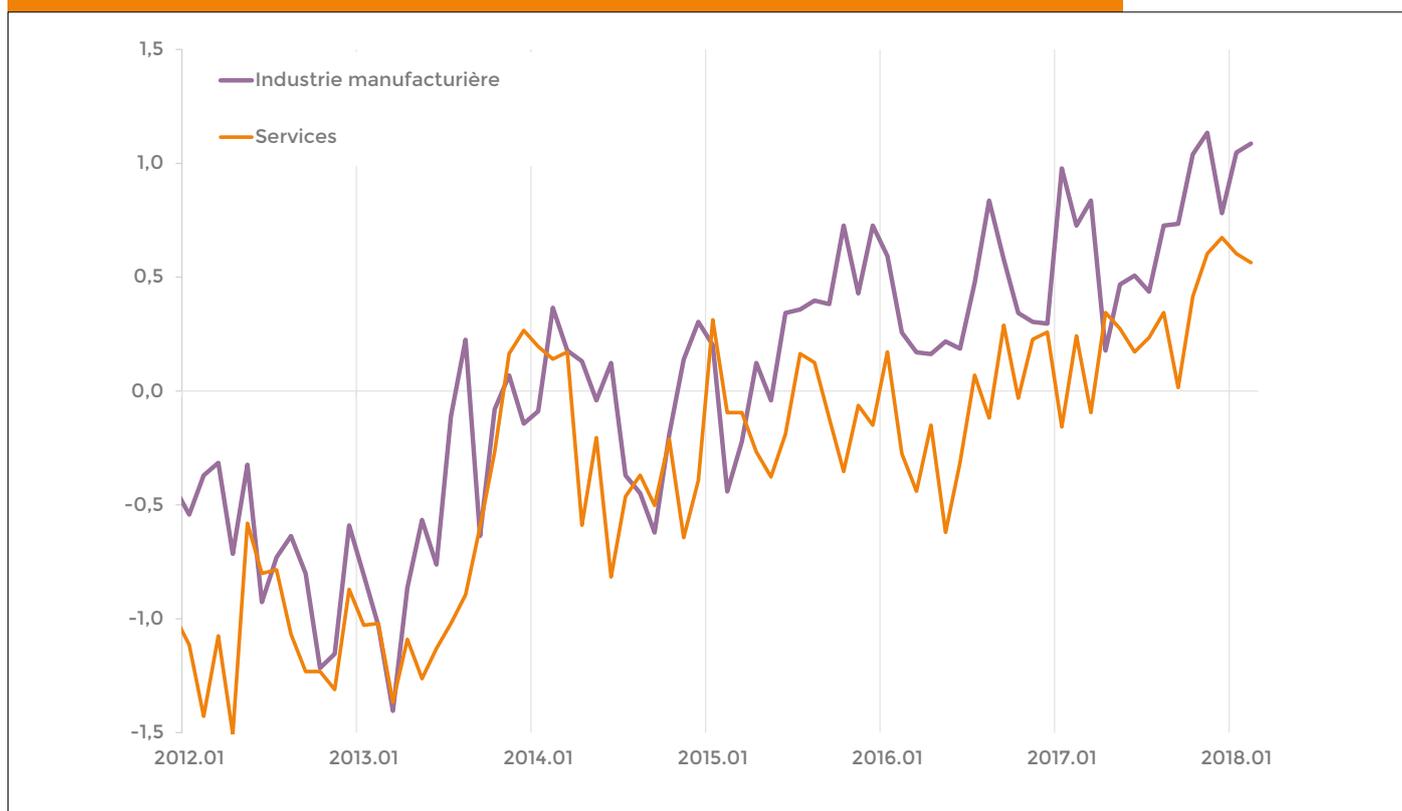


Sources : ICN, Statbel – Calculs : IWEPS

Note : données en volume, corrigées des variations saisonnières.

¹² BNB, Rapport annuel 2017, Développements économiques et financiers p.93

Graphique 3.14- Prévisions de la demande en Wallonie : industrie manufacturière et services - Moyenne centrée réduite



Sources : BNB – Calculs : IWEPS

données d'investissement issues des déclarations des entreprises auprès de la TVA (cf. graphique 3.13), elles esquissent un scénario de redressement de la dynamique d'investissement en Wallonie depuis le troisième trimestre de l'année 2016, bien que le dernier trimestre disponible affiche un recul de -1,5% à un an d'écart. Il convient toutefois de garder à l'esprit que les séries statistiques d'investissement des entreprises sont susceptibles, comme nous l'avons évoqué ci-dessus pour la Belgique, de voir leur volatilité accrue par des opérations de grande ampleur propres à l'une ou l'autre entreprise.

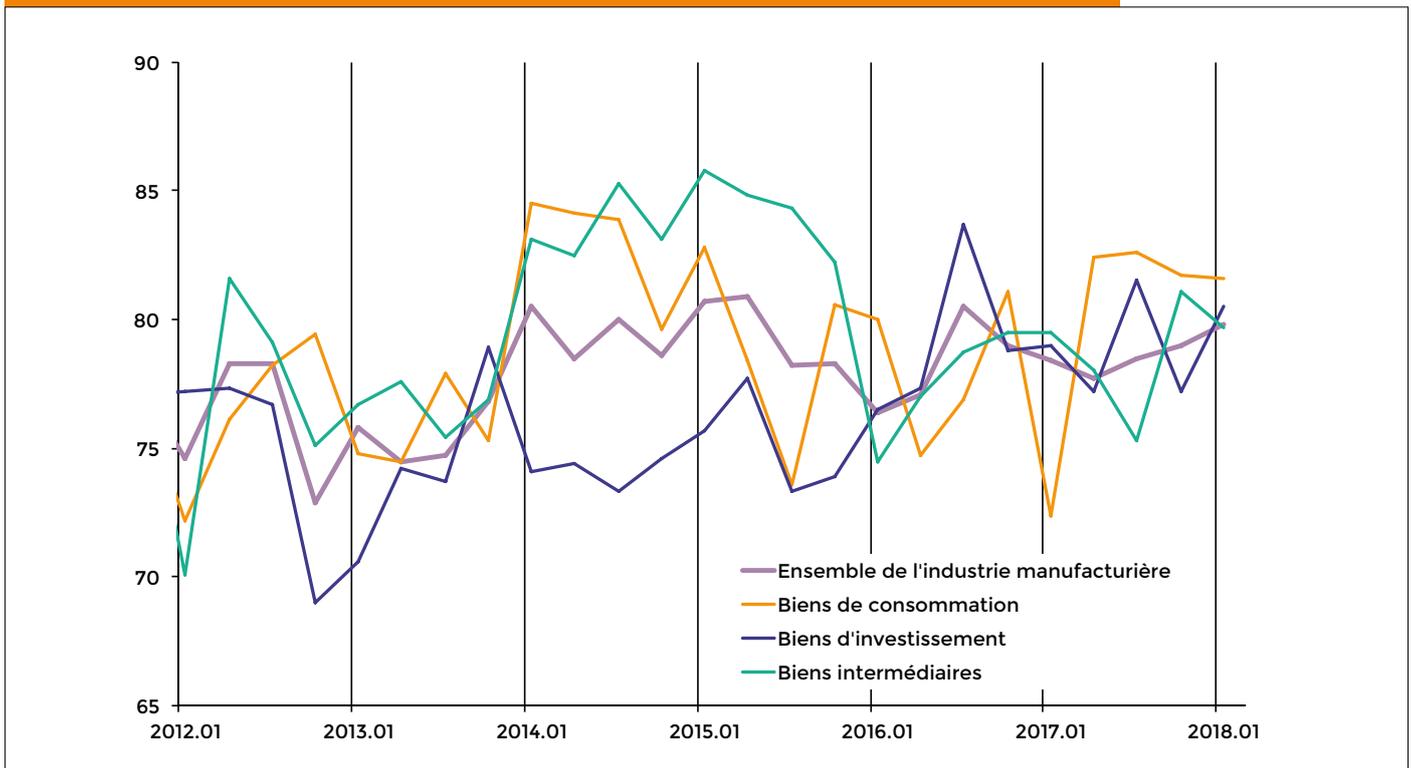
Alors que les indicateurs confirment aujourd'hui l'élan de l'activité économique et des échanges commerciaux à l'échelle mondiale, les conditions nécessaires au dynamisme de l'investissement des entreprises resteront réunies en Wallonie à l'horizon 2018. Nous détaillons dans les lignes qui suivent les principaux arguments qui fondent ce diagnostic.

Des prévisions de demande toujours 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. Dans les enquêtes de conjoncture les plus récentes, les chefs d'entreprises, dans l'industrie manufacturière, comme dans les services, sont résolument positifs dans leurs anticipations de demande à court terme (graphique 3.14). Les dernières données disponibles s'affichent à des niveaux supérieurs à leur moyenne de long terme, tant dans l'industrie que dans les services.

Quant au taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière (cf. graphique 3.15), il se maintient globalement depuis l'automne 2013 au-dessus de sa moyenne de longue période (77,9%). En 2017, les tensions sur l'appareil productif se sont quelque peu modérées jusqu'en avril, pour rebondir ensuite et atteindre 79,8% en janvier 2018, dernière donnée disponible.

Graphique 3.15 – Taux d'utilisation de la capacité de production en Wallonie – Données dessaisonnalisées



Sources : BNB – Calculs : IWEPS

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

Cette pression sur l'appareil de production qui se maintient depuis plusieurs années déjà au-delà de sa moyenne historique, couplée à des perspectives de débouchés bien orientées pour les mois à venir, augure d'opportunités d'investissement d'extension à l'horizon 2017. L'investissement des entreprises jouerait ainsi son rôle d'accélérateur et contribuerait significativement à la croissance du PIB wallon en 2018.

L'environnement financier demeure propice à l'investissement, avec des capacités d'autofinancement dans le chef des entreprises et des coûts de crédit bas

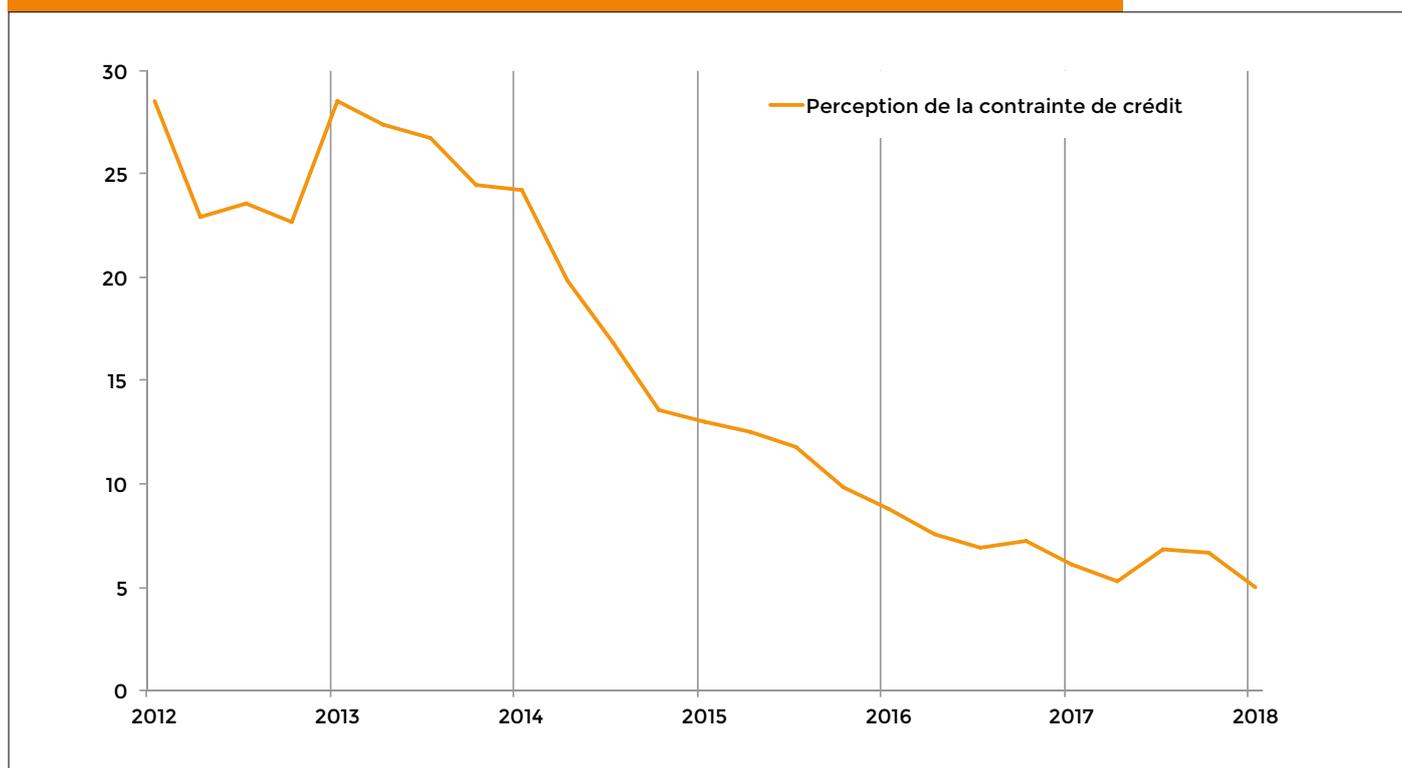
Le recours aux fonds propres est une source de financement importante des

investissements. En Belgique, l'excédent brut d'exploitation des entreprises (c'est-à-dire le revenu qu'elles génèrent par leur activité) a continué de progresser en 2017 (4,8% en termes nominaux), bien qu'en retrait par rapport aux deux années précédentes (7,0% en 2015 et 6,1% en 2016), qui avaient tout particulièrement profité des mesures de modérations salariales mises en œuvre par le Gouvernement fédéral, voire aussi de la baisse des cours du pétrole¹³. D'après nos propres estimations, sur la base des données disponibles à l'échelle régionale, cette amélioration continue des capacités d'autofinancement s'observe également en Wallonie. Elle stimule la propension à investir des entreprises, et la stimulera encore en 2018, sachant que les entreprises réagissent avec un temps de décalage par rapport à l'amélioration de leur environnement financier.

¹³ BNB, Rapport annuel 2017, Développements économiques et financiers p.97.

¹⁴ DGO6, IWEPS et SOGÉPA, Rapport sur l'Économie wallonne 2017, chapitre 3.

Graphique 3.16 – 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 assouplissement (durcissement) des conditions de crédit.

Parmi les sources de financement externe, les entreprises et en particulier les PME s'orientent traditionnellement vers les crédits bancaires pour financer leurs projets d'investissement. En 2017, les conditions du financement bancaire se sont avérées favorables en Belgique¹⁵, grâce à la politique monétaire accommodante menée par la Banque centrale européenne (cf. section 2.1.4 relative à la politique monétaire, évolution des taux longs et marché des changes). Ces conditions ne devraient guère varier à l'horizon de prévision.

D'une part, les taux d'intérêt octroyés par les banques sur les nouveaux crédits aux entreprises belges demeurent à des niveaux planchers, comme le révèle l'enquête européenne auprès des établissements de crédit (*MIR survey*). Pour le mois de décembre 2017, en Belgique, l'enquête renseigne une moyenne des taux d'intérêt à 1,62%.

D'autre part, les résultats de l'enquête trimestrielle sur l'appréciation des conditions de crédit par les entreprises, réalisée par la BNB, renvoient un sentiment globalement favorable. Il ressort de l'enquête menée en janvier 2018 que la perception des conditions de crédit s'est améliorée (l'indice est passé de 6,7% en octobre 2017 à 5,0% en janvier 2018) et a atteint un nouveau plancher historique (cf. graphique 3.16).

Ces perceptions des entrepreneurs font écho à celles recueillies auprès des banques via l'enquête européenne sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey* ou BLS). Après avoir légèrement desserré leurs conditions de crédit à destination des entreprises au cours du deuxième trimestre 2017, les banques belges ont maintenu leurs conditions inchangées aux troisième et quatrième trimestres. Parallèlement, en 2017, les établissements financiers belges ont fait état, chaque trimestre, de hausses

¹⁵ Les principales enquêtes et statistiques relatives au financement bancaire, auxquelles nous faisons référence dans la suite de cette section, sont réalisées à l'échelle de la Belgique. Nous considérons que les grandes tendances observées au niveau national prévalent également pour la Wallonie.

de la demande de prêts bancaires émanant des entreprises, plus importantes au premier qu'au second semestre. Selon les banques, ces hausses des besoins de financement des entreprises se justifient notamment par des projets d'investissement. Pour le premier trimestre de l'année 2018, les banques belges anticipent un *statu quo* de leurs conditions d'octroi et de la demande de crédits des entreprises.

L'ancrage de la reprise économique dissipe les craintes des entrepreneurs

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.

Des chocs de confiance à répétition peuvent avoir un effet durablement déprimant sur l'investissement 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.

La bonne orientation des indicateurs relatifs au commerce international et à l'activité économique mondiale et, plus récemment, les signaux positifs renvoyés par certains déterminants de la demande intérieure, ancrent le regain d'activité dans une perspective plus durable et amènent un éclaircissement du climat conjoncturel. Les enquêtes de conjoncture de la BNB font d'ailleurs état d'une très bonne tenue de la confiance des entrepreneurs wallons.

Les entreprises devraient, selon nous, trouver dans ce repli de l'incertitude une motivation pour poursuivre leur effort d'investissement.

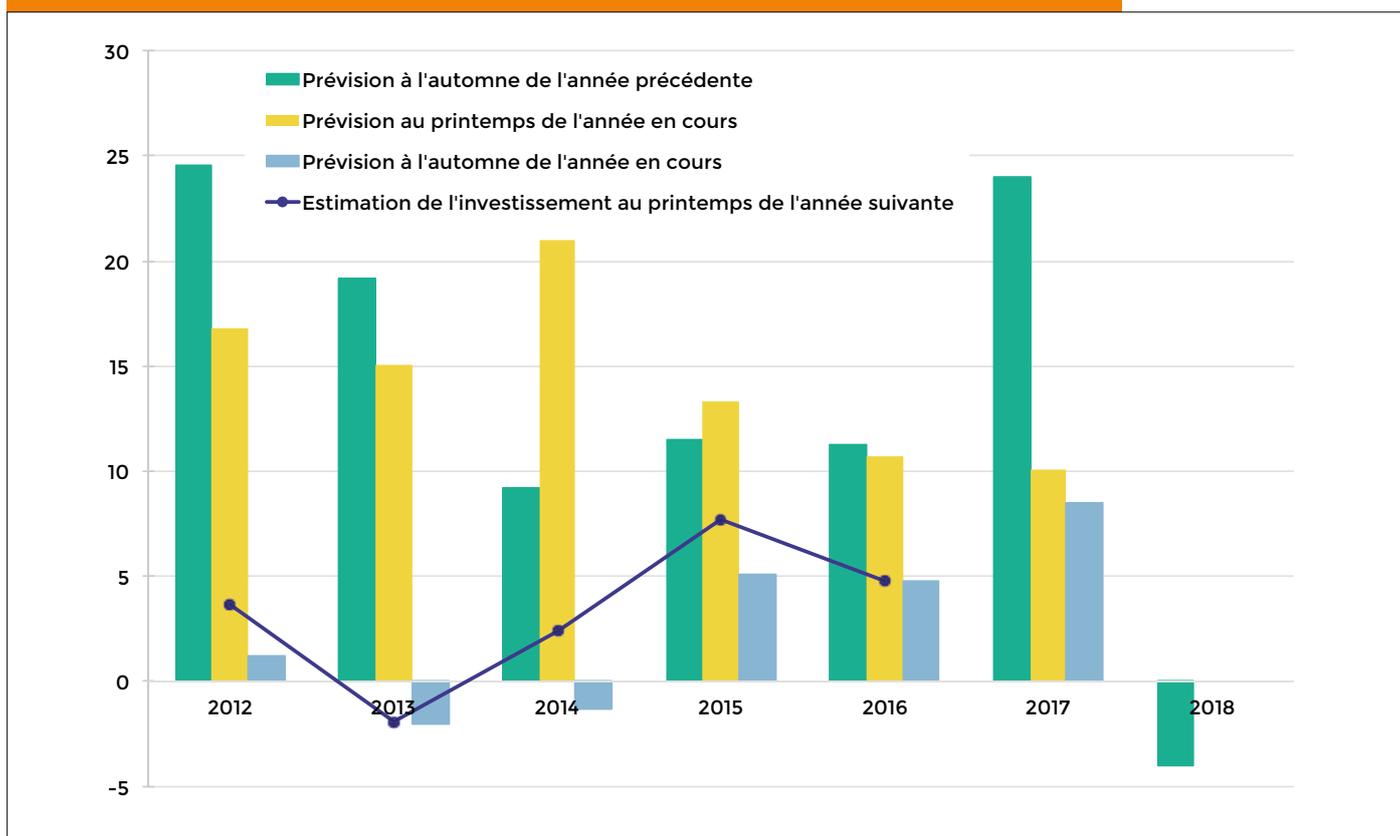
Les entreprises continueront d'investir de manière soutenue en 2018

L'enquête semestrielle d'automne 2017 sur les investissements de l'industrie manufacturière (cf. graphique 3.17) constitue, à l'échelle de la Belgique, un indicateur de la volonté d'investir des entreprises. Selon cette enquête, les entrepreneurs belges s'attendent à un repli des montants investis en 2018, de l'ordre de 3,9%. Il convient de relativiser cette première prévision pour l'année 2018. D'une part, elle fait suite à une année 2017 jugée particulièrement faste selon les estimations de l'enquête (+8,5% des montants exprimés à prix courants). D'autre part, les investissements continueraient à progresser pour les entreprises de l'industrie chimique, technologique (à l'exclusion de l'industrie automobile) et du plastique. Les grandes entreprises (250 à 499 travailleurs), ainsi que les entreprises davantage tournées vers l'international, envisageraient également toujours une progression de leurs dépenses d'investissement.

Selon notre scénario, pour la Wallonie, avec un constant raffermissement des anticipations de demande et un appareil de production déjà bien sollicité, des possibilités de financement tant interne qu'externe, le tout dans un environnement économique et un climat de confiance porteurs, l'investissement devrait rester dynamique en 2018. Sur l'ensemble de l'année 2018, les investissements des entreprises croîtraient de +4,1% en 2018 (+4,0% pour la Belgique), contre +3,0% en 2017.

En 2018, comme en 2017, la croissance économique wallonne pourra ainsi s'appuyer sur la vigueur des investissements des entreprises, avec une contribution de 0,6 point (contre 0,4 point en 2017).

Graphique 3.17 - Investissements en biens de capital fixe dans l'industrie manufacturière en Belgique : enquête semestrielle



Source : BNB

3.4

L'ÉVOLUTION DE L'EMPLOI

La croissance de l'emploi observée en 2016 (+1,2% selon les derniers chiffres de la

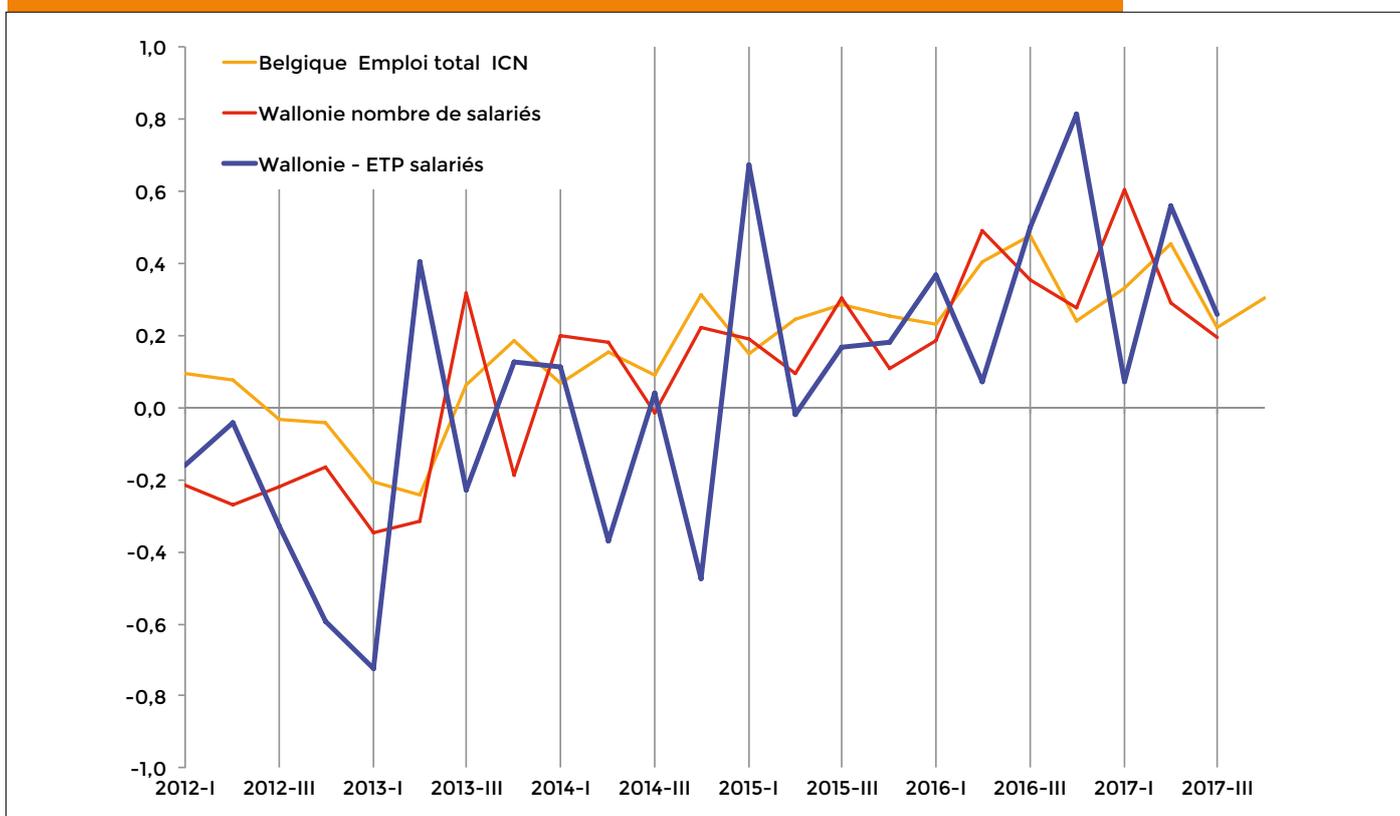
comptabilité régionale récemment publiés par l'ICN)¹⁶ s'est vraisemblablement consolidée en 2017, si l'on en croit les données de l'ONSS disponibles pour les trois premiers trimestres. À un trimestre d'écart, le nombre de salariés assujettis à l'ONSS s'est ainsi accru de respectivement +0,6%, +0,3% et +0,2% lors des premier, deuxième et troisième trimestres de 2017 (données dessaisonnalisées, cf. graphique 3.18).

L'évolution du volume de travail exprimé en ETP était elle aussi bien orientée avec une croissance de respectivement +0,1%, +0,6% et +0,3% lors des premier,

deuxième et troisième trimestres de 2017 (données dessaisonnalisées, cf. graphique 3.18) présageant un taux de croissance du nombre de travailleurs toujours positif au quatrième trimestre de 2017. À noter cependant que le rythme de croissance se stabiliserait à l'instar de ce que l'on observe au niveau belge selon les premières données disponibles pour le 4^e trimestre dans la comptabilité nationale trimestrielle (+0,3% à un trimestre d'écart), les éléments dont nous disposons ne nous permettant pas de différencier le profil wallon du profil belge.

La décomposition sectorielle de l'évolution

Graphique 3.18 – Taux de croissance à un trimestre d'écart du nombre de salariés et d'équivalents temps plein recensés à l'ONSS en Wallonie et de l'emploi national total en nombre de travailleurs en Belgique - données dessaisonnalisées - en %



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

¹⁶ Institut des comptes nationaux (ICN) - Comptes régionaux 2016 : BNB, version février 2018.

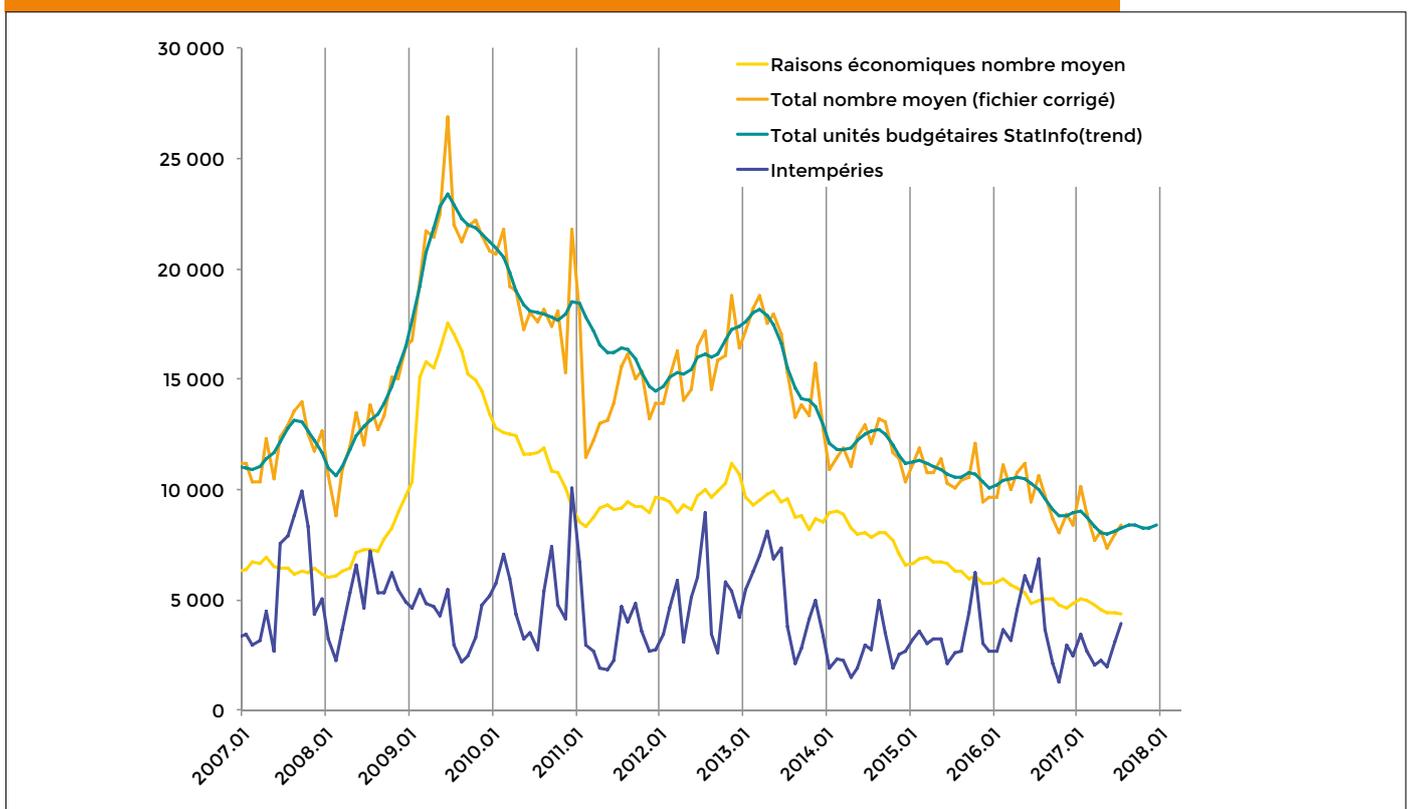
la comptabilité nationale montre que, au niveau belge, en première moitié d'année, la croissance de l'emploi a été soutenue tant par l'activité dans le secteur des industries et de la construction, en particulier dans l'industrie pharmaceutique¹⁷ bien présente en Wallonie, que dans les services. En seconde partie d'année, ce sont principalement les services qui portent la croissance de l'emploi, en particulier l'intérim. Le niveau élevé du taux de croissance à un an d'écart du nombre d'heures effectuées par les travailleurs intérimaires confirme cette tendance en Wallonie. Le taux de croissance à un an d'écart s'élevait en effet à +11,6% en décembre 2017 (dernière donnée disponible).

Autre indicateur de la bonne tenue de l'emploi en 2017, le recours des entreprises

au chômage temporaire (cf. graphique 3.19) s'est stabilisé au cours des mois récents à un niveau historiquement très bas et les dernières données permettant d'isoler le chômage temporaire pour raisons économiques (juillet 2017, cf. graphique 3.19) témoignent de la poursuite de la tendance à la baisse de son évolution.

La croissance, tout au long de l'année, du nombre d'opportunités d'emploi reçues par le Forem¹⁸ (voir graphique 3.20) et du taux de vacances d'emplo¹⁹ estimé par Statbel constituent d'autres indices de l'amélioration du marché du travail en 2017. Le taux de vacances d'emploi est ainsi passé de 2,2% au troisième trimestre 2016 à 3,0% au trimestre correspondant de 2017, soit une hausse de 0,8 point. Cette croissance s'observe pour les postes fixes (le taux de vacances passe

Graphique 3.19 - Évolution du chômage temporaire total, pour raisons économiques et pour intempéries. Nombre moyen et unités budgétaires - données dessaisonnalisées



Source : ONEM - Calculs : IWEPS

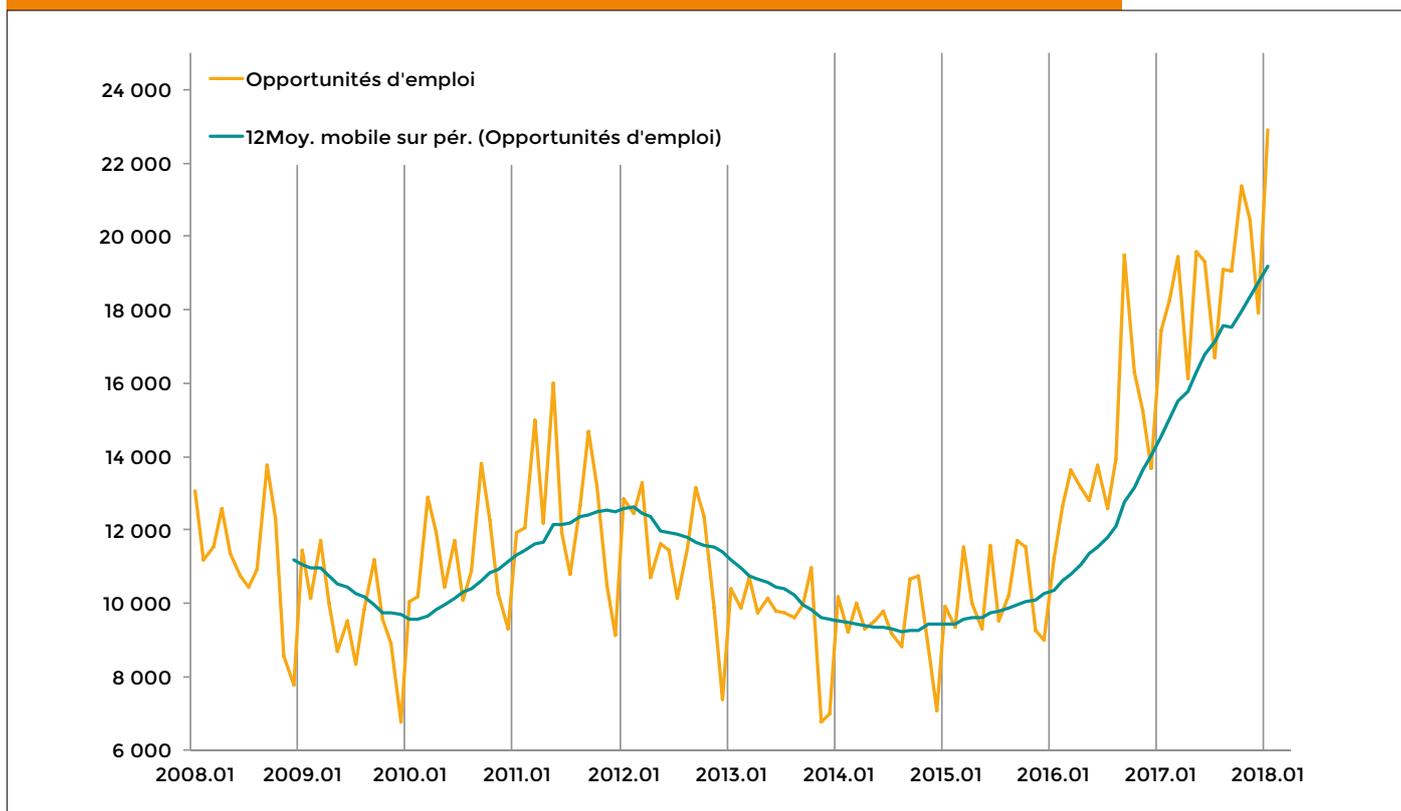
Note : le total des unités budgétaires comprend également la suspension de crise « employés ».

¹⁷ Comme le montrent les données de l'ONSS, Estimations rapides de l'emploi salarié (ONSS) pour le troisième trimestre 2017.

¹⁸ Source : Le Forem : <https://www.leforem.be/chiffres-et-analyses/chiffres.html>

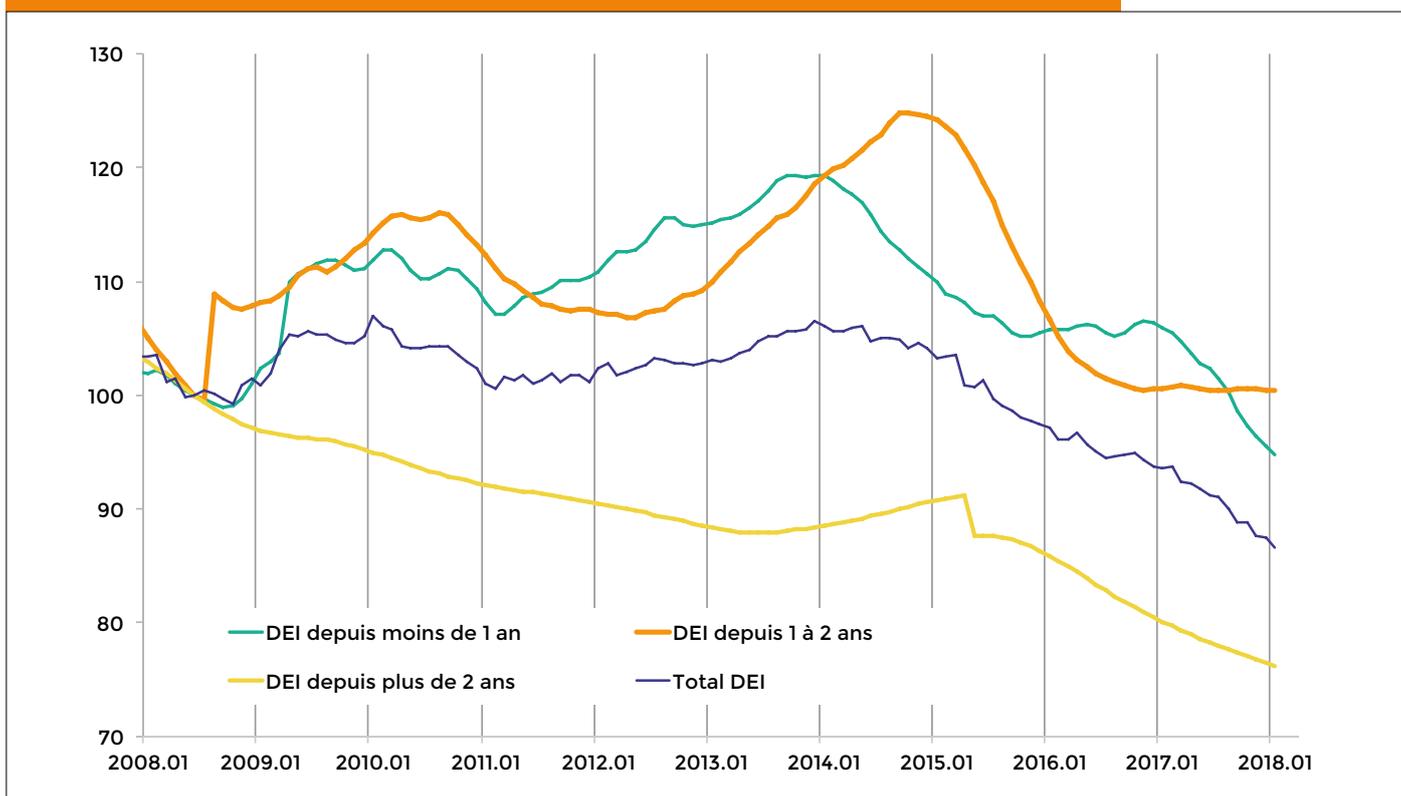
¹⁹ Un emploi vacant est un poste rémunéré nouvellement créé pour une durée d'au moins quatre semaines, non pourvu ou qui deviendra vacant sous peu et pour lequel des démarches actives sont menées afin de trouver un candidat approprié en dehors de l'entreprise. Un poste occupé est un poste rémunéré au 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 – Nombre d’opportunités d’emploi reçues par le Forem – en Wallonie



Source : FOREM – Calculs : IWEPS

Graphique 3.21 – Nombre de DEI (données corrigées des variations saisonnières et trend) selon la durée d’inocuppation en indice 2008=100 – en Wallonie



Sources : FOREM – ADG – VDAB - ACTIRIS (STAT g2) –ONEM) - Calculs : IWEPS

de 1,9% à 2,6% entre le troisième trimestre 2016 et le trimestre correspondant de 2017), mais surtout pour les postes intérimaires (de 12,6% à 16,8% pour la même période).

La poursuite du recul du chômage (nombre de DEI) tout au long de l'année 2017 et en particulier la forte baisse du chômage de courte durée (voir graphique 3.21) plaide aussi pour l'hypothèse d'une croissance soutenue de l'emploi tout au long de l'année 2017.

Sur l'ensemble de l'année 2017, nous estimons ainsi que la croissance de l'emploi a été relativement robuste, affichant +1,4% en moyenne annuelle (soit une augmentation de 18 000 unités). Endéans l'année, c'est-à-dire entre le début et la fin de l'année 2017, 17 000 emplois auraient ainsi été créés (création nette).

Dans le contexte de consolidation de la reprise économique, nous estimons que la croissance de l'emploi va se poursuivre en 2018 à un rythme relativement soutenu. En effet, les prévisions d'emploi au cours des trois prochains mois établies par la BNB sur la base d'enquêtes mensuelles auprès des entreprises 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. Les premières données de 2018 sont également très favorables, si bien que les indicateurs atteignent à présent des niveaux historiquement très élevés (cf. graphique 3.22).

La croissance de l'emploi serait cependant selon nous un peu plus modérée qu'en 2017, l'ajustement du volume de travail à l'augmentation de l'activité économique se faisant ainsi davantage via l'augmentation du temps de travail moyen.

Depuis la crise de 2009, le volume de travail a crû moins vite que le nombre de travailleurs. La durée moyenne du travail en pour cent d'un temps plein est ainsi passée de 84,8% au premier trimestre de 2008 à 81,9% au troisième trimestre de 2017 (dernière donnée disponible). Même si une telle évolution a pu être observée globalement dans les autres régions belges

(cf. graphique 3.23) le mouvement de recul a été globalement plus marqué en Wallonie que dans le reste du pays.

Les données détaillées de l'ONSS²⁰ montrent qu'entre le second trimestre de 2016 et le trimestre correspondant de 2017 (dernière donnée disponible), l'emploi salarié des résidents wallons a augmenté de 17 700 unités dont 5 300 travailleurs à temps plein, le solde étant constitué des travailleurs à temps partiel (+ 10 700), des travailleurs sous régime spécial comme l'intérim (+ 1 400) et des personnes en disponibilité (+300).

Ce phénomène de réduction de la durée moyenne du travail et d'augmentation de la part du travail à temps partiel s'observe également dans la plupart des pays européens comme le souligne la Commission européenne²¹. Cette évolution, qui reflète essentiellement des phénomènes structurels tels que l'accroissement de la part du secteur des services dans le PIB, peut aussi vraisemblablement être liée en partie aux politiques publiques mises en place au cours des dernières années visant une réduction globale du coût salarial. De telles mesures ont en effet pour corolaire de favoriser un plus grand partage du volume de travail, permettant notamment à des personnes relativement moins productives (tels les jeunes à faible qualification) de participer au marché du travail.

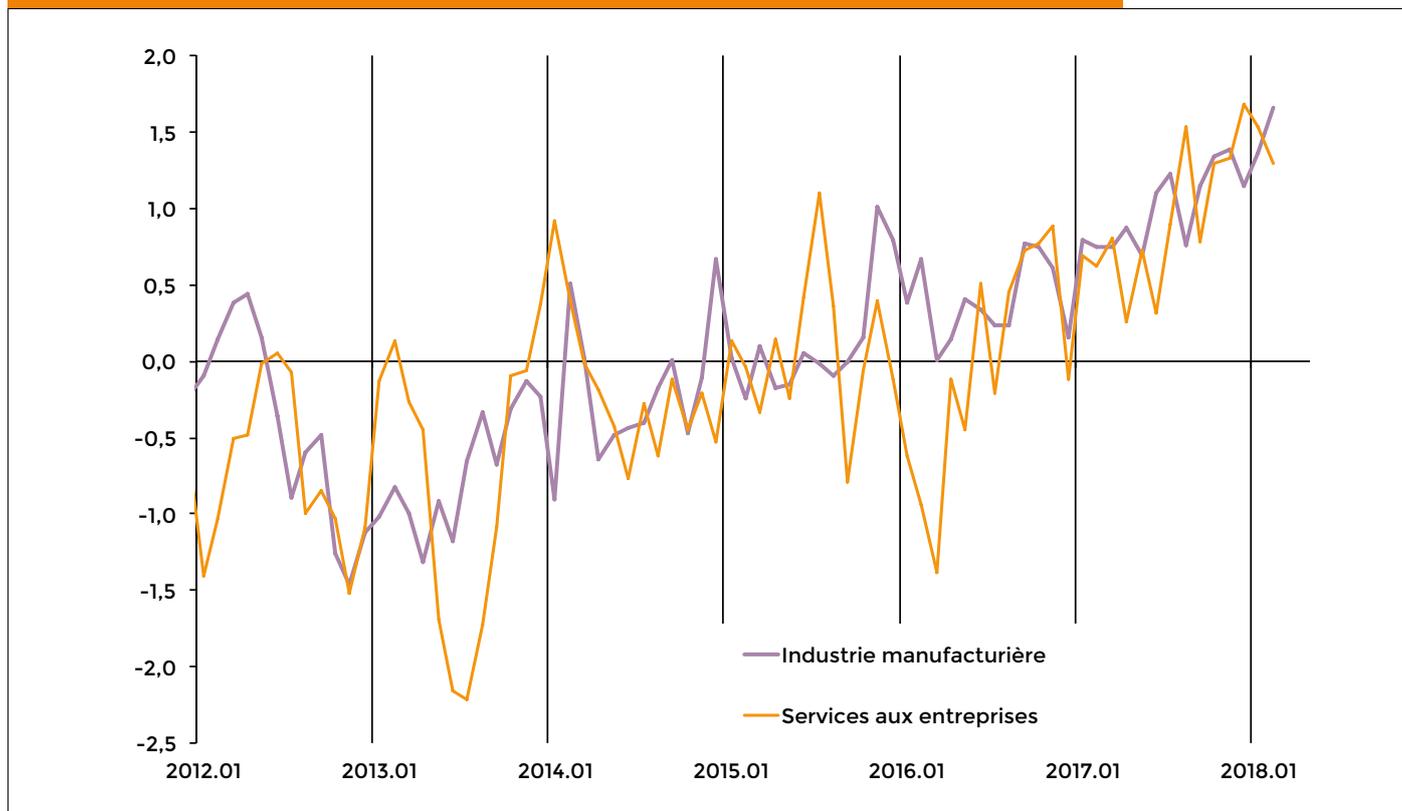
Après un effet d'impulsion, nous anticipons que l'effet de ces dispositifs sur les embauches devrait s'émousser quelque peu. Par ailleurs, d'une part les risques de pénurie pour certains profils qui semblent apparaître et d'autre part, le fait que la norme salariale prévue dans l'accord interprofessionnel de 2017-2018 n'est pas atteinte, devraient induire un relèvement du salaire par tête en 2018²². Ces facteurs nous poussent à considérer que les employeurs désireront récupérer des gains de productivité plus substantiels à l'avenir. Ce scénario nous incite à prévoir un ralentissement du rythme des créations nettes d'emplois en termes de nombre de travailleurs en 2018, l'ajustement à l'augmentation de l'activité économique se

²⁰ Onss Brochure beige. <https://www.rs2.fgov.be/fr/statistiques/publications/emploi-salarie>

²¹ European Economic Forecast INSTITUTIONAL PAPER 073 | FEBRUARY 2018.
Voir aussi ECB Economic Bulletin, Issue 6 / 2016.

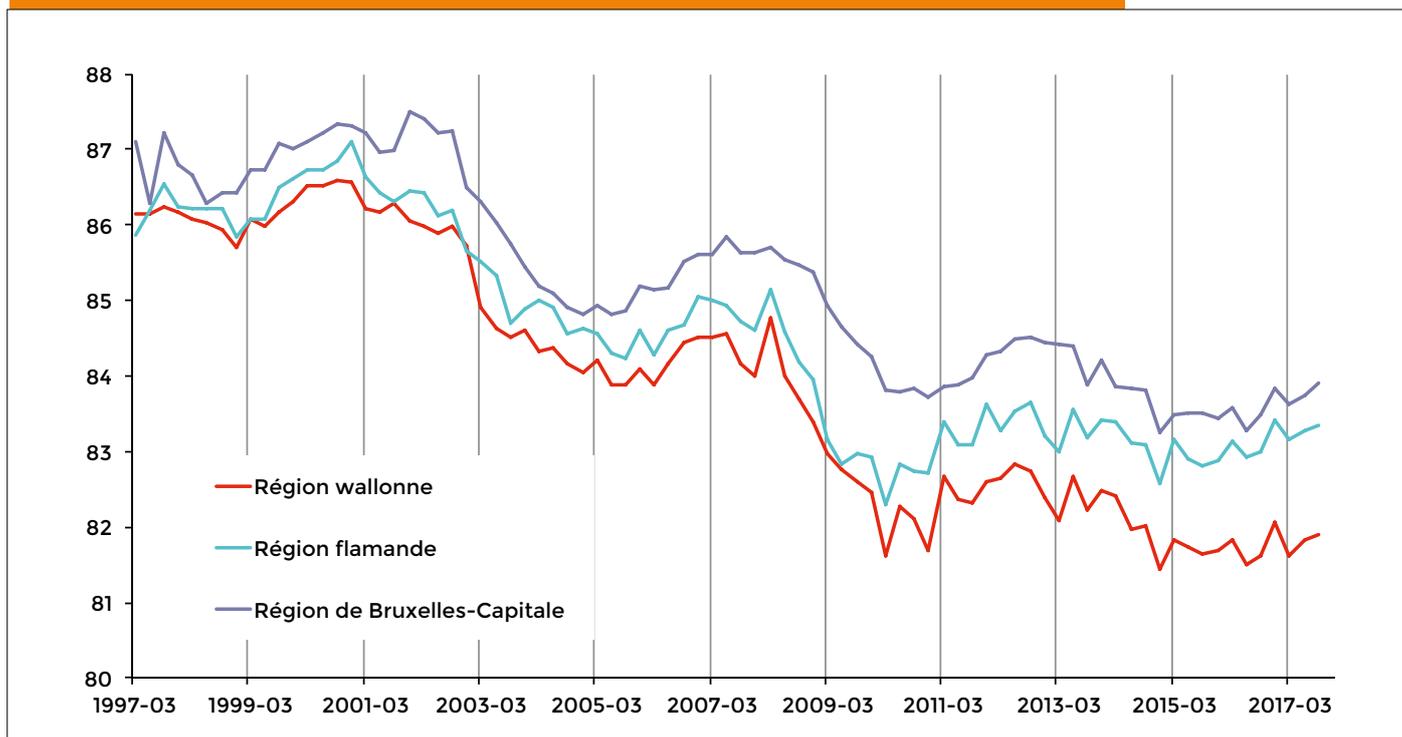
²² Voir Communiqué de presse du 8 février 2018 de l'Institut des Comptes nationaux et du Bureau fédéral du Plan.

Graphique 3.22 - Industrie manufacturière et services aux entreprises: prévision de l'emploi au cours des trois prochains mois - Moyennes centrées réduites



Source : BNB - Calculs : IWEPS

Graphique 3.23 - Durée moyenne du travail salarié en pour cent d'un temps plein, selon la région de résidence



Sources : ONSS brochure verte - Calculs : IWEPS

faisant davantage que précédemment via la durée du travail, à l'instar de ce que l'on observe déjà en fin d'année 2017 en Flandre et à Bruxelles (cf. graphique 3.23).

Notons toutefois que le relèvement du temps de travail moyen demeurerait somme toute limité à l'avenir en raison de la poursuite des modifications structurelles en cours sur le marché du travail wallon, à l'instar de ce qui est observé plus globalement en Belgique et à l'échelle européenne (davantage de

services, participation accrue de travailleurs âgés...)²³.

Selon notre scénario, la croissance annuelle moyenne de l'emploi s'établirait à +1,2% en 2018. En nombre de travailleurs, cela représente une augmentation de 15 000 unités tant en moyenne annuelle qu'endéans l'année.

²³ Voir ECB Economic Bulletin, Issue 6 / 2016



Wallonie



Iweps

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. Autorité statistique de la Région wallonne, il fait partie, à ce titre, de l'Institut Interfédéral de Statistique (IIS) et de l'Institut des Comptes Nationaux (ICN). 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 des indicateurs statistiques aux études en 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.

Plus d'infos : <https://www.iweps.be>



2018