

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



TENDANCES ÉCONOMIQUES

N° 55

Analyse 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

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

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

Création graphique : **Déligraph**

Mise en page : **Snel Grafics SA, Vottem**
www.snel.be

Dépôt Légal : D/2018/10158/7

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

Tél : 32 (0)81 46 84 11

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 2018-2019

13 | CONTEXTES INTERNATIONAL ET NATIONAL

2.1. Le contexte international.....	14
2.1.1. La croissance mondiale	14
2.1.2. La situation conjoncturelle des Etat-Unis	19
et de la Zone euro	
2.1.3. Matières premières.....	26
2.1.4. Politique monétaire, évolution des taux longs	28
et marché des changes	
2.2. La situation conjoncturelle en Belgique.....	35

39 | TENDANCES ÉCONOMIQUES EN WALLONIE

3.1. Le commerce extérieur	40
3.2. La demande intérieure.....	46
3.2.1. Les ménages	46
3.2.2. Les entreprises.....	57
3.2.3. Le secteur public.....	63
3.3. L'évolution de l'emploi.....	64



CHAPITRE 1

PERSPECTIVES MACRO-
ÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE
POUR LA PÉRIODE 2018-2019

1 PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE POUR LA PÉRIODE 2018-2019

Impact limité du ralentissement du commerce international sur l'économie mondiale

Après avoir affiché une croissance très solide tout au long de l'année 2017, le commerce international enregistre un ralentissement progressif depuis le début de 2018, sur fond de remise en cause de l'organisation multilatérale des échanges globaux, d'intensification du différend commercial entre la Chine et les États-Unis et de turbulences financières qui agitent les économies émergentes, confrontées à la volatilité des marchés des capitaux en dollar. Dans ce contexte, la situation conjoncturelle mondiale apparaît à présent moins dynamique qu'il y a six mois. Les principaux indicateurs se sont en effet repliés au cours des derniers mois par rapport à leurs sommets historiques atteints en début d'année 2018. Néanmoins, le niveau de ces indicateurs reste globalement très élevé et les perspectives d'évolution de l'activité économique mondiale demeurent actuellement favorables. Tout porte à croire que l'économie mondiale s'est installée durablement sur la voie d'une croissance solide, même si les rythmes d'évolution seront à l'avenir vraisemblablement plus modérés que ceux observés en cours d'année 2017. Selon le FMI, la croissance annuelle moyenne de l'économie mondiale devrait se stabiliser à +3,7% aussi bien en 2018 qu'en 2019. Même si le FMI a révisé à la baisse ses perspectives de croissance pour chacune de ces deux années de 0,2 point de pourcentage par rapport aux prévisions établies au printemps dernier, ce rythme de progression constitue une très bonne performance dans le cadre du nouveau régime de croissance dans lequel est entrée l'économie mondiale au lendemain de la crise de 2009.

La reprise mondiale paraît toutefois moins synchronisée que précédemment...

La stabilisation de la croissance à l'échelle mondiale à un haut niveau masque cependant une disparité des situations parmi les principales zones économiques. En effet, la croissance s'est sensiblement renforcée ces derniers mois aux États-Unis, sous l'impulsion notamment de la politique budgétaire expansionniste de l'administration Trump et de l'état de santé remarquable du marché du travail qui stimule les dépenses des ménages. Le taux de chômage américain a ainsi atteint un niveau de 3,7% en septembre, ce qui n'avait jamais été observé en 50 ans. Dans ce contexte, le dynamisme de la demande intérieure porte véritablement la croissance de l'économie américaine, qui devrait s'approcher de +3% en 2018 (après +2,2% en 2017). Même si les effets bénéfiques du soutien budgétaire devaient progressivement s'estomper à l'avenir, la croissance demeurerait relativement robuste en 2019, s'établissant à +2,5%, soit largement au-delà du potentiel de croissance. La dynamique exceptionnelle de la demande intérieure américaine est de bon augure pour le développement futur du commerce international, dans la mesure où les contraintes d'offre qui semblent apparaître aux États-Unis entraîneront un recours de plus en plus massif des agents économiques aux importations internationales. À l'instar de ce qui est observé au niveau mondial, la croissance des économies émergentes devrait se stabiliser à un niveau élevé en 2018 et 2019. La poursuite du ralentissement de l'économie chinoise et les faiblesses constatées dans les économies les plus exposées aux évolutions de la politique monétaire américaine

(telles que la Turquie ou l'Argentine) sont en effet contrebalancées par un regain de dynamisme en Inde et une poursuite de l'amélioration de la situation des économies émergentes exportatrices de pétrole, à mesure que les prix remontent sur les marchés internationaux. En revanche, la croissance économique en Zone euro a ralenti depuis le début de l'année 2018, marquant sensiblement le pas par rapport aux rythmes de croissance très solides observés tout au long de l'année 2017. Le tassement de la croissance européenne est principalement imputable à la contribution beaucoup plus faible du commerce extérieur, en lien avec le ralentissement du commerce international en première partie d'année. Mais la demande intérieure a également été moins dynamique que précédemment, sur fond notamment de tassement de la confiance des ménages et des entreprises. Toutefois, les fondamentaux économiques des dépenses privées demeurent très sains et la demande intérieure devrait continuer à soutenir l'activité économique à l'avenir, prenant le relais de la demande extérieure dont les perspectives paraissent à présent plus modérées. En particulier, les dépenses des ménages seraient à nouveau soutenues sur l'horizon de projection en raison de la poursuite de l'amélioration du marché du travail, de la faiblesse des pressions inflationnistes et des conditions du crédit bancaire demeurant très favorables. De leur côté, les investissements des entreprises continueraient à profiter encore à l'avenir des excellentes conditions de financement et des perspectives de débouché toujours relativement favorables. Néanmoins, les rythmes de progression des investissements ralentiraient dans un contexte de normalisation de la croissance de l'activité et de remontée de l'incertitude visible depuis plusieurs mois. Après avoir affiché en 2017 sa meilleure performance sur la période d'après-crise, affichant +2,4%, la croissance économique en Zone euro se tasserait selon notre scénario à +2,0% en 2018 et +1,9% en 2019.

Une évolution en demi-teinte de l'économie wallonne en première partie d'année 2018

Sur l'ensemble de l'année 2017, notre estimation du PIB positionnerait la croissance wallonne légèrement sous celle enregistrée en Belgique, avec une progression de +1,6% (contre +1,7% en Belgique). Malgré un premier et un dernier trimestre de croissance très dynamique, le tassement de la croissance en milieu d'année semble en effet avoir été plus prononcé en Wallonie, notamment en raison d'une performance du secteur industriel légèrement défavorable à la Wallonie.

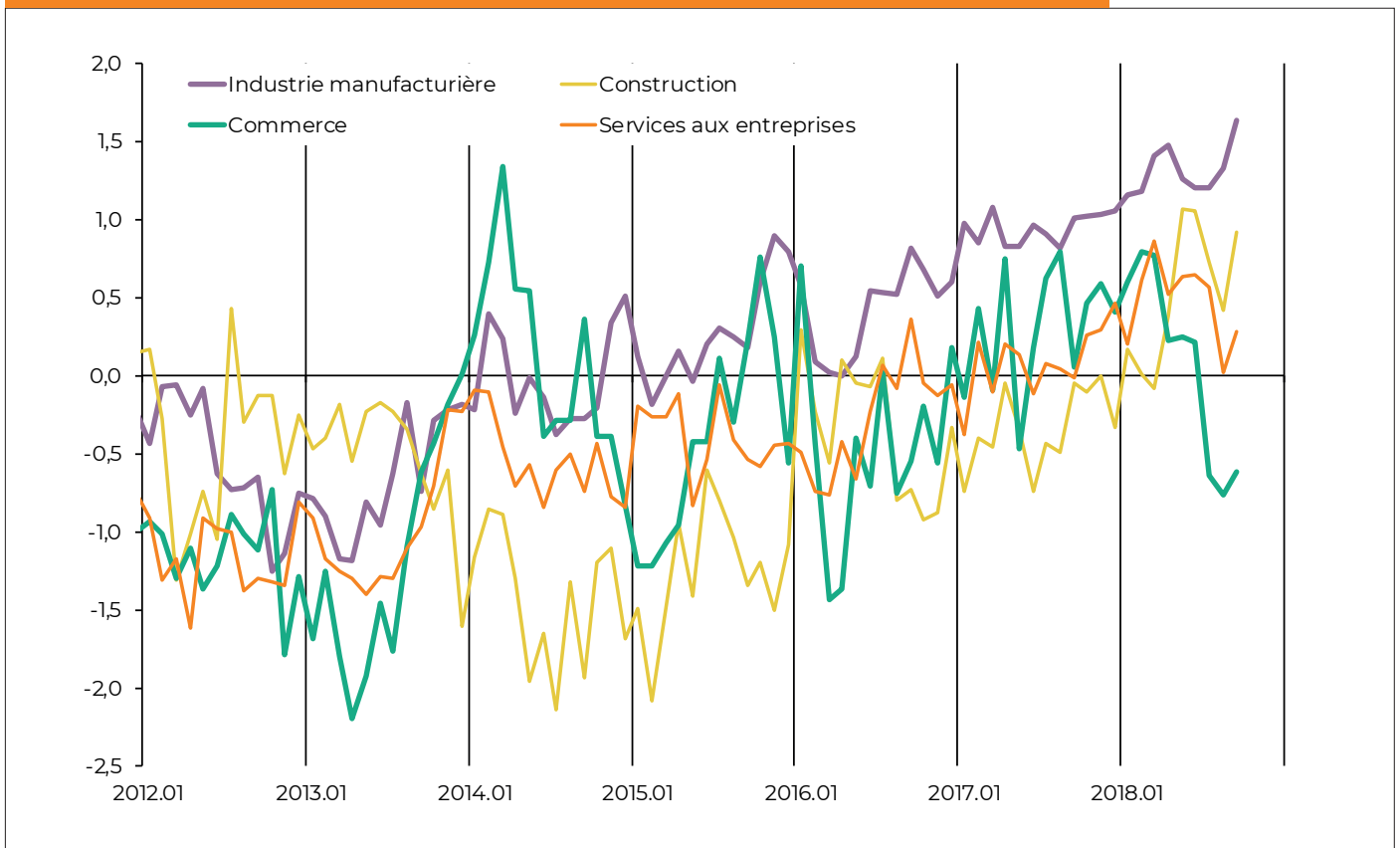
En 2018, les indices de la production industrielle et les données de chiffres d'affaires selon la TVA montrent qu'après un premier trimestre plutôt morose, un net redressement de l'activité économique a été enregistré au deuxième trimestre en Wallonie.

Au premier semestre de cette année, l'économie wallonne aurait bénéficié d'une contribution très positive du commerce extérieur, liée en partie à des opérations exceptionnelles enregistrées dans le secteur pharmaceutique, dont les évolutions sont peu dépendantes des conditions économiques générales. Mais les exportations d'une série de produits plus cycliques se sont également bien comportées, ne semblant pas être affectées jusqu'à présent par le ralentissement du commerce international qui concerne, il est vrai, relativement peu les échanges commerciaux intra-européens dont dépendent fortement les exportateurs wallons. Les investissements des entreprises ont continué de profiter du climat conjoncturel redevenu globalement très favorable, en particulier dans l'industrie (graphique 1.1), de la rentabilité élevée des entreprises et des très bonnes conditions de financement externe. Par contre, la consommation des ménages a de nouveau été décevante en dépit de fondamentaux très solides. La consommation privée connaît en effet une croissance très

limitée depuis la fin 2017, malgré le dynamisme du marché de l'emploi, le nouveau volet du virage fiscal entré en vigueur au début de 2018, la faible inflation et le climat de confiance qui ne s'est que légèrement dégradé par rapport à la situation exceptionnelle observée en fin d'année dernière. Le repli assez franc de la confiance constaté auprès des commerçants au cours des mois récents (graphique 1.1) témoigne bien du manque de vigueur des dépenses des ménages en première partie d'année. Sans doute faut-il y voir en partie le contrecoup de dépenses exceptionnelles opérées lors

de la période 2015-2016, lorsque le décollage de l'emploi et l'amélioration initiale du climat de confiance avaient donné un coup de fouet spectaculaire à certains types de dépenses (achats de voitures notamment). Mais on constate aussi que la dynamique des dépenses des consommateurs est demeurée en retrait de celle des revenus au cours des derniers trimestres, ce qui traduit vraisemblablement en partie la volonté des ménages de reconstituer leur épargne, longtemps mise sous pression au lendemain de la crise de 2009.

Graphique 1.1 - Évolution des indicateurs de confiance dans les principaux secteurs économiques en Wallonie



Source : BNB - Calculs : IWEPS

La consommation des ménages : véritable moteur de la croissance wallonne ?

La demande intérieure devrait constituer le principal moteur de la croissance économique en Wallonie sur l'horizon de projection.

En particulier, nous anticipons que la consommation des ménages se redresserait sensiblement au cours des trimestres à venir. En effet, la croissance du revenu disponible s'intensifierait, permettant à la consommation de s'accélérer tout en laissant la possibilité aux ménages de reconstituer à nouveau en partie leur épargne. D'une part, le revenu serait soutenu par une croissance toujours solide de l'emploi, bien qu'en léger ralentissement par rapport aux performances exceptionnelles observées sur le passé récent. En effet, nous considérons qu'au cours des trimestres à venir, le temps de travail moyen par personne poursuivra son redressement progressif entamé au cours des trimestres récents, si bien que l'ajustement du volume de travail à l'augmentation de l'activité s'effectuerait moins que par le passé au profit d'une augmentation des effectifs. La croissance annuelle moyenne de l'emploi s'établirait dès lors à +1,1% en 2018 et +0,9% en 2019 (contre +1,4% en 2017). D'autre part, le revenu disponible profiterait enfin à présent d'un raffermissement plus significatif du salaire moyen. Le rebond en cours du temps de travail moyen s'effectue dans un contexte où des pénuries semblent apparaître pour certains profils spécifiques, une évolution qui pourrait également s'accompagner d'une augmentation du salaire par tête plus vive que par le passé dans l'optique d'une volonté de fidéliser leurs effectifs de la part des employeurs. Enfin, rappelons qu'après un temps d'arrêt en 2017 dans le processus de réforme fiscale liée au *Tax Shift* fédéral, une nouvelle phase de réduction de l'impôt des personnes physiques est entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2018 et une phase ultime entrera encore en vigueur au 1^{er} janvier 2019. Par conséquent, le revenu disponible

en termes nominaux devrait s'accélérer par rapport à 2017, atteignant une croissance de l'ordre de +3,6% par an sur la période 2018-2019 (contre 3,4% en 2017). En outre, le léger recul de l'inflation au cours de ces deux années contribuera au redressement sensible du pouvoir d'achat des ménages, qui afficherait une croissance de +1,7% tant en 2018 qu'en 2019 (contre +1,3% en 2017). Dans le contexte actuel toujours empreint d'optimisme dans le chef des consommateurs et d'amélioration continue du marché du travail, nous escomptons qu'au cours des trimestres à venir les dépenses des ménages retrouveront une évolution plus en phase avec celle de leur revenu. En raison de l'atonie observée en première partie d'année, la croissance de la consommation ne serait que de +0,9% en 2018, alors qu'elle se renforcerait sensiblement en 2019, pour atteindre +1,5%. Selon ce scénario, le taux d'épargne des ménages wallons se redresserait sensiblement en 2018 et beaucoup plus modestement en 2019. Avec un niveau de l'ordre de 8% du revenu disponible en 2019, le taux d'épargne demeurerait néanmoins nettement en deçà des niveaux observés avant la crise de 2009.

En outre, les fondamentaux des investissements des entreprises demeurent bien orientés, laissant augurer d'une poursuite de leur expansion à l'avenir. En effet, les taux d'intérêt sont faibles, l'accès au crédit relativement aisé, la rentabilité des entreprises domestiques très bonne et la croissance attendue de l'activité demeure largement positive. Toutefois, il semble que les pressions sur les capacités de production installées se soient détendues dans l'industrie wallonne depuis le début de l'année. Ceci pourrait limiter les rythmes de progression des investissements des firmes à l'avenir, dans un contexte où les perspectives de la demande dans le secteur se sont montrées plus hésitantes au cours des derniers mois. Selon notre scénario, la croissance des investissements se tasserait à +2,8% en 2019, contre +2,9% en 2018.

Alors que les dépenses publiques devraient à nouveau afficher une croissance très limitée au cours des prochains trimestres,

les investissements apporteront une contribution significative à la croissance du PIB en 2018 et dans une moindre mesure en 2019. Ainsi, l'évolution de la consommation publique demeurerait relativement contenue à l'avenir, affichant une croissance annuelle à peine supérieure à 1% au cours des années 2018 et 2019, ce qui traduit l'effet des programmes de rigueur approuvés par les différents gouvernements et le non-remplacement d'une part importante des agents de la fonction publique partant à la retraite. D'un autre côté, comme c'est traditionnellement le cas lors de la dernière année des législatures communale et provinciale, les investissements publics seraient dynamiques sur l'ensemble de l'année 2018, affichant une croissance moyenne de +4,6%, pour se tasser ensuite à +2,1% en 2019, en raison du caractère partiellement ponctuel du rebond constaté l'année précédente.

D'un autre côté, les exportations wallonnes devraient toujours s'inscrire en croissance, mais la contribution du commerce extérieur à la croissance se tarirait progressivement à l'avenir. Les carnets de commandes dans l'industrie wallonne paraissent encore bien garnis, si bien que nous anticipons une poursuite de la croissance des débouchés extérieurs à court terme. Au-delà de cet horizon, le rythme de croissance des exportations wallonnes devrait ralentir, dans un contexte international moins porteur que précédemment. En particulier, la normalisation attendue de la croissance des investissements en Zone euro devrait modérer les exportations des entreprises wallonnes largement intégrées dans des chaînes de valeurs européennes. La croissance moyenne des exportations wallonnes passerait ainsi de +4,7% en 2018 à +4,1% en 2019, ce qui serait notamment parfaitement en ligne avec la croissance attendue des marchés potentiels de la région pour l'année prochaine. En outre, en raison du raffermissement de la demande de biens importés attendu (la croissance passant de +4,0% en 2018 à +4,4% en 2018), la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB wallon deviendrait légèrement négative en 2019 (-0,1 point de

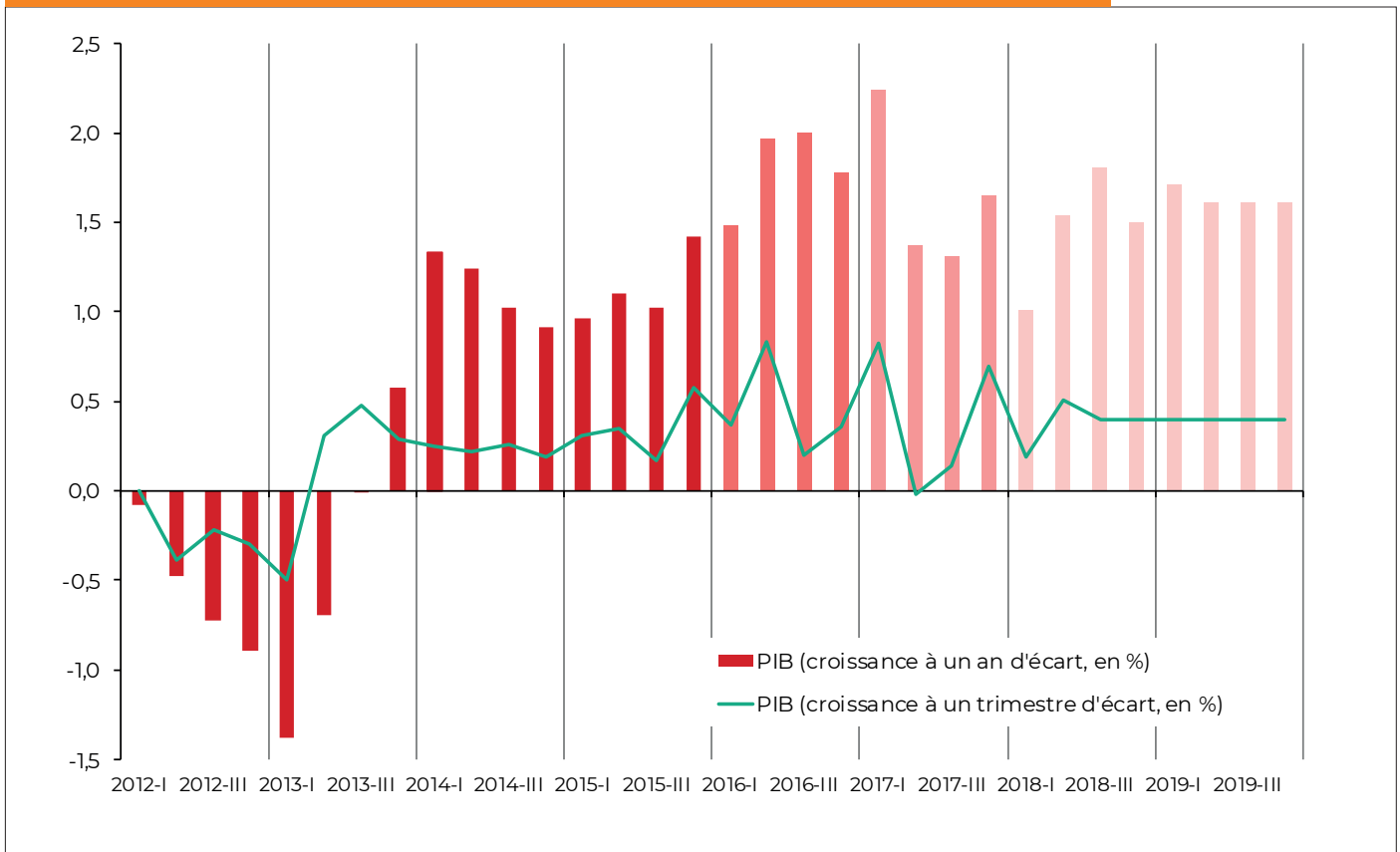
pourcentage), après avoir été très positive en 2018 (+0,5 point de croissance sur l'ensemble de l'année).

En résumé, après une croissance de +1,6% en 2017, l'activité économique wallonne progresserait de +1,5% en 2018 et de +1,6% en 2019, un profil similaire à celui attendu pour la Belgique. Par conséquent, nos projections tablent à présent sur une disparition du différentiel de croissance défavorable à la Wallonie qui avait été constaté globalement au lendemain de la crise de 2009.

Des risques politico-économiques particulièrement élevés

Un certain nombre d'éléments font planer un risque plus aigu qu'à l'accoutumé autour de notre scénario central. En particulier, l'environnement international est actuellement marqué par un très haut niveau d'incertitude, dont les ressorts sont essentiellement politiques. Cette incertitude naît d'abord des velléités protectionnistes, en particulier de l'administration américaine. L'engrenage de guerre commerciale que pourrait déclencher le différend entre les Etats-Unis et la Chine, est particulièrement préoccupant en raison de ses effets non seulement sur les échanges internationaux, mais plus largement sur la confiance et les investissements, ou encore sur l'inflation et la politique monétaire. En outre, les négociations en cours autour du *Brexit* semblent s'enliser. Un échec de ces négociations pourrait constituer un choc majeur sur la confiance des agents économiques, en particulier au sein des pays, dont la Belgique, qui entretiennent des liens commerciaux étroits avec l'économie britannique. Enfin, l'arrivée au pouvoir de coalitions anti-européennes, à l'instar de l'Italie, pourrait conduire à des tensions institutionnelles mettant en péril le scénario de croissance retenu pour la Zone euro.

Graphique 1.2 - Évolution du PIB en Wallonie



Source : ICN - Calculs : IWEPS

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

Au rayon économique, une envolée brusque du prix du baril de pétrole pourrait accroître les pressions inflationnistes, limitant les perspectives d'évolution de la demande intérieure au sein des principales économies avancées, en particulier les dépenses de consommation des ménages. En outre, dans un tel cas de figure, les banques centrales pourraient opérer une remontée plus rapide des taux d'intérêt que ce qui est anticipé actuellement, en particulier aux Etats-Unis où une envolée des salaires à brève échéance n'est pas à exclure au vu de l'état de santé exceptionnel du marché du travail. Par conséquent, certaines

économies émergentes fortement dépendantes des financements extérieurs pourraient être soumises à de nouvelles turbulences financières, à l'image des remous récents qui ont touché l'Argentine ou encore la Turquie.

Enfin, notre scénario de croissance économique pour la Wallonie est tributaire du comportement futur des ménages wallons. Or, le raffermissement anticipé de la consommation privée pourrait être plus modeste que prévu, notamment si une accélération plus franche des taux d'intérêt devait rendre l'épargne plus attractive.

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

	2018			2019		
	Zone euro	Belgique	Wallonie	Zone euro	Belgique	Wallonie
Dépenses de consommation finale privée	1,5	0,9	0,9	1,6	1,6	1,5
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0	1,0
Formation brute de capital fixe	4,1	3,1	2,5	3,5	2,6	2,4
des entreprises, indépendants et ISBL	-	2,9	2,9	-	3,4	2,8
des ménages	-	1,0	0,4	-	1,3	1,2
des administrations publiques	-	9,5	4,6	-	0,2	2,1
Variation des stocks ¹	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,1
Exportations nettes de biens et services ¹	0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,1
Exportations	3,8	3,3	4,7	4,1	3,7	4,1
Importations	4,0	2,7	4,0	4,5	3,9	4,4
Produit intérieur brut aux prix du marché²	2,0	1,5	1,5	1,9	1,6	1,6
Emploi	1,2	1,3	1,1	0,7	1,0	0,9

Source : FMI, Perspectives de l'Economie Mondiale (Octobre 2018), 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 17 octobre 2018

CHAPITRE 2

CONTEXTES INTERNATIONAL
ET NATIONAL

2.1

CONTEXTE

INTERNATIONAL

2.1.1 Croissance mondiale

Selon les dernières prévisions du Fonds monétaire international (FMI), en 2018, la croissance mondiale poursuit son expansion à un rythme élevé, mais toujours sous la barre des 4,0%. Cette tendance confirme ainsi la reprise entamée depuis deux ans. Cependant, la synchronisation des différentes zones économiques qui était encore observée au printemps dernier disparaît. Pour 2019, les prévisions du FMI anticipent maintenant un fléchissement de la croissance de la Zone euro et des États-Unis, alors que les pays en développement voient leur activité se maintenir dans un contexte d'augmentation des risques.

Au début de l'année, en Europe, la croissance très élevée observée jusque-là est revenue à un rythme moindre, quoique toujours supérieur à son potentiel. L'économie de la Zone euro a en effet enregistré un tassement de sa croissance au premier trimestre qui s'est prolongé au deuxième. Que s'est-il passé? Dans la Zone euro, l'incertitude liée au *Brexit* et aux décisions américaines de relever les droits de douane n'est évidemment pas étrangère à la perte de confiance des agents économiques, entreprises ou ménages. Même aux États-Unis, la hausse attendue de l'inflation, le chômage ayant atteint un niveau plancher, devrait pousser à un relèvement des taux d'intérêt et donc, à terme, freiner la croissance en 2019.

Pour l'ensemble de l'économie mondiale, les dernières prévisions du FMI d'octobre tablent maintenant sur une croissance mondiale de +3,7% cette année et l'année prochaine, en recul par rapport à ses prévisions du printemps dernier, mais qui reste cependant une croissance identique à celle de 2017. Le FMI maintient donc un niveau élevé de croissance mondiale, si on retient les niveaux observés après 2012.

Tout se passe comme si le léger ralentissement des grandes puissances économiques attendu en 2019 affectait peu l'économie mondiale, de plus en plus déterminée par l'activité des pays émergents ou en développement, dont la croissance est attendue en 2018 et 2019 autour de +4,7%, comme en 2017. La Chine, qui représente maintenant 18,2% de l'économie mondiale, soit bien plus que la Zone euro et même que les États-Unis, continuerait à enregistrer une croissance proche de +6,6% cette année et en légère diminution l'année prochaine (+6,2%), si le gouvernement chinois parvient à atteindre ses objectifs. L'Inde et la Russie devraient voir, quant à elles, une accélération de leur croissance en 2019. Et l'Amérique latine devrait retrouver progressivement le chemin de la reprise l'année prochaine, après quatre années de difficultés.

Le dynamisme toujours attendu des économies émergentes permet d'envisager un maintien de leur soutien à la croissance mondiale, à condition que les écueils des mesures protectionnistes soient évités. L'administration Trump vient de décider la mise en place de taxes à l'importation sur un montant de 200 milliards de dollars de biens chinois supplémentaires. L'impact de ces mesures à venir se voit déjà en août par une baisse des investissements chinois dans les infrastructures et des révisions à la baisse des prévisions de croissance du FMI pour 2019. Pourtant, l'économie chinoise opère sa transformation souhaitée par le gouvernement. Sa volonté est de ramener la croissance à moyen terme autour de +6,5%, en poussant la consommation privée et en réduisant les postes des investissements, afin d'éviter l'éclatement d'une bulle spéculative, surtout dans l'immobilier. Les baisses d'impôts, tant pour les ménages que pour les entreprises, qui viennent d'être décidées, s'inscrivent dans cette perspective. Ce rééquilibrage de la structure de la croissance chinoise devrait augmenter

les importations de biens, qui bénéficieraient au total à la demande mondiale et réduiraient les surplus commerciaux de la Chine. Les exportations nettes devraient de plus être touchées par le fléchissement des exportations suite aux mesures américaines. La croissance du premier semestre est cependant restée supérieure aux prévisions du gouvernement, qui table toujours sur une croissance autour de +6,5% en 2018.

Le passage d'un scénario d'accélération de la croissance mondiale présent au printemps dernier vers un scénario de maintien de la croissance actuelle apparaît dans nos révisions des prévisions des différentes zones économiques. Presque toutes les prévisions de croissance pour le monde et les économies avancées sont à la baisse entre le printemps dernier et cet automne, sauf celles des États-Unis. Un ralentissement de l'économie américaine, moins important qu'attendu il y a six mois, compense partiellement les diminutions des croissances prévues dans la Zone euro et au Japon. Pour les économies émergentes dans leur ensemble, les révisions traduisent bien ce changement de tendance. Un scénario de poursuite de la croissance prévalait encore ce printemps : une accélération de 0,2 point entre 2017 et 2019. Cependant, les crises politico-économiques apparues en Amérique latine, la montée des tensions au Moyen-Orient liées à l'Iran et le déclenchement d'une guerre commerciale par les États-Unis ont poussé les prévisions mondiales à la baisse cet automne. Quant aux risques, ils ont fortement augmenté au cours des six derniers mois. L'appréciation du dollar depuis le printemps dernier et la hausse des taux aux États-Unis, jumelées avec les tensions commerciales et géopolitiques notamment avec l'Iran, rendent plus hasardeux l'établissement d'un scénario de conjoncture.

Depuis plusieurs mois, l'indicateur avancé de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), qui anticipe les retournements conjoncturels à un horizon de six mois, s'est orienté à la baisse. L'évolution de l'indicateur est concomitante au Japon et dans la Zone euro. Mais, par contre, aux États-Unis, l'indicateur s'est

stabilisé depuis le début de l'année. Quant à ceux de l'Inde et de la Chine, ils enregistrent même une progression. Cependant, en Chine, l'indicateur des directeurs d'achats pour l'industrie manufacturière se tasse sur les dernières données, laissant envisager tout au plus une stabilisation à un haut niveau de croissance. Le scénario d'un ralentissement attendu en 2018 et 2019 est donc confirmé dans la Zone euro, alors que l'économie américaine ne cesse d'étonner par son dynamisme. Quant aux économies émergentes, elles voient en moyenne leurs perspectives se maintenir, même si la détérioration des économies turque, argentine et brésilienne a récemment montré la fragilité des scénarios optimistes.

D'autres indicateurs avancés sont en recul pour les économies avancées. Les indicateurs issus des enquêtes auprès des directeurs d'achats, Markit pour la Zone euro, se tassent depuis plusieurs mois, bien que ceux-ci restent largement en zone d'expansion économique. Par contre, ce même indicateur aux États-Unis (ISM), tant dans le secteur manufacturier que non-manufacturier, stagne à des niveaux toujours très élevés (respectivement 59,8 points et 61,6 points).

En Europe, si l'activité peut ralentir temporairement au cours des prochains trimestres, notre scénario n'envisage qu'un tassement faible de la croissance par rapport au trimestre précédent. Mais les risques d'un scénario plus pessimiste sont importants, notamment dus aux politiques économiques menées aux États-Unis, en dressant des barrières au commerce mondial ou en attisant les tensions vis-à-vis de l'Iran. Des éléments positifs dans l'économie européenne perdurent néanmoins : les créations d'emploi et la modération de l'inflation malgré la montée des prix du pétrole. La Banque centrale européenne (BCE) devrait maintenir sa politique accommodante. Les taux d'intérêt restent très attractifs en Europe. Les marchés des pays émergents restent encore dynamiques. Ces facteurs pourraient soutenir l'économie européenne, une fois stabilisée la confiance des entreprises et des ménages qui s'est quelque peu détériorée ces derniers mois.

L'année 2018 pourrait encore dès lors se solder par une croissance de +2,4% pour l'ensemble des économies avancées ; plus importante aux États-Unis (+2,9%) qu'en Zone euro (+2,0%). L'année prochaine verrait cette croissance ralentir légèrement d'un dixième de point de pourcentage en Europe (+1,9% en Zone euro) et de quatre dixièmes de point outre-Atlantique (+2,5% aux USA).

Les hypothèses du scénario retenu restent conditionnées par la non-réalisation des menaces de plus en plus prégnantes dans le contexte économique et politique présent :

- La politique économique des États-Unis du président Trump « *America first* » trouble les règles du jeu du commerce mondial qui étaient bien rodées et prévisibles. Un *tweet* peut secouer les marchés et provoquer une crise dans un pays, comme cela a été le cas au mois d'août avec les menaces sur les droits douaniers de l'aluminium et de l'acier turcs. Une économie fragile comme celle de la Turquie, fortement dépendante de ses importations et du financement extérieur et déjà touchée par la montée des taux américains, s'est retrouvée dans la tourmente. D'autres pays émergents, présentant également des déséquilibres,

pourraient suivre, entraînant des défauts de paiements et une contagion à l'ensemble de l'économie mondiale.

- Une poursuite de l'envolée des prix du baril de pétrole et des matières premières pourrait pousser fortement l'inflation, la faible hausse des prix dans les pays industriels restant un élément actuel favorable à un scénario d'un simple ralentissement attendu de la croissance. Les prix du baril ont été soutenus notamment par la dénonciation par la Maison-Blanche de l'accord entre l'Iran et les États-Unis, mais aussi par des problèmes de production dans un certain nombre de pays de l'OPEP.
- Le marché du travail américain reste très tendu, le taux de chômage atteignant des seuils record. Une envolée des salaires n'est pas à exclure. Elle induirait une remontée brusque des taux qui pourrait peser lourdement sur la croissance.
- Dans la sphère politico-économique, les risques liés aux négociations du *Brexit* persistent. De même que l'arrivée au pouvoir de certains partis anti-européens, comme en Italie, pourrait conduire à des tensions institutionnelles mettant en danger la croissance européenne.

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

	%2017 ¹	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ²	2018 ²	2019 ²
Monde	100	3,5	3,5	3,6	3,5	3,3	3,7	3,7	3,7
Économies avancées	41,3	1,2	1,4	2,1	2,3	1,7	2,3	2,4	2,1
Japon	4,3	1,5	2,0	0,4	1,4	1,0	1,7	1,1	0,9
Zone euro	11,6	-0,9	-0,2	1,4	2,1	1,9	2,4	2,0	1,9
USA	15,3	2,2	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,5
Royaume-Uni	2,3	1,4	2,0	2,9	2,3	1,8	1,7	1,4	1,5
Canada	1,4	1,7	2,5	2,9	1,0	1,4	3,0	2,1	2,0
Autres économies avancées	6,5	2,1	2,5	2,9	2,3	2,4	2,8	2,8	2,5
Pays émergents et en développement	58,7	5,3	5,1	4,7	4,3	4,4	4,7	4,7	4,7
Afrique subsaharienne	3,0	4,6	5,2	5,1	3,3	1,4	2,7	3,1	3,8
Amérique latine et Caraïbes	7,7	2,9	2,9	1,3	0,3	-0,6	1,3	1,2	2,2
Asie	32,4	7,0	6,9	6,8	6,8	6,5	6,5	6,5	6,3
Chine	18,2	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,9	6,6	6,2
Inde	7,4	5,5	6,4	7,4	8,2	7,1	6,7	7,3	7,4
Moyen-Orient et Afrique du Nord³	7,5	4,8	2,6	2,9	2,5	5,1	2,2	2,4	2,7
Europe émergente	3,6	2,5	4,9	3,9	4,7	3,3	6,0	3,8	2,0
Communauté États indépendants	4,5	3,7	2,5	1,1	-1,9	0,4	2,1	2,3	2,4
Russie	3,2	3,7	1,8	0,7	-2,5	-0,2	1,5	1,7	1,8

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2018

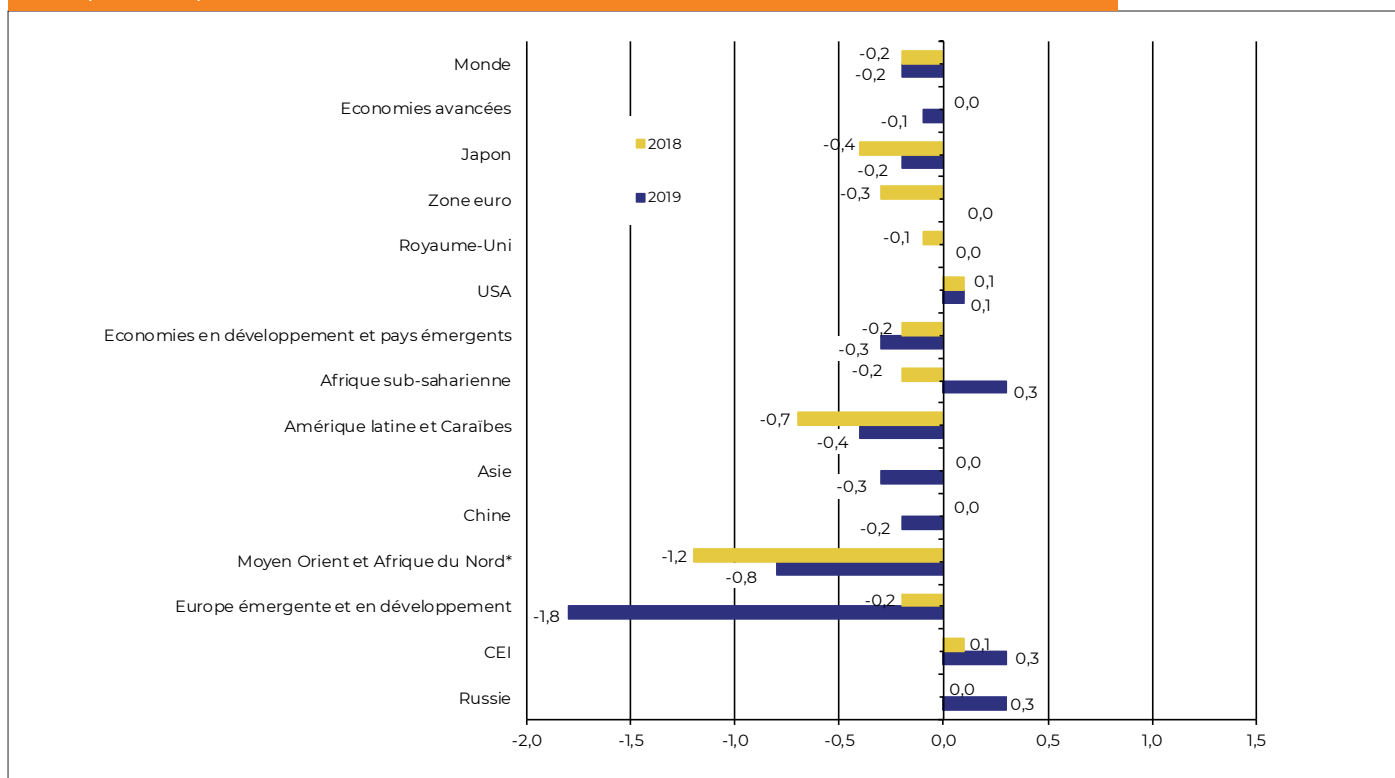
Notes :

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

2 Estimations et prévisions FMI, octobre 2018.

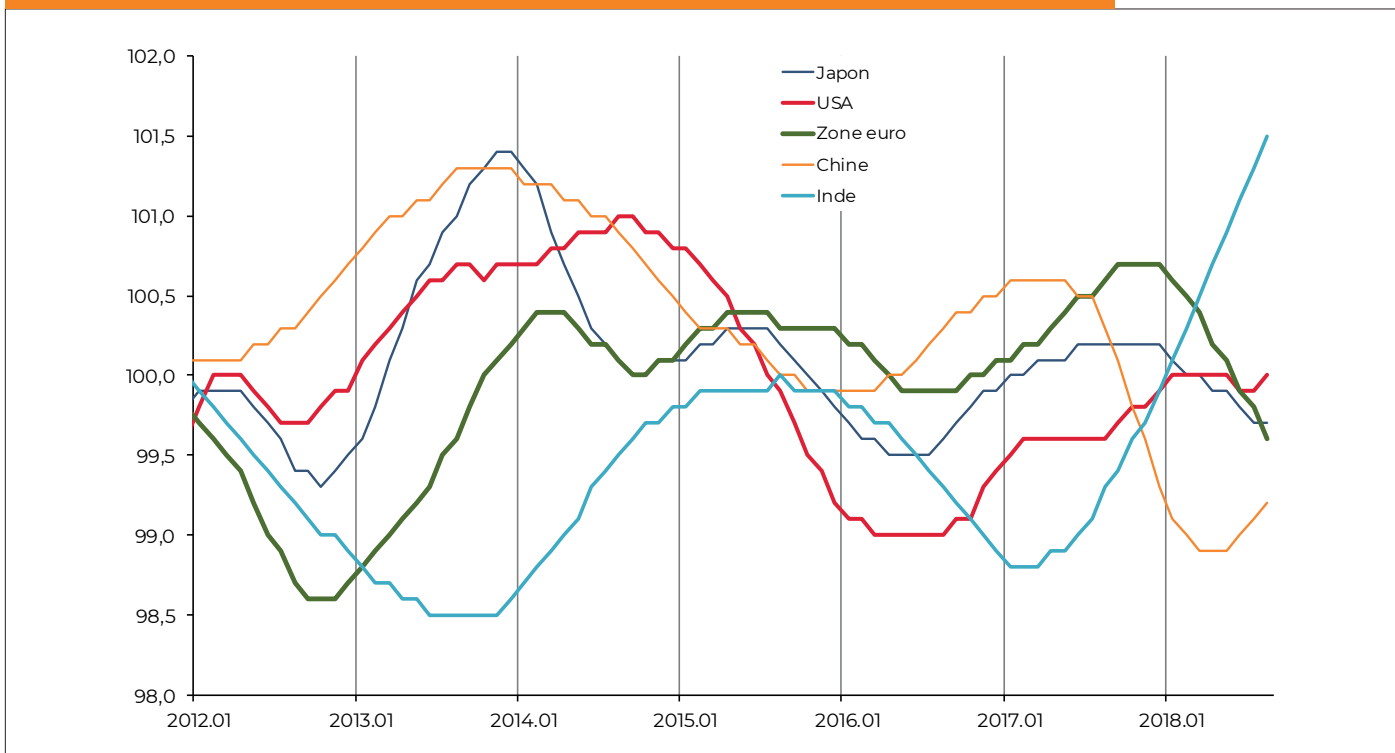
3 Y compris Pakistan et Afghanistan.

Graphique 2.1 - International - Révisions des prévisions entre l'automne 2018 et le printemps 2019



Source : FMI – Calculs : IWEPS

Graphique 2.2 - International - Évolution des indicateurs composites avancés de l'OCDE des grandes 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

Tous les comptes trimestriels à la fin de l'année dernière annonçaient encore un ralentissement de l'économie américaine. Le premier trimestre a confirmé cette tendance et s'est soldé par une croissance en retrait de +0,6% à un trimestre d'écart. Le deuxième trimestre a cependant connu un rebond important avec une croissance de +1,0% bien au-dessus des niveaux potentiels de l'économie des États-Unis. La consommation des ménages, moteur traditionnel de la croissance américaine, s'est renforcée au printemps dernier. Alors qu'elle ne contribuait que de +0,1 point à la croissance au cours du premier trimestre de cette année, son apport a atteint +0,6 point au deuxième trimestre. Les investissements non résidentiels, deuxième poste important de la demande intérieure, sont dynamiques depuis le début de l'année (+0,3 point au premier comme au deuxième trimestre), contrairement aux investissements résidentiels qui n'apportent aucune contribution significative à la croissance (-0,0 point au premier et au deuxième trimestres). Quant au commerce extérieur, son apport est également important, surtout dans sa composante exportation (+0,3 point au deuxième trimestre). Sans l'amputation de -0,3 point due à la variation des stocks, l'augmentation du PIB américain aurait été plus élevée encore au deuxième trimestre. Pour résumer en un mot : l'économie américaine se porte bien.

Posons le diagnostic sur les raisons de cette bonne santé de l'économie outre-Atlantique.

La relance budgétaire importante mise en place par le gouvernement Trump dope la demande des ménages et soutient la production. Les baisses d'impôts programmées tant pour les entreprises que les ménages, qui ont été mises en place au mois de décembre 2017, pourraient

apporter 0,7 point à la croissance américaine en 2018, comme en 2019. Des mesures pour augmenter les dépenses militaires et les dépenses en infrastructures viennent encore renforcer la politique expansionniste du gouvernement Trump. Les performances du marché du travail ne cessent d'étonner. La création nette mensuelle de 270 000 emplois a encore été enregistrée en août selon l'enquête sur les fiches de paie, même si le chiffre de septembre est plus modeste (+134 000 créations nettes). Le taux de chômage n'est plus que de 3,7% en septembre, des niveaux jamais observés en 50 ans. Rien d'étonnant dès lors que la confiance des ménages, selon l'enquête de l'Université du Michigan, se maintient à de hauts niveaux.

De même, les indicateurs précurseurs ISM anticipent une poursuite de l'activité. Ils stagnent actuellement depuis plusieurs mois, mais à des niveaux très élevés, annonçant une poursuite de la croissance dans les prochains mois. L'indice du « secteur non manufacturier » de l'ISM est même passé au-dessus de la barre des 60 points en septembre (61,6 points), alors que celui du secteur manufacturier dépassait largement encore, avec 59,8 points, la frontière marquant la réduction de l'activité fixée à 50 points. Il atteignait encore un niveau proche de celui du début d'année.

Le taux d'utilisation des capacités de production, même s'il n'a pas rejoint son niveau d'avant crise, continue de progresser depuis un an et demi. Il atteint un niveau suffisamment élevé pour pousser les entreprises à procéder à des investissements productifs, d'autant plus que la croissance de la production à un an d'écart se renforce : +4,9% en août à un an d'écart. La reprise des investissements fixes non résidentiels atteignait +2,2% au deuxième trimestre par rapport au premier.

Face à ce diagnostic positif de l'économie américaine, pourquoi retenir un scénario de ralentissement de la croissance en 2019 ? Au printemps dernier, le scénario retenu pour l'économie américaine anticipait une hausse de l'inflation notamment due à l'apparition de tension sur le marché du travail et à une hausse consécutive des taux

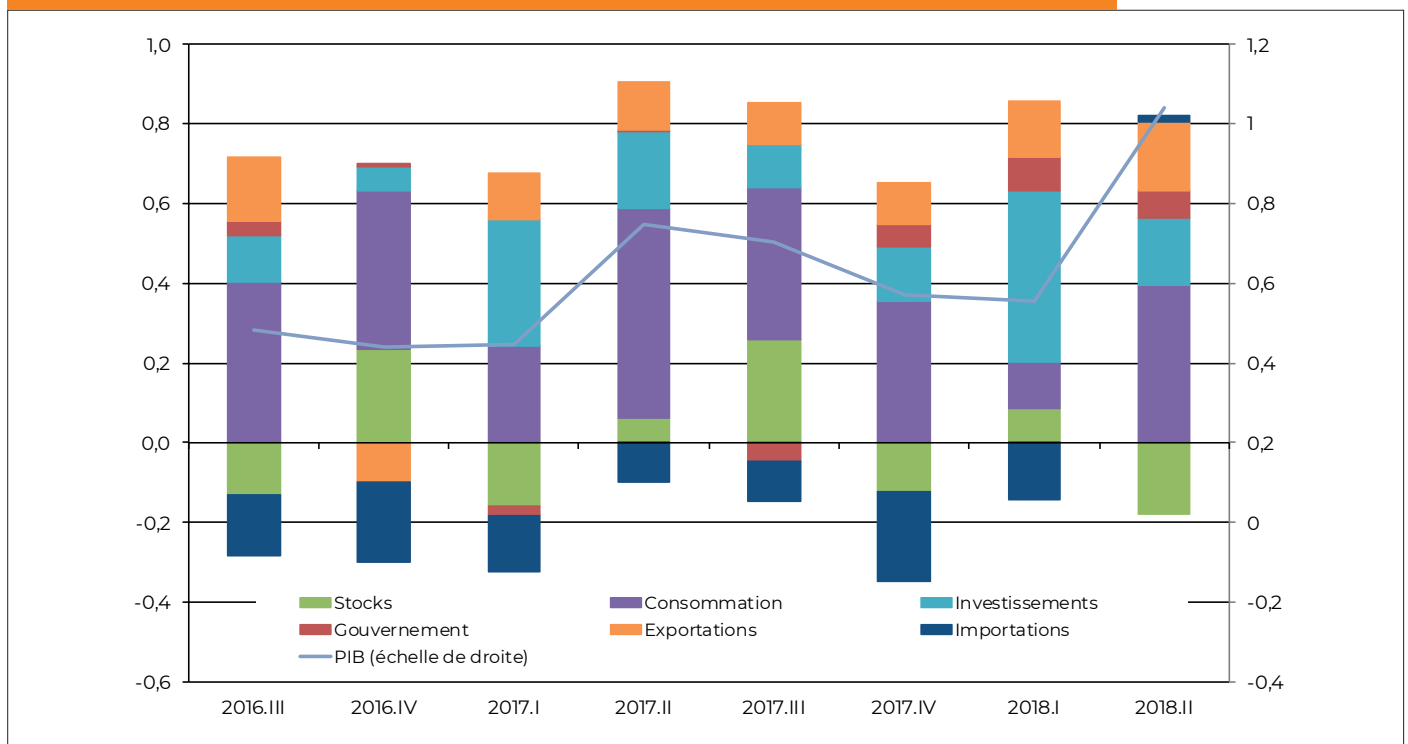
d'intérêt. Cet automne, le scénario reste le même, mais les signes d'un frein à la croissance se sont faits attendre. Le scénario de ralentissement n'a donc été que postposé. Depuis le début de l'année, l'inflation a progressé, passant de +2,1% en janvier à +2,3% en septembre. Hors alimentation et énergie, la hausse des prix est également observable (+1,8% en janvier et +2,2% en septembre). Les resserrements monétaires de la Banque de la Réserve fédérale (FED) devraient se poursuivre. Déjà, le marché immobilier est touché. Le nombre de maisons commencées est en diminution. L'investissement résidentiel devrait dès lors continuer à peser sur la croissance comme il le fait depuis le début de l'année avec une contribution légèrement négative. Quant au commerce extérieur, malgré la mise en place de barrières douanières, il devrait enregistrer à court terme une augmentation des importations, poussées par la solide demande intérieure actuelle. Les exportations américaines pourront quant à elles bénéficier du maintien du dynamisme de la demande mondiale. Le retour du pétrole de schiste sur les marchés bénéficiera également à la balance du commerce extérieur

américain qui devrait s'améliorer au cours de l'année prochaine. Il est cependant difficile d'anticiper les conséquences sur le commerce extérieur des États-Unis de la politique protectionniste mise en place par la Maison-Blanche. Une escalade n'est pas à exclure : des sanctions sur les produits américains des pays partenaires commerciaux apparaîtront en réaction à la mise en place de barrières douanières américaines.

Hors conséquence de cette guerre commerciale, ce constat de bonne santé de l'économie américaine devrait être freiné en 2019 par la montée de l'inflation. Un scénario d'un ralentissement de l'économie américaine l'année prochaine peut donc être retenu, mais avec une progression encore importante de la croissance américaine aux troisième et quatrième trimestres de cette année.

Au total, nous tablons sur une croissance de +2,9% en 2018 et seulement +2,5% en 2019, encore largement au-dessus du potentiel de croissance américain estimé entre 2018 et 2022 à +2,0% selon le Congressional Budget Office.

Graphique 2.3 - États-Unis - Contribution des composantes de la demande à l'évolution trimestrielle du PIB



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

Tableau 2.2 - Évolutions macroéconomiques récentes et perspectives entre 2012 et 2019 pour les États-Unis – Variations annuelles en pourcentage à prix constants

États-Unis	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ²	2019 ²
PIB	2,2	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,5
Consommation privée	1,5	1,5	2,9	3,7	2,7	2,5	2,8	2,4
Consommation publique	-1,5	-1,9	-0,8	1,7	1,5	-0,1	1,1	2,7
Formation brute du capital fixe	6,9	3,6	4,9	3,3	1,7	4,0	5,6	6,0
Contribution des stocks (% PIB)	0,2	0,2	-0,1	0,3	-0,5	0,0	-0,1	0,0
Exportations nettes ¹	0,0	0,2	-0,3	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,8

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2018

Notes :

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

2 Prévisions.

2.1.2.2 La Zone euro

La croissance du premier semestre dans la Zone euro a déçu les analystes avec une augmentation trimestrielle de seulement +0,4% par rapport aux trimestres précédents. Depuis le quatrième trimestre 2016, l'économie européenne n'avait cessé en effet de trimestre à trimestre d'enregistrer de fortes croissances (+0,6% ou +0,7%). Le premier trimestre est venu interrompre cette envolée et le deuxième a confirmé ce tassement de l'activité. Le commerce extérieur a amputé la croissance tant au premier qu'au deuxième trimestre de -0,2 point, pour des causes différentes : un recul des exportations au premier et une hausse des importations au deuxième. En ce qui concerne la demande intérieure, la faiblesse de la consommation des ménages a également freiné la hausse de l'activité au deuxième trimestre (contribution de +0,1 point au deuxième trimestre contre +0,3 point au premier) alors qu'inversement l'investissement reprenait (+0,3 point au deuxième trimestre contre 0,1 point au premier). Ces évolutions contradictoires reflètent les incertitudes actuelles des agents économiques face aux nouvelles en provenance tant des mesures protectionnistes mises en œuvre que des tensions politiques ou que de l'accord final sur le *Brexit*.

En Europe, la confiance des consommateurs comme des entreprises s'est essouffée face à la prolifération de mesures protectionnistes et l'incertitude de politiques liées aux récentes élections, notamment en Italie, ou au possible « désaccord » sur le *Brexit*. Dès le début de l'année, les indicateurs de confiance tant des entreprises que des ménages se sont retournés. Mais ils restent encore à de très hauts niveaux. Dans la plupart des pays, les indicateurs issus des enquêtes auprès des directeurs d'achats (Markit) s'inscrivent dans la même tendance de repli, mais se maintiennent bien au-dessus de la barre des 50 points, anticipant une activité toujours soutenue, tant pour le secteur manufacturier que pour celui des services. Dès lors, le ralentissement qui est attendu dans tous les secteurs de l'activité devrait être léger. Malgré leurs marges financières retrouvées et les taux d'intérêt qui restent pourtant attractifs, les entreprises seront donc plus hésitantes, dans une perspective de tassement de l'activité, à relancer leurs plans d'investissement pour augmenter leurs capacités de production, bien que le taux d'utilisation de ces dernières reste élevé (en léger retrait toutefois au troisième trimestre). Les investissements des ménages, soumis aux mêmes conditions hypothécaires favorables attendront également un raffermissement de leur

confiance pour s'accélérer à nouveau. Mais, dans l'ensemble, la croissance des investissements restera soutenue en 2019, après avoir déjà été très dynamique en 2018. Quant aux exportations, elles seront pénalisées par les perspectives d'activité en baisse, comme l'anticipent déjà les enquêtes sur les carnets de commandes. Le commerce extérieur devrait dès lors peu contribuer à la croissance cette année et être neutre en 2019.

Le tableau n'est cependant pas aussi noir qu'il n'y paraît : notre scénario prévoit un maintien du niveau de croissance par rapport à ceux observés durant les deux premiers trimestres, soit au-dessus du potentiel de croissance de la Zone euro. En effet, contrairement aux États-Unis, l'inflation devrait se maintenir largement en dessous du seuil des +2,0% cette année comme l'année prochaine, soutenant ainsi le revenu disponible des ménages. La hausse des prix à la consommation ne devrait atteindre que +1,7% cette année comme l'année prochaine. Le marché de l'emploi continue actuellement de s'améliorer dans la plupart des pays européens. Dès lors, notre scénario est en quelque sorte un retour à la case départ pour l'économie européenne. Le relais attendu encore au printemps entre les exportations et la demande intérieure ayant échoué, nous tablons sur une stabilisation progressive de la confiance des agents pour maintenir, fin de cette année et au cours de l'année prochaine, le niveau de croissance observé en début d'année.

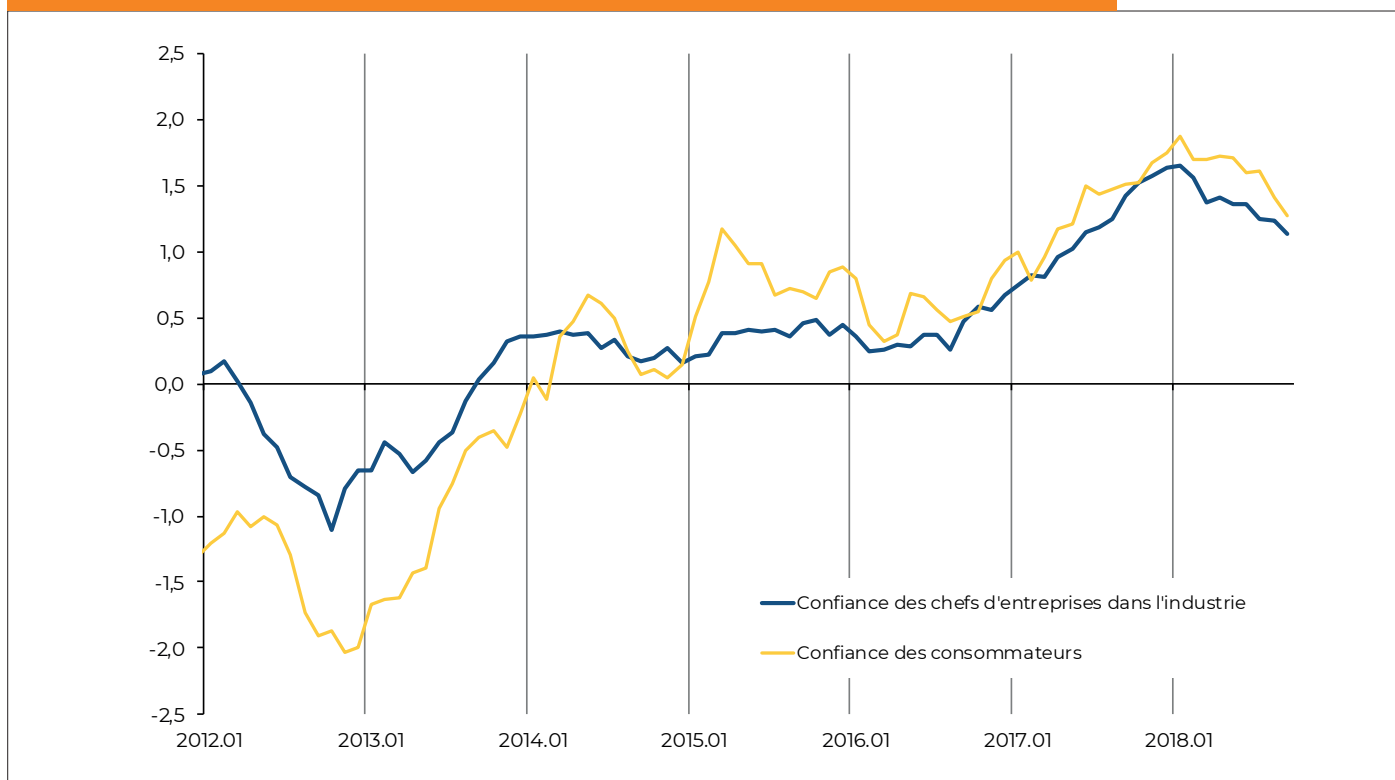
Le fléchissement des indices conjoncturels, enregistré par les enquêtes d'Eurostat, touche toutes les grandes économies européennes de manière similaire, augurant d'un léger tassement concomitant de leurs activités dans les prochains mois. Mais, le cavalier seul de l'Espagne et de l'Allemagne, qui a caractérisé la conjoncture européenne de ces dernières années, perdure, alors que l'Italie reste bonne dernière du peloton. La cause de cette contre-performance prend notamment sa source dans les incertitudes sur les politiques économiques qui seront menées par le gouvernement Conte. La convergence des grandes économies européennes anticipée encore au printemps dernier ne s'est donc pas mise en place.

L'économie allemande a surpris par son dynamisme au deuxième trimestre (+0,5% par rapport au trimestre précédent). Contrairement à ce qui était encore observé en 2017, c'est la demande intérieure qui a pris le relais des exportations avec une croissance de +0,9%. Ces dernières, moteurs traditionnels de l'économie allemande, n'ont augmenté que de +0,7% alors que les importations s'élevaient à +1,7%, tirées par une demande interne dynamique. La consommation publique et privée ainsi que les investissements devraient continuer à porter la croissance en 2018. Au total, la hausse du PIB devrait atteindre +1,9% en 2018 comme en 2019.

L'économie française a déçu au premier semestre en enregistrant une croissance de seulement +0,2% d'un trimestre à l'autre alors que cette hausse était encore de +0,7% aux deux derniers trimestres 2017. C'est la faiblesse de la consommation des ménages qui est en grande partie responsable de ces mauvais résultats. La hausse des prix est parmi les plus importantes dans la Zone euro (inflation de +2,6% en août sur un an). L'augmentation de la contribution sociale généralisée (CSG), qui est un impôt destiné à participer au financement de la protection sociale, du prix du tabac, mais également des prix pétroliers, a grignoté le pouvoir d'achat des ménages. De plus, en France, contrairement à ce qui est observé dans les autres pays européens, le chômage n'enregistre pas de baisse. Quant au commerce extérieur, comme en Allemagne, il a pesé sur la croissance au deuxième trimestre. Au total, l'année 2018 devrait se solder par une croissance de +1,6%. Ce chiffre devrait être également celui de la croissance de l'économie française en 2019. L'année prochaine devrait toutefois voir une reprise de la consommation privée et des investissements.

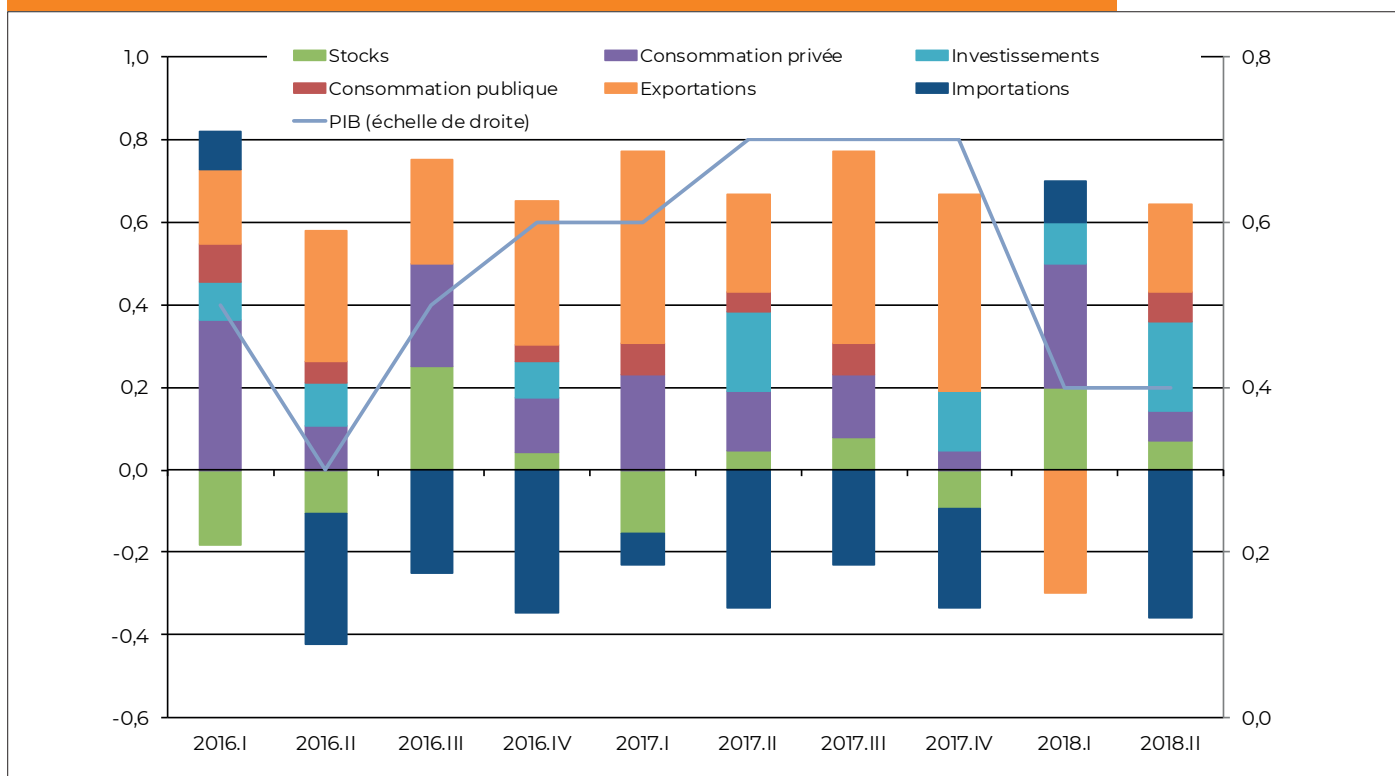
Dans ce contexte, le PIB de la Zone euro devrait progresser de +2,0% durant l'année 2018 et de +1,9% en 2019. Le fléchissement de l'activité ne sera donc que faible au cours de l'année prochaine. L'Allemagne et l'Espagne, qui ont porté la croissance européenne en 2018, tireront encore la hausse du PIB européen en 2019.

Graphique 2.4 - Zone euro - Évolution des indicateurs conjoncturels de la confiance des chefs d'entreprises et de la confiance des ménages



Source : Eurostat - Calculs : IWEPS

Graphique 2.5 - Zone euro - Contribution des composants de la demande à l'évolution trimestrielle du PIB



Source : Eurostat - Calculs : IWEPS

Tableau 2.3 - Évolutions macroéconomiques récentes et perspectives entre 2012 et 2019 pour la Zone euro, l'Allemagne et la France - Variations annuelles en pourcentage à prix constants

Zone euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ²	2019 ²
Zone euro								
PIB	-0,9	-0,2	1,4	2,1	1,9	2,4	2,0	1,9
Consommation privée	-1,2	-0,6	0,9	1,8	2,0	1,6	1,5	1,6
Consommation publique	-0,3	0,3	0,7	1,3	1,9	1,1	1,2	1,2
Formation brute du capital fixe	-3,4	-2,3	1,6	4,8	3,9	2,5	4,1	3,5
Contribution des stocks (% PIB)	-0,9	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes ¹	1,5	0,3	0,1	-0,2	-0,3	0,8	0,1	0,0
Allemagne								
PIB	0,7	0,6	2,2	1,5	2,2	2,5	1,9	1,9
Consommation privée	1,4	0,8	1,1	1,6	1,9	2,0	1,6	1,6
Consommation publique	1,1	1,3	1,6	2,9	4,0	1,6	1,4	2,0
Formation brute du capital fixe	-0,1	-1,2	3,9	1,1	3,3	3,6	3,3	3,5
Contribution des stocks (% PIB)	-1,7	0,5	-0,2	-0,3	0,3	-0,1	0,1	0,0
Exportations nettes ¹	1,4	-0,3	0,7	0,2	-0,6	0,3	0,0	-0,1
France								
PIB	0,3	0,6	1,0	1,0	1,1	2,3	1,6	1,6
Consommation privée	-0,4	0,5	0,8	1,5	2,1	1,0	0,9	1,4
Consommation publique	1,6	1,5	1,3	1,0	1,4	1,3	1,0	0,3
Formation brute du capital fixe	0,2	-0,8	0,0	1,0	2,8	4,5	2,9	3,2
Contribution des stocks (% PIB)	-0,6	0,2	0,8	0,2	-0,5	0,4	0,0	0,0
Exportations nettes ¹	0,7	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	0,1	0,2	0,0

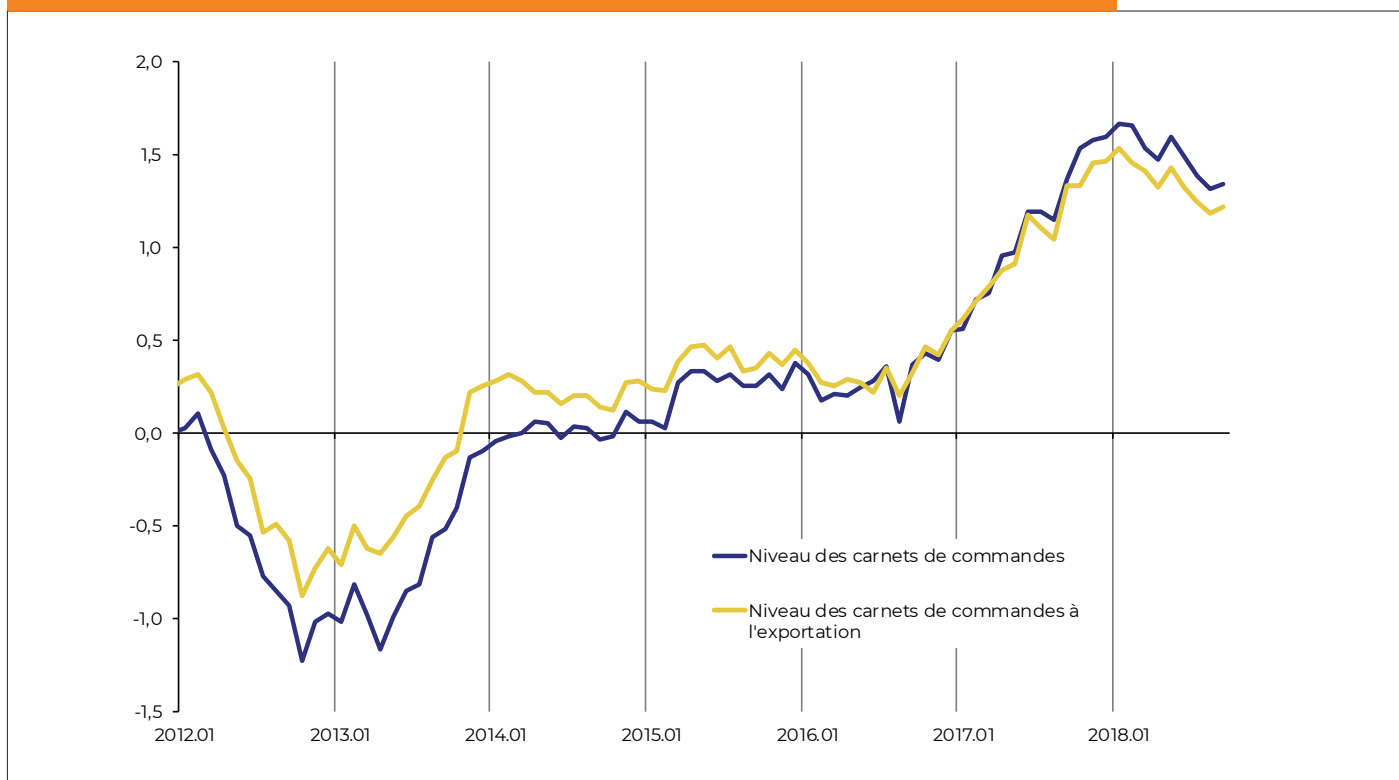
Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2018

Notes :

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

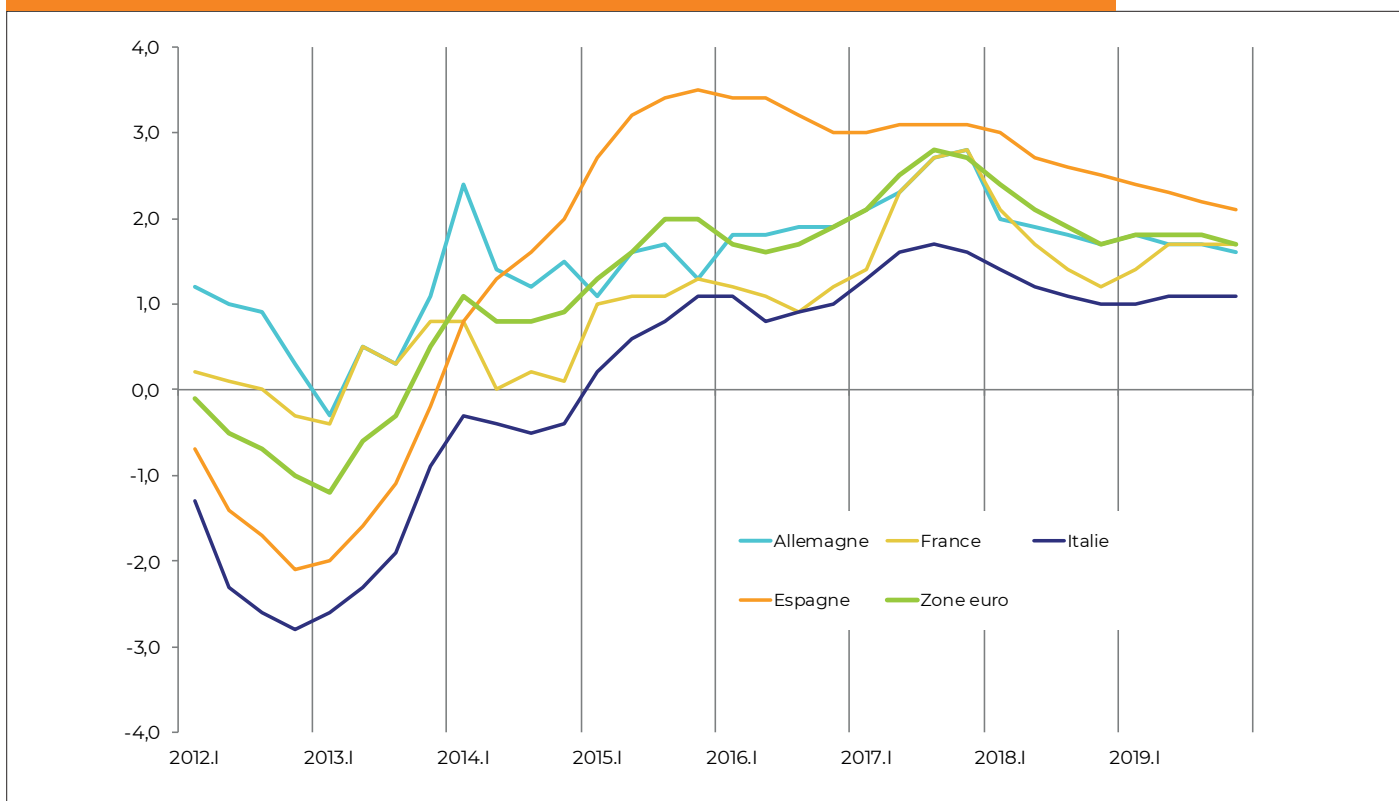
2 Prévisions

Graphique 2.6 - Zone euro - Évolution des indicateurs conjoncturels du niveau des carnets de commandes totales ou à l'exportation



Source : Eurostat – 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, septembre 2018 – Calculs : IWEPS

2.1.3 Matières premières

Depuis le milieu de l'année 2017, les prix du pétrole sont repartis à la hausse. Au milieu de cette année, les prix du baril de Brent ont atteint la barre des 80 dollars avant de s'infléchir au cours des semaines suivantes. Depuis la moitié du mois d'août, ils sont repartis à la hausse pour dépasser 85 dollars au début octobre.

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. Fin juin dernier, l'OPEP et la Russie ont en effet décidé de rouvrir quelque peu le robinet, sans conséquence observable jusque maintenant. Les problèmes de production au Venezuela et les tensions politiques irano-américaines pèsent sur le volume de l'offre. Des sanctions américaines seront appliquées sur les exportations de brut iranien à partir du 4 novembre.

Pourtant, en septembre 2018, la production continue de progresser sur un an. Elle a été alimentée en grande partie par la reprise de la production hors OPEP, notamment américaine. Elle devrait atteindre une hausse de +2,2 millions de barils par jour cette année et de +1,8 million de barils l'année prochaine selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE). Les États-Unis sont en passe de devenir le premier producteur mondial, la remontée des prix de ces dernières années ayant permis au pétrole de schiste de retrouver sa rentabilité. Après avoir dépassé l'Arabie Saoudite, les États-Unis devraient égaler la production de la Russie d'ici à la fin de l'année. Quant aux pays de l'OPEP, ils gardent des marges de hausse de leur production (selon l'AIE, 2,7 millions de barils par jour, dont 60% détenus par l'Arabie Saoudite). Depuis plusieurs mois, les hausses de production de l'Irak et du Nigeria tentent de compenser les diminutions de l'Iran et du Venezuela. Le goulot d'étranglement pourrait cependant surgir de la capacité des raffineries à s'adapter à cette hausse.

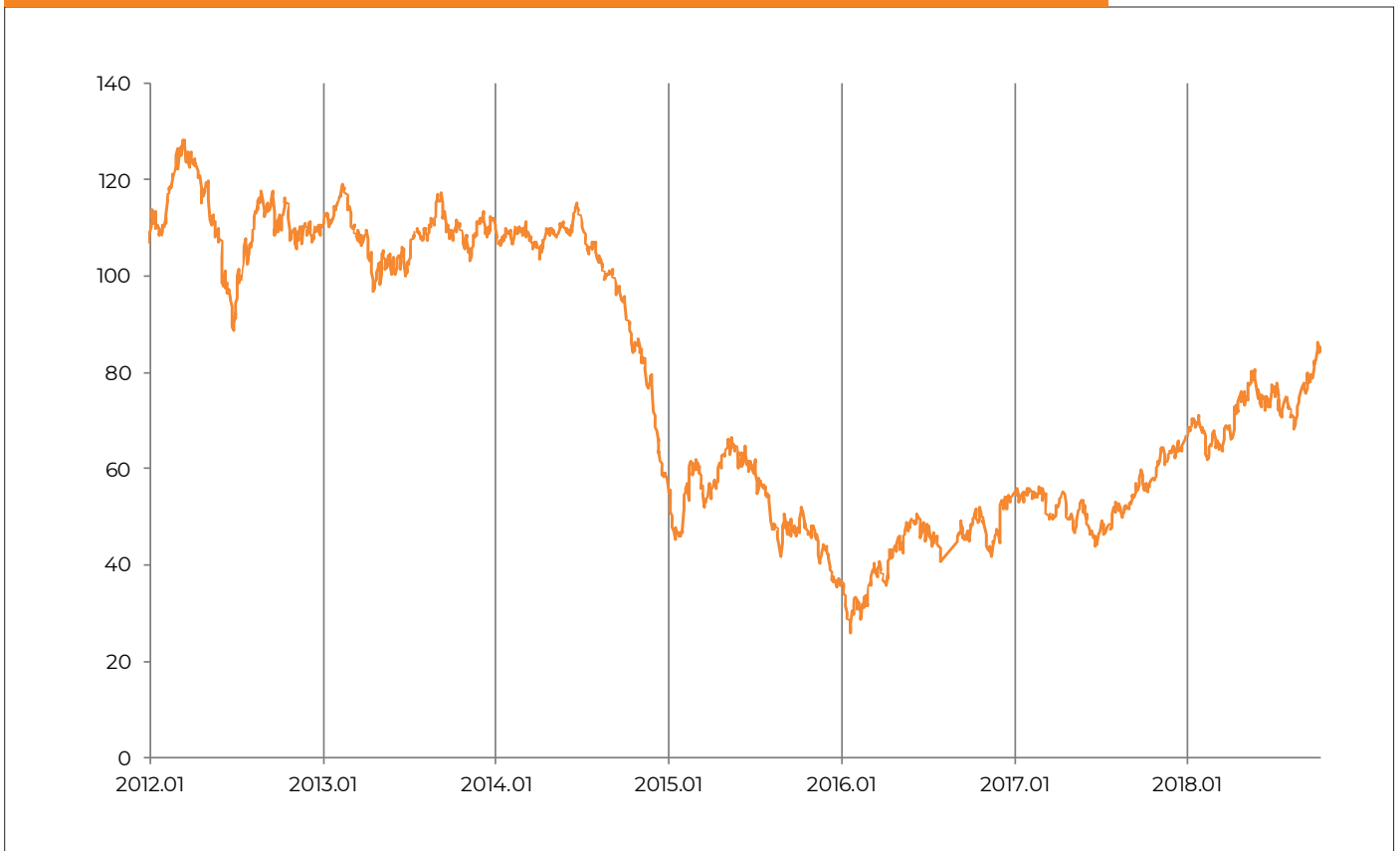
Quant à la demande, selon AIE, elle devrait augmenter de +1,3 million de barils par jour cette année et de +1,4 million de barils par jour

en 2019, soit des hausses inférieures à celle de l'année dernière (+1,6 million de barils par jour) alors que les stocks OCDE sont revenus au-delà de leur moyenne. Ce fléchissement de la demande mondiale, alors que la croissance mondiale reste élevée, est imputable à différents facteurs : les évolutions lentes de la demande américaine et européenne sous la poussée du marché du gaz et des énergies renouvelables, mais également évidemment la hausse récente des cours du pétrole. Les prévisions du maintien de la croissance mondiale en 2018 et 2019 soutiennent cependant les prix.

Pour cette année, l'augmentation de la production hors OPEP, notamment américaine, devrait toutefois permettre une stabilisation des prix. Selon le Consensus Forecasts, les prix dans ce contexte pourraient se maintenir autour de 78 dollars le baril de Brent d'ici à la fin de l'année 2018 et revenir vers 76 dollars dans un an, en octobre 2019.

En septembre, selon l'Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Institut (HWWI), la hausse des prix des matières premières s'élevait en septembre à +33,7% sur un an. Mais c'est surtout l'énergie qui est la branche des matières premières à connaître une forte hausse des prix (+43,1%) : l'augmentation sur un an des prix pétroliers en dollar s'élevait à +42,7% dans la Zone euro. Quant au secteur des produits industriels, leurs prix sont aussi en augmentation sur l'année, mais leur progression est beaucoup plus faible (+1,4% sur un an en dollar). Les prix des produits alimentaires poursuivent même quant à eux leur diminution entamée en début d'année 2017 (-8,6% en septembre sur un an en dollar). Si les prix pétroliers se stabilisent, les risques d'une envolée de l'inflation dans la Zone euro devraient être maîtrisés même si le taux de change de l'euro par rapport au dollar accentue actuellement les prix en euro. En septembre, l'indice global HWWI de l'ensemble des matières premières hors énergie ne connaissait qu'une baisse de -0,1% en euro sur le Vieux Continent, contre -2,2% en dollar. L'augmentation des prix des matières premières devrait donc rester contenue, mais perdurer, étant donné le maintien de la demande mondiale et celui des prix pétroliers.

Graphique 2.8 - International - Évolution mensuelle du cours du Brent en dollar par baril



Source : US Energy Information Administration (EIA)

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

2.1.4.1 Politique monétaire

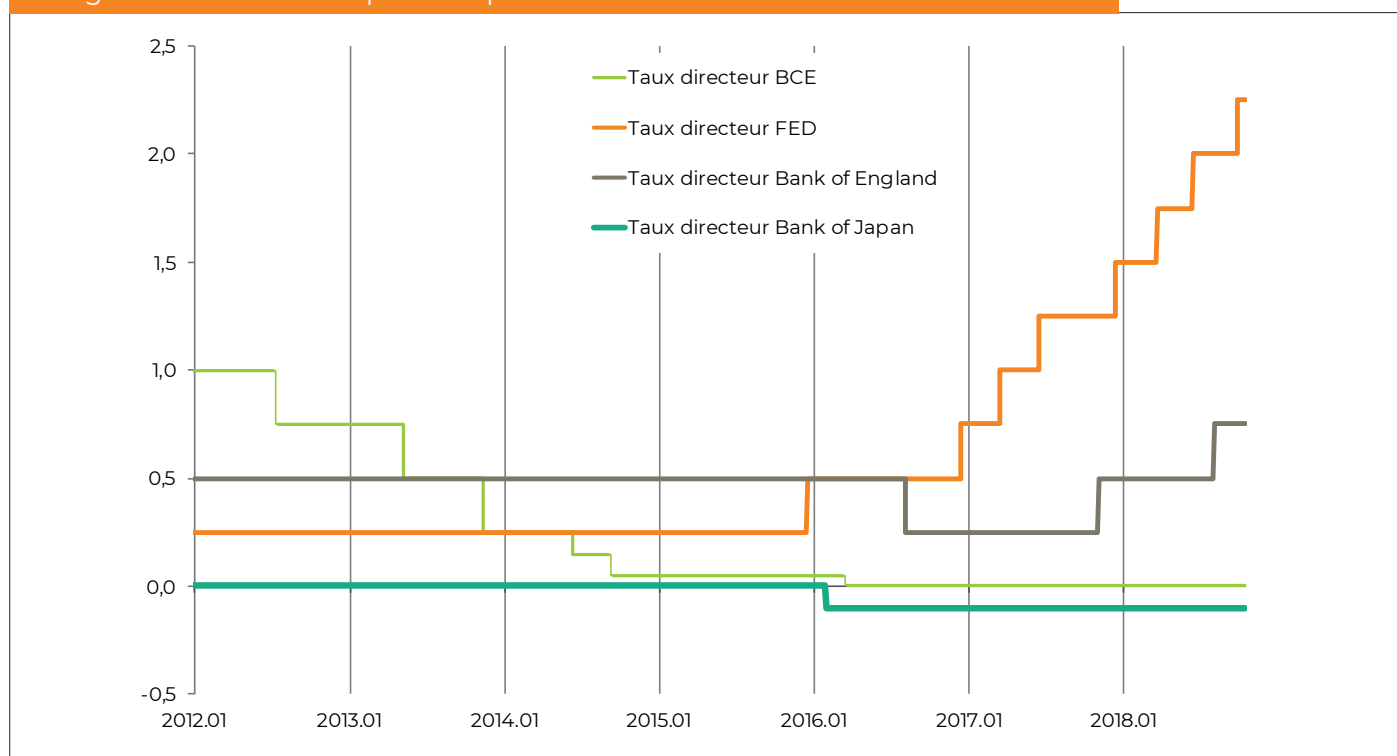
L'orientation des politiques monétaires des principales banques centrales est marquée du contexte actuel de continuation de la dynamique de croissance de l'économie mondiale. L'accentuation récente des risques politiques et/ou économiques confère cependant à nouveau une visibilité forte à la politique monétaire. Il s'ensuit que la poursuite de la normalisation des conditions monétaires procédera d'une politique graduelle et prévisible des principales banques centrales.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale (FED) a décidé en septembre de relever une nouvelle fois ses taux d'intérêt directeurs (*fed funds*), qui évoluent désormais entre 2,00% et 2,25%. Il s'agit de la troisième hausse des taux d'intérêt cette année, la huitième au sein du cycle de resserrement actuel.

En Europe, mais aussi au Japon, le raffermississement économique plus tardif 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 BoE juge en effet que les perspectives économiques peuvent être « significativement influencées » par le *Brexit*. Cependant, le rebond de la production au cours du deuxième trimestre et la volonté de contenir une inflation nourrie pour partie par la dépréciation de la livre sterling ont amené la BoE à relever son taux bancaire officiel en août dernier (de 0,50% à 0,75%), après une première hausse fin 2017.

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



Source : 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, s'est poursuivie ensuite, afin d'assurer aux banques centrales les moyens de prévenir un risque de déflation. 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*).

L'amélioration globale de l'environnement économique pose cependant la question de la sortie de ces politiques monétaires hétérodoxes. L'ampleur considérable de ces programmes d'assouplissement quantitatif, qui ont induit une très forte expansion (et recomposition) des bilans des banques centrales, complique singulièrement la problématique de la normalisation de la politique monétaire. Les autorités monétaires redoutent en particulier la réaction des marchés financiers, qui pourraient tantôt atténuer les impulsions des stratégies de retrait de ces dispositifs exceptionnels, tantôt les renforcer. Après une période prolongée de détente monétaire, la perspective d'un retour à la normale des politiques des banques centrales accroît paradoxalement l'incertitude d'opérateurs financiers fébriles. La forte volatilité des marchés boursiers ces dernières semaines témoigne à cet égard, comme en février dernier, 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.

La Réserve fédérale américaine a commencé à réduire la taille de son bilan en octobre 2017, 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 détient 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. Cependant, la feuille de route de la Banque centrale européenne pourrait être analogue à la séquence de normalisation de la politique monétaire américaine. Le ralentissement progressif (*tapering*) du programme d'achats d'actifs de la BCE, débuté en janvier dernier, constitue le premier pas de cette stratégie. L'autorité monétaire européenne a ainsi réduit ses flux mensuels d'achats d'actifs en janvier, puis une nouvelle fois en septembre, à 15 milliards d'euros, l'arrêt du programme d'acquisition de titres étant anticipé à décembre 2018². La suite de la normalisation consistera à augmenter les taux directeurs avant d'amorcer, dans une dernière étape, la réduction de la taille de son bilan.

Inquiète de la récente accentuation des risques externes (montée des protectionnismes, *Brexit*, ralentissement des pays émergents), la BCE a annoncé son intention de maintenir les taux d'intérêt directeurs à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite

¹ La FED a réduit la taille de son bilan de 10 milliards de dollars par mois au cours du dernier trimestre 2017. Elle 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-in-changes_5208933_3234.html#BKEW8KAw3oGzb4bg.99

² Après cette date, la BCE continuera à réinjecter les montants des titres venant à échéance.

de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs mais proches de 2% à moyen terme. En reformulant ainsi ses indications sur la trajectoire future des taux directeurs (*enhanced forward guidance*), la BCE entend renforcer le biais accommodant de sa politique monétaire, même au-delà de l'arrêt du programme d'achats de titres. Pour l'heure, les projections de taux d'inflation de la BCE tablent sur une hausse moyenne de l'indice des prix de +1,7% en 2018 et 2019. Les pressions inflationnistes sous-jacentes, hors prix de l'énergie, demeurent en effet faibles, loin de la cible d'inflation visée par la Banque, et ne devraient s'accélérer graduellement qu'à moyen terme, notamment lorsque la résorption des capacités inutilisées sur le marché du travail alimentera une reprise de la croissance des salaires.

La BCE a par ailleurs 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, la solidité de la reprise et des perspectives économiques, renforcée à court terme par les effets de la politique de relance budgétaire, induira une accélération des pressions inflationnistes au cours des prochains mois. Croissance de l'activité, hausse de l'inflation attendue et faiblesse du taux de chômage devraient convaincre la FED de poursuivre « prudemment » le cycle de resserrement de ses taux d'intérêt directeurs, en dépit des critiques inédites du président américain. Les membres du FOMC (Federal Open Market Committee) prévoient ainsi de procéder à un nouveau relèvement des taux en fin d'année. Cette hausse pourrait être suivie de trois autres en 2019, ce qui conduirait le taux fédéral dans une fourchette de 3,25% à 3,50%. La FED a toutefois indiqué qu'elle agira, elle aussi, « avec prudence », inquiète notamment de l'effet de l'escalade des tensions commerciales sur les perspectives économiques et soucieuse des répercussions de son action sur les économies émergentes endettées en dollar.

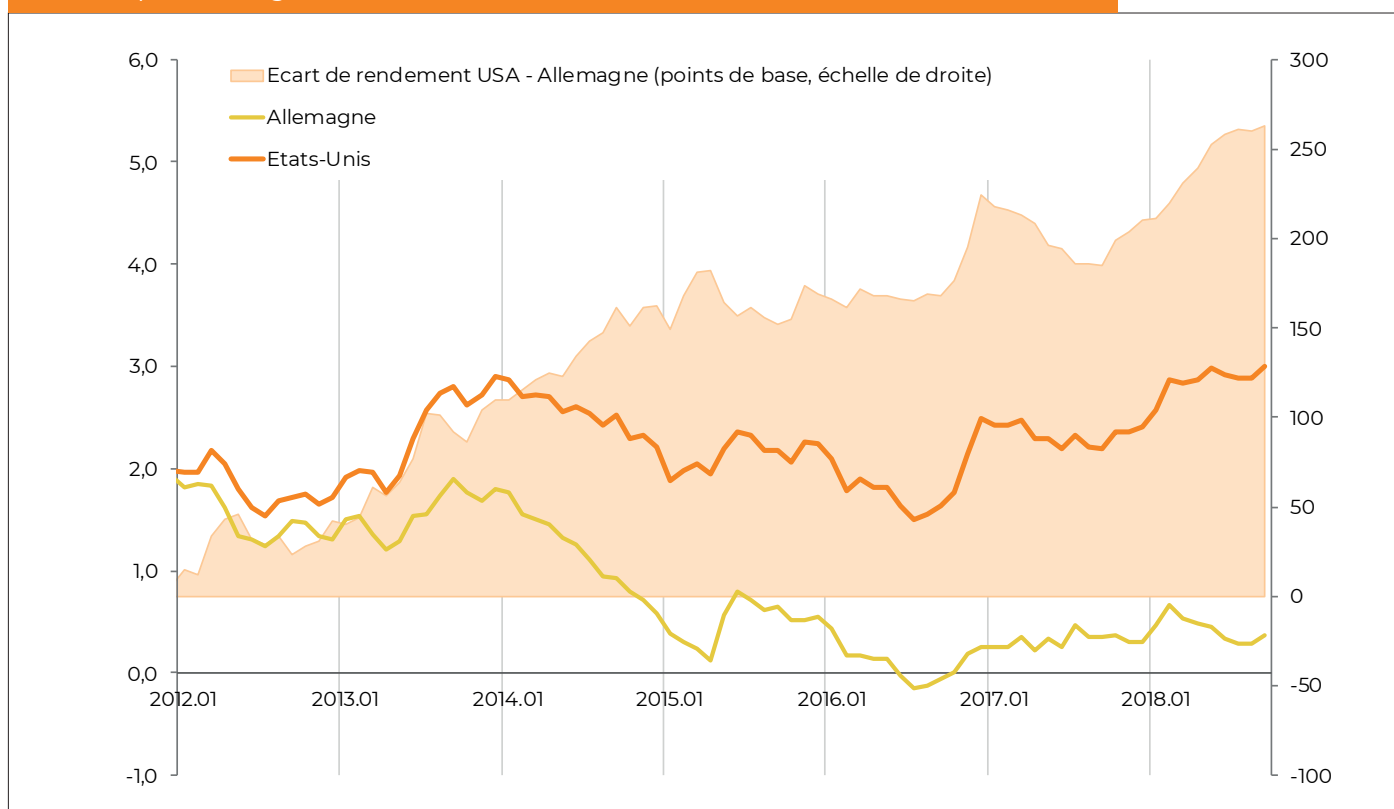
2.1.4.2 Évolution des taux longs

Depuis le début de l'année, l'écart entre les taux longs allemands et américains s'est d'abord brièvement resserré, avant de s'agrandir, à mesure que les investisseurs modifiaient leurs perceptions des disparités de croissance et d'inflation et des évolutions des politiques monétaires entre les États-Unis et la Zone euro.

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, a favorisé la poursuite de la hausse des taux longs américains, entamé fin 2017. Cette pression haussière est encore renforcée par la politique de normalisation du bilan de la FED. Les taux des titres du Trésor américain de longue maturité (dix ans) avoisinaient 3,0% en septembre, un niveau inédit depuis juillet 2011.

En Europe, les rendements des titres publics de long terme se sont d'abord inscrits en hausse en début d'année, dans le sillage des taux américains, en raison des opérations d'arbitrage menées sur des marchés financiers fortement intégrés. La crise politique italienne, la faiblesse persistante de l'inflation de base, des chiffres de croissance décevants et un excédent de liquidités ont ensuite induit un repli des rendements obligataires européens de référence à des degrés divers. En juillet, les titres allemands s'échangeaient ainsi aux alentours de 0,28%, un taux plus bas qu'en début d'année. La pénurie des emprunts d'État allemands participe aussi de cette évolution. Les excédents budgétaires persistants de l'Allemagne limitent en effet l'offre d'obligations souveraines sans risque, alors que leur demande est stimulée par les exigences de la réglementation prudentielle et la fuite des capitaux vers la qualité.

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



Source : OCDE

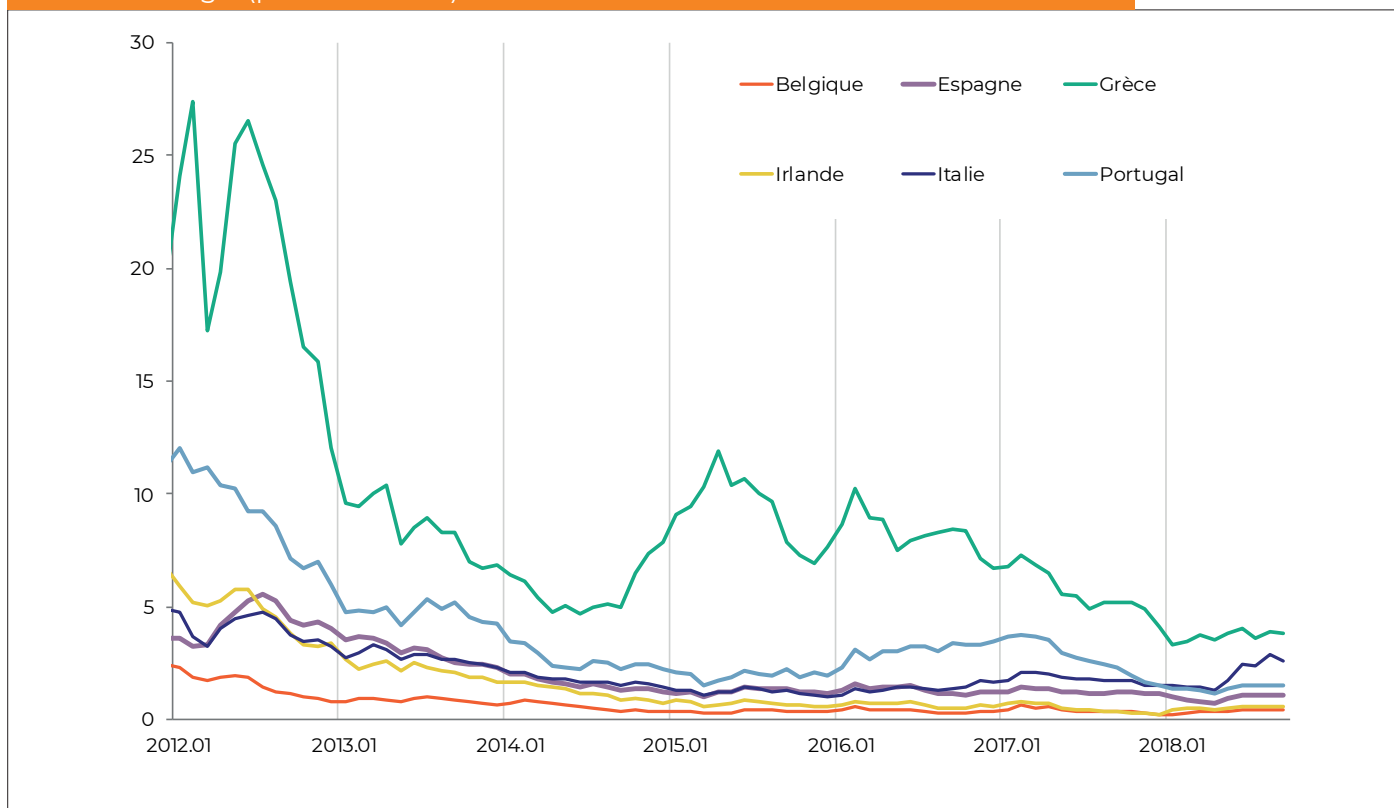
Dans les prochains mois, l'évolution future des taux des emprunts publics longs allemands et américains devrait être largement influencée par le resserrement de la politique de taux d'intérêt de la FED et l'orientation toujours expansive de la BCE.

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, les baisses d'impôt vont significativement accroître le déficit public américain au cours des prochaines années, qui devront être financées par une hausse des émissions d'emprunts publics et donc une remontée des taux obligataires.

En Europe, les taux monétaires devraient demeurer à leur niveau plancher actuel, limitant la progression attendue des rendements obligataires longs, qui serait principalement affectée par l'évolution des taux longs américains et le durcissement de la politique monétaire européenne induite par l'arrêt du programme d'acquisition d'actifs de la BCE en janvier 2019.

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, à l'exception notable de l'Italie. Les investisseurs s'inquiètent en effet de la position du nouveau gouvernement de coalition italien quant à l'euro ou les règles de stabilité budgétaire européennes. En Belgique, le taux de rendement des titres de la dette publique s'élevait en moyenne à 0,8% en septembre, un taux correspondant à une prime de risque par rapport au Bund allemand de l'ordre de 40 points de base. La prime de risque sur la dette italienne s'élevait à 259 points de base à la même période.

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 la Zone euro, les conditions d'octroi du crédit bancaire aux entreprises et aux ménages (crédit hypothécaire et crédit à la consommation) se sont globalement assouplies au cours du premier semestre 2018. Parmi les facteurs déterminant cette évolution, les résultats des enquêtes européennes sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey) 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, s'attendent à un nouveau relâchement des contraintes de crédit aux entreprises au cours du dernier trimestre 2018.

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) au premier semestre 2018. La hausse de la demande de prêts par les ménages s'explique par plusieurs facteurs, notamment la faiblesse générale des taux d'intérêt ou encore des perspectives favorables sur le marché de l'immobilier résidentiel.

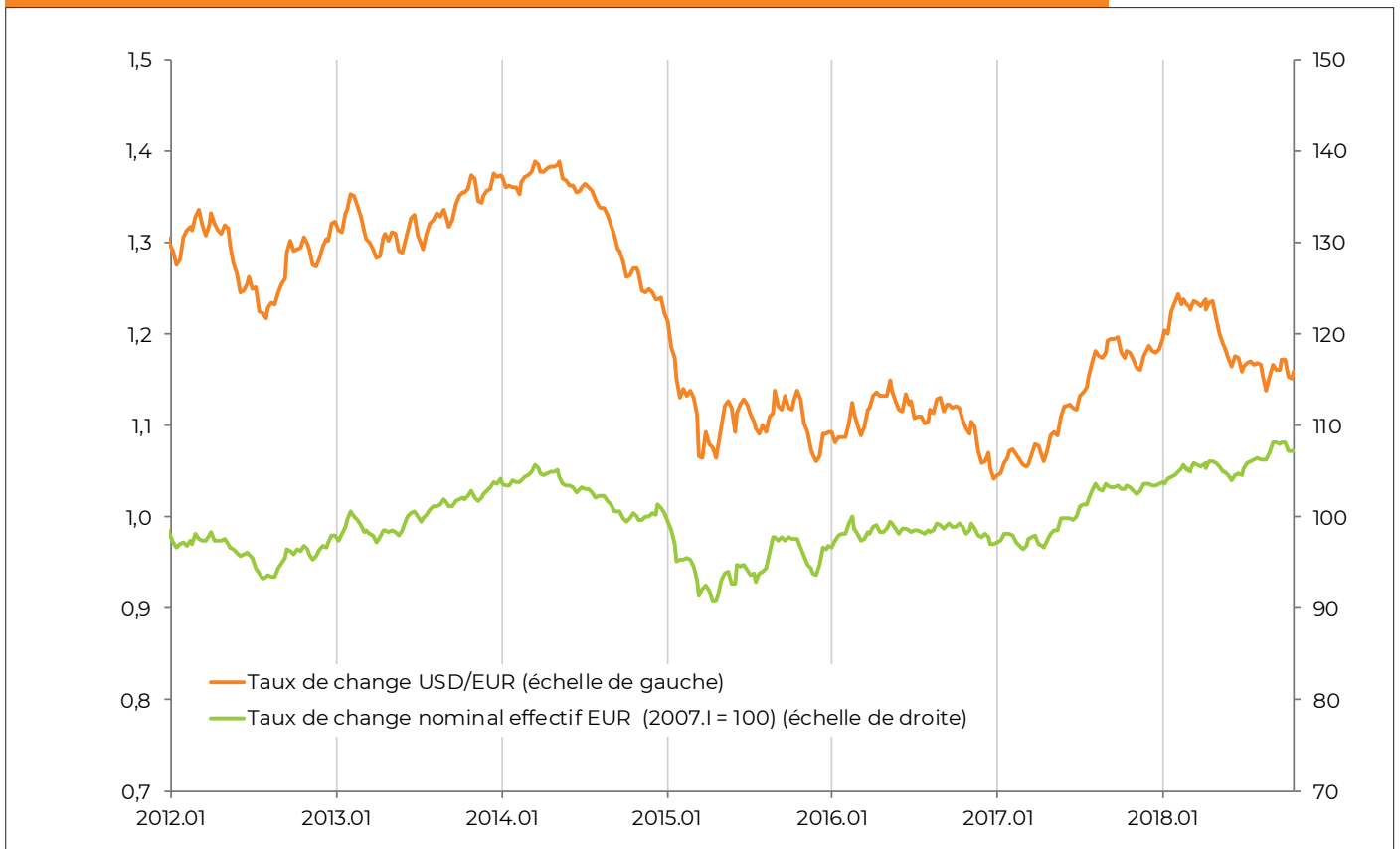
2.1.4.3 Marché des changes

Déjouant les prévisions, l'euro s'est apprécié en 2017 et jusqu'au premier trimestre 2018 vis-à-vis du dollar. 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 du dollar.

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



Source : Banque centrale européenne

La monnaie européenne s'est toutefois repliée au cours du printemps, principalement en raison du resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale, c'est-à-dire le retrait progressif du marché obligataire et le relèvement des principaux taux directeurs américains en 2018, alors que les taux monétaires européens demeureraient inchangés l'an prochain. Cette évolution des politiques monétaires, mais aussi la nécessité de financer la politique de relance budgétaire, a contribué 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. Les tensions commerciales ou les incertitudes politiques en Europe constituent également des facteurs d'incertitude qui favorisent l'appréciation du dollar, considéré comme valeur refuge.

L'accentuation des écarts de croissance et de taux d'intérêt en faveur des États-Unis devrait continuer à soutenir le dollar dans les mois à venir. 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 1,16.

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 apprécié en 2018. En dépit de l'appréciation du dollar, la monnaie européenne s'est en effet appréciée vis-à-vis des devises de la plupart des économies émergentes, et des États membres de l'Union européenne hors euro.

2.2

LA SITUATION CONJONCTURELLE EN BELGIQUE

Consommation moins porteuse de croissance qu'attendu au premier semestre 2018

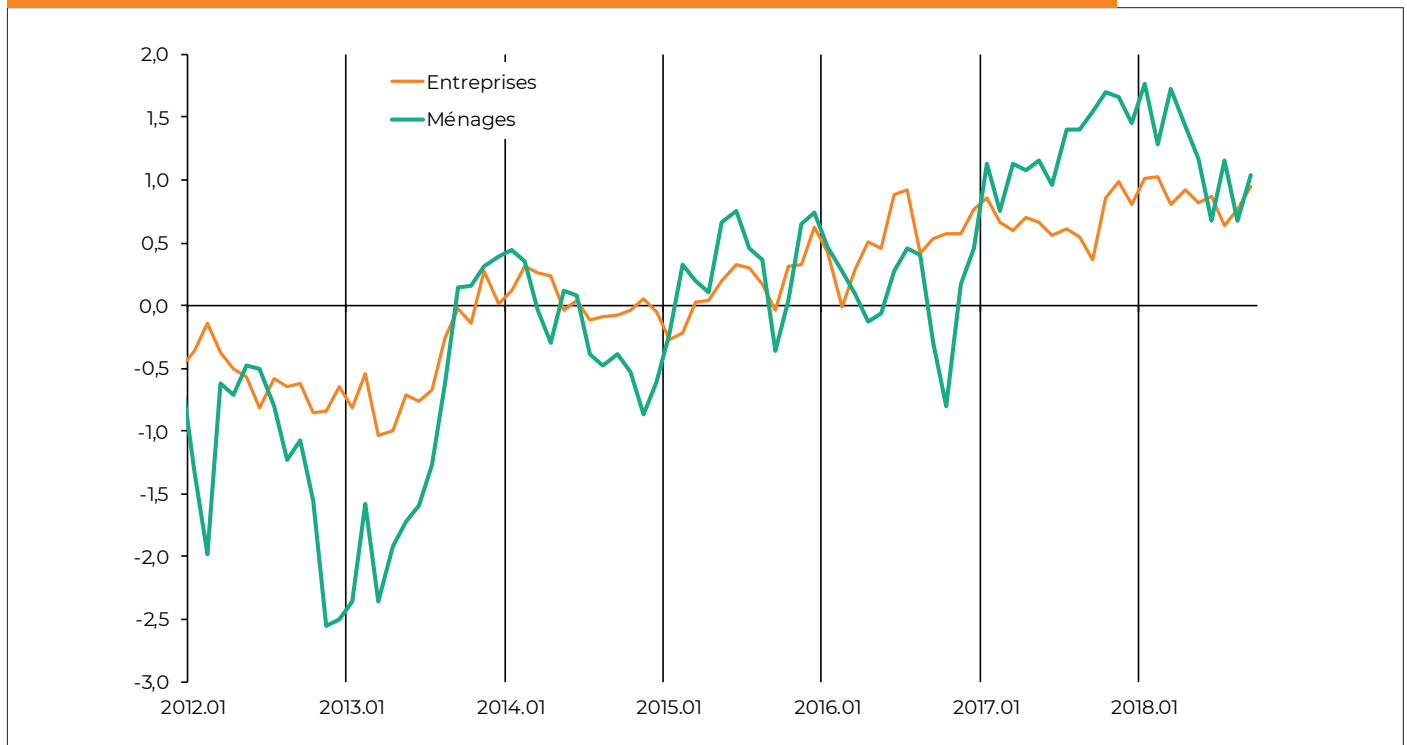
La croissance du PIB de la Belgique s'est renforcée au deuxième trimestre de 2018, affichant +0,4% par rapport au trimestre précédent, après un premier trimestre légèrement plus bas (+0,3% à un trimestre d'écart).

Parmi les principales catégories de dépenses, un ralentissement important est enregistré au niveau de la croissance de la consommation privée. En rythme annuel, celle-ci ne croît que de +0,7% au cours du deuxième trimestre de cette année. La première moitié de l'année est

également marquée par une croissance relativement lente des exportations et des importations. Néanmoins, cette faible croissance constitue probablement en partie un contrecoup par rapport à la performance exceptionnelle observée en fin d'année 2017, si bien que sur une base annuelle la croissance demeure robuste. Ainsi, par rapport aux trimestres correspondants de l'année précédente, les exportations augmentent au cours des deux premiers trimestres de respectivement de +2,2% et +3,3%, et les importations de +1,8% et +2,6%.

Au niveau de la production, l'industrie s'inscrit en recul tout au long du premier semestre. Ce sont les services qui contribuent le plus à la croissance. Au deuxième trimestre, ils enregistrent une croissance de +1,7% en rythme annuel.

Graphique 2.13 - Évolution des indicateurs synthétiques de la confiance en Belgique - Moyennes centrées réduites



Source : BNB – Calculs : IWEPS

Dynamique de croissance stable sur l'horizon de projection

La croissance de l'économie belge devrait se stabiliser dans les trimestres à venir, le raffermissement de la demande intérieure prenant progressivement le relais de la demande extérieure, dont l'évolution devrait demeurer plus lente que précédemment.

Malgré une amélioration du pouvoir d'achat et un niveau de confiance élevé, la consommation n'a pas été soutenue au cours du premier semestre de sorte que sa croissance ne devrait pas dépasser +0,9% en 2018. Nous nous attendons à une reprise de celle-ci pour la période de projection. En effet, l'emploi continue à progresser, l'inflation reste à un niveau stable et le salaire par tête se relève, 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 +1,6% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2019, 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 moteur de croissance de l'économie au cours des trimestres à venir. En effet, les résultats récents d'enquêtes conjoncturelles indiquent que le climat d'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 +3,1% en 2018 et +2,6% en 2019.

La situation du secteur public est plus contrastée. En effet, d'un côté, la consommation publique, progressant en 2018 et 2019 à un rythme annuel moyen de respectivement +1,2% et +1,0%, 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 +9,5% en rythme annuel. Cette croissance est due aux investissements des pouvoirs locaux, traditionnellement élevés l'année du suffrage communal et provincial, mais aussi à des investissements importants réalisés par le gouvernement flamand (liaison Oosterweel et programme « *scholen van morgen* »). En 2019, la croissance de la formation brute de capital fixe du secteur public redescendrait à +0,2% à la suite du repli des investissements des pouvoirs locaux.

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 +1,0% en 2018 et +1,3% l'année suivante.

La bonne santé relative de l'environnement conjoncturel international devrait être propice à la poursuite d'une bonne tenue des débouchés extérieurs à l'avenir, ce qui est confirmé par un niveau toujours relativement élevé des carnets de commandes à l'exportation constaté au cours des mois récents dans l'industrie belge. Dans les trimestres à venir, le rythme de croissance des exportations belges devrait toutefois demeurer plus modéré, dans un contexte de normalisation en cours des rythmes de croissance en Zone euro. En outre, le rebond des dépenses de consommation des ménages belges, qui est anticipé pour les trimestres à venir, devrait générer une croissance particulièrement vive des importations, de sorte que la contribution des

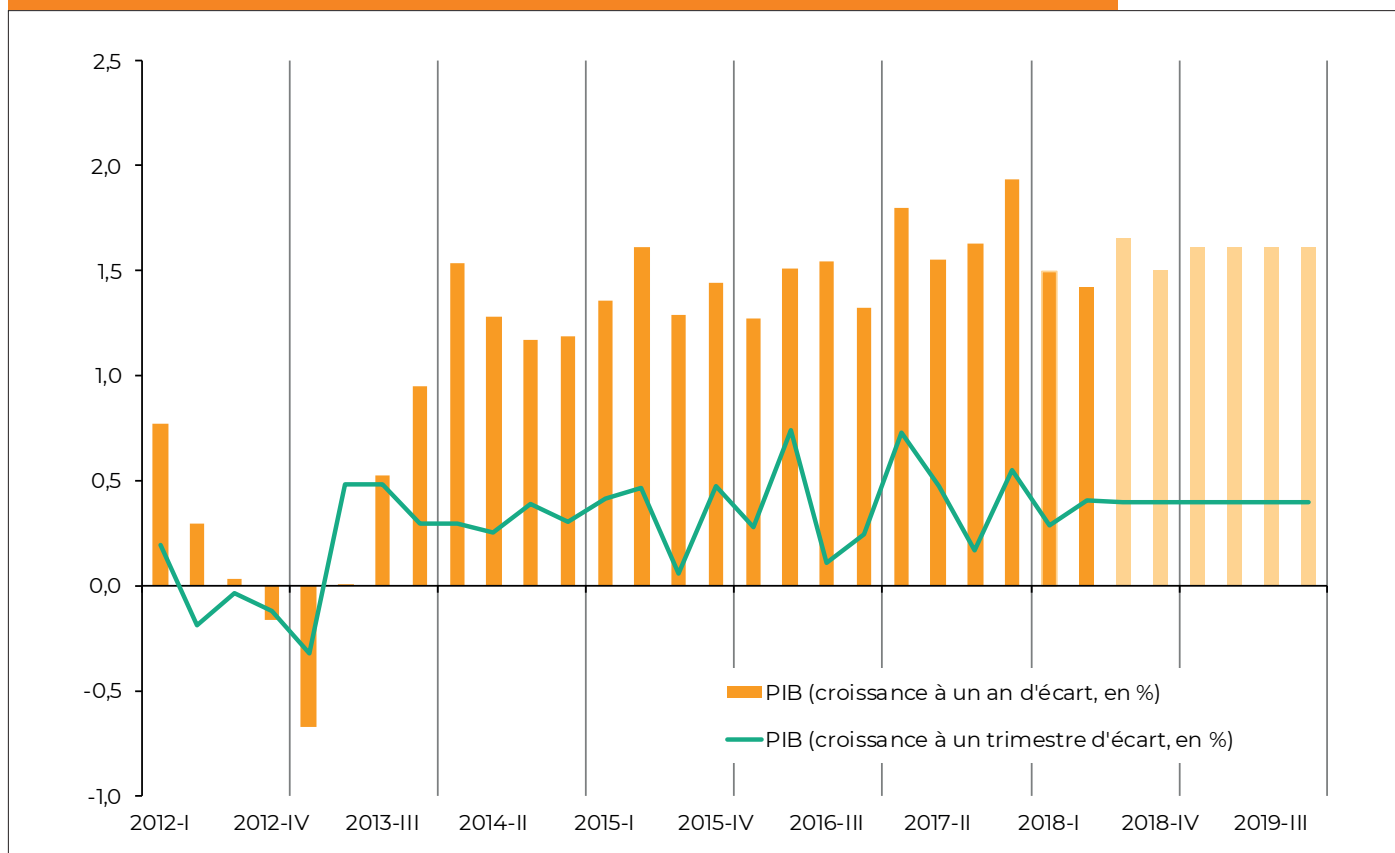
exportations nettes à la croissance du PIB deviendrait négative en moyenne en 2019 (de l'ordre de -0,1 point de pourcentage), après avoir été très positive sur l'ensemble de l'année 2018 (+0,5 point de pourcentage).

Selon notre scénario, la croissance annuelle moyenne du PIB belge s'établirait à +1,5% en 2018 et +1,6% en 2019, soit un léger recul 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, mais à un rythme plus lent que dans les derniers trimestres. Les intentions d'embauches, qui transparaissent des enquêtes conjoncturelles menées dans les différents secteurs

de l'économie belge, atteignent en effet des sommets dans la construction, mais se replient légèrement dans les services et l'industrie. 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 +1,3% en 2018 et +1,0% en 2019, marquant ainsi un tassement par rapport à la croissance de 2017 estimée à +1,4%.

Graphique 2.14 - Évolution du PIB de la Belgique



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

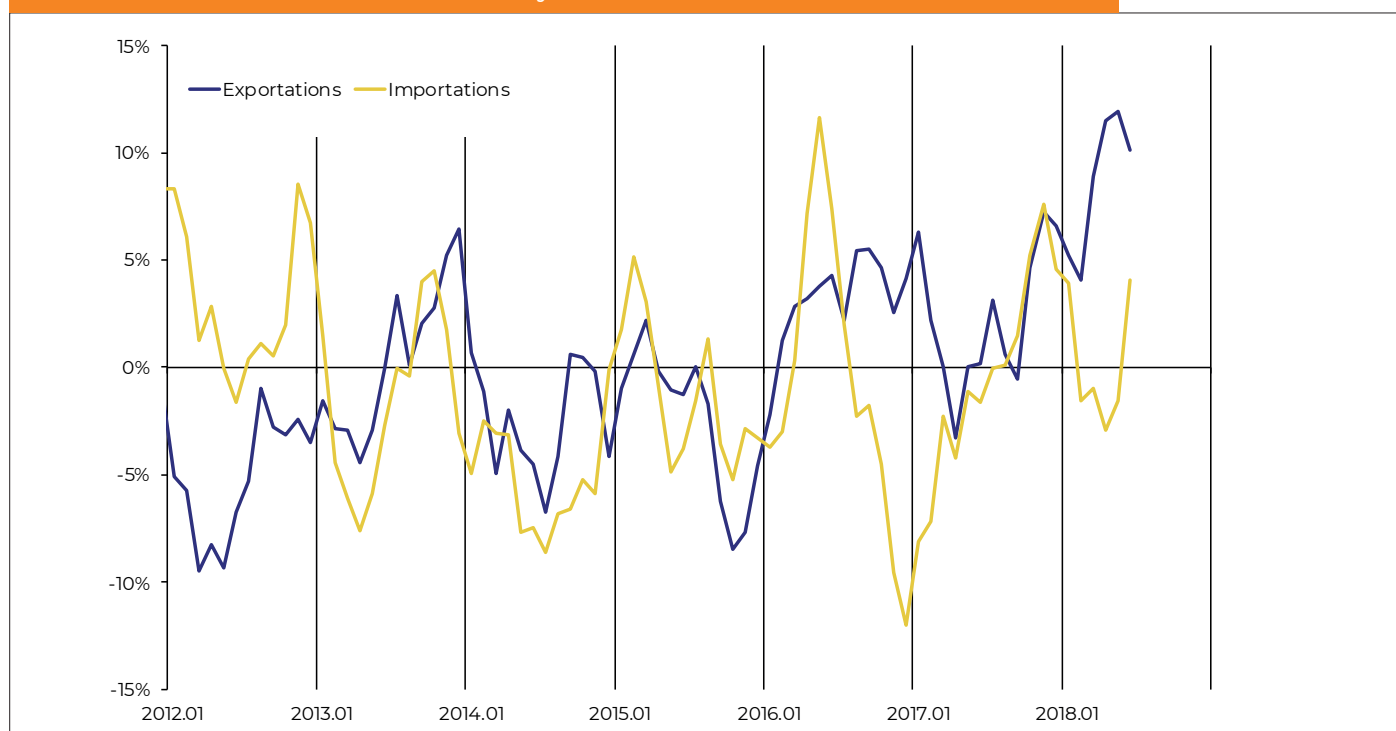
LE COMMERCE

EXTÉRIEUR

En dépit du ralentissement du commerce international constaté en première partie d'année 2018, la croissance des exportations wallonnes de marchandises a plutôt eu tendance à se renforcer au cours de cette période. D'après les données mensuelles relatives au commerce de marchandises compilées par la BNB (Comext), sur la période d'avril à juin 2018, les exportations wallonnes de marchandises affichent ainsi une croissance moyenne de l'ordre de 10% en rythme annuel (graphique 3.1). Cette évolution apparemment paradoxale s'explique en grande partie par le comportement atypique des exportations de produits pharmaceutiques dont le poids est relativement élevé dans le total des marchandises exportées par la Wallonie. La demande globale pour ces produits peut en effet s'avérer particulièrement volatile et celle-ci n'est généralement pas dictée par les conditions économiques générales. C'est ainsi qu'avec une croissance sur un an de près de 30% (en valeur) au cours du deuxième trimestre de 2018 (soit +700 millions d'euros), la contribution

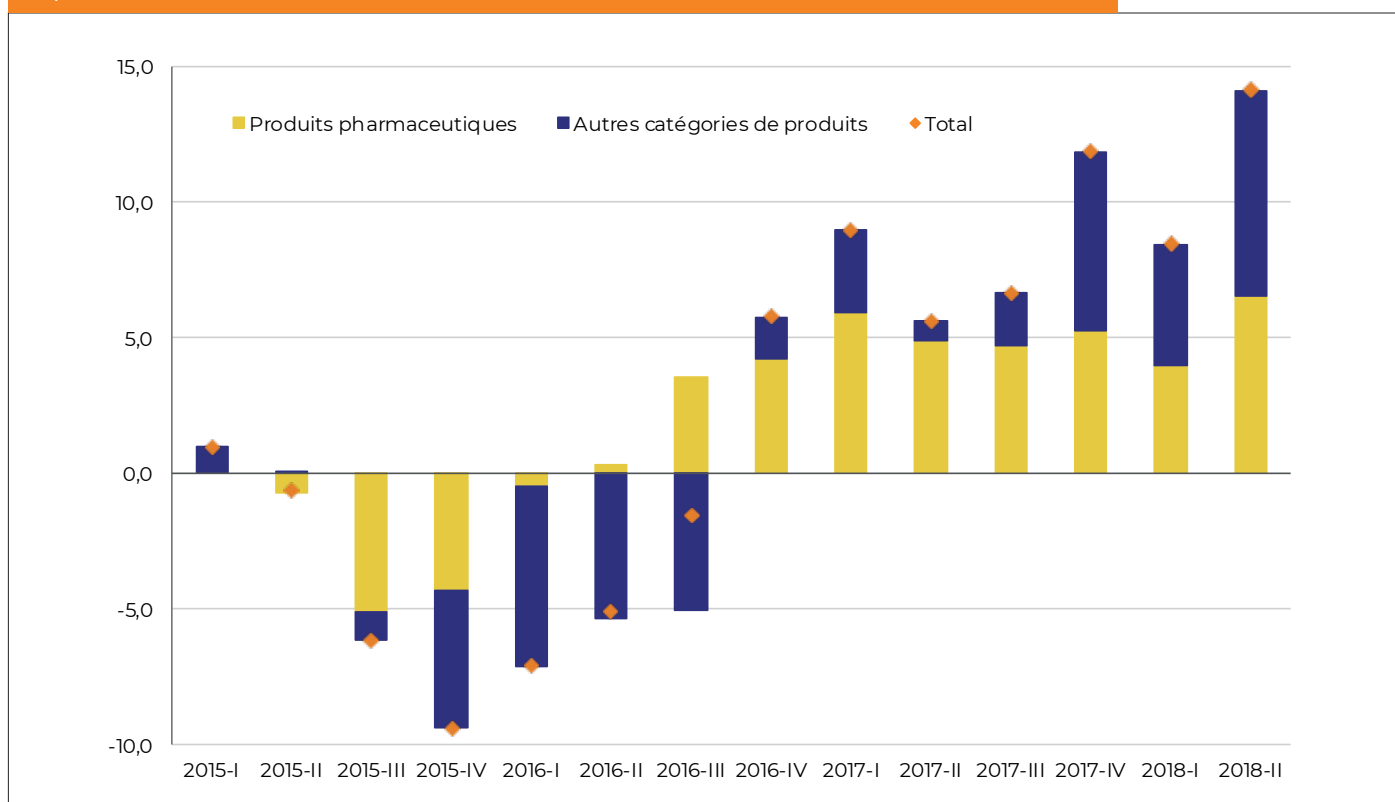
des produits pharmaceutiques a représenté plus de la moitié de la croissance totale des exportations wallonnes (graphique 3.2). En outre, la performance du secteur pharmaceutique est essentiellement le résultat d'une augmentation très nette des exportations à destination de deux marchés, à savoir l'Allemagne (+180 millions d'euros sur un an) et surtout les États-Unis (+480 millions d'euros sur un an). La concentration géographique très marquée de la croissance témoigne bien du caractère exceptionnel de cette évolution. Notons toutefois qu'au-delà de ce facteur de soutien ponctuel, les exportations d'une série d'autres catégories de produits, dont la demande réagit traditionnellement davantage à des facteurs d'ordre conjoncturel, ont également connu une évolution favorable au cours des derniers mois. C'est le cas notamment de la catégorie des métaux et de celle des machines et outils, qui affichent une croissance en valeur supérieure à 10% en rythme annuel au deuxième trimestre de 2018.

Graphique 3.1 - Variation à un an d'écart des exportations et des importations wallonnes en volume - Séries CVS - Moyenne mobile sur trois mois



Source : BNB - Calculs : IWEPS

Graphique 3.2 - Contribution des secteurs wallons à la croissance annuelle des exportations wallonnes - Données trimestrielles en valeur



Source : BNB – Calculs : IWEPS

Étant donné la forte imbrication des entreprises exportatrices wallonnes dans des chaînes de valeur internationales, les importations ont tendance à afficher une évolution comparable à celle des exportations. Toutefois, au cours de ce premier semestre de 2018, la croissance des importations wallonnes de marchandises a décroché sensiblement par rapport à l'évolution robuste affichée par les exportations (graphique 3.1). Ce décrochage s'explique vraisemblablement en partie par la forte influence des produits pharmaceutiques sur l'évolution des exportations wallonnes en première partie d'année. En effet, le secteur pharmaceutique est caractérisé par un niveau de consommation intermédiaire relativement faible par rapport aux autres secteurs industriels, celui-ci engendrant dès lors relativement moins d'importations par unité exportée. Signalons par ailleurs que les importations wallonnes de marchandises sont également influencées par les évolutions de la demande intérieure, en particulier celle des investissements

productifs dont la composante en biens importés est traditionnellement élevée (voir IWEPS, Rapport sur l'économie wallonne 2017). L'atonie des importations wallonnes en première partie d'année 2018 peut ainsi s'apprécier à la lumière de la faiblesse relative de la demande intérieure wallonne constatée durant cette période.

Les perspectives d'évolution des exportations wallonnes demeurent globalement bien orientées sur l'horizon de projection, même si les rythmes de progression devaient progressivement se modérer à l'avenir.

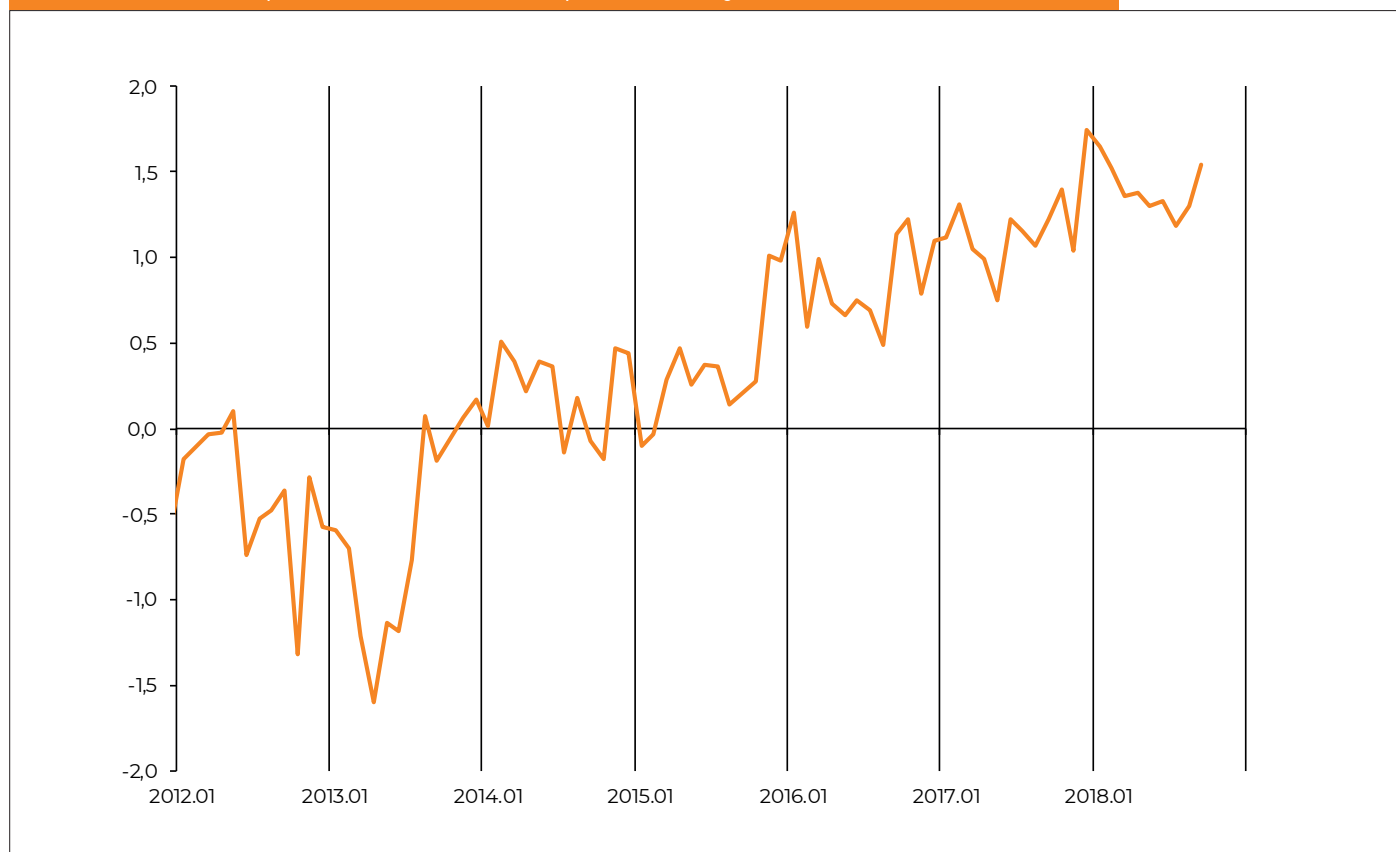
Ainsi, l'économie mondiale continue à profiter d'une dynamique bien ancrée de croissance se diffusant à l'ensemble des principales zones économiques. Même si les mesures protectionnistes mises en place par certains grands acteurs (principalement les États-Unis et la Chine) peuvent affecter certains flux de commerce, l'ampleur de ces restrictions demeure jusqu'à présent très limitée par rapport au volume

global du commerce international³. Au cours des trimestres à venir, les activités de commerce international devraient profiter de la bonne tenue de la demande intérieure aux États-Unis, ainsi que de la bonne santé des principales économies émergentes, notamment les économies exportatrices de matières premières qui profitent de la remontée progressive des prix sur les marchés. L'appréciation qu'ont les industriels wallons à propos de l'état de leurs carnets de commandes à l'exportation demeure d'ailleurs actuellement très favorable dans une perspective historique (graphique 3.3), ce qui laisse augurer d'une évolution à nouveau très favorable des exportations wallonnes de marchandises à court terme.

Néanmoins, la croissance des exportations wallonnes devrait se modérer sur l'horizon de projection.

En effet, nous considérons que le soutien exceptionnel au commerce wallon lié à la forte progression des exportations de produits pharmaceutiques devrait progressivement se modérer. Par ailleurs et plus fondamentalement, même si un raffermissement du commerce international est attendu par rapport au trou d'air observé en première partie d'année 2018, la demande extérieure adressée à la Wallonie ne devrait pas s'accélérer sur l'horizon de projection. En effet, la croissance économique en Zone euro devrait plafonner à l'avenir à un niveau proche de son potentiel de croissance, ce

Graphique 3.3 - Industrie manufacturière wallonne : appréciation du carnet de commandes à l'exportation - Solde de réponses - Moyenne centrée réduite



Source : BNB - Calculs : IWEPS

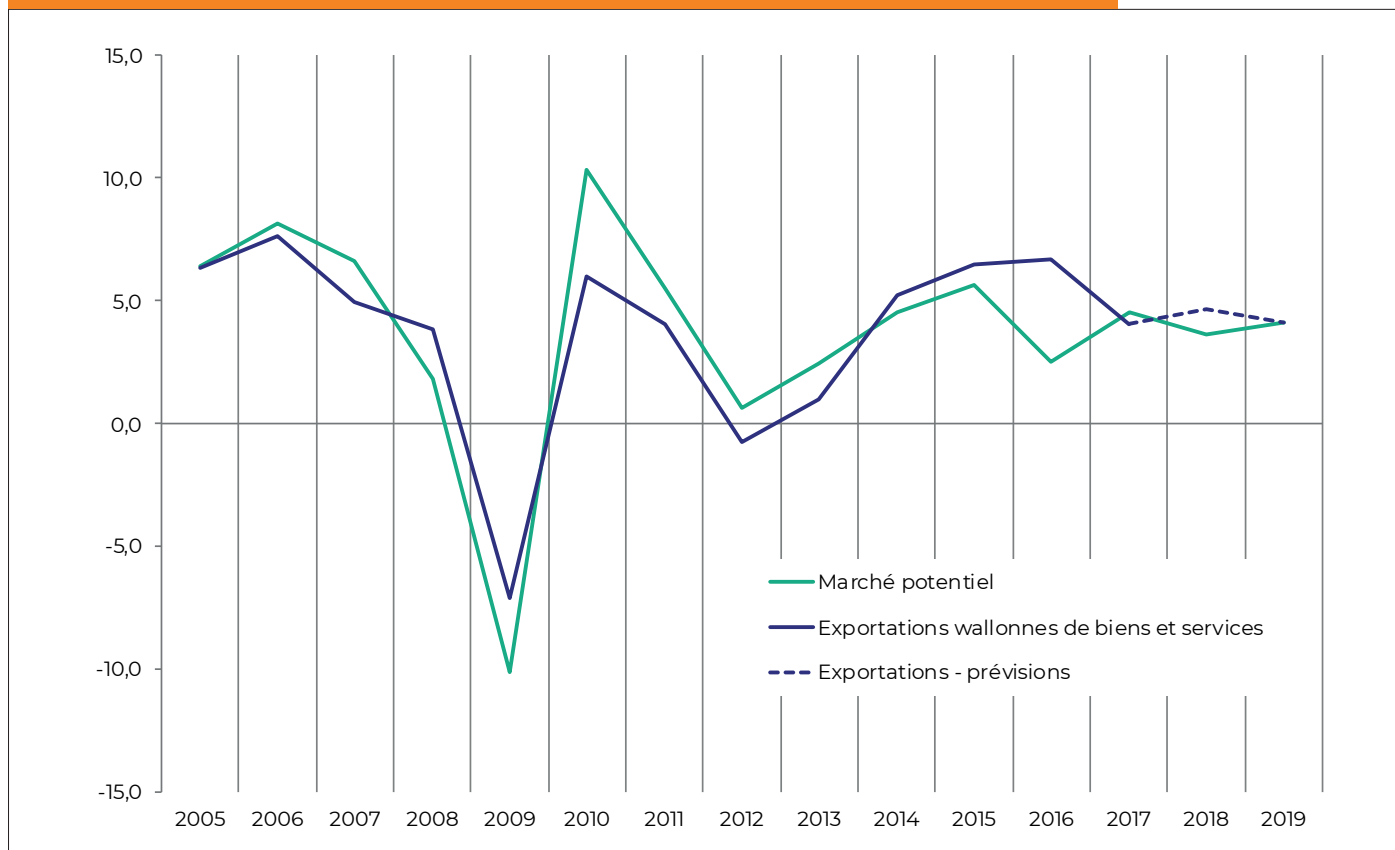
³ Pour plus de détails sur les effets des mesures protectionnistes sur le commerce extérieur de la Belgique, voir : Cordemans, N., Duprez, C. et Kukkawa, K. (2018), « Le nouveau protectionnisme américain et ses effets sur l'économie belge », Revue économique de septembre 2018, BNB.

qui constitue une nette décélération par rapport à ce qui avait été observé en 2017. En particulier, la dynamique des investissements devrait se modérer à l'avenir en Zone euro, dans un contexte de tassement des rythmes de croissance et de remontée de l'incertitude. Étant donné la forte dépendance des firmes wallonnes aux échanges industriels intraeuropéens, les perspectives d'évolution des exportations de la région seront dès lors plus limitées à l'avenir. En outre, en lien avec les répercussions économiques du *Brexit*, la demande britannique d'importations restera atone en 2019, alors que ce pays constitue le cinquième 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 2019 à 4,1% en rythme annuel (graphique 3.4), soit un niveau demeurant très largement en retrait par rapport à la moyenne d'avant la crise de 2009.

Nous estimons que les exportations wallonnes évolueraient en 2019 à un rythme comparable à celui de la demande potentielle (graphique 3.4), de sorte que la part de marché à l'exportation de la région se stabiliserait à l'avenir malgré l'appréciation sensible de la monnaie unique par rapport aux autres devises, constatée depuis le début de l'année 2017. En effet, les variations passées du taux de change devraient avoir un impact très limité sur les exportations wallonnes, étant donné que les entreprises wallonnes réalisent l'essentiel de leurs échanges extérieurs avec des entreprises se situant au sein de la Zone euro. Par ailleurs, les entreprises domestiques ont profité des mesures de modération salariale mises en place au niveau fédéral au cours des dernières années pour améliorer leur compétitivité-coût, de sorte que les entreprises concernées par la grande exportation paraissent à présent relativement bien armées pour amortir les variations du taux de change de l'euro.

Graphique 3.4 - Évolution des marchés potentiels des exportations wallonnes (sur la base des prévisions d'importation des partenaires)



Source : BNB, FMI – Calculs : IWEPS

Dans les trimestres à venir, la croissance des importations de biens intermédiaires devrait refléter la bonne tenue relative des exportations qui est encore anticipée. En outre, le renforcement attendu des dépenses de consommation des ménages et la bonne tenue relative des dépenses d'investissements productifs devraient stimuler la demande wallonne pour des biens importés, si bien que le rythme de croissance trimestriel des importations se relèverait progressivement pour dépasser celui des exportations dans le courant de l'année 2019.

En résumé, la croissance annuelle moyenne des exportations wallonnes totales (flux de biens et services, ajustés aux comptes nationaux) s'établirait à +4,7% en 2018 et +4,1% en 2019, tandis que celle des importations serait de +4,2% en 2018 et se relèverait à +4,7% en 2019. Selon ces projections, la contribution du commerce extérieur à la croissance économique de la Wallonie serait de 0,5 point de croissance en 2018 et serait neutre en 2019.

Notons par ailleurs que des risques plus aigus qu'à l'accoutumée entourent notre scénario de croissance des exportations wallonnes sur l'horizon de projection. L'environnement international est en effet marqué par un très haut niveau d'incertitude. L'incertitude actuelle naît en particulier du climat de tensions commerciales qui entoure les activités de commerce au niveau international. En cas d'escalade des tensions et d'un basculement vers une véritable guerre commerciale, les nouvelles sanctions prises par les différents acteurs pourraient sensiblement entraver l'évolution des échanges de marchandises à l'échelle mondiale. Au niveau européen, un échec des négociations en cours autour du *Brexit* ne tarderait pas à affecter dès à présent les relations commerciales entre les deux parties. Les répercussions sur les petites économies dépendant relativement plus des échanges avec le Royaume-Uni, au rang desquels se trouve la Belgique (et la Wallonie), seraient alors sensibles⁴.

⁴ Pour une analyse des répercussions économiques potentielles du *Brexit* sur les économies régionales belges, voir : Scourneau (2018), Quelles répercussions économiques du *Brexit* sur la Wallonie?, Working paper de l'IWEPS n° 26, septembre 2018.

3.2

LA DEMANDE

INTÉRIEURE

3.2.1 Les ménages

En dépit d'un tassement de la confiance des ménages en première partie d'année 2018, le renforcement sensible des revenus devrait soutenir les dépenses des particuliers dans les trimestres à venir. Progressant à un rythme plus soutenu, la consommation privée devrait apporter la contribution la plus importante à la croissance du PIB wallon en 2019.

L'altération de la confiance

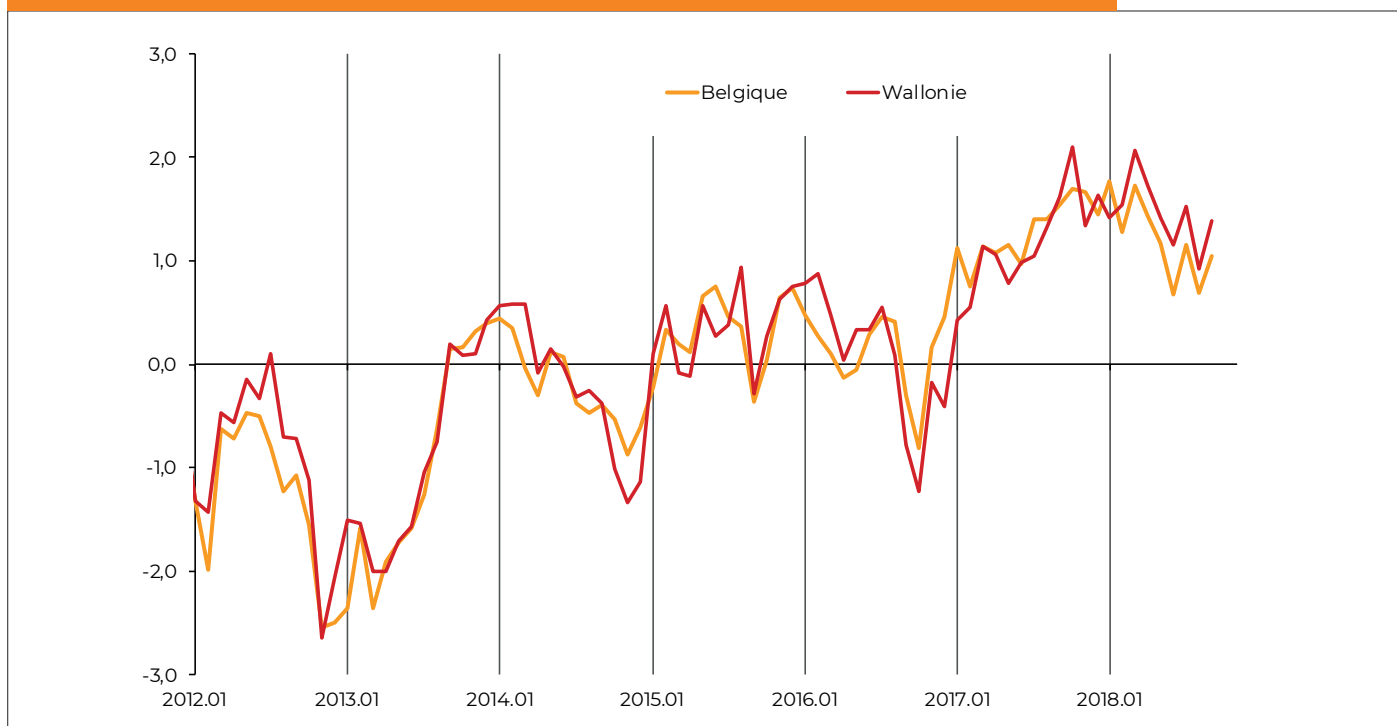
La confiance des acteurs économiques, ménages ou entreprises, est un facteur difficile à cerner, en raison de sa composante émotionnelle. De nombreux travaux attestent toutefois de l'importance de la confiance comme déterminant des comportements de dépenses des opérateurs économiques.

Le moral des ménages wallons, qui s'était considérablement raffermi au cours de l'année passée, s'est quelque peu dégradé depuis le printemps dernier. Révisant à la baisse l'appréciation de leur situation financière et incertains quant à l'évolution attendue des paramètres macroéconomiques, les ménages wallons semblent

avoir été gagnés, à partir du deuxième trimestre, par une morosité croissante, comme le révèle l'effritement de l'indice de confiance synthétique des consommateurs.

Les ménages se sont montrés de plus en plus pessimistes quant à l'évolution de la situation économique générale, mais aussi, plus étonnamment, au vu de l'évolution favorable de leurs revenus (cf. ci-après), concernant leur situation financière personnelle. Les sous-indicateurs relatifs à ces questions dans les enquêtes auprès des consommateurs wallons se sont dans l'ensemble repliés depuis mars pour la situation économique générale et avril pour la situation financière personnelle, ce dernier indicateur demeurant sous sa moyenne de longue période. De même, l'indicateur mesurant l'appréciation des consommateurs quant à l'opportunité de réaliser des achats importants s'est inscrit en retrait, sous sa moyenne de longue période. Autant de composantes de la confiance qui sont de nature à tempérer la dépense de consommation privée au cours du deuxième trimestre. Le repli des perspectives de demande et de commandes dans le commerce témoigne d'ailleurs déjà de cette évolution.

Graphique 3.5 - Confiance des ménages - Indicateurs synthétiques
Moyenne centrée réduite



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

Graphique 3.6 - Enquête auprès des consommateurs wallons
Moyennes centrées réduites



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

En revanche, les appréhensions des consommateurs quant à la menace du chômage, qui ont peu évolué depuis le début de l'année, demeurent à un niveau nettement inférieur à la moyenne de long terme. Cette appréciation de la situation du marché du travail – qui reflète le développement effectif de l'emploi que nous observons (cf. section 3.3) – devrait ainsi apporter un net soutien aux dépenses de consommation des ménages, l'indicateur partiel étant bien corrélé avec les données de consommation. Par ailleurs, la proportion de consommateurs formant des projets d'achats de biens durables au cours des prochains mois demeure supérieure à la moyenne.

Si les récentes enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs envoient des signaux contrastés, force est de constater que l'indicateur synthétique de confiance demeure à des niveaux élevés. Dans ce contexte, même si l'optimisme des ménages s'est quelque peu modéré depuis le printemps, ce qui a pu bridé l'évolution des dépenses de consommation en milieu d'année, selon notre scénario prévisionnel, les développements favorables sur le marché du travail (cf. section 3.3) se traduiraient par une hausse sensible des revenus et une consolidation de la reprise de la consommation privée en seconde partie d'année 2018 et l'an prochain.

Les revenus des ménages wallons devraient continuer à se renforcer jusqu'en 2019

La longue période de recul du revenu disponible réel des ménages wallons s'est achevée en 2016. À ce moment, la progression de l'emploi n'a encore apporté qu'une maigre contribution à cette reprise, car la modération salariale restait de mise. Toutefois, le premier volet du *Tax Shift* fédéral a alors nettement fait reculer l'impôt versé par les ménages. Une fois déduite l'inflation, nous estimons que le pouvoir d'achat a augmenté de +1,1% en 2016.

La création d'emploi, très vigoureuse en deuxième partie d'année 2016 et tout au long de l'année qui suit, a surtout favorisé l'amélioration de la confiance des consommateurs (cf. supra.). En 2017, les revenus du travail ont commencé à contribuer à la hausse du revenu disponible, mais de façon encore contenue puisque les hausses réelles de salaires horaires (et par tête), permises par le nouvel accord interprofessionnel, sont restées très limitées. En outre, l'absence de nouvel allègement fiscal et l'inflation toujours élevée ont pesé sur la croissance du pouvoir d'achat qui devrait s'être élevée à +1,3%.

Cette évolution encore mitigée des revenus réels a déjà pu donner lieu à un regain de croissance de la consommation en 2016-2017. Sur la base des comptes nationaux et des premières estimations régionales que l'on peut établir au départ de l'enquête sur le budget des ménages pour 2016, il semble que cette hausse fut particulièrement marquée en 2016 (+2,1% au niveau wallon), en raison notamment d'achats importants (véhicules) sans doute non récurrents. La disparition de cet effet ponctuel a néanmoins pesé sur la croissance des dépenses privées en 2017. En outre, le regain des revenus de la propriété, qui a aussi soutenu le revenu disponible des ménages, a favorisé une hausse du taux d'épargne plutôt que de la consommation. Celle-ci n'aurait donc progressé que de +0,9% en Wallonie

C'est véritablement en 2018 et en 2019 que les revenus du travail devraient contribuer le plus nettement au revenu disponible des ménages, en plus d'un nouveau volet IPP du *Tax Shift* fédéral. Dès lors, selon notre scénario prévisionnel, le revenu disponible des ménages devrait enregistrer une croissance plus ferme qu'en 2017, de l'ordre de +3,6% par an en termes nominaux. L'évolution attendue de ses différentes composantes est synthétisée au tableau 3.1.

La prévision repose d'abord sur le scénario concernant l'emploi (décrit à la section 3.3) qui table sur une progression toujours appréciable du nombre de salariés en 2018 et en 2019, bien que moins robuste qu'en 2017⁵. Principal élément du revenu agrégé des ménages wallons, la rémunération des salariés profiterait en revanche davantage que l'année dernière de l'augmentation des salaires bruts par tête.

Nous tablons en effet sur une hausse nominale des salaires par tête en Wallonie de +2,3% par an en 2018 et de +2,2% en 2019. Cette hypothèse se fonde sur les premières observations des Comptes nationaux pour 2018, qui indiquent une hausse salariale encore limitée au premier semestre, mais dont nous escomptons un redressement plus marqué en deuxième partie d'année et l'année prochaine. D'abord, en effet, une première indexation a suivi le dépassement de l'indice pivot au troisième trimestre de cette année, et une seconde est prévue à la fin de notre horizon de projection. Ensuite, la lente remontée de la durée moyenne du travail, entamée depuis 2015, devrait se poursuivre dans un contexte de tensions graduellement plus fortes, y compris sur le marché du travail wallon. Celles-ci pourraient se traduire par une volonté de fidélisation de la main-d'œuvre au sein des entreprises, une stabilisation des conditions d'emploi qu'indiquerait notamment le fléchissement actuel du travail intérimaire. Cette modification progressive de la structure de l'emploi donnerait lieu à

une augmentation du temps de travail moyen et, donc, de la productivité et des salaires par tête. Une telle transformation, touchant principalement les nombreux récents emplois, pourrait en même temps contribuer à expliquer que l'augmentation réelle des salaires horaires, mesurée de façon agrégée, n'épuise pas entièrement la marge salariale permise pour 2017-2018.

Avec une croissance annuelle supérieure à +2,5% par an, les autres composantes primaires des revenus wallons continueront aussi à soutenir la progression du pouvoir d'achat des ménages. C'est d'abord le cas du revenu mixte, qui devrait continuer à profiter de la bonne tenue de l'emploi indépendant. Quant aux revenus nets de la propriété, ils se tasseraient logiquement par rapport au net rebond enregistré en 2017. Mais la dynamique de reprise de ces revenus, après une longue période de baisse, ne devrait pas s'interrompre. Tout au plus, la hausse progressive des taux d'intérêt favoriserait moins les ménages wallons que les belges en général, en raison d'une proportion de charges plus élevée en Wallonie. Ajoutons néanmoins que le redressement de ce type de revenus devrait, comme en 2017, 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. L'impact attendu du redressement de ces revenus sur les dépenses privées serait modéré.

⁵ 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 (2018-2023), parues en juillet dernier (IWEPS, IBSA, SVR et BFP), adaptées à la suite des dernières publications disponibles de l'ICN, soit les Comptes nationaux et le Budget économique.

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

	Structure en % du revenu			Croissance nominale en %		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Excédent d'exploitation et revenu des indépendants	10,3	10,3	10,3	3,3	2,6	3,1
Rémunération des salariés	81,3	81,3	81,4	3,3	2,9	2,9
dont salaires et traitements bruts	59,5	59,7	59,7	3,4	3,2	3,0
Revenus nets de la propriété	8,4	8,3	8,3	4,3	2,5	2,6
Solde des revenus primaires	100,0	100,0	100,0	3,4	2,8	2,9
Prestations sociales (hors transferts sociaux en nature)	35,2	35,3	35,4	3,1	3,1	3,2
Autres transferts courants nets	-1,1	-1,2	-1,2	3,1	5,4	8,5
Impôts courants (-)	-19,8	-19,4	-18,8	3,2	0,6	-0,1
Cotisations sociales (-)	-31,4	-31,3	-31,3	3,2	2,4	3,0
Revenu disponible nominal	82,9	83,5	84,0	3,4	3,6	3,6
Revenu disponible réel (*)				1,3	1,7	1,7

Source : Estimations IWEPS au départ de données de l'ICN (jusqu'à 2015)

Notes : (*) Le déflateur national de la consommation privée s'élève à +2,1% en 2017 et à +1,9% en 2018 et en 2019, selon la dernière prévision de l'ICN.

À côté des revenus du travail, l'autre source importante de soutien aux revenus et à la consommation en 2018-2019 en Wallonie s'observe dans la distribution secondaire des revenus.

Pour rappel, pour passer des revenus primaires – dont la croissance s'établirait en moyenne à +2,9% par an – au revenu disponible, il convient encore de retirer des prélèvements fiscaux et parafiscaux et d'ajouter les transferts courants nets. La prise en compte de ces composantes devrait ajouter 0,7 point de croissance supplémentaire aux revenus des ménages.

C'est essentiellement la stabilisation du niveau des prélèvements fiscaux (+0,6% en 2018, puis -0,1% en 2019) qui bénéficie au revenu des ménages. Après un temps d'arrêt en 2017 dans le processus de réforme fiscale liée au *Tax Shift* du gouvernement fédéral, une nouvelle phase de baisse de

l'impôt des personnes physiques est en effet prévue en 2018 ainsi qu'en 2019. Les mesures concernent 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 fiscales⁶.

Dans un contexte de reprise économique, il est logique que le revenu disponible soit moins soutenu par des revenus de remplacement et autres prestations sociales. Toutefois, dans l'ensemble, leur croissance devrait aussi demeurer appréciable sur notre horizon de prévision. D'un côté, en

⁶ BNB. Incidence macroéconomique et budgétaire du scénario de tax shift révisé par le cabinet du ministre des Finances et comparaison avec l'exercice de novembre 2015, 10 août 2017.

effet, les allocations de chômage (et de prépension) poursuivent leur diminution. 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 poursuivre⁷ (IWEPS, IBSA, SVR, BFP, 2018).

Au final donc, la situation du marché du travail favorable aux augmentations salariales, ainsi que les nouvelles baisses d'impôt, devraient permettre au revenu disponible de croître sensiblement en 2018 et en 2019 en termes nominaux (+3,6% par an). Toutefois, le rebond de l'inflation enregistré l'année passée, à quelque 2% par an, a érodé le pouvoir d'achat réel des particuliers, un handicap qui ne devrait que légèrement s'atténuer en 2018 et en 2019.

Les rythmes de l'inflation demeurent élevés en 2018 et en 2019, à 2,0 % par an en moyenne

En repli au début d'année, les rythmes de progression de l'inflation générale se sont globalement accélérés à partir du printemps dernier. La croissance de l'indice des prix à la consommation, qui s'établissait à +1,4% en mars, atteignait ainsi +2,4% en septembre. Sur l'ensemble de l'année 2018, l'inflation attendue devrait s'élever à +1,9%.

Cette évolution est dans une large mesure imputable à l'inflation des prix énergétiques, en particulier des carburants. Dans un contexte de redressement des cours du pétrole (cf. section 2.1.3), le prix du carburant a ainsi enregistré en septembre une hausse de +14,6% en un an. L'inflation énergétique a également été portée par l'augmentation du prix du gaz naturel, +12,7% de plus en glissement annuel, et du prix de l'électricité, qui coûte désormais +3,4% plus cher qu'en septembre 2017. Autre facteur du rebond de l'inflation d'ensemble, l'inflation

des produits alimentaires s'est également accélérée depuis le début d'année.

L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors prix des biens énergétiques ou alimentaires réputés volatiles, s'est, elle, globalement ralentie depuis le début d'année, un ralentissement en partie imputable à la modération de l'inflation des services (notamment de télécommunication) et à la suppression de la redevance radiotélévision en Wallonie. Par ailleurs, l'inflation sous-jacente, qui traduit la dynamique profonde des coûts de production, tend à s'ajuster à l'évolution de ceux-ci avec un retard, les entreprises préférant traditionnellement adapter d'abord leur politique de marges bénéficiaires. Cette inertie devrait ainsi contribuer à freiner l'inflation sous-jacente en 2018, en dépit de l'accentuation graduelle attendue des coûts salariaux.

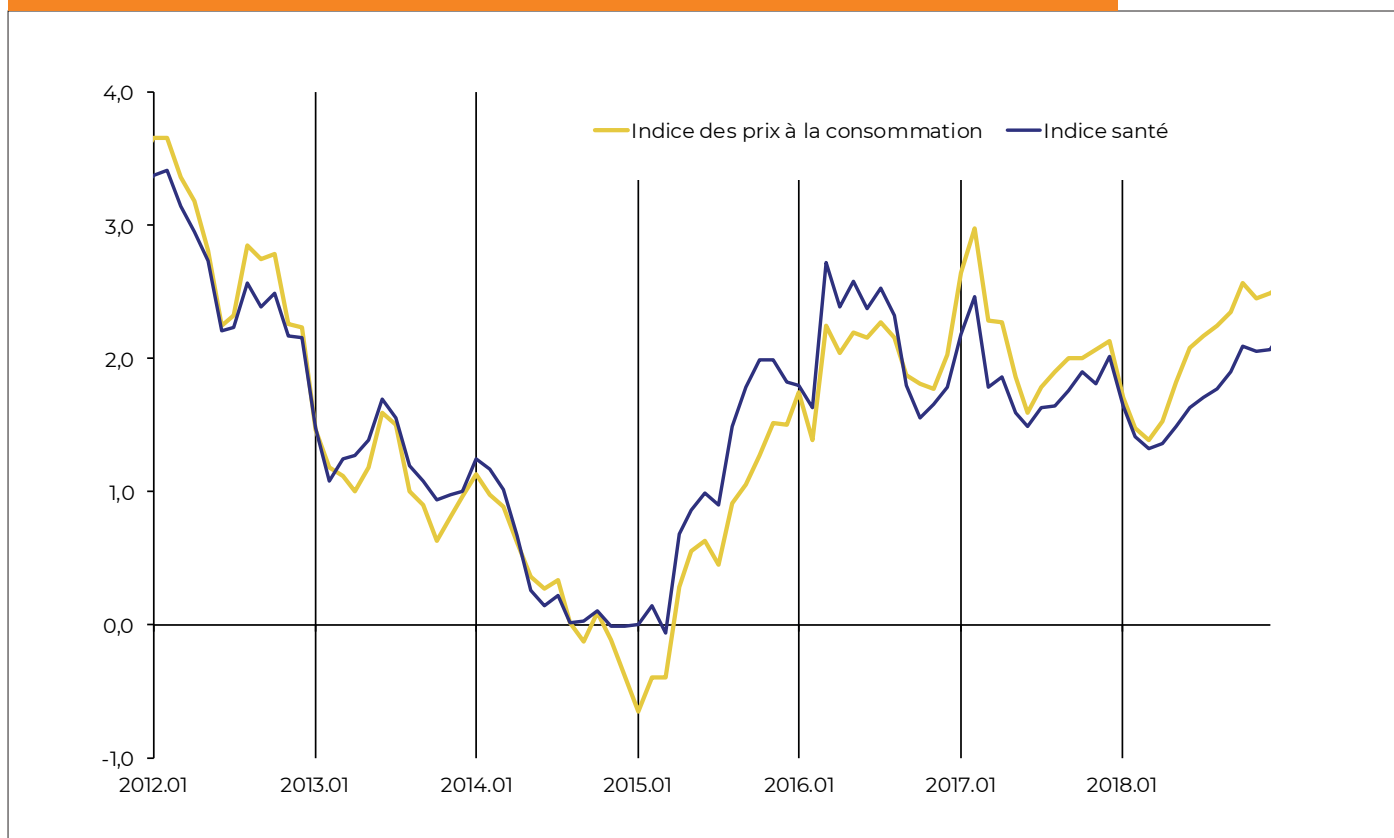
En 2019, le raffermissement attendu de la demande globale et l'amplification prévue de l'inflation de base chez nos principaux partenaires commerciaux devraient alimenter les tensions inflationnistes sous-jacentes. En revanche, l'inflation globale devrait se stabiliser, à +1,9% en moyenne annuelle, principalement en raison de la stabilisation attendue des prix des produits pétroliers.

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 +1,7% en 2018, contre +1,9% en 2019⁸. L'indice pivot a été dépassé en août 2018, 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 septembre et en octobre dernier. L'indice pivot serait encore dépassé en octobre 2019, entraînant une nouvelle indexation au dernier trimestre de notre horizon de prévision.

⁷ IWEPS, IBSA, SVR, BFP, Perspectives économiques régionales 2018-2023, juillet 2018.

⁸ L'estimation du Bureau fédéral du Plan est réalisée sur la base d'une hypothèse de prix du pétrole égal à 74 dollars le baril en moyenne en 2018 et 79 dollars le baril en 2019 et d'un taux de change euro/dollar fixé à 1,19 pour cette année et 1,21 l'année prochaine.

Graphique 3.7 - Prévisions de l'inflation (taux de croissance des prix à un an d'écart)



Source : Statbel (indices jusqu'à septembre 2018), BFP (prévision)

Des ménages partagés entre rétablissement de l'épargne et relance de la consommation

La dernière observation comptable relative aux dépenses de consommation des ménages wallons s'arrête encore à l'année 2015. Elle confirme pratiquement l'absence de reprise de cette composante de la demande wallonne jusqu'alors. La même année, dans un contexte de revenus toujours déprimé malgré les progrès déjà enregistrés sur le marché du travail, les ménages wallons ont été contraints de recourir à leur épargne pour maintenir la consommation. Comme nous l'indiquons plus haut, les informations régionales partielles dont nous disposons au départ de l'Enquête sur le budget des ménages, combinées aux données nationales des Comptes nationaux, nous laissent penser à un gain ponctuel des dépenses privées

wallonnes en 2016, rebond tel qu'il a davantage encore pesé sur le taux d'épargne que nous estimons s'être abaissé à 7,2% du revenu disponible.

Ce bas niveau en Wallonie, à l'entame de notre période de prévision, constitue une contrainte plus forte qu'à l'échelon national, ce qui suggère que l'évolution du revenu décrite précédemment devrait rester le principal déterminant de l'évolution des dépenses durant les années 2017 à 2019. Les dépenses wallonnes paraissent moins pouvoir être lissées par les revenus du patrimoine qu'à l'échelle nationale. Ce constat se traduit d'ailleurs généralement ces dernières années par des mouvements plus réduits du taux d'épargne.

Les premières observations relatives aux dépenses de consommation dans les comptes nationaux en 2017 et au début de

2018 indiquent une croissance lente des dépenses privées. Celle-ci est confirmée par le climat des affaires au sein du secteur du commerce, dont l'indicateur synthétique a amorcé un repli dès la fin de 2017 à l'échelle nationale. Un profil équivalent est probablement de mise en Wallonie également, même si le repli de la confiance des commerçants s'est produit plus tardivement, soit au début de 2018.

Quoi qu'il en soit, ces informations contrastent avec les degrés de liberté financière que les ménages, belges et wallons, semblent avoir retrouvés depuis l'année passée, grâce à l'augmentation notable de leurs revenus. Il est donc vraisemblable qu'une partie du bénéfice engrangé en termes de revenus ait été utilisée pour rétablir leur niveau d'épargne, particulièrement en 2017. Nous pensons toutefois que ce mouvement devrait s'estomper en cours d'année 2018. Bien qu'en repli, la confiance des consommateurs demeure élevée, ce qui devrait les inciter à plus de dépenses. En outre, les intentions d'investissement des ménages ne témoignent pas d'une vigueur (cf. infra) qui justifierait une thésaurisation importante à court terme. Il est donc probable que les dépenses de consommation des ménages retrouvent, en deuxième partie d'année et dans les prochains mois, des rythmes de progression plus en phase avec l'évolution de leurs revenus. Aussi, escomptons-nous une croissance d'un trimestre à l'autre proche de +0,4%. En raison d'un acquis de croissance défavorable en 2018, la croissance annuelle de la consommation s'élèverait à +0,9% en 2018 et à +1,5% en 2019. Il s'agit de rythmes équivalents à ceux attendus pour la Belgique (+0,9% et +1,6%). En effet, malgré une progression légèrement plus lente des

revenus au Sud du pays, le redressement attendu du taux d'épargne serait, lui aussi, moins prononcé en Wallonie. En 2019, ce taux ne s'établirait encore pour les Wallons qu'à 8,0%.

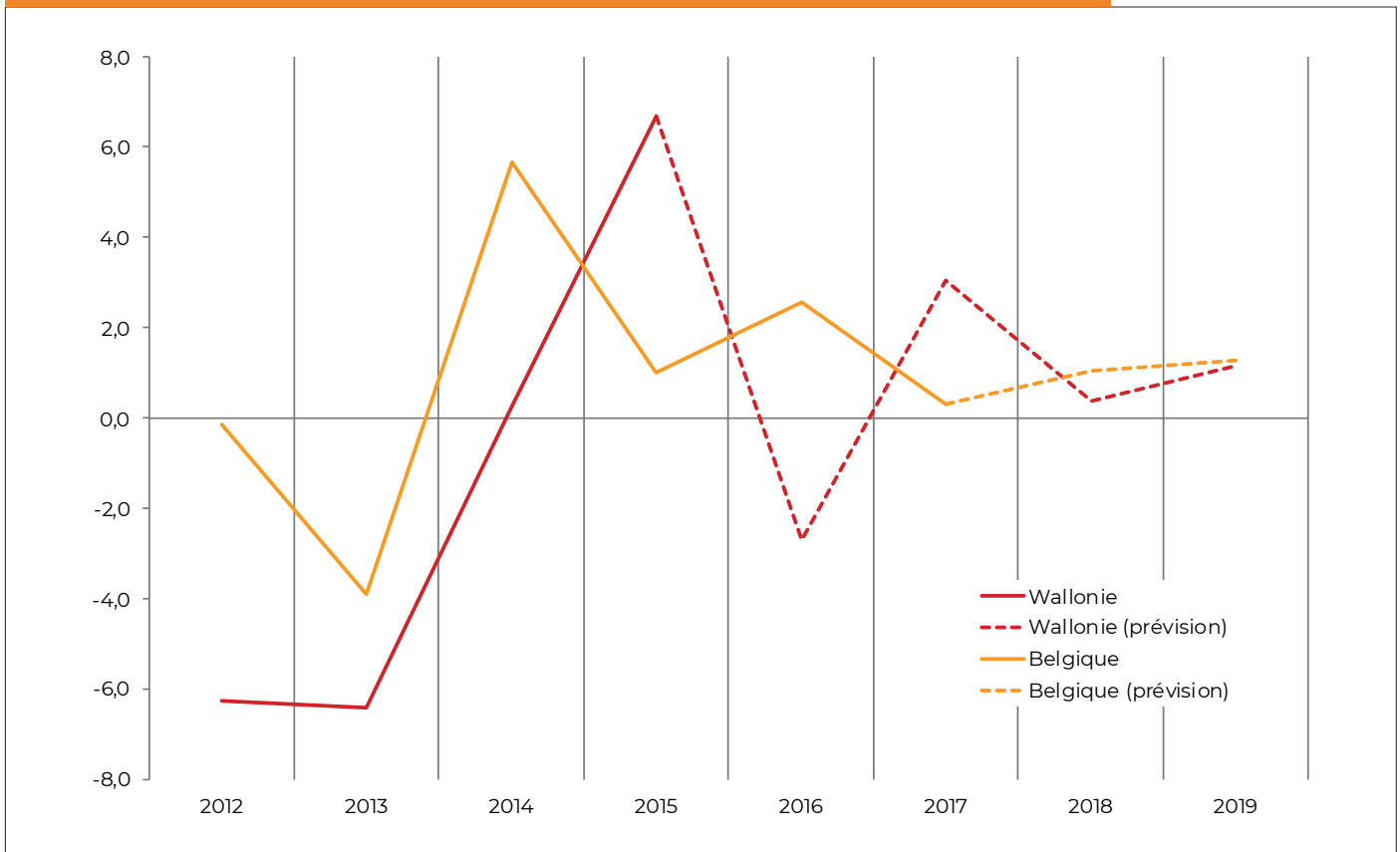
Reconnaissons encore que ce scénario de reprise modérée de la consommation en Wallonie n'est pas exempt de risques. Il table, durant les prochains trimestres, sur un rééquilibrage entre consommation et épargne qui pourrait être contredit par une accélération plus franche des taux d'intérêt rendant l'épargne plus attractive. Par ailleurs, malgré le dernier volet du *Tax Shift* fédéral qui devrait stimuler les revenus l'année prochaine, la politique budgétaire pourrait finalement s'avérer plus restrictive en 2019 et moins favorable au pouvoir d'achat, si des corrections au budget sont apportées en ce sens ou des ajustements adoptés par le prochain gouvernement.

Expansion lente des investissements résidentiels

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 2015⁹. Selon nos estimations, les dépenses d'investissement résidentiel en Wallonie se seraient repliées en 2016 (-2,7%), notamment en raison de la disparition des effets d'amplifications temporaires qui ont soutenu la forte progression des investissements en logements en 2015. En 2017, la demande d'investissement immobilier des ménages wallons pourrait s'être accrue, un raffermissement toutefois encore mesuré (+3,0%), comme le suggère le nombre d'autorisations de bâtir enregistré l'année passée, qui évolue sous sa moyenne de long terme.

⁹ 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. Quant aux autorisations de bâtir, qui peuvent servir d'approximation avancée aux mises en chantier, elles subissent actuellement une interruption de publication et ne sont disponibles que jusqu'à la fin de 2017.

Graphique 3.8 - Croissance annuelle de l'investissement résidentiel, en volume



Source : ICN – Estimations IWEPS

La reprise des investissements en logements des ménages devrait s'être poursuivie durant la première partie de l'année 2018. Les enquêtes d'opinions auprès des consommateurs témoignent ainsi notamment de la volonté des ménages wallons d'investir dans des projets immobiliers. La proportion de répondants enclins à renforcer leur demande d'investissement résidentiel, dans les douze mois pour la transformation ou dans les deux ans pour la construction ou l'achat, est restée élevée, dans une perspective historique, encore une bonne partie de l'année dernière.

Ces intentions sont confirmées par le redressement net des encours de crédit hypothécaire en Wallonie. Après s'être fortement relevée au cours de l'année 2017, la croissance à un an d'écart de ces encours a atteint +3,2% par an, un rythme élevé

conservé de septembre 2017 jusqu'au mois de mai de cette année. Ces statistiques qui renseignent sur l'ampleur moyenne des projets immobiliers confirment, indirectement, qu'en comparaison des années récentes, le poids des nouvelles constructions s'est aujourd'hui renforcé par rapport aux transformations. Le montant moyen des crédits a en effet augmenté au cours de l'année 2017 et encore à partir du deuxième trimestre de cette année.

La confiance dans le secteur de la construction a également enregistré une progression très sensible depuis le début de l'année 2018, un redressement plus tardif en Wallonie que dans le reste du pays. Tant l'indicateur de l'évolution de l'activité que l'indicateur synthétique du climat dans le secteur se sont améliorés.

En ce qui concerne notre scénario pour 2019, les indicateurs dont nous disposons renvoient une image mitigée de l'évolution attendue des investissements en logements. En effet, alors que l'optimisme reste de mise du côté des opérateurs actifs dans la réalisation de ce type d'investissements, les indicateurs qui portent sur les ménages eux-mêmes font état d'un essoufflement.

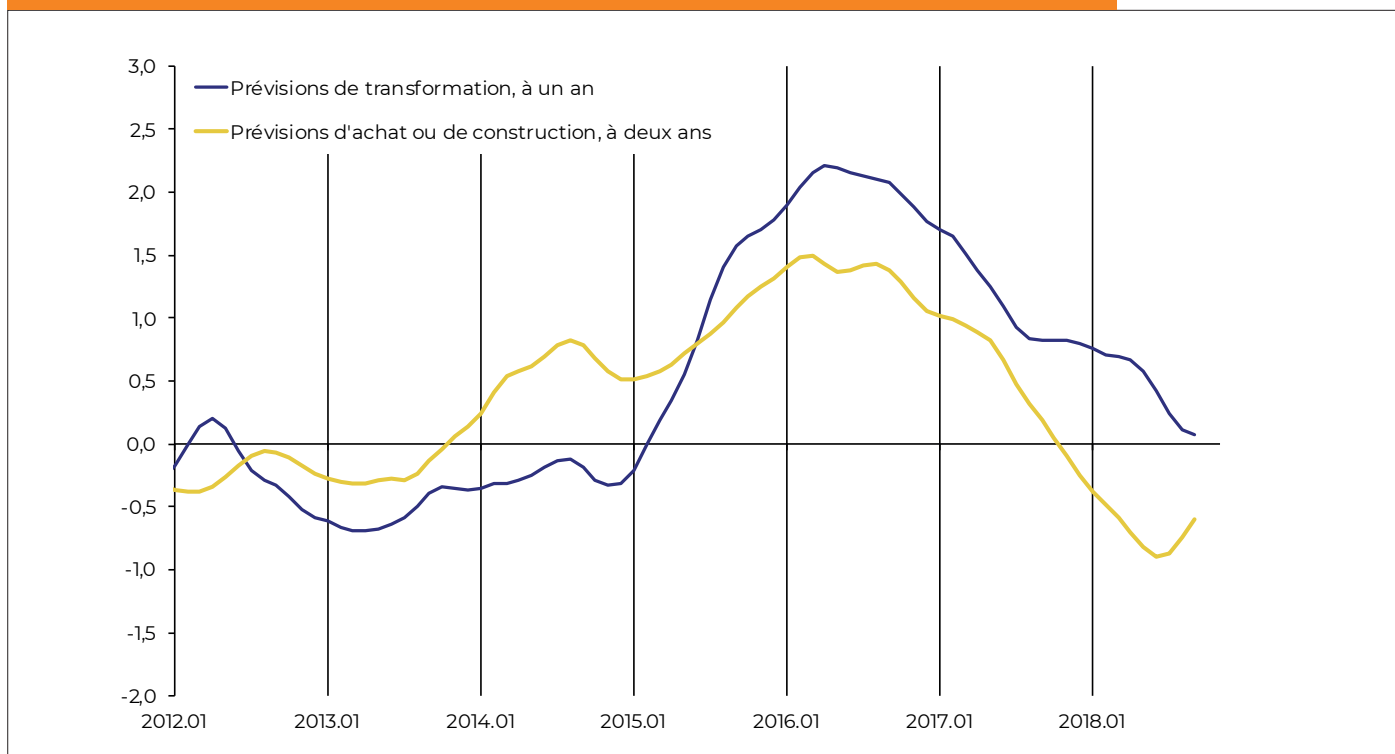
Ainsi, dans les enquêtes menées auprès des consommateurs, les prévisions de transformation accusent un repli depuis plusieurs trimestres, ramenant aujourd'hui l'indicateur à sa moyenne de longue période. Les prévisions d'achat ou de construction se sont aussi largement infléchies et leur niveau est cette fois bien inférieur à celui de long terme.

Les données régionales relatives au crédit hypothécaire témoignent elles aussi d'un ralentissement depuis cet été. La progression à un an d'écart des encours hypothécaires est passée à 2,2% en septembre dernier. Ce rythme demeure par ailleurs, depuis 2016, toujours inférieur à celui

observé en Flandre, pourtant également en baisse.

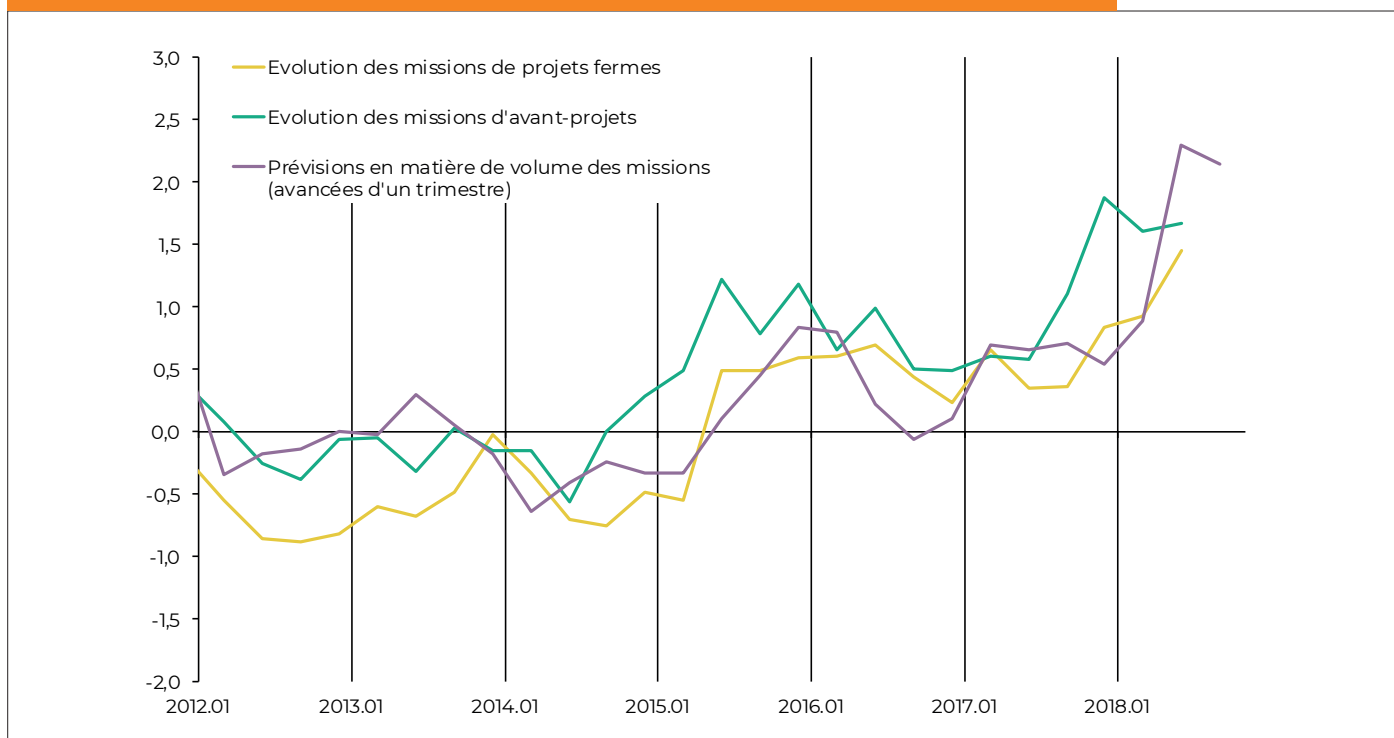
De façon générale pourtant, le contexte financier demeure propice à la concrétisation de projets immobiliers. Ainsi, parmi les éléments qui procurent un soutien à la demande d'investissement résidentiel figure certainement toujours la faiblesse des taux d'intérêt. Le loyer de l'argent pour les emprunts hypothécaires de plus de dix ans s'est établi à 2% depuis mi-2016, un plancher nominal auquel il demeure jusqu'aujourd'hui et qui est proche de zéro en termes réels. Même s'il devait s'orienter à la hausse, son faible niveau, dans un contexte d'amélioration des revenus, ne constituerait vraisemblablement pas, à court terme, un frein à l'investissement. Si les autres conditions d'attribution de crédit demeurent contraignantes, rendues graduellement plus strictes de 2016 à mi-2017, les banques interrogées dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit n'envisagent pas un resserrement à court terme de ces critères d'octroi non financiers.

Graphique 3.9 - Prévisions des achats et constructions de logements par les ménages wallons - Moyennes centrées réduites - tendances



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

Graphique 3.10 - Prévisions des architectes en Belgique - Moyenne centrée réduite



Source : BNB – Calculs IWEPS

Les architectes et les entrepreneurs du secteur de la construction donnent des indices plus optimistes encore, comme le montre le graphique 3.10 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 nettement leur moyenne de long terme et leur tendance demeure en progrès.

Quant aux entrepreneurs wallons du secteur de la construction, ils formulent, depuis mi 2017 et malgré une certaine volatilité, des prévisions de demande qui dépassent sensiblement la moyenne de long terme. Ces attentes favorables se maintiennent jusqu'aux dernières observations de septembre 2018. Sans doute le secteur est-il également soutenu par son segment non résidentiel, notamment grâce à la dynamique récente des investissements publics et privés. Toutefois, pour l'ensemble de la Belgique, l'indicateur mensuel relatif à l'évolution du carnet

d'ordres des entrepreneurs sur le marché résidentiel s'est redressé depuis l'été 2017 et n'a pas fléchi depuis.

En somme, en dépit de certains signes d'un essoufflement de la dynamique d'investissement en logements, il semble que les principaux déterminants de l'investissement des ménages connaissent des développements favorables. En particulier, la situation financière des ménages devrait se renforcer tant en 2018 qu'en 2019. Même s'ils font part d'un moindre intérêt qu'en 2017 pour les projets d'investissement immobilier, les conditions paraissent réunies pour que cette composante de la demande demeure en progrès, à des rythmes moins élevés toutefois que l'an dernier. Cette analyse nous conduit à estimer une croissance annuelle moyenne de +0,3% en 2018, un score qui pâtit d'un effet de seuil défavorable¹⁰, qui s'intensifierait un peu en 2019 (+1,2%), un chiffre qui traduit un retour à la normale pour la progression de cette composante, après une évolution saccadée les années précédentes.

¹⁰ Le nombre d'autorisations de bâtir, qui anticipent le début des investissements de plusieurs mois, s'est en effet globalement inscrit en recul au cours du second semestre de l'année 2017.

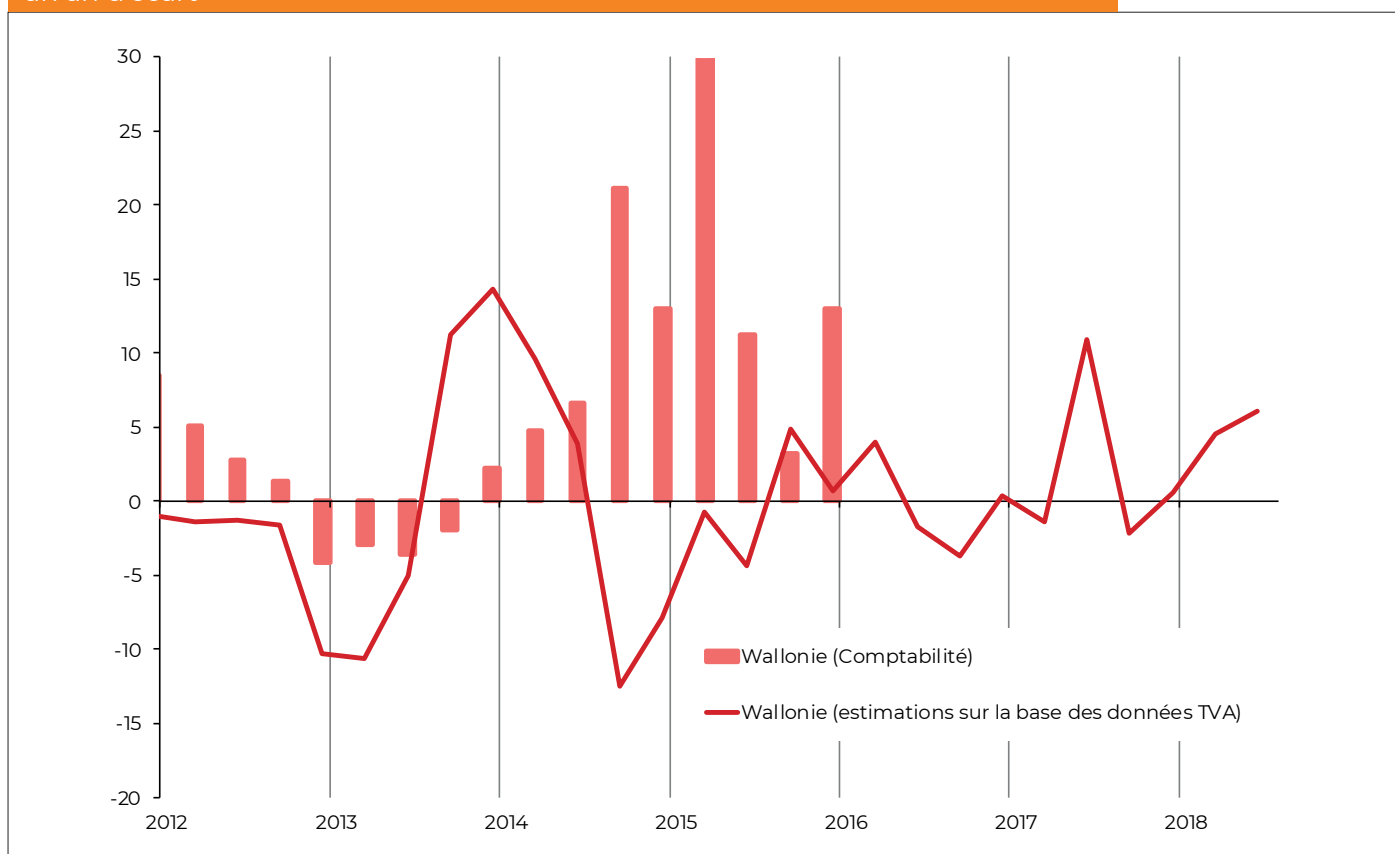
3.2.2 Les entreprises

Au printemps 2018, avec un environnement économique international porteur, source d'un réel optimisme dans le chef des entrepreneurs, nous annonçons des perspectives prometteuses pour la formation brute de capital fixe en Wallonie. Tous les déterminants de l'investissement étaient en effet dans le vert : des anticipations de demande à la hausse, avec des carnets de commandes déjà bien remplis et un appareil de production sous tension, sans oublier un environnement financier propice,

caractérisées par des conditions de financement externe avantageuses et des taux de marge des entreprises en amélioration.

Les dernières statistiques des comptes régionaux concernant la formation brute de capital fixe datent de 2015. Si l'on se reporte aux données issues des déclarations des entreprises auprès de la TVA (graphique 3.11), elles attestent d'un scénario où l'investissement des entreprises aurait eu le vent en poupe en première partie de l'année 2018 : +4,5% à un an d'écart au premier trimestre et +6,1% au deuxième trimestre.

Graphique 3.11 - Croissance des investissements des entreprises en Wallonie : comptes régionaux et estimations sur la base des données de TVA – Variations à un an d'écart



Source : ICN, Statbel – Calculs : IWEPS

Note : Données en volume, corrigées des variations saisonnières.

Plusieurs fondamentaux nécessaires au maintien de la croissance des investissements sont encore réunis actuellement. Les enquêtes auprès des entreprises en Wallonie indiquent que la confiance est toujours de mise dans les milieux d'affaires et que les perspectives de demande pour les mois à venir sont favorables. Le crédit bancaire aux entreprises se maintient, avec des taux d'intérêt bas et des conditions d'octroi avantageuses, alors que les entreprises disposent aussi de ressources financières en interne.

Par ailleurs, les pressions sur les capacités de production sont aujourd'hui moins fortes. En outre, sur fond de hausse des incertitudes liées aux échanges commerciaux internationaux, la confiance des entrepreneurs pourrait à l'avenir céder du terrain. Ces orientations récentes laissent à penser que les investissements wallons devraient connaître un régime de croissance un peu moins dynamique à l'horizon 2019. Nous détaillons dans les lignes qui suivent les principaux arguments qui fondent ce diagnostic.

Les tensions sur l'appareil productif se relâchent

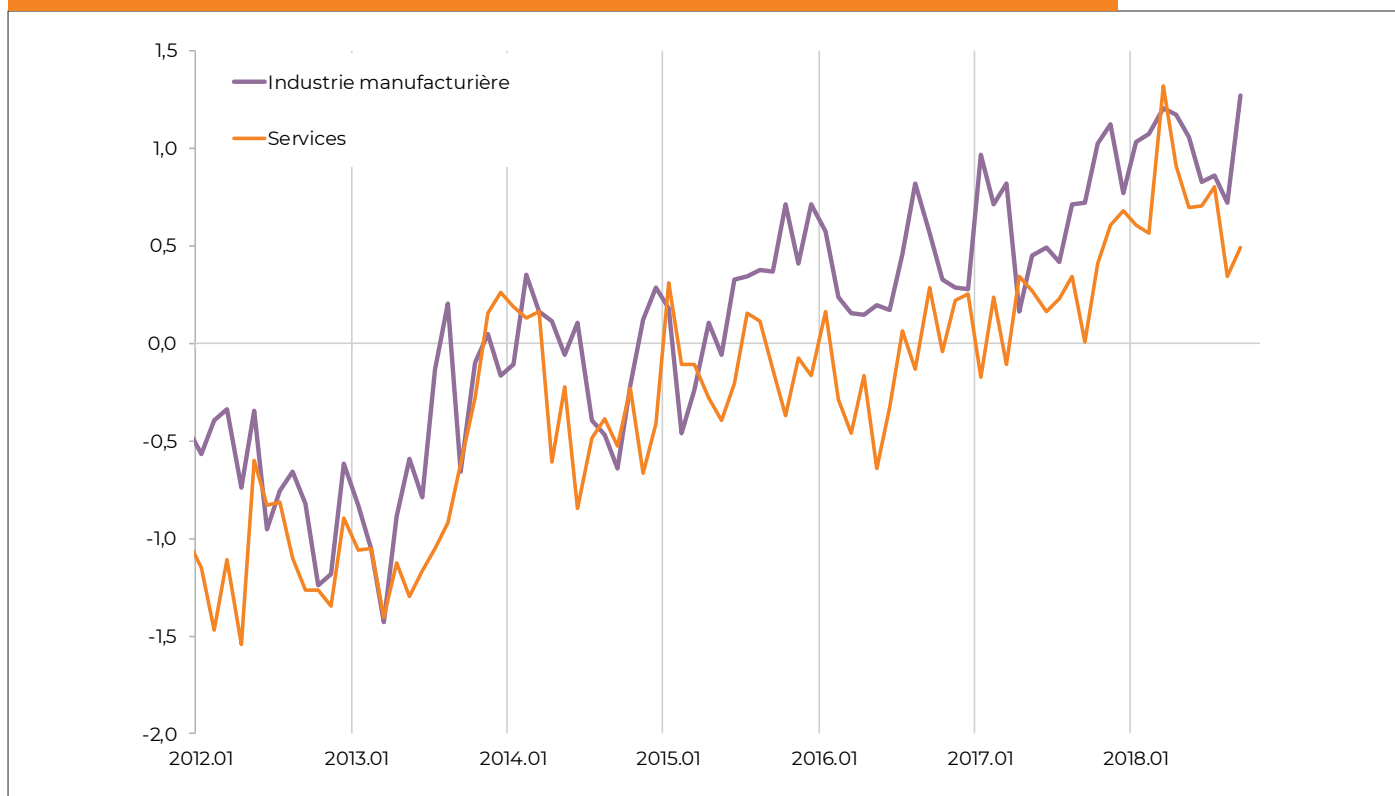
La demande attendue, par rapport aux capacités de production disponibles, compte parmi les principaux déterminants de la dépense d'investissement des entreprises.

Dans l'industrie manufacturière, les anticipations de demande à court terme ont fléchi en cours d'année 2018, avec une dernière donnée disponible, en septembre, qui effacerait toutefois le recul des mois précédents (graphique 3.12). Le fléchissement s'observe également dans le secteur des services, où la donnée la plus récente n'esquisse qu'un timide redressement. Malgré tout, tant dans l'industrie que dans les services, les perspectives de demande restent favorables. Les indices conservent en effet des niveaux supérieurs à leur moyenne de long terme.

Quant au taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière (graphique 3.13), il s'est inscrit sur une tendance ascendante au cours de l'année 2017 pour culminer à 79,8% en janvier 2018. Il s'est ensuite replié et se maintient depuis deux trimestres à 76,6%, c'est-à-dire à un niveau en deçà de sa moyenne de longue période (77,7%).

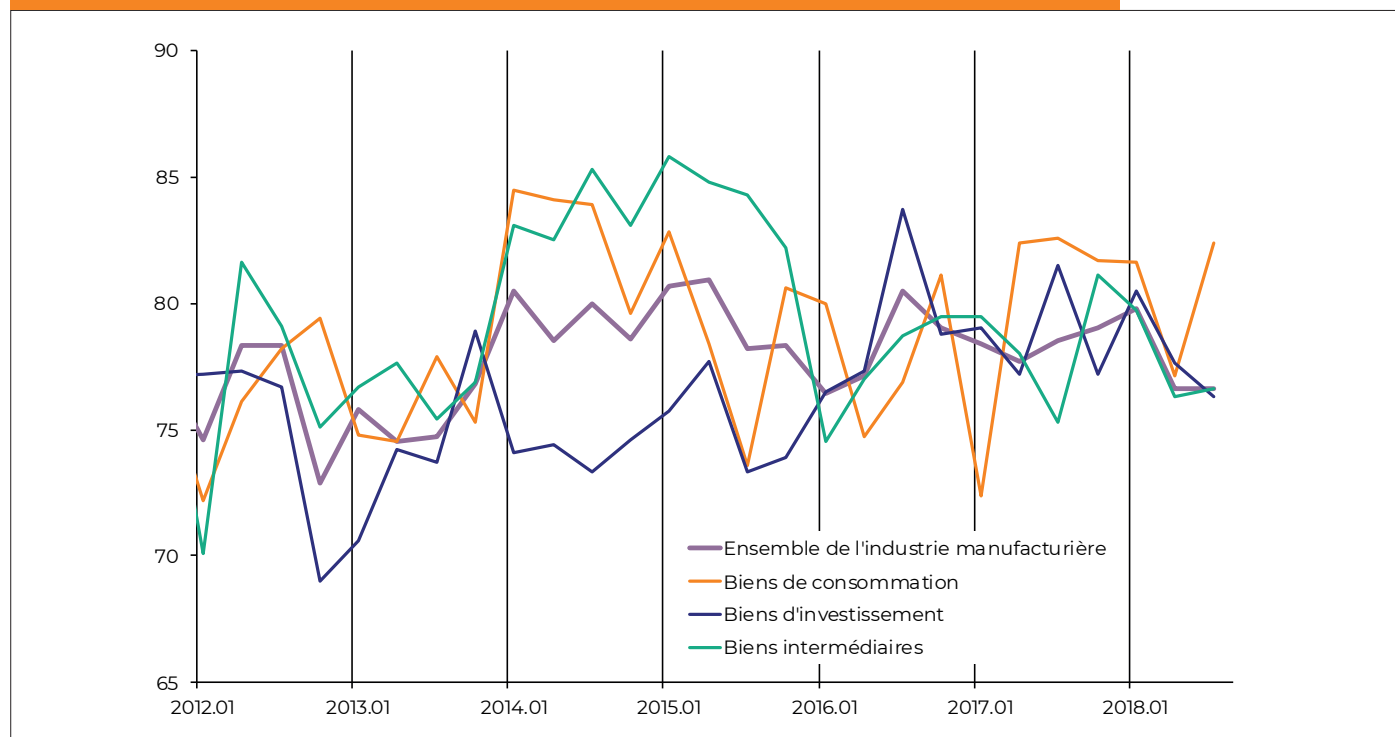
Cette récente modération des tensions sur l'appareil de production s'observe également en Belgique et, plus largement, dans la majorité des pays européens. Si ce relâchement de pression est de nature à tempérer l'effort d'investissement, la bonne orientation des prévisions de demande devrait faire en sorte que les investissements continueront à croître en seconde partie de l'année 2018 et en 2019.

Graphique 3.12 - Prévisions de la demande en Wallonie : industrie manufacturière et services – Moyenne centrée réduite



Source : BNB – Calculs : IWEPS

Graphique 3.13 - Taux d'utilisation de la capacité de production en Wallonie – Données dessaisonnalisées



Source : BNB – Calculs : IWEPS

Note : La moyenne de longue période du degré d'utilisation de la capacité de production s'élève à 77,7% pour l'ensemble de l'industrie manufacturière, à 77,9% pour la production de biens d'investissement, à 78,9% pour la production de biens de consommation et à 78,5% pour la fabrication de biens intermédiaires.

Environnement financier propice à l'investissement

Le recours aux fonds propres est une source de financement importante des investissements. D'après nos estimations, sur la base des données disponibles à l'échelle régionale, l'excédent brut d'exploitation des entreprises (c'est-à-dire le revenu qu'elles génèrent par leur activité) progresse depuis 2013 en Wallonie, profitant des mesures de modération salariale mises en œuvre par le gouvernement fédéral ou encore de la baisse des cours du pétrole observée durant cette période. Cette amélioration continue des capacités d'autofinancement stimule la propension à investir des entreprises, et la stimulera encore à l'avenir, sachant que les entreprises réagissent avec un temps de décalage par rapport à l'amélioration de leur environnement financier.

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. Depuis le début de l'année 2018, les conditions du financement bancaire se sont avérées favorables en Belgique⁴⁴. 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 juillet 2018, en Belgique, l'enquête indique une moyenne des taux d'intérêt à 1,58%.

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 juillet 2018 que la perception des conditions de crédit s'est encore quelque peu améliorée (l'indice est passé de 5,4% en avril 2018 à 4,9% en janvier 2018) et a atteint un nouveau plancher historique (graphique 3.14).

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). Au premier semestre de 2018, les banques belges ont maintenu inchangées leurs conditions de crédit à destination des entreprises. Parallèlement, les établissements financiers belges ont fait état d'une hausse de la demande de prêts bancaires émanant des entreprises, plus importante au premier qu'au second trimestre. Pour le troisième trimestre de l'année 2018, les banques belges anticipent un léger durcissement de leurs critères d'octroi de crédits et tablent malgré tout sur un nouvel accroissement de la demande de prêts des entreprises, les conditions restant somme toute très favorables.

⁴⁴ 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.

Graphique 3.14 - 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.

La volonté d'investir des entrepreneurs reste présente malgré la montée de l'incertitude

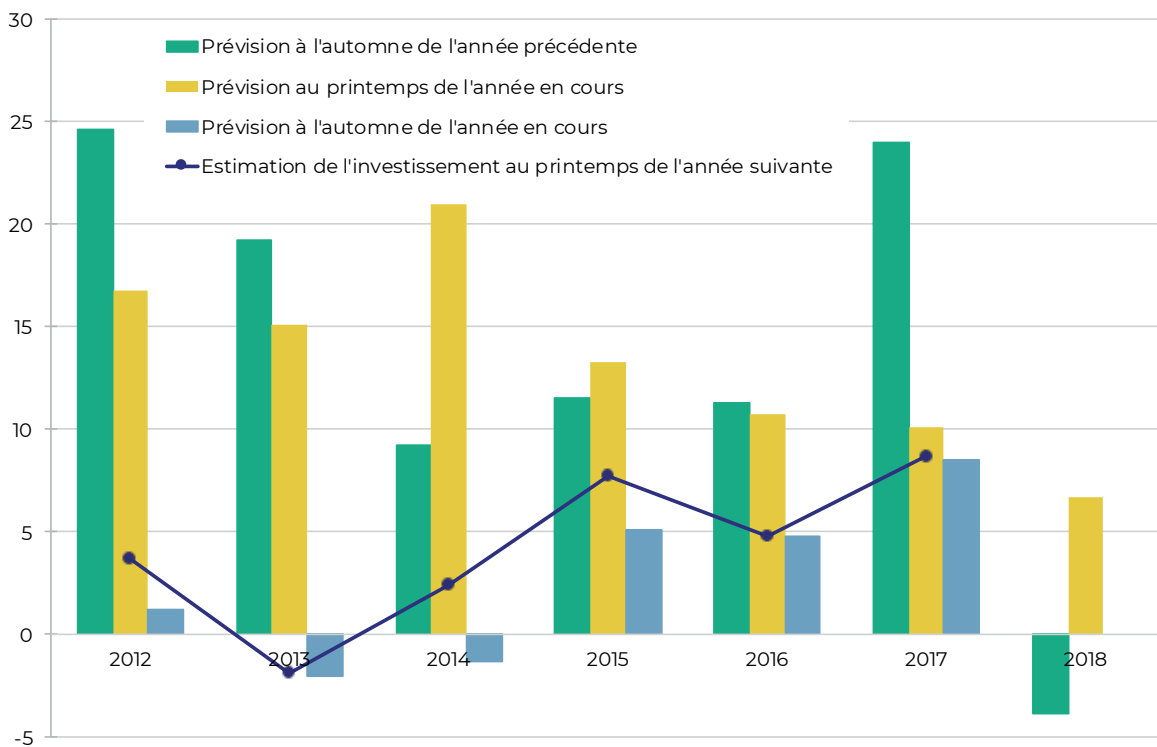
Outre les anticipations relatives à la demande et les conditions financières, l'incertitude macroéconomique et politique constitue également un facteur susceptible d'affecter les décisions d'investissement des entreprises. Dans un environnement jugé incertain, les entrepreneurs sont enclins à revoir ou postposer leurs projets.

En comparaison de notre précédent exercice de prévision, notre projection actuelle s'inscrit dans un environnement international qui reste globalement porteur, mais plus incertain. À ce stade, la confiance des entrepreneurs reste bien orientée malgré la montée de l'incertitude, comme en témoigne l'enquête semestrielle sur les investissements

de l'industrie manufacturière (graphique 3.15). Cette enquête constitue, à l'échelle de la Belgique, un indicateur de la volonté d'investir des entreprises. Si l'on en croit les chiffres du printemps 2018, les entrepreneurs belges continuent de se montrer optimistes en matière d'investissement. Alors qu'ils tablent sur une hausse de +8,7% de leurs investissements en capital fixe (exprimés à prix courants) en 2017, soit une année faste pour l'investissement, ils s'attendent encore à une hausse de +6,7% en 2018. Ce qui constitue une nette révision à la hausse, par rapport au repli de 3,9% qu'ils anticipaient à l'automne 2017 pour l'année 2018.

Il n'en reste pas moins que toute escalade des tensions commerciales ou politiques pourrait miner le moral des entrepreneurs et jouer négativement sur leur dynamique d'investissement.

Graphique 3.15 - Investissements en biens de capital fixe dans l'industrie manufacturière en Belgique : enquête semestrielle



Source : BNB

L'investissement continuera à soutenir la croissance

Selon notre scénario, pour la Wallonie, les investissements des entreprises croîtraient de +2,9% en 2018 et +2,8% en 2019. L'investissement des entreprises conserverait ainsi son rôle d'accélérateur et contribuerait à la croissance du PIB wallon : +0,4 point en 2018 comme en 2019.

Cette contribution à la croissance de l'investissement, comme moteur interne, aux côtés de la consommation privée, sera d'autant plus appréciable en 2019 que l'apport des exportations régionales devrait être plus modeste (0,1 point de contribution en 2019, contre 0,5 point en 2018).

3.2.3 Le secteur public

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

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

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

Pour 2018 et 2019, la croissance de la consommation publique en Wallonie devrait être identique à l'évolution de cette

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

Au niveau des investissements publics, ce sont les investissements des pouvoirs locaux qui représentent la plus grande part (46% des investissements publics en moyenne sur les quinze dernières années). Dans le contexte budgétaire que nous connaissons, un étalement dans le temps de certains investissements a été annoncé. 2018 étant la dernière année des législatures communale et provinciale, les dépenses d'investissement enregistrées devraient traditionnellement être en hausse, augmentation toutefois inférieure à celles que l'on a pu connaître par le passé l'année des élections au niveau local, et se replier en 2019. Un écart important apparaît entre les prévisions belges et wallonnes. En effet, les investissements publics au niveau belge sont dopés par certains projets portés par le gouvernement flamand, principalement pour la construction d'écoles et la liaison Oosterweel. Compte tenu de ces informations, nous estimons que les investissements publics wallons enregistreront une augmentation de l'ordre de +4,6% en 2018 et +2,1% en 2019.

3.3

L'ÉVOLUTION DE L'EMPLOI

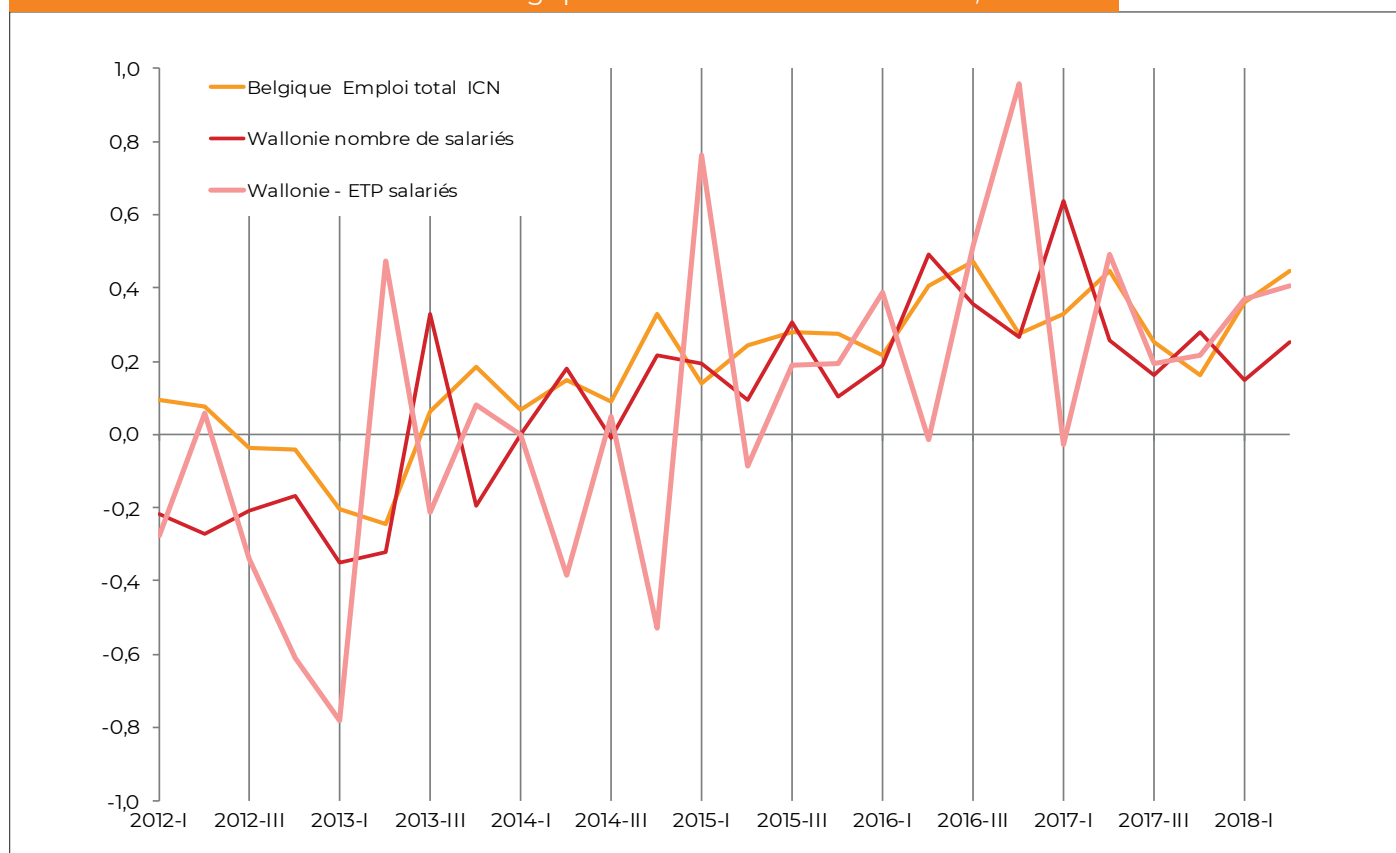
La bonne dynamique de l'emploi salarié en 2017 en Wallonie, observée sur la base des données de l'ONSS, s'est poursuivie en première partie de 2018 à un rythme cependant plus lent. À un trimestre d'écart, le nombre de salariés assujettis à l'ONSS s'est ainsi accru de respectivement +0,1% et +0,3% aux premier et deuxième trimestres de 2018 (données dessaisonnalisées, graphique 3.16).

L'évolution du volume de travail exprimé en ETP est très dynamique avec une croissance de +0,4% lors des premier et deuxième trimestres de 2018 (données

dessaisonnalisées, graphique 3.16) préseignant un taux de croissance du nombre de travailleurs toujours positif dans la seconde moitié de 2018.

Force est de constater que le temps de travail par personne s'est légèrement relevé depuis début 2018 (graphique 3.17). Poursuivant cette tendance, nous n'anticipons pas que la croissance de l'emploi va s'accélérer, 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.

Graphique 3.16 - 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 %



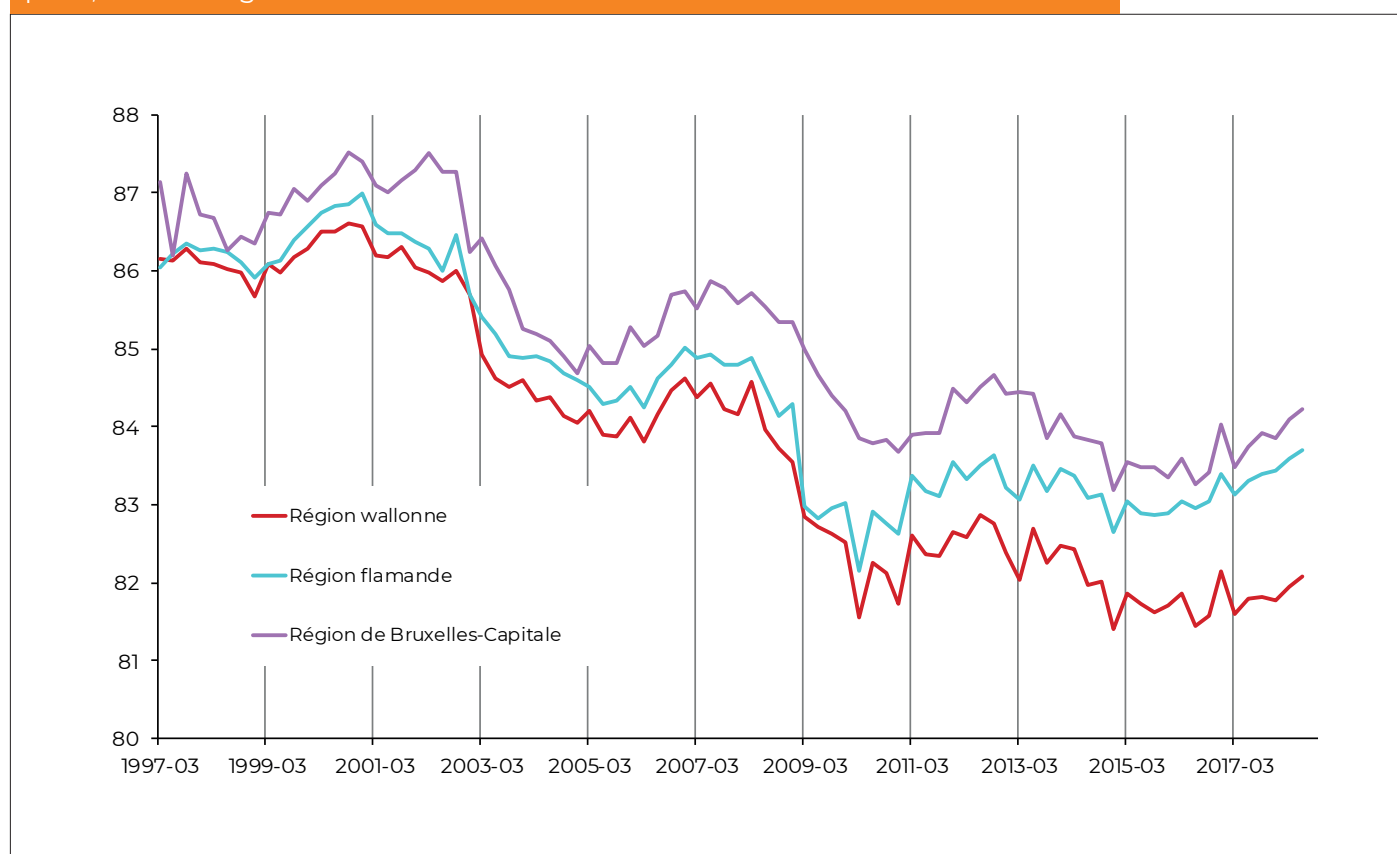
Source : ONSS brochure verte ; ICN Comptes trimestriels – Calculs : IWEPS

En effet, comme nous le précisons dans notre édition précédente, au lendemain de la crise de 2009, le volume de travail a crû moins vite que le nombre de travailleurs. La durée moyenne du travail en pourcentage d'un temps plein était ainsi passée de 84,8% au premier trimestre de 2008 à 81,6% au premier trimestre de 2017 en Wallonie, ce mouvement de recul était beaucoup plus marqué que dans les deux autres régions du pays (graphique 3.17). Il semble que depuis une douce remontée de la durée moyenne soit amorcée. La dernière donnée disponible, pour le deuxième trimestre de

2018, montre qu'elle atteint maintenant 82,1% d'un temps plein en Wallonie.

Comme nous le notions dans notre édition précédente, à l'instar de ce qui se passe dans les deux autres régions et à l'échelle européenne, 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 (davantage de services, participation accrue de travailleurs âgés...)¹², de sorte que le niveau resterait en deçà de ce qui était observé avant la crise

Graphique 3.17 - Durée moyenne du travail salarié en pourcentage d'un temps plein, selon la région de résidence



Source : ONSS brochure verte – Calculs : IWEPS

¹² Voir ECB Economic Bulletin, Issue 6 / 2016

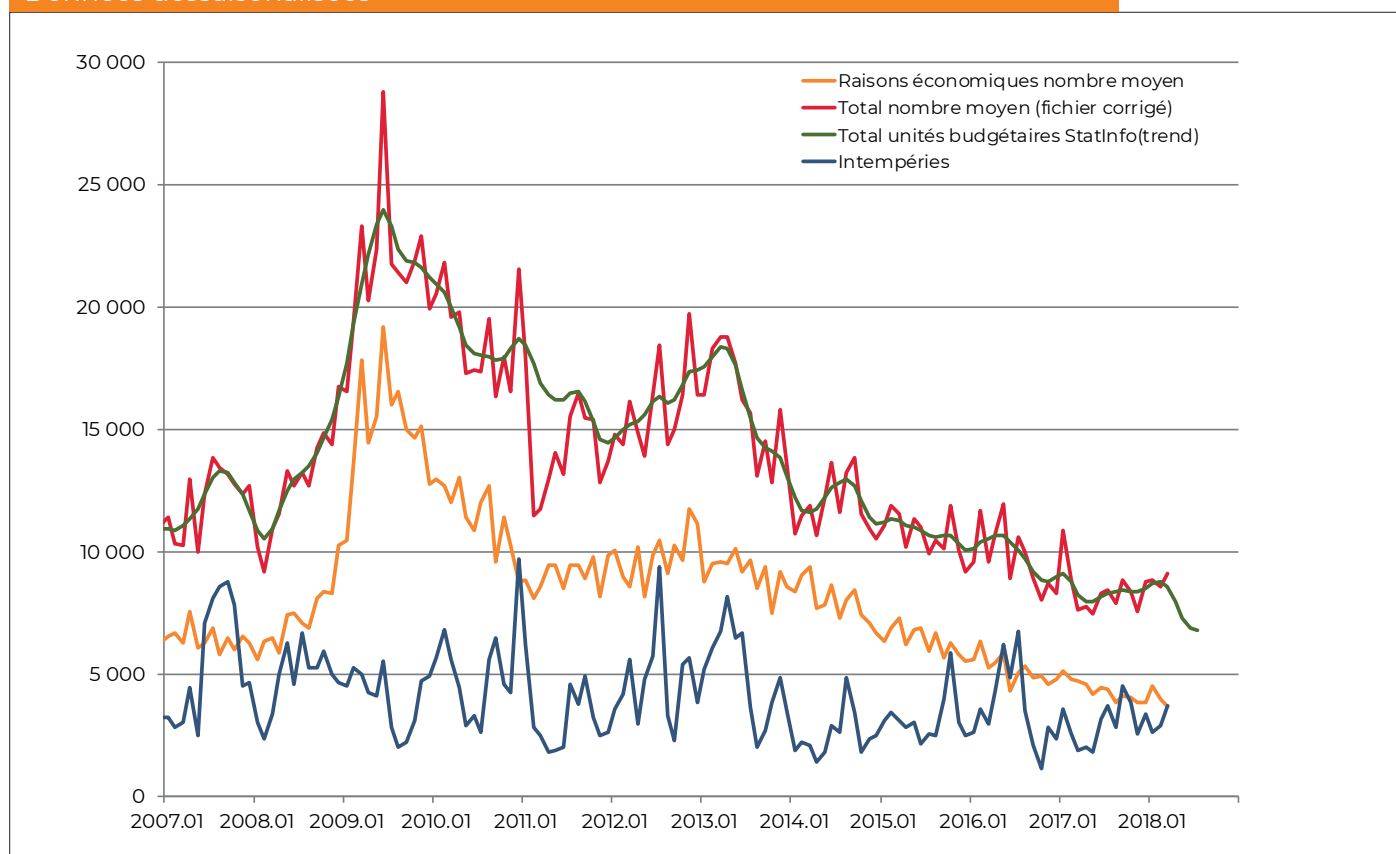
La décomposition sectorielle de l'évolution trimestrielle de l'emploi salarié dans la comptabilité nationale montre que, au niveau belge, en première moitié d'année, la croissance de l'emploi a été soutenue dans tous les secteurs, à l'exception des activités financières et d'assurance et les administrations publiques. À noter en particulier, la croissance soutenue de l'emploi dans l'industrie (+0,5% et +0,6% à un trimestre d'écart aux premier et second trimestres 2018, données dessaisonnalisées).

Le recul continu du recours des entreprises au chômage temporaire et spécialement au chômage temporaire pour raisons économiques (graphique 3.18) indique que cette

tendance s'observe très probablement aussi en Wallonie (nous ne disposons pas de données d'emploi sectorielles récentes pour les régions).

La croissance de l'emploi dans les services en Wallonie se confirme notamment via les données relatives au volume d'heures prestées par les intérimaires¹³ jusqu'en mai 2018. Toutefois, à partir de juin, la croissance à un mois d'écart devient négative, ce qui confirme la perspective d'un ralentissement possible de la croissance de l'emploi en seconde partie de 2018, mais peut aussi être interprétée comme la phase de passage à des engagements plus stables à dessein même des entreprises.

Graphique 3.18 - 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 ».

¹³ Voir : « Market Update 08/2018 » Fédération des partenaires de l'emploi (FEDERGON), https://federgon.be/fileadmin/media/pdf/market-update/Market_Update_August_2018.pdf

La croissance, tout au long de l'année, du nombre d'opportunités d'emploi reçues par le Forem¹⁴ et du taux de vacances d'emploi¹⁵ estimé par Statbel constituent d'autres indices de la bonne tenue du marché du travail en 2018. Le taux de vacances d'emploi est ainsi passé de 2,6% au second trimestre 2017 à 2,8% au trimestre correspondant de 2018, soit une hausse de 0,2 point. Cette croissance s'observe pour les postes fixes (le taux de vacances passe de 2,3% à 2,5% entre le second trimestre 2017 et le trimestre correspondant de 2018), mais pas pour les postes intérimaires (de 16,7% à 14,8% pour la même période), ce qui corrobore nos données relatives à l'intérim et conforte notre hypothèse d'une phase d'engagement plus stable.

La poursuite en 2018 du recul du chômage (nombre de DEI) observé tout au long de l'année 2017 (graphique 3.19) plaide aussi pour l'hypothèse d'un maintien de la croissance de l'emploi en 2018, même si le recul du chômage a été légèrement surestimé de juillet 2017 à juin 2018. En effet, « entre le 1^{er} juillet 2017 et le 30 juin 2018, les demandeurs d'emploi s'inscrivant au Forem à la demande d'un CPAS ont été versés, de manière transitoire, dans une catégorie n'impactant pas le niveau de la

demande d'emploi. Cette mesure temporaire fait suite, d'une part, à la modification de la convention-cadre conclue en 2016 entre la Région wallonne, la Fédération des CPAS et le Forem concernant l'inscription des demandeurs d'emploi à la demande des CPAS et, d'autre part, à l'obligation d'inscription au Forem pour pouvoir bénéficier des aides Impulsions en juillet 2017. Ces deux éléments conjoints ont engendré une régularisation des demandeurs d'emploi inscrits à la demande des CPAS et ont nécessité d'organiser un transfert d'information des CPAS (via la Banque Carrefour de la Sécurité sociale) vers le Forem.

Les nouveaux inscrits ont été enregistrés dans une catégorie temporaire afin de ne pas gonfler artificiellement le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés. Les flux de données entre les CPAS et le Forem étant opérationnels, les demandeurs d'emploi repris dans la catégorie transitoire sont désormais réintégrés dans la catégorie des demandeurs d'emploi inscrits à la demande des CPAS (inscrits obligatoirement) avec, comme conséquence par rapport à juillet 2017, une augmentation de 8 565 demandeurs d'emploi dans cette catégorie et, de ce fait, dans le chiffre global des demandeurs d'emploi inoccupés »¹⁶.

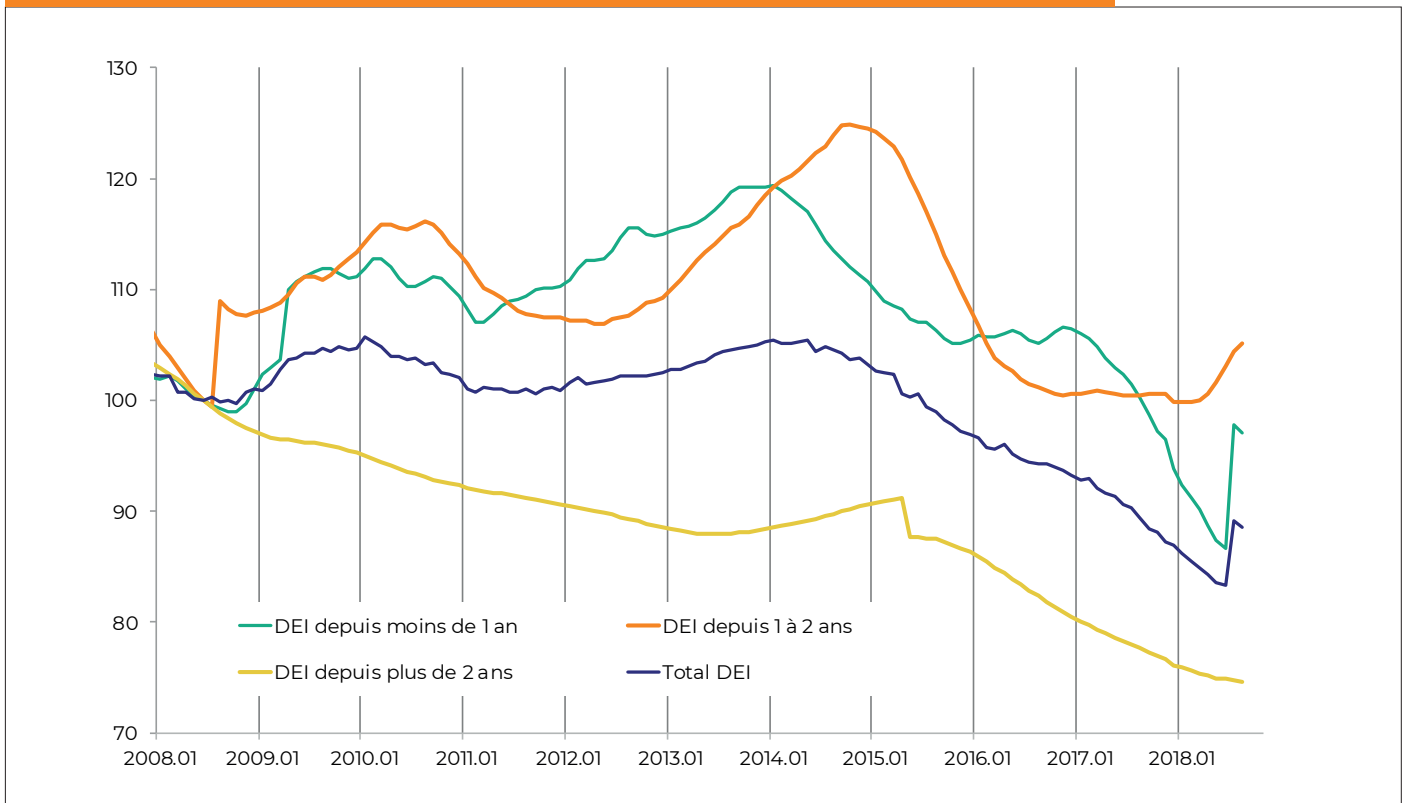
¹⁴ Source : Le Forem : <https://www.leforem.be/chiffres-et-analyses/chiffres.html>

¹⁵ 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.

¹⁶ Voir Le Forem (2018) – Communiqué de presse. Les chiffres de la demande d'emploi pour juillet 2018 <https://www.leforem.be/a-propos/communiques-chiffres-mensuels-demande-d-emploi.html>

Graphique 3.19 - Nombre de DEI (données corrigées des variations saisonnières et trend) selon la durée d'inoccupation en indice 2008=100, en Wallonie



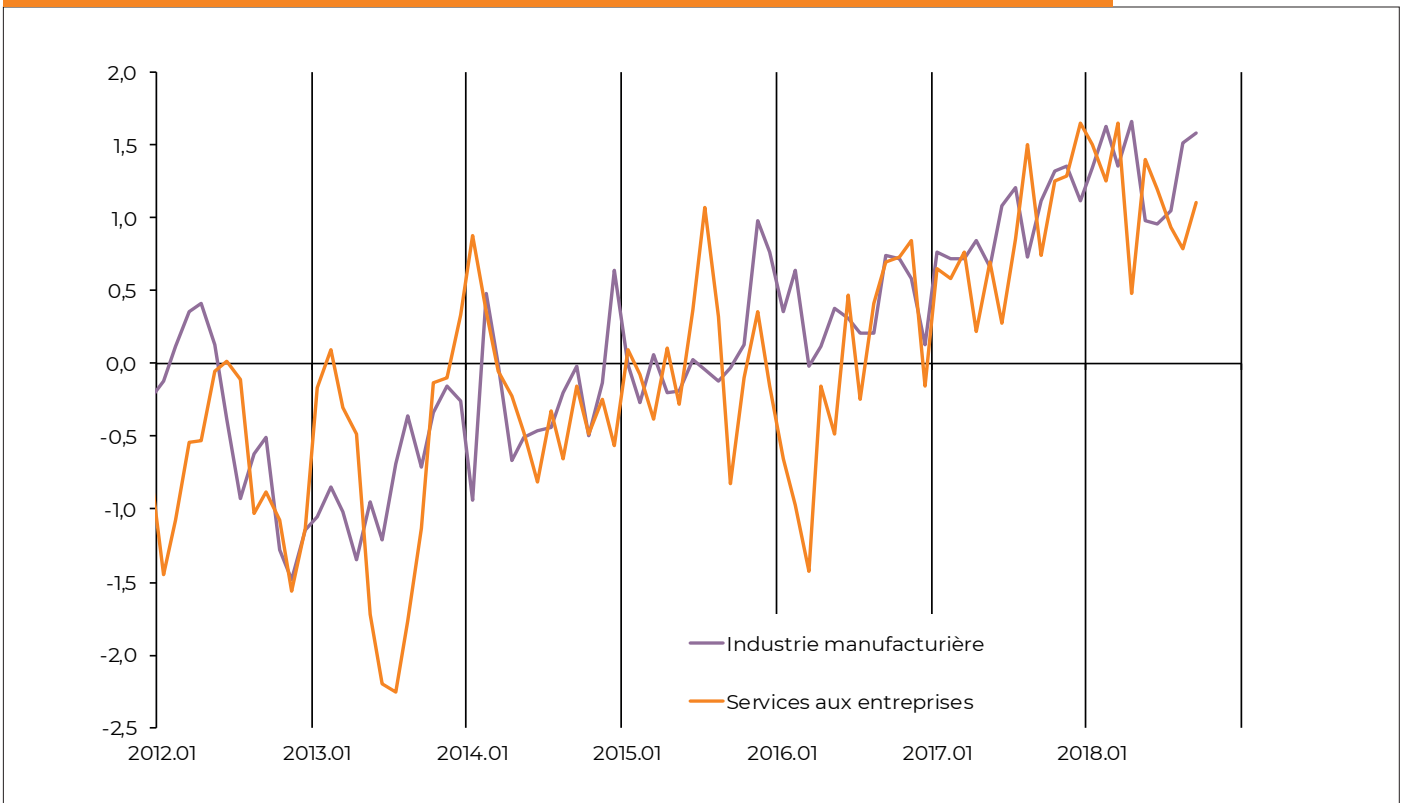
Source : FOREM – ADG – VDAB – ACTIRIS (STAT g2) – ONEM) - Calculs : IWEPS

Sur l'ensemble de l'année 2018, nous estimons ainsi que la croissance de l'emploi serait relativement robuste même si un peu plus faible qu'en 2017, affichant +1,1% en moyenne annuelle (soit une augmentation de 14 000 unités). Endéans l'année, c'est-à-dire entre le début et la fin de l'année 2018, 16 000 emplois seraient ainsi créés (création nette).

Dans le contexte de poursuite de la croissance économique, nous estimons que la croissance de l'emploi va se poursuivre en 2019 à un rythme cependant moins

soutenu. Les prévisions d'emploi au cours des trois prochains mois établies par la BNB sur la base d'enquêtes mensuelles auprès des entreprises nous confortent dans cette hypothèse. Après un relèvement tout au long de l'année 2017 pour atteindre des niveaux historiquement très élevés en début 2018, à la fois dans l'industrie et dans le secteur des services aux entreprises, elles montrent maintenant, au-delà des fluctuations, une légère tendance à la baisse en particulier dans les services (graphique 3.20).

Graphique 3.20 - Industrie manufacturière et services aux entreprises : prévision de l'emploi au cours des trois prochains mois – Moyenne centrée réduite



Source : BNB - Calculs : IWEPS

Nous anticipons que les facteurs déjà à l'œuvre en 2018 impacteront également la croissance de l'emploi en 2019. Ainsi, l'ajustement du volume de travail à l'augmentation de l'activité économique continuera à se faire davantage via l'augmentation du temps de travail moyen. Un autre facteur qui pourrait continuer à ralentir le rythme de la croissance de l'emploi est l'augmentation du coût du travail. En effet, outre la fin des mesures de réduction du coût du travail, dans un contexte où des pénuries apparaissent pour certains profils et où la

norme salariale n'est pas encore atteinte, nous anticipons une hausse du salaire par tête à partir de 2018 (voir à ce propos notre édition précédente et les prévisions à court terme du Bureau fédéral du Plan de septembre 2018¹⁷).

Selon notre scénario, la croissance annuelle moyenne de l'emploi s'établirait à +0,9% en 2019. En nombre de travailleurs, cela représente une augmentation de 12 000 unités en moyenne annuelle et 9 000 unités endéans l'année.

¹⁷ https://www.plan.be/admin/uploaded/201809061226050.CP_budget_20180906_FR.pdf



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