

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



lweps

TENDANCES ÉCONOMIQUES

N° 57

Analyse et prévisions
conjoncturelles

2019



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

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/2019/10158/7**

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 MACROÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE POUR LA PÉRIODE 2019-2020

11 | CONTEXTES INTERNATIONAL ET NATIONAL

2.1. Le contexte international.....	12
2.1.1. La croissance mondiale	12
2.1.2. La situation conjoncturelle des États-Unis	17
et de la Zone euro	
2.1.3. Les matières premières.....	25
2.1.4. La politique monétaire, l'évolution des taux longs.....	26
et le marché des changes	
2.2. La situation conjoncturelle en Belgique.....	34

39 | TENDANCES ÉCONOMIQUES EN WALLONIE

3.1. L'activité économique.....	40
3.2. Le commerce extérieur	45
3.3. La demande intérieure.....	49
3.3.1. Les ménages	49
3.3.2. Les entreprises.....	57
3.3.3. Le secteur public.....	62
3.4. L'évolution de l'emploi.....	64

Analyses terminées le 16 octobre 2019



CHAPITRE 1

PERSPECTIVES
MACROÉCONOMIQUES
DE LA WALLONIE POUR
LA PÉRIODE 2019-2020

1 PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE POUR LA PÉRIODE 2019-2020

Net ralentissement de l'économie mondiale

L'économie mondiale a amorcé un net ralentissement conjoncturel dans le courant de l'année 2018, sur fond de tensions commerciales croissantes, qui limitent les échanges internationaux et alimentent un climat d'incertitude délétère pour l'activité économique. Les mesures protectionnistes décidées par les États-Unis et la Chine ont en effet des répercussions économiques négatives sur l'ensemble des économies à travers le monde. D'une part, elles affectent directement le niveau des flux de commerce entre ces deux grandes puissances, ce qui perturbe l'ensemble des chaînes de valeur, de plus en plus établies au niveau mondial. D'autre part, les tensions commerciales et géopolitiques, combinées à l'enlèvement des discussions à propos du *Brexit*, affectent globalement le climat des affaires et la confiance. Par conséquent, la demande a évolué au ralenti, en particulier les investissements des entreprises, par nature plus sensibles au contexte d'incertitude.

Le niveau d'incertitude politico-économique atteint en effet actuellement des sommets historiques, comme en atteste notamment un indicateur tel que le *Global Economic Policy Uncertainty*¹. D'après les estimations réalisées par le FMI², l'incertitude qui naît des tensions commerciales est un facteur explicatif essentiel du ralentissement en cours de l'économie mondiale, amputant la croissance de plusieurs dixièmes de point de pourcentage en 2019 et surtout en 2020. Dans ce contexte, l'institution a revu à la baisse ses prévisions de croissance pour l'économie mondiale au cours de ces deux années. En 2019, elle s'établirait ainsi à +3,0 %, soit le rythme le plus faible depuis la crise de 2009, pour afficher une légère remontée à +3,4 % en 2020, à la faveur d'un raffermisse-

ment attendu de la croissance dans les grandes économies émergentes qui ont affiché précédemment des difficultés politiques et/ou économiques diverses (telles que l'Argentine, le Brésil, l'Iran ou encore la Turquie).

Une désynchronisation inhabituelle entre l'industrie et les services

Dans le climat d'incertitude actuel, c'est surtout la demande d'investissement et la consommation de biens durables qui sont les plus affectées. La faiblesse de ce type de demande pèse sur la production industrielle et entrave le développement du commerce international, les biens concernés étant largement échangés au niveau mondial. Le commerce international a ainsi stagné au premier semestre de cette année et les indicateurs plus prospectifs témoignent de perspectives toujours moroses pour les échanges mondiaux en deuxième partie d'année. L'économie de la Zone euro, largement dépendante des exportations de biens manufacturés, souffre particulièrement de la situation. L'industrie est en effet à la peine dans des pays tels que l'Italie et surtout l'Allemagne, qui sont spécialisés dans la production de biens d'équipement et de consommation durable (automobiles). Le moral des patrons en Allemagne, où l'industrie automobile est également en proie à des difficultés liées à l'adaptation de l'appareil productif aux nouvelles normes environnementales, est ainsi tombé au niveau le plus bas observé depuis 2012. Moins dépendante des biens d'équipement, l'industrie en France semble mieux résister jusqu'à présent, celle-ci bénéficiant notamment d'un regain d'activité dans le secteur des biens de consommation. Globalement, les indicateurs conjoncturels dans l'industrie française demeurent ainsi supérieurs à leur

¹ La méthodologie sous-jacente à la construction de cet indicateur est présentée dans : Baker, Bloom and Davis (2016), *Measuring Economic Policy Uncertainty*, *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 131, Issue 4, November 2016, Pages 1593-1636. Les données les plus récentes peuvent être téléchargées sur le site : <http://www.policyuncertainty.com/>

² FMI, *World Economic Outlook*, Octobre 2019, p.32

moyenne de long terme, même s'ils ont eu tendance à baisser depuis plusieurs mois.

D'un autre côté, l'activité dans le secteur des services, dépendant davantage de la demande interne, est demeurée jusqu'à présent beaucoup plus résiliente dans la plupart des économies avancées. C'est notamment le cas aux États-Unis, où l'emploi a continué à bien progresser. En Zone euro également, l'activité dans le secteur des services, mais aussi dans celui de la construction, s'est bien comportée récemment. Les dépenses des ménages ont résisté, reposant sur une évolution très favorable du pouvoir d'achat acquise grâce aux nombreuses créations d'emplois observées sur le passé récent et au faible niveau de l'inflation. En outre, la politique monétaire accommodante de la Banque centrale européenne a contribué au maintien d'excellentes conditions financières au cours des derniers mois, tandis que la politique budgétaire a pris un caractère plus expansionniste dans certains pays membres, notamment en France, où des mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages ont été implémentées par le gouvernement français en réaction à la crise des gilets jaunes.

Reprise très progressive du commerce mondial attendue en 2020

En 2020, la croissance devrait ralentir aux États-Unis, suite à l'évaporation progressive des effets positifs des mesures budgétaires de soutien à la demande et au ralentissement des créations d'emplois. *A contrario*, elle se raffermirait sensiblement dans certaines grandes économies émergentes qui ont connu des troubles sur le passé récent. Sous l'hypothèse qu'une sortie désordonnée du Royaume-Uni de l'Union européenne sera évitée et que les tensions commerciales ne s'aggraveront pas, on devrait observer une reprise, certes très progressive, des activités de commerce international dans le courant de l'année 2020.

En Zone euro, les dépenses des ménages continueraient à l'avenir à soutenir la croissance économique, reposant sur des fondamentaux toujours solides. En effet, le taux de chômage est à un niveau plancher, l'inflation resterait encore très contenue dans les mois à venir et la politique monétaire devrait demeurer accommodante jusqu'en fin 2020. D'un autre côté, les exportations ne soutiendraient que modestement la croissance à l'avenir, en raison d'une progression du commerce international à un rythme beaucoup plus faible que par le passé. Par ailleurs, les investissements des entreprises n'afficheraient qu'une croissance très limitée en raison du lent rétablissement attendu de la confiance. Dans ce contexte, la croissance en Zone euro tendrait à se relever graduellement dans le courant de l'année pour atteindre son potentiel (de l'ordre de +0,4 % en rythme trimestriel) en fin d'année 2020.

La Wallonie a relativement bien résisté jusqu'à présent

Sur la base d'indicateurs tant manufacturiers que tertiaires, l'activité économique en Wallonie semble avoir fait preuve d'une relative résilience à la fin de 2018 et au cours du premier semestre de 2019. Dans un climat international de plus en plus fragile et incertain, les perspectives de l'économie wallonne se sont néanmoins récemment assombries.

En dépit de l'environnement international peu porteur, les exportations wallonnes se sont bien comportées durant le premier semestre de cette année. Cette évolution, qui résulte en partie d'un effet de composition favorable, notamment une progression soutenue des exportations de produits pharmaceutiques, bénéficie aussi de la progression de produits plus cycliques, tels que les produits issus de l'industrie alimentaire. La progression des exportations s'est toutefois accompagnée d'un accroissement sensible des importations, en raison de la forte participation des firmes wal-

lonnes aux échanges commerciaux intra-branches à l'échelle européenne.

À l'instar de la Zone euro dans son ensemble, la résistance observée en Wallonie tient surtout à la demande intérieure et, plus particulièrement, à la consommation privée. Les dépenses de consommation des ménages se seraient en effet maintenues depuis le début de l'année, dans un contexte de nette progression du pouvoir d'achat (qui atteindrait +2,5 % en 2019), résultat de la croissance encore robuste de l'emploi (+1,2 % sur l'ensemble de l'année 2019, soit 16 000 créations nettes), de la hausse des salaires, du dernier volet IPP du *tax shift* fédéral et du recul de l'inflation.

En revanche, les dépenses d'investissement des entreprises devraient s'être ralenties, compte tenu du niveau élevé des incertitudes. Les conditions de financement qui demeurent accommodantes pourraient avoir tempéré l'ampleur de ce fléchissement.

Ralentissement attendu des perspectives

L'accroissement manifeste du niveau global d'incertitude, notamment au cours de l'été, fait souffler de forts vents contraires sur les perspectives d'expansion de l'économie wallonne au cours des prochains mois. Les résultats des enquêtes de conjoncture révèlent en effet une dégradation de la confiance des opérateurs économiques qui tend à indiquer un probable amenuisement de la croissance à court terme. Le sentiment des chefs d'entreprise, tel que mesuré par l'indice synthétique global, s'est ainsi progressivement dégradé, notamment sous l'effet des anticipations de la demande revues à la baisse tant dans l'industrie que dans les services. Le moral des consommateurs s'est également affaibli, par palier depuis l'été 2018, les ménages wallons se montrant de plus en plus pessimistes quant à l'orientation attendue de la situation économique générale et le risque de chômage.

La croissance des exportations wallonnes devrait marquer le pas, dans un contexte international peu porteur. La forte implication des firmes wallonnes dans les chaînes de valeur européennes devrait les exposer au ralentissement de l'activité industrielle au sein de la Zone euro, en particulier en Allemagne. Le niveau des carnets de commandes s'est en effet replié au cours des derniers mois, de sorte que la croissance des exportations serait très limitée au second semestre. Dans le courant de l'année prochaine, la reprise graduelle du commerce international devrait favoriser un léger relèvement de la croissance des exportations wallonnes. Selon ce scénario, les exportations wallonnes progresseront en 2019 à un rythme de +3,6 %, traduisant essentiellement le vif rebond affiché par les exportations en première partie d'année 2019. En moyenne annuelle, la croissance des exportations wallonnes se tasserait sensiblement en 2020, s'établissant à +2,4 %. Sur l'ensemble de la période de projection (2019-2020), la croissance serait ainsi conforme à l'évolution attendue des marchés potentiels. Compte tenu de cette évolution des exportations et de la dynamique de croissance de la demande intérieure, la demande d'importation enregistrerait une croissance relativement robuste, supérieure à celle des exportations en 2019 (+3,9 %) et surtout en 2020 (+3,3 %), contrastant fortement avec la situation prévalant au cours des années précédentes. Dès lors, la contribution du commerce extérieur à la croissance économique de la Wallonie serait neutre en 2019 et deviendrait négative en 2020, retranchant 0,2 point de croissance au PIB régional.

L'investissement des entreprises devrait graduellement décélérer au cours des prochains mois. Sur la scène internationale, l'incertitude politique et économique est presque omniprésente, tandis que les perspectives économiques se sont largement dégradées. Les anticipations de demande, tant dans l'industrie manufacturière que dans le secteur des services, déclinent progressivement depuis le début de l'année 2018. Ce repli, qui va de pair avec un relâ-

chement des tensions sur les capacités de production dans l'industrie manufacturière, devrait induire un certain relâchement de l'effort d'investissement. La persistance de conditions financières toujours propices constituerait dans ce contexte un facteur de modération du ralentissement des investissements des entreprises. Selon notre scénario, les investissements des entreprises wallonnes croîtraient de +2,5 % en 2019, profitant de l'acquis de croissance de 2018, et de +1,7 % en 2020. Compte tenu de ces rythmes de croissance relativement modestes, en particulier en 2020, l'investissement des entreprises n'apportera qu'une contribution limitée à la croissance du PIB régional (+0,3 point en 2019 et +0,2 point en 2020).

La consommation reste un soutien précieux à la croissance en 2020, malgré l'amorce d'un ralentissement de l'emploi

La consommation devrait à nouveau constituer le principal moteur de la croissance économique de la Wallonie sur l'horizon de projection. Au cours des trimestres à venir, elle profiterait encore de la progression du revenu disponible, même si, l'an prochain, les gains de pouvoir d'achat ne devraient plus être aussi importants (soit une progression de +1,7 % en termes réels), en raison de l'absence de nouvelles baisses d'impôt et du ralentissement attendu de la création d'emplois.

En effet, en 2020, les créations nettes d'emplois évolueraient à un rythme sensiblement ralenti par rapport aux rythmes de croissance parfois exceptionnels observés sur le passé récent, freinées par le fléchissement conjoncturel. En l'absence de nouvelles mesures de réduction des cotisations sociales et dans un contexte de tensions persistant sur certains segments du marché, nous estimons en outre que l'ajustement du volume de travail à l'augmentation de l'activité économique se fera à l'avenir

davantage que précédemment *via* l'augmentation du nombre d'heures prestées par travailleur que *via* le nombre de personnes en emploi. La remontée du temps de travail par personne devrait ainsi se poursuivre, tout en demeurant largement en deçà des niveaux observés avant la crise. Selon notre scénario, la croissance de l'emploi en Wallonie serait de +0,7 % en 2020, ce qui représente encore une progression de l'emploi de plus de 9 000 unités en moyenne annuelle.

Profitant néanmoins de la solide progression du pouvoir d'achat, la croissance de la consommation serait de +1,3 % en 2019 et s'élèverait à +1,5 % en 2020, constituant au cours de ces deux années le principal soutien à la hausse du PIB régional. Dans le contexte actuel empreint à la fois d'un pessimisme croissant dans le chef des consommateurs et d'un tassement sensible des créations d'emplois, les ménages alloueraient une partie des gains de pouvoir d'achat à la reconstitution de l'épargne. Le taux d'épargne des ménages wallons se redresserait ainsi sensiblement en 2019 et plus légèrement en 2020, pour atteindre 9,2 % du revenu disponible l'an prochain.

Enfin, les dépenses publiques devraient à nouveau enregistrer une croissance limitée au cours des prochains trimestres. Ainsi, l'évolution de la consommation publique demeurerait relativement contenue à l'avenir (+1,3 % en 2019, contre +0,9 % en 2020), identique à l'évolution de cette composante à l'échelle nationale et 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. Les dépenses d'investissement enregistrées en cette première année complète pour les nouvelles majorités communales et provinciales devraient traditionnellement se replier au cours de l'année. Compte tenu des informations dont nous disposons, nous estimons que les investissements publics wallons enregistreront une diminution de l'ordre de -0,3 % en 2019 et une augmentation de +2,0 % en 2020.

En résumé, d'après notre scénario, l'activité économique wallonne progresserait de +1,4 % en 2019, puis de 1,1 % en 2020. Les différentes composantes de la croissance économique wallonne adopteraient finale-

ment un profil similaire à celui attendu en Zone euro, bien que le fléchissement intervenant plus tardivement en Wallonie affecterait davantage la croissance annuelle de 2020 que celle de 2019.

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

	2019			2020		
	Zone euro	Belgique	Wallonie	Zone euro	Belgique	Wallonie
Dépenses de consommation finale privée	1,2	0,8	1,3	1,3	1,3	1,5
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	1,2	1,3	1,3	1,3	0,9	0,9
Formation brute de capital fixe	3,1	3,4	2,6	2,6	1,7	1,6
des entreprises, indépendants et ISBL	-	3,9	2,5	-	1,3	1,7
des ménages	-	2,8	4,1	-	1,4	1,4
des administrations publiques	-	1,0	-0,3	-	5,4	2,0
Variation des stocks ¹	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,1
Exportations nettes de biens et services ¹	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,4	-0,2
Exportations	2,2	2,9	3,6	2,9	1,9	2,4
Importations	2,6	2,9	3,9	3,3	2,4	3,3
Produit intérieur brut aux prix du marché²	1,2	1,2	1,4	1,4	1,0	1,1
Emploi	0,9	1,4	1,2	0,5	0,7	0,7

Sources : Fonds Monétaire International (octobre 2019) 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 16 octobre 2019

CHAPITRE 2

CONTEXTES INTERNATIONAL
ET NATIONAL

2.1

LE CONTEXTE

INTERNATIONAL

2.1.1 La croissance mondiale

Alors qu'en 2018 l'économie mondiale a connu un dynamisme engendré par la bonne tenue de l'économie américaine et la résilience des marchés émergents, l'économie mondiale enregistre en 2019 un taux de croissance bien inférieur à sa moyenne de longue période. Selon les estimations du Fonds monétaire international (FMI), l'expansion de la production mondiale n'atteindra en effet que +3,0 % cette année, contre +3,6 % en 2018. Ce pourcentage s'inscrit largement en retrait par rapport aux moyennes de ces dernières années, qui tournaient autour de +3,5 % de croissance. Les incertitudes quant à l'avenir des échanges internationaux, avec l'épée de Damoclès que constitue l'instauration de taxes d'importations, ont miné la confiance des entreprises dans l'ensemble des zones économiques de la planète, y compris aux États-Unis. D'autres éléments sont venus amplifier ces doutes : le ralentissement de l'activité en Chine et l'*imbroglia* du *Brexit* en Europe. Si, dès ce printemps, les signes de ralentissement étaient déjà patents dans toutes les économies, particulièrement les économies émergentes, dans les économies avancées, les indicateurs dans l'industrie se sont encore fortement dégradés cet été.

Pour l'année 2019, exception faite du Royaume-Uni, dont les prévisions économiques étaient déjà revues à la baisse en début d'année suite au *Brexit*, toutes les zones économiques connaissent un fléchissement de leurs prévisions de croissance entre le début de cette année et cet automne, selon les dernières données du FMI. Les plus importants sont à mettre au compte de l'Amérique latine. L'économie du Venezuela est plongée dans une profonde crise politico-économique. Le Mexique doit également faire face à un ralentissement

économique interne, alors que le nouvel ALENA (AEUMC) est en attente de ratification par les deux autres partenaires nord-américains. Quant au Brésil, confronté aux réformes impopulaires, notamment des pensions, depuis le début de l'année, celui-ci peine à renouer avec une croissance dynamique depuis quatre ans.

Mais le poids lourd des économies émergentes, l'Asie, est également touché par le ralentissement observé tant en Inde, qui souffre d'un affaiblissement de sa demande intérieure, qu'en Chine.

La Chine subit le contrecoup des mesures protectionnistes américaines et du ralentissement de la demande mondiale en enregistrant une croissance de seulement +6,4 % l'année dernière, soit la plus faible depuis ces dix dernières années. Les menaces persistantes américaines de hausse des taxes et de guerre technologique (l'affaire Huawei étant un exemple type) sont toujours en discussion, même si un accord de principe vient d'être arrêté. Cependant, déjà au 1^{er} septembre, ont été appliquées des taxes à leur entrée aux USA sur certains produits chinois d'un montant de 112 milliards. Cette guerre commerciale (la Chine répliquant en instaurant également des taxes sur les importations américaines) intervient dans un contexte de ralentissement de l'économie chinoise. Les importations sont en fort recul depuis plusieurs mois (-8,5 % en septembre sur un an) traduisant une demande intérieure affaiblie. Les achats de voitures sont notamment en diminution. Les changements structurels en cours dans l'économie chinoise, en particulier une moindre dépendance aux investissements publics et les politiques mises en œuvre pour contrôler le niveau élevé d'endettement, qu'il soit des entités publiques locales ou des grandes entreprises, freinent déjà la croissance économique. Cette année, elle ne

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

	%2018 ¹	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ²	2020 ²
Monde	100,0	3,5	3,5	3,6	3,5	3,4	3,8	3,6	3,0	3,4
Économies avancées	40,8	1,2	1,4	2,1	2,3	1,7	2,5	2,3	1,7	1,7
Japon	4,1	1,5	2,0	0,4	1,2	0,6	1,9	0,8	0,9	0,5
Zone euro	11,4	-0,9	-0,3	1,4	2,1	1,9	2,5	1,9	1,2	1,4
USA	15,2	2,2	1,8	2,5	2,9	1,6	2,4	2,9	2,4	2,1
Royaume-Uni	2,2	1,4	2,0	2,9	2,3	1,8	1,8	1,4	1,2	1,4
Canada	1,4	1,8	2,3	2,9	0,7	1,1	3,0	1,9	1,5	1,8
Autres économies avancées	6,5	2,2	2,6	2,9	2,3	2,4	2,9	2,5	1,6	1,9
Pays émergents et en développement	59,2	5,4	5,1	4,7	4,3	4,6	4,8	4,5	3,9	4,6
Afrique subsaharienne	3,0	4,7	5,2	5,1	3,1	1,4	3,0	3,2	3,2	3,6
Amérique latine et Caraïbe	7,5	2,9	2,9	1,3	0,3	-0,6	1,2	1,0	0,2	1,8
Asie	33,2	7,0	6,9	6,8	6,8	6,7	6,6	6,4	5,9	6,0
Chine	18,7	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,8	6,6	6,1	5,8
Inde	7,7	5,5	6,4	7,4	8,0	8,2	7,2	6,8	6,1	7,0
Moyen-Orient et Asie centrale³	8,2	4,9	3,0	3,1	2,6	5,0	2,3	1,9	0,9	2,9
Europe émergente⁴	7,2	3,0	3,1	1,9	0,8	1,8	3,9	3,1	1,8	2,5
Russie	3,1	3,7	1,8	0,7	-2,3	0,3	1,6	2,3	1,1	1,9

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2019

Notes :

1. Parts en % du PIB mondial (à parité de pouvoir d'achat des pays) en 2018.

2 Estimations et prévisions FMI, octobre 2019

3 Y compris Afrique du Nord, Pakistan et Afghanistan

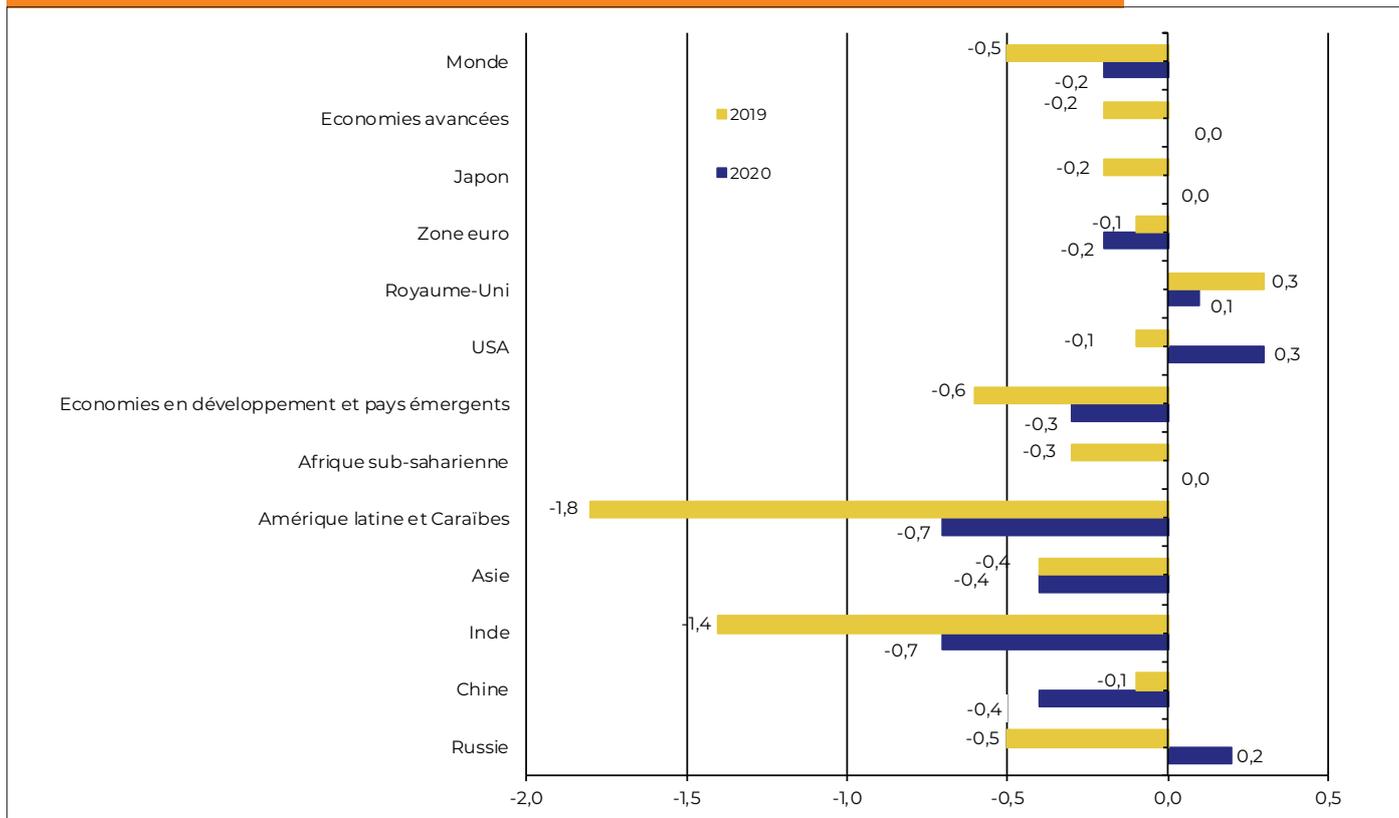
4 Y compris Russie

devrait atteindre que +5,9 %. De nouveau, des plans de relance du gouvernement chinois soutiendront la croissance. Cette fois, ce ne sera pas par les investissements publics, mais par une politique de réduction des charges des entreprises et de la TVA. Les derniers signes issus des enquêtes montrent que l'économie chinoise est en passe de se stabiliser. La croissance prévue pour 2020 devrait atteindre +6,0 %.

L'ensemble des économies émergentes ou en développement avait porté la croissance de ces dernières années, permettant notamment à la croissance mondiale de

rebondir après chaque crise survenue dans les économies avancées. Elles avaient notamment permis une sortie rapide de la crise de 2009. Cette fois, ces zones économiques, qui pèsent maintenant pour près de 60 % de la production mondiale, connaissent aussi un fort ralentissement de leur croissance : de +4,8 % en 2017, elle s'est réduite à +4,5 % en 2018 et elle tomberait à +3,9 % en 2019. Elle reste bien loin des hausses de leur PIB de +5,4 % de l'année 2012. Ce ralentissement prive momentanément l'économie mondiale d'un élément important de sa résilience observée ces dernières années.

Graphique 2.1 – Révisions des prévisions de croissance entre l'automne 2019 et l'hiver 2019



Source : IWEPS, Tendances n° 56 (Hiver 2019), FMI octobre 2019 (automne 2019) – Calculs : IWEPS

Note : Les prévisions entre le début de l'année 2019 et celles du FMI d'octobre 2019 du Moyen-Orient-Afrique du Nord, de l'Asie centrale et de l'Europe émergente ne peuvent être comparées suite à un changement de nomenclature dans les données du FMI. Les pays de la Communauté des États Indépendants ont été répartis entre ces groupes, la Russie étant rattachée à l'Europe émergente.

Actuellement, les économies avancées connaissent également un ralentissement, qui s'est aggravé cet été. En 2018, l'économie américaine avait enregistré une belle performance (+2,9 %), alors que le PIB de l'économie européenne atteignait presque +2,0 %. En 2019, la Zone euro a commencé à subir la détérioration de la confiance des agents économiques. Le deuxième trimestre de 2019 a enregistré une croissance de +0,2 %, après +0,4 % au premier. Les signes d'un ralentissement sont de plus en plus présents, surtout dans l'industrie, qui pénalise les pays exportateurs comme l'Allemagne. Outre-Rhin, le PIB a d'ailleurs déjà reculé au deuxième trimestre (-0,1 %). Quant aux États-Unis, l'activité du deuxième trimestre s'est également inscrite en baisse, mais essentiellement par l'évolution du

commerce extérieur et des investissements. Au total, la croissance américaine sur l'année 2019 devrait rester au-delà de son potentiel à +2,4 %, mais un fléchissement de l'activité se fait jour. Ces ralentissements au deuxième trimestre de part et d'autre de l'Atlantique viennent s'ajouter à la faiblesse des économies des pays émergents en 2019.

Le scénario de notre précédent exercice de conjoncture en février dernier prévoyait un retour très progressif au cours de 2019 de la croissance tant outre-Atlantique que sur le Vieux Continent. Il anticipait un retournement conjoncturel. Qu'en est-il en cette fin d'année 2019 ?

Aucun signe de cette reprise n'est apparu. Les incertitudes liées au *Brexit* et aux

guerres commerciales que nous croyions pouvoir être écartées en début d'année sont toujours bel et bien présentes. Elles pèsent lourdement sur la confiance des agents, surtout dans l'industrie. Ce climat entraîne une révision de la croissance entre le début d'année et cet automne de -0,1 point pour 2019, tant aux États-Unis qu'en Zone euro.

Depuis plusieurs mois, les indicateurs avancés de l'OCDE des grandes économies, qui anticipent les retournements conjoncturels à un horizon de six mois, restent orientés à la baisse. L'évolution de l'indicateur est concomitante dans presque toutes les économies, même si un retournement de tendance est maintenant visible pour la Chine. Le scénario d'une reprise de l'économie mondiale n'est donc pas attendu en 2019. Selon l'OCDE, cependant, outre les indicateurs avancés de la Chine, la France, l'Italie, le Royaume-Uni et le Japon présentent des premiers signes de stabilisation. Même si cette orientation se transformait en hausse, elle annoncerait une reprise de l'activité au mieux dans le courant de 2020. Une reprise fin de l'année 2019 ne semble pas être par ailleurs annoncée par d'autres indicateurs avancés, comme les indices des directeurs d'achats PMI ou l'indicateur allemand et européen IFO.

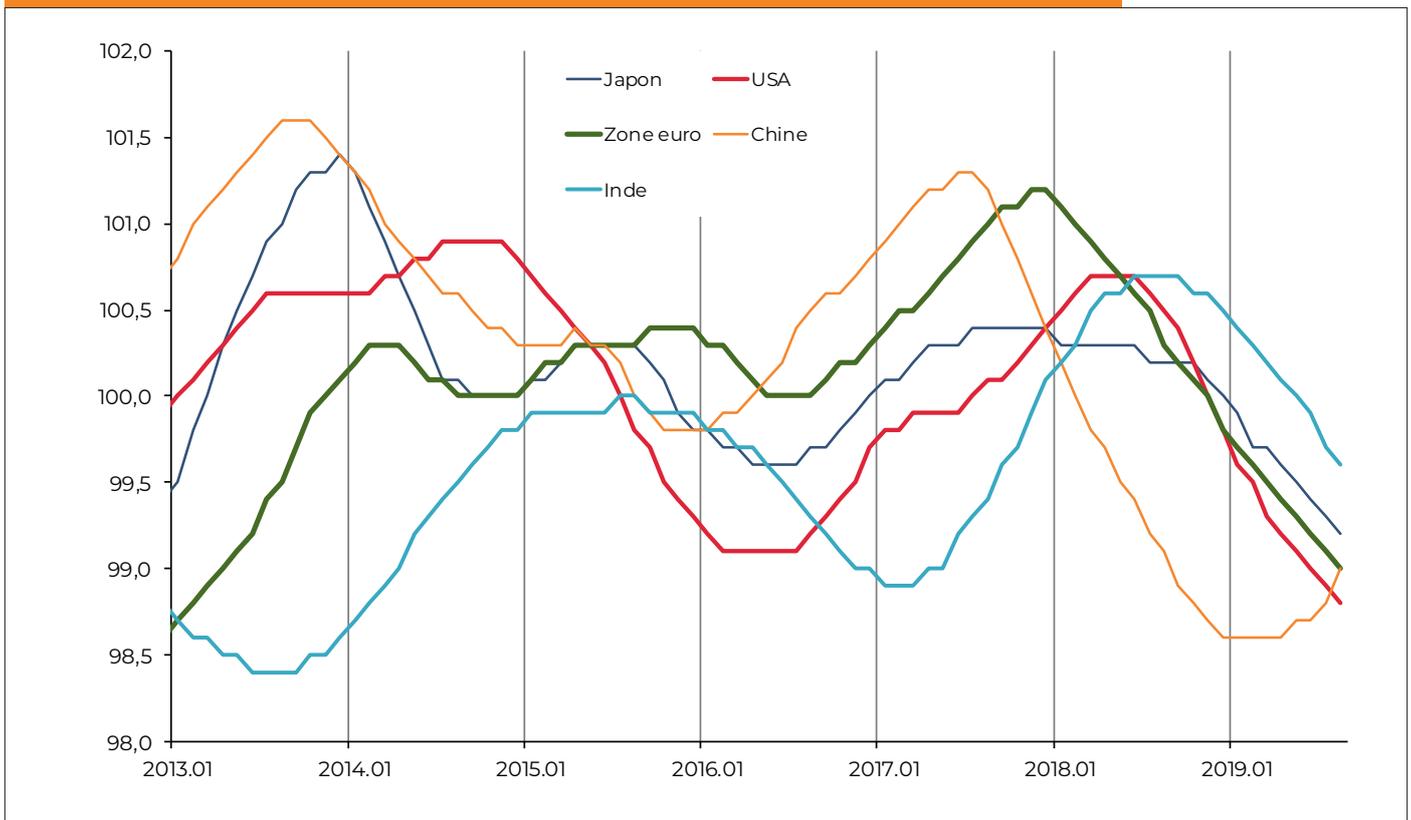
Les autres indicateurs conjoncturels avancés issus des enquêtes auprès des directeurs d'achats nous permettent de localiser l'origine du ralentissement. En effet, une distinction y est opérée entre l'activité de service et de l'industrie manufacturière. L'indicateur composite de la JP Morgan pour l'activité mondiale PMI (51,2 points en septembre), qui mixe le secteur des services et de l'industrie manufacturière, reste même au-dessus de la barre des 50 points, qui sépare la contraction de l'activité de son extension. Cependant, il reflète des tendances très différentes entre les services (51,6 points en septembre) qui, bien qu'en diminution depuis 2018, sont restés largement en expansion et l'indice manufacturier qui depuis plusieurs mois est passé en zone de contraction de l'activité (49,7 points en

septembre). Ce sont les biens intermédiaires et d'investissement qui sont responsables de ce recul. Aux États-Unis, les indices des directeurs d'achats Supply Management Index (ISM) reflètent également les mêmes tendances : l'indice manufacturier est à 47,8 points en septembre alors que celui des non-manufacturiers reste élevé (52,6 points).

Les indices Markit dans la Zone euro, qui sont les équivalents des indices ISM américains, suivent les mêmes tendances. Alors que celui des services (51,6 points en septembre) annonce une hausse de l'activité dans ce secteur, l'indice manufacturier (45,7 points en septembre) anticipe une contraction de l'activité suite à la faiblesse de la production, des nouvelles commandes et de la baisse de confiance. L'indice composite de la Zone euro se situe à la limite de la contraction d'activité (50,1 points). Même si la plupart des pays européens suivent cette tendance dichotomique entre services et industrie, il existe une grande disparité entre les états, notamment entre la France et l'Allemagne. Les indices allemands anticipent un recul très important de l'activité manufacturière (41,7 points en septembre) alors que les Français, en recul depuis 2018, se situent encore juste dans la zone d'extension de leur activité manufacturière (50,1 points en septembre).

Remarquons toutefois que les enquêtes sur l'industrie manufacturière chinoise montrent des améliorations depuis leur bas niveau de la fin de l'année dernière (+51,4 points en septembre), alors que les services restent également bien orientés là aussi (51,9 points en septembre). Cela conforte les indicateurs avancés de l'OCDE dans le scénario d'une stabilisation, voire un rebond de la croissance en Chine dans les prochains mois. Pour l'ensemble des économies émergentes et en développement, les indices mondiaux Ifo confirment les prévisions du FMI qui prévoient une accélération progressive de la croissance en 2020. Ils enregistrent en effet une hausse attendue de l'activité dans leurs enquêtes. Hors Chine, le FMI s'attend en effet en 2020 à des

Graphique 2.2 – Évolution des indicateurs composites avancés de l'OCDE pour les principales économies (amplitude ajustée)



Source : OCDE – Calculs : IWEPS

croissances plus proches de leur potentiel dans les zones qui étaient en difficultés en 2019. Ce scénario permettrait à la croissance des pays émergents et en développement de remonter à +4,6 % en 2020, contre seulement +3,9 % cette année. Cette zone pourrait dès lors apporter l'année prochaine un soutien de la demande mondiale. Cette augmentation de la croissance attendue permet en effet d'annuler la réduction de croissance anticipée dans les économies avancées causée par le recul de la croissance de l'économie américaine l'année prochaine. Les réformes du gouvernement Trump, notamment les réductions d'impôts de décembre 2017, n'auront plus d'impacts; l'économie américaine ne devrait atteindre que +2,1 % en 2020. Quant à la Zone euro, son industrie devra encore retrouver la confiance après des éclaircissements attendus sur le *Brexit* et l'arrêt de l'escalade dans les guerres commerciales.

Elle pourra alors maintenir sa croissance en s'appuyant sur la résilience de l'activité des services et le maintien de la consommation des ménages, elle-même soutenue par les créations d'emplois. La croissance pourrait alors connaître une légère reprise l'année prochaine : +1,4 % en 2020 (+1,2 % cette année).

Quels sont les risques qui pèsent sur l'économie européenne et qui peuvent conduire à une récession ?

- La non-résolution des incertitudes politiques liées au *Brexit* ou aux déclenchements de guerres commerciales, voire leur transformation en crise, constitue un risque majeur. Ils contrecarreraient alors le scénario attendu.
- Une perte de confiance des consommateurs pourrait également peser sur l'activité en retirant à la croissance un de ses

derniers soutiens. Le fléchissement des indicateurs avancés dans les services, observé depuis plusieurs mois, pourrait basculer dans une baisse similaire à celle enregistrée dans l'industrie, anticipant alors une récession.

- Tout regain de tensions, notamment au Moyen-Orient, pourrait engendrer une flambée des prix pétroliers et relancer l'inflation dans les pays importateurs. L'attaque du site pétrolier d'Arabie Saoudite le 14 septembre a temporairement neutralisé près de la moitié de la production du pays et poussé les prix à la hausse.

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

2.1.2.1 Les États-Unis

Les États-Unis ont révisé leur comptabilité trimestrielle de ces cinq dernières années. Ce nouveau mode de calcul a eu pour conséquence une forte révision à la baisse du dernier trimestre de 2018, qui n'aurait plus progressé que de +0,3 % par rapport au trimestre précédent.

Au premier trimestre de 2019, la croissance de l'économie américaine s'est toutefois redressée en atteignant +0,8 %. Au deuxième, la croissance reste élevée, bien qu'en ralentissement : +0,5 %.

Les raisons de ce dynamisme reposent cependant essentiellement sur deux postes : les consommations privée et publique. La consommation des ménages reste solide et contribue pour +0,8 point à la croissance contre +0,2 point pour la consommation publique. Par contre, les investissements des entreprises pèsent sur la croissance pour la première fois depuis 2015 en lui retirant -0,1 point. Au total, la demande intérieure hors stocks soutenue par la consommation affiche encore des signes de vitalité. À l'inverse, le commerce

extérieur retire -0,2 point en raison de la diminution des exportations, accompagné par un effet des stocks de même ampleur.

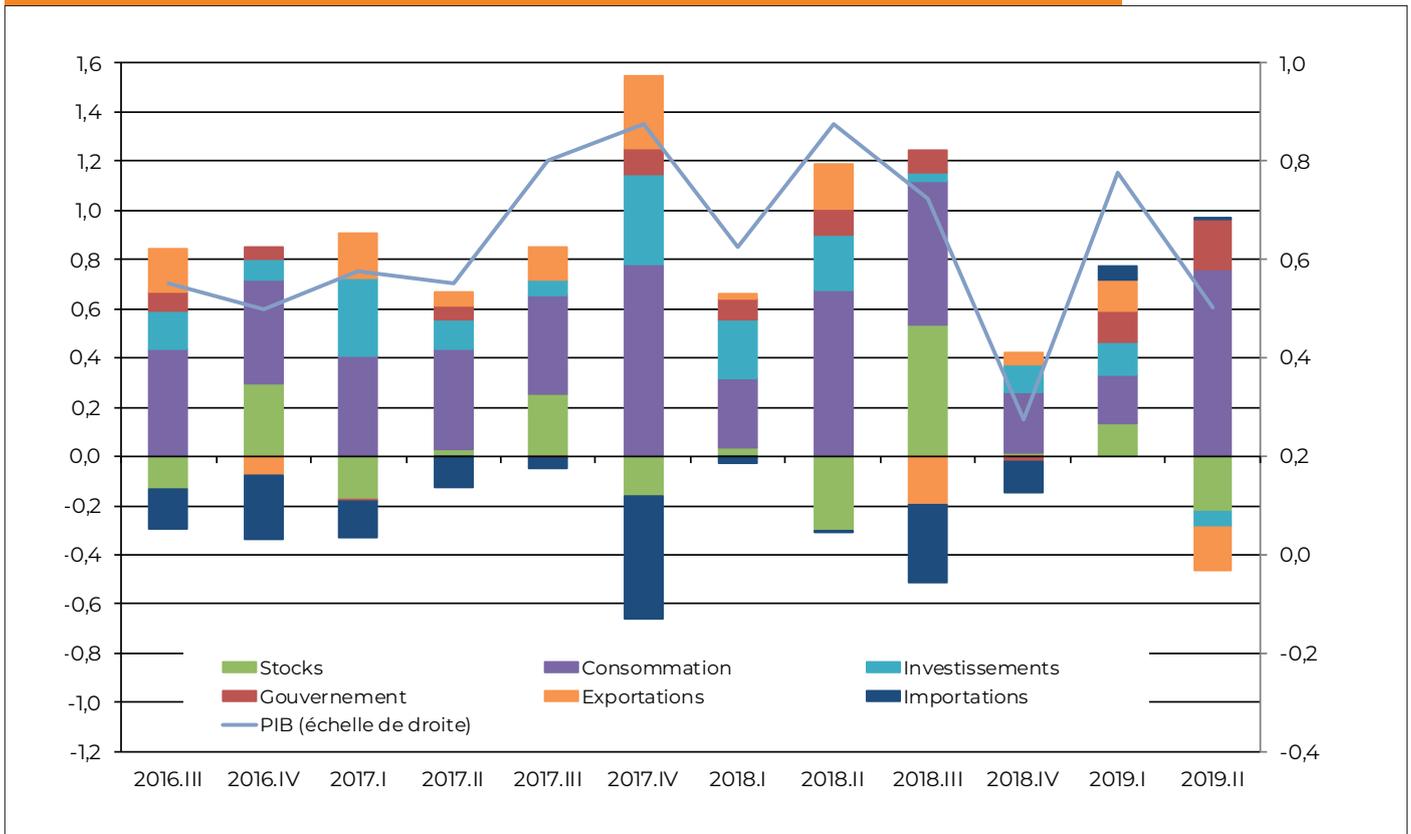
Quelle est la solidité de la consommation privée dans les prochains mois ?

En 2018, les ménages ont augmenté leurs dépenses en bénéficiant des réductions d'impôts décidées par l'administration Trump en 2017. Leur taux d'épargne a également augmenté, il atteignait en début d'année des niveaux proches des 9 %, historiquement très élevés pour les USA. Depuis le début de l'année 2019, il a commencé à se réduire (à 8,1 % en août) sans atteindre toutefois encore leur niveau moyen de ces cinq dernières années.

La confiance des ménages reste élevée si on suit l'indice de l'Université du Michigan. Les chiffres du côté du chômage restent bons, déjà très bas au début de l'année 2019 et ils se sont encore réduits, passant de 4,0 % en janvier à 3,5 % en septembre. Du côté de l'emploi, selon les enquêtes sur les fiches de paie, celui-ci a continué d'augmenter depuis les mauvais chiffres du mois de mai dernier (+62 000 créations nettes), 178 000 postes ayant été créés en juin. Depuis cependant, les créations nettes se sont ralenties quelque peu : 136 000 postes en septembre. Les enquêtes ISM tant dans les services que dans le manufacturier annoncent des créations d'emplois moins élevées dans les prochains mois. Devant ces indicateurs toujours élevés, mais qui tendent à se réduire pour certains, la consommation privée devrait rester dynamique ces prochains mois tout en ralentissant quelque peu son expansion. L'absence de tension inflationniste reste un facteur favorisant un maintien des dépenses des ménages. La Réserve fédérale américaine (FED) a par ailleurs baissé par deux fois ses taux directeurs en juin et en septembre.

Malgré la confiance élevée des ménages, au deuxième trimestre, les investissements de ces derniers n'ont cependant pas encore retrouvé le chemin de la croissance perdu depuis le quatrième trimestre de 2017. Cependant, les données sur le nombre de

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



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

permis de bâtir pour des bâtiments résidentiels, ainsi que celui de maisons commencées, enregistrent un rebond important au mois d'août. Profitant d'une baisse des taux, les investissements des ménages pourraient donc redevenir un soutien à la croissance dans les prochains trimestres.

Quant aux investissements des entreprises, qui devraient également bénéficier de l'assouplissement de la politique monétaire menée par la FED, ils ont pesé légèrement sur la croissance du deuxième trimestre de 2019, pour la première fois depuis 2015. Les enquêtes auprès des directeurs d'achats (ISM) montrent une distinction très nette entre les entreprises manufacturières et de services. Pour ces dernières, l'ISM se maintient à des niveaux élevés anticipant une poursuite de l'expansion de son activité. À l'inverse, pour les premières, l'ISM est descendu pour la première fois en août dernier

en dessous de la barre des 50 points, indiquant que le secteur entrait dans une période de contraction de son activité. Les incertitudes commerciales toucheraient maintenant la confiance des entreprises manufacturières qui freineraient leurs investissements, selon les propos du président de la FED. En août, la hausse de la production américaine sur un an n'était plus que de +0,4 %. Le niveau d'utilisation des capacités de production est redescendu depuis son sommet du quatrième trimestre de 2018. Tous ces signes annoncent une poursuite de la faiblesse des investissements industriels dans les prochains trimestres.

Les taxes imposées contre les importations de la Chine au 1^{er} septembre par le gouvernement Trump ont été suivies par une riposte de la Chine, qui a imposé à son tour un certain nombre de produits américains. Des négociations ont débouché sur un

Tableau 2.2 – Évolutions macro-économiques récentes et perspectives aux États-Unis

États-Unis	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ²	2020 ²
PIB	2,5	2,9	1,6	2,4	2,9	2,4	2,1
Consommation privée	3,0	3,7	2,7	2,6	3,0	2,5	2,2
Consommation publique	-0,8	1,8	1,8	0,6	1,7	2,2	2,2
Formation brute du capital fixe	5,1	3,2	1,9	3,7	4,1	2,5	2,7
Contribution des stocks (% PIB) ¹	-0,1	0,3	-0,6	0,0	0,1	0,1	-0,2
Exportations nettes ¹	-0,3	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2019

Notes :

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

2 Prévisions FMI.

accord de principe, mais l'incertitude est grandissante chez les entreprises exportatrices à travers le monde, même aux États-Unis, pays initiateur de cette guerre commerciale. D'autres menaces planent également sur les échanges entre l'Europe et les États-Unis. Le ralentissement de l'économie mondiale attendu pénalisera le commerce extérieur dans les prochains mois. Au deuxième trimestre de 2019, les exportations ont déjà retiré -0,2 point à la croissance américaine.

Cependant, à moins d'un scénario noir, l'économie américaine ne devrait pas sombrer dans la récession. Nous écartons dès lors une contamination des mauvaises attentes de l'activité manufacturière au secteur des services dans les prochains mois. Ce dernier est soutenu par la confiance des consommateurs qui elle-même est soutenue par la création d'emplois. Nous ne retenons pas dès lors le risque qu'une destruction de l'emploi dans le secteur manufacturier puisse entraîner une réaction en chaîne, d'autant plus plausible si l'instauration de guerres commerciales s'accroît. Nous tablons donc sur un scénario qui verrait un ralentissement progressif de la consommation privée et une économie toujours soutenue par les services.

Selon le FMI, la croissance du PIB prévue en 2019 devrait encore atteindre +2,4 %, loin de

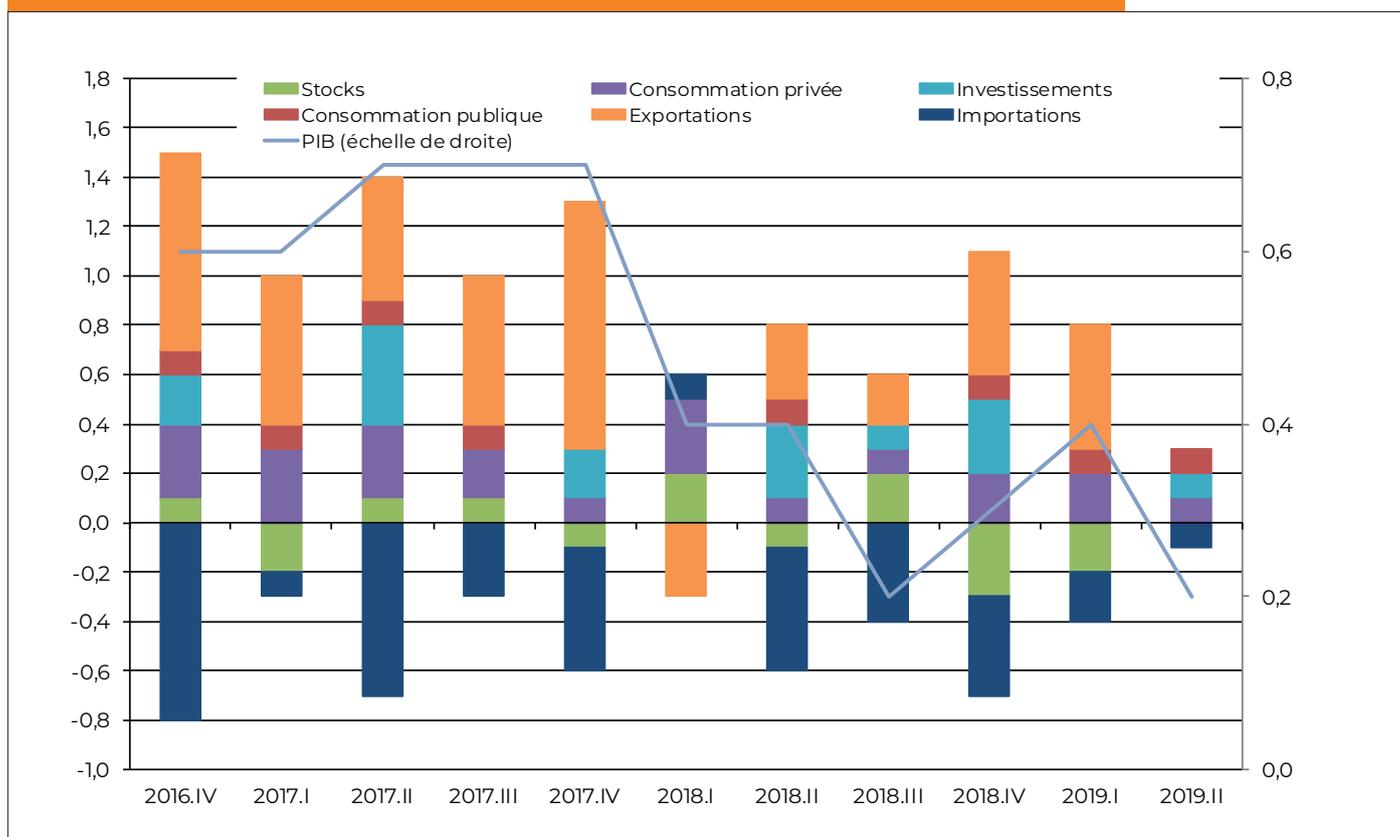
la croissance de +2,9 % enregistrée l'année dernière. Selon notre scénario, l'économie américaine continuera à s'affaiblir de manière progressive dans les prochains trimestres, pour atteindre une croissance de +2,1 % en 2020.

2.1.2.2 La Zone euro

Selon Eurostat, la croissance économique de la Zone euro du deuxième trimestre de 2019 a enregistré un ralentissement par rapport au trimestre précédent, passant de +0,4 % au premier à +0,2 % au deuxième. C'est le plus mauvais résultat depuis 2014 si on excepte le troisième trimestre de 2018. L'économie de la Zone euro encaisse donc de plein fouet les conséquences des incertitudes nées du *Brexit* et des politiques protectionnistes américaines. Le ralentissement de la croissance mondiale ainsi engendré pèse sur le principal moteur des économies européennes : les exportations.

Au deuxième trimestre de 2019, les composantes de la demande intérieure hors stocks ont toutes apporté une faible contribution de +0,1 point alors que les stocks restaient neutres. Par contre, le commerce extérieur retirait -0,1 point. Cette faiblesse est due aux exportations dont la contribution au deuxième trimestre était nulle, alors qu'aux deux trimestres précédents elle s'élevait encore à +0,5 point.

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



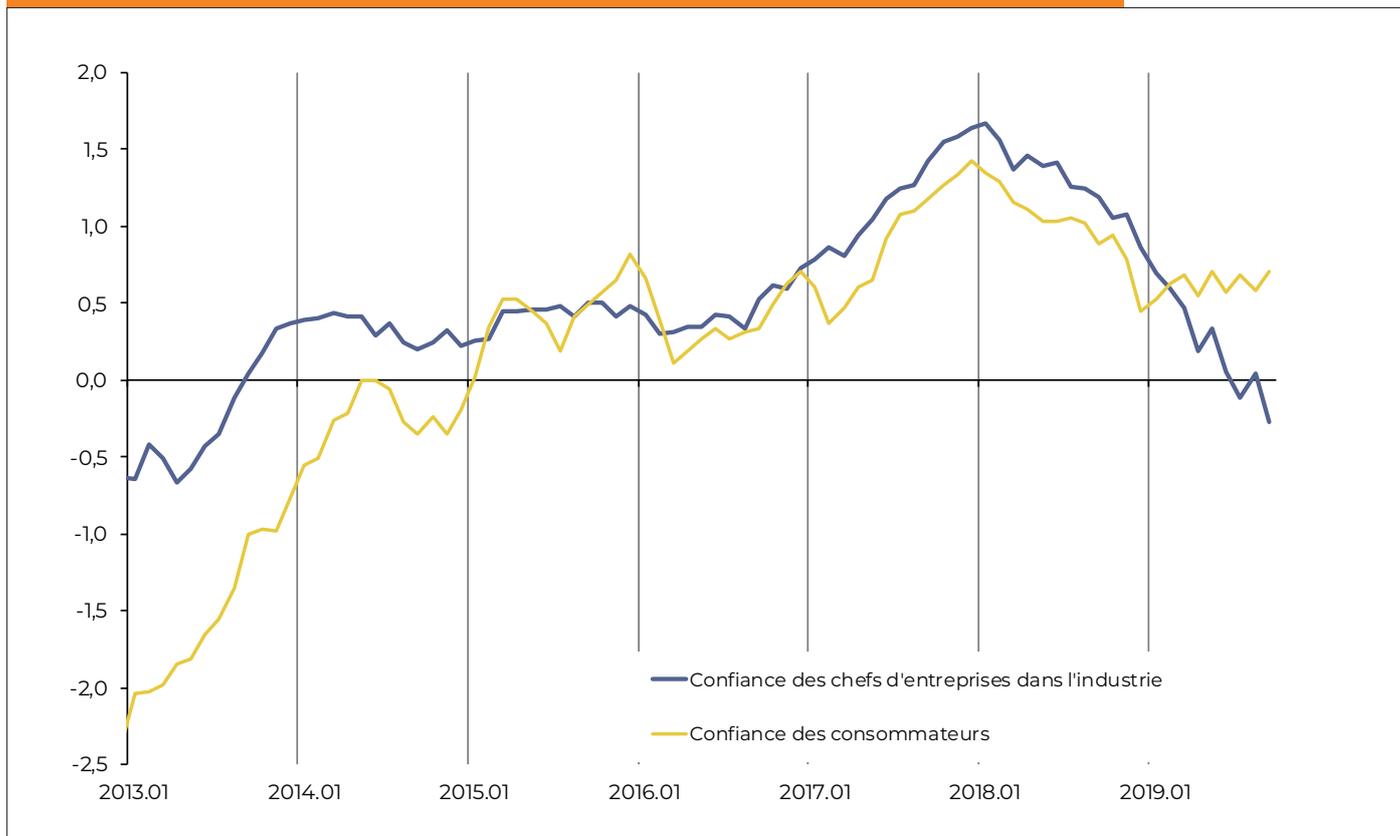
Source : Eurostat – Calculs : IWEPS

La consommation privée est portée par la confiance des ménages qui se maintient à des niveaux élevés dans la Zone euro. Celle-ci est soutenue par l'évolution du marché du travail qui reste bien orientée. Le taux de chômage continue sa baisse entamée en 2013 pour se fixer à +7,4 % en août. La croissance de l'emploi dans la Zone euro était encore de +0,2 % au deuxième trimestre par rapport au premier, qui lui-même avait enregistré une augmentation de +0,4 %. En termes réels, le revenu par tête dans la Zone euro s'accélère depuis le troisième trimestre de 2018 et enregistre une augmentation de +0,6 % au premier trimestre. Cette bonne orientation est soutenue par une inflation qui n'atteignait plus que +0,8 % sur un an en septembre. Même si le taux d'épargne tend à remonter depuis le début de 2018 (au deuxième trimestre de

2019, il était de 13,3 %), les dépenses des ménages devraient rester un soutien à la croissance. Celles-ci alimentent l'activité dans le commerce de détail. Les indicateurs des enquêtes d'Eurostat dans ce secteur restent élevés. Si l'indicateur du secteur des services des enquêtes d'Eurostat se situe maintenant légèrement en dessous de sa moyenne de long terme, les indicateurs avancés Markit dans ce secteur anticipent toujours une expansion de l'activité dans les prochains mois (51,6 points en septembre).

Comme aux États-Unis, si le secteur des services soutient la croissance, le secteur manufacturier connaît de profondes difficultés. Les enquêtes Eurostat, comme les enquêtes auprès des directeurs d'achats Markit (45,7 points en septembre), prévoient une contraction de l'activité dans les pro-

Graphique 2.5 – Évolution des indicateurs conjoncturels sur la confiance des ménages et des entreprises de la Zone euro



Source : Commission européenne – Calculs : IWEPS

chains mois. En cause, la réduction du commerce mondial, par la baisse des exportations de biens d'investissements et de biens de consommation durable, comme l'automobile. Est également touché le secteur de la production des métaux. Le niveau d'utilisation des capacités de production des industries manufacturières n'a cessé de diminuer depuis le troisième trimestre de 2018 où il avait atteint 84,0 %, pour redescendre à 82,2 % au troisième trimestre de 2019. Tous ces facteurs conjugués à la baisse de confiance des entreprises freineront les investissements industriels dans les prochains mois. Reste le secteur des services qui selon les indicateurs Markit a de meilleures perspectives.

Par contre, le secteur de la construction affiche à travers les enquêtes une confiance importante, même si la production dans la

construction marque le pas depuis ce printemps. Au deuxième trimestre, la croissance des investissements en structure a été nulle par rapport au premier, alors que les investissements en équipement enregistreraient une hausse de +0,5 %. Pourtant, les indicateurs des enquêtes d'Eurostat sur la confiance dans la construction atteignent des sommets historiques depuis le début de l'année, affichant une croissance continue depuis 2014. Parmi l'ensemble des constructions, l'investissement des ménages, selon Eurostat, reste toujours bien orienté depuis 2016, il bénéficiera de taux hypothécaires toujours attractifs. L'investissement total pourrait dès lors continuer à soutenir la croissance, même faiblement.

Comme au deuxième trimestre, le léger soutien de la croissance devrait provenir dès lors de la demande intérieure, alors que le

commerce extérieur pèsera sur celle-ci tant que les incertitudes liées aux potentielles guerres commerciales et au Brexit persistent. Il faudra attendre la seconde moitié de l'année prochaine pour voir la demande mondiale se raffermir quelque peu.

Pour l'ensemble de l'année 2019, la croissance de la Zone euro ne devrait pas dépasser +1,2 %. Selon le FMI, cette faible croissance devrait s'améliorer légèrement en 2020 pour atteindre +1,4 %, loin des niveaux de +1,9 % de 2018.

Cette description monolithique de l'économie de la Zone euro cache cependant des situations économiques différentes au sein des deux grandes économies de la Zone euro. D'un côté, l'Allemagne qui est menacée de récession suite aux mauvaises perspectives du commerce extérieur; d'un autre côté, la France qui, après plusieurs années de croissance faible, semble enfin en passe de rejoindre la moyenne européenne.

En Allemagne, la croissance en 2018 a atteint +1,5 %, après avoir déjà enregistré +2,5 % en 2017. Cette année, elle devrait tomber à +0,5 %. Le miracle de l'Allemagne de ces dernières années, deuxième exportateur mondial, s'explique par le dynamisme de ses exportations. Or, la réduction de la demande mondiale, surtout en biens d'investissements et en automobile, pénalise lourdement l'économie allemande. D'autant plus que le secteur de l'automobile est confronté depuis le début de l'année à la mise en conformité des véhicules avec les nouvelles normes environnementales européennes.

Après un bon premier trimestre (+0,4 % en glissement trimestriel), le PIB a reculé de -0,1 % au deuxième trimestre. Ce sont les exportations nettes qui ont pesé, retirant -0,5 point à la croissance. Les autres composantes de la demande intérieure hors stocks ne la soutiennent que faiblement : les consommations privée et publique ne contribuent chacune que pour +0,1 point alors que les investissements restent neutres, les stocks apportant +0,3 point.

La confiance des consommateurs, si elle a faibli depuis le début de l'année, reste encore à des niveaux élevés. Le taux de chômage reste au plancher des 3,1 % en août alors que l'emploi augmente faiblement de +0,1 % au deuxième trimestre par rapport au premier, les trois premiers mois de l'année avaient cependant enregistré une hausse de +0,3 %. Dans ce contexte, la consommation des ménages devrait continuer à soutenir la croissance, même faiblement.

Mais par rapport au mois précédent, la production industrielle a enregistré une chute de -1,5 % en juin et de -0,8 % en juillet. Le recul en juillet sur un an s'établissait à -5,3 %. De plus, les perspectives au travers des indicateurs avancés restent sombres. Les indicateurs IFO sur les attentes sont largement passés sous la barre des 100 points (90,8 points en septembre) et les indicateurs manufacturiers Markit ont plongé dans la zone de contraction de l'activité (41,7 points en septembre). Cependant, comme au niveau de la Zone euro, le secteur des services (51,4 points indicateurs Markit en septembre) et celui de la construction gardent de bonnes perspectives, qui permettent à l'Allemagne d'espérer éviter la récession. Ce n'est qu'avec le rétablissement espéré de la confiance et des investissements au niveau mondial au cours de l'année 2020 que, selon les dernières prévisions du FMI, l'Allemagne pourra enregistrer une croissance plus proche de la moyenne européenne (+1,2 % en 2020 contre +0,5 % en 2019).

Toutefois, après cinq années d'excédents budgétaires, l'Allemagne, dont la dette atteint la cible européenne des 60 % du PIB, pourrait puiser dans ses réserves pour relancer la croissance.

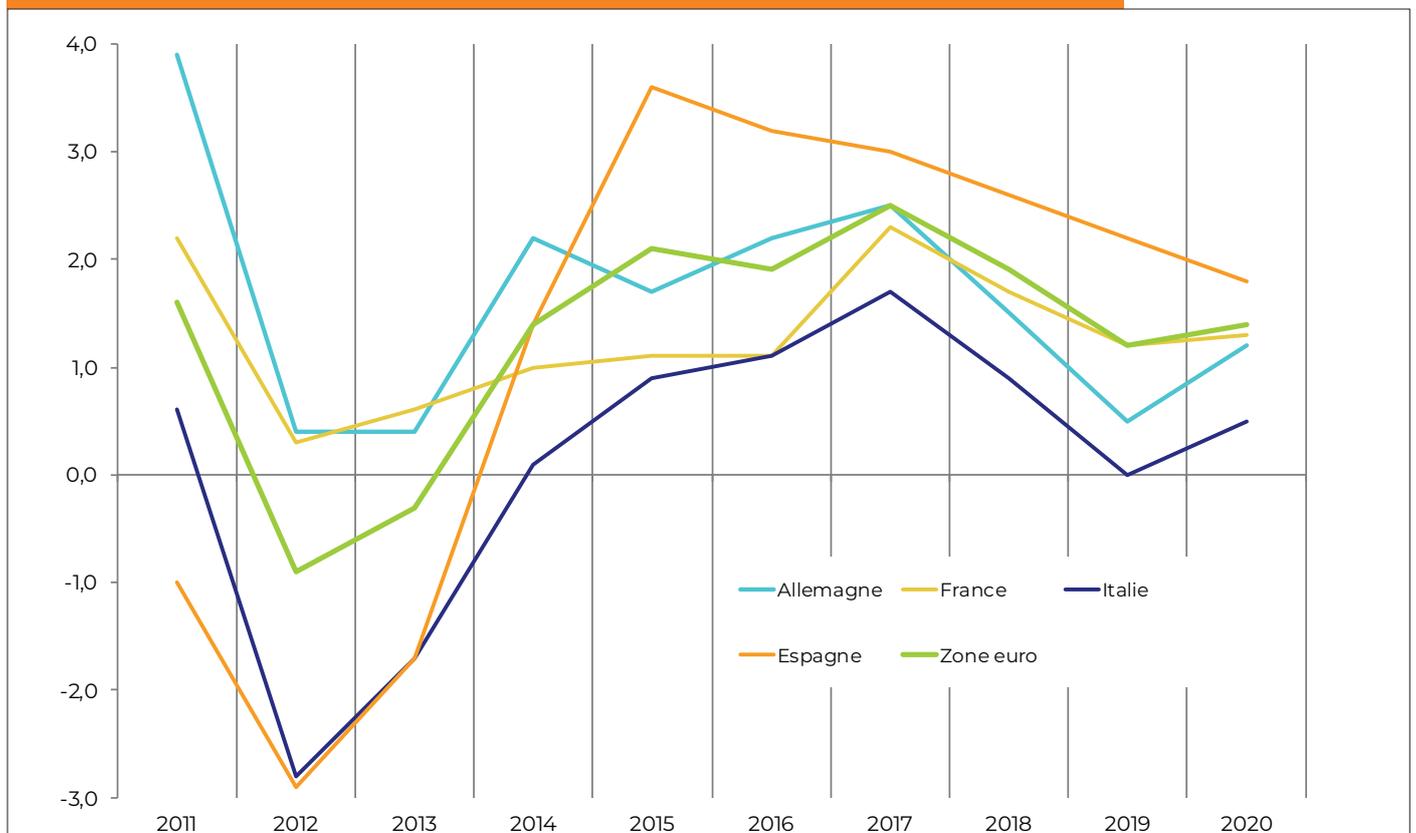
La deuxième puissance économique européenne, la France, a eu beaucoup de peine à s'aligner sur la moyenne européenne depuis 2014. Le traditionnel moteur de sa croissance, la consommation privée, tardait à repartir. À la fin de l'année 2018 et au début de 2019, la confiance des ménages a été

ébranlée par les manifestations des gilets jaunes. Cet été cependant, tournant la page aux mouvements sociaux, elle a largement dépassé sa moyenne de long terme à mesure que tombaient les bonnes nouvelles du marché du travail. L'emploi a augmenté de +0,3 % lors de chacun des deux premiers trimestres de 2019. Le taux de chômage commence enfin à baisser, il a perdu -0,5 point sur un an en août (8,5 %). L'origine de ce regain de confiance se trouve aussi dans les mesures prises par le gouvernement pour soutenir le pouvoir d'achat. Le deuxième trimestre a poursuivi la même progression qu'au premier avec une hausse de +0,3 %. Toutes les composantes de la demande intérieure ont évolué à la hausse : +0,2 % et +0,4 % pour respectivement la consommation privée et publique et +0,9 %

pour les investissements, dont l'évolution est semblable pour ceux des ménages et des entreprises. Le commerce extérieur a contribué à la croissance (+0,1 point). Même si cette contribution devait peser sur la croissance dans les prochains trimestres, son poids dans l'économie, moindre qu'en Allemagne, ne fera que légèrement freiner la croissance.

L'économie française devrait enregistrer une croissance semblable à la moyenne européenne dans les prochains mois si on en croit les indicateurs auprès des directeurs d'achats : l'indice manufacturier Markit atteint 50,1 points en septembre et 51,1 points pour les services. Sur l'ensemble de l'année 2019, la croissance française devrait atteindre +1,2 % et +1,3 % en 2020, selon le FMI.

Graphique 2.6 – Prévisions de croissance annuelle du PIB pour les principaux pays de la Zone euro



Source : FMI, octobre 2019

Enfin, les pays périphériques, qui ont été confrontés aux graves problèmes de financement de leurs déficits publics en 2011, affichent également des profils de croissance très contrastés parmi les pays européens, même si on retrouve les caractéristiques présentes ailleurs : un secteur des services qui résiste contrairement au secteur manufacturier où les attentes se détériorent. Parmi ceux-ci, l'Espagne est sortie rapidement de la récession de 2011 et a affiché des taux de croissance annuelle supérieure à 3 % qui tendent à se réduire pour revenir vers la moyenne européenne. Selon les dernières perspectives du FMI, sa croissance attendue en 2019 devrait atteindre encore +2,2 %, pour ralentir en 2020 à +1,8 %.

Par contre, l'Italie peine à rejoindre les taux de croissance des principales économies européennes, malgré une bonne tenue des investissements des entreprises et des créations d'emplois au deuxième trimestre. En 2019, elle ne devrait afficher qu'une croissance nulle, qui ne devrait remonter que légèrement à +0,5 % en 2020, toujours selon le FMI. Elle est confrontée à une dette publique galopante dans un environnement économique mondial détérioré qui ne laisse pas beaucoup de marge de manœuvre au nouveau gouvernement remanié. Le programme du nouveau gouvernement prévoit cependant des réductions de la fiscalité et des investissements dans les infrastructures.

Tableau 2.3 – Évolutions macro-économiques récentes et perspectives de la Zone euro

Zone euro	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ²	2020 ²
PIB	1,4	2,1	1,9	2,5	1,9	1,2	1,4
Consommation privée	0,9	1,9	2,0	1,6	1,4	1,2	1,3
Consommation publique	0,8	1,3	1,8	1,5	1,1	1,2	1,3
Formation brute du capital fixe	1,5	5,0	4,0	3,5	2,3	3,1	2,6
Contribution des stocks (% PIB) ¹	0,4	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,3	-0,1
Exportations nettes ¹	0,1	-0,2	-0,4	0,5	0,5	-0,1	-0,1

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2019

Notes :

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

2 Prévisions FMI.

Tableau 2.4 – Évolutions macro-économiques récentes et perspectives de l'Allemagne

Allemagne	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ²	2020 ²
PIB	2,2	1,7	2,2	2,5	1,5	0,5	1,2
Consommation privée	1,1	1,9	2,3	1,3	1,3	1,4	1,3
Consommation publique	1,7	2,8	4,1	2,4	1,4	2,0	1,8
Formation brute du capital fixe	3,2	1,8	3,8	2,5	3,5	3,1	2,5
Contribution des stocks (% PIB) ¹	0,0	-0,4	0,1	0,5	0,3	-0,5	0,0
Exportations nettes ¹	0,7	0,3	-0,6	0,2	-0,5	-0,7	-0,3

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2019

Notes :

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

2 Prévisions FMI.

Tableau 2.5 – Évolutions macro-économiques récentes et perspectives de la France

France	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ²	2020 ²
PIB	1,0	1,1	1,1	2,3	1,7	1,2	1,3
Consommation privée	0,8	1,5	1,8	1,4	0,9	1,1	1,3
Consommation publique	1,3	1,0	1,4	1,5	0,8	0,8	0,6
Formation brute du capital fixe	0,0	1,0	2,7	4,7	2,8	2,3	2,2
Contribution des stocks (% PIB) ¹	0,7	0,3	-0,4	0,2	-0,3	0,0	0,0
Exportations nettes ¹	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,7	0,0	-0,2

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2019

Notes :

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

2 Prévisions FMI.

2.1.3 Matières premières

Après une montée des prix pétroliers en début d'année, suite aux sanctions décidées par les États-Unis contre l'Iran, ceux-ci sont redescendus depuis mai, à mesure que la demande mondiale était revue à la baisse. En conséquence, les prix se sont fixés ces dernières semaines au-dessus des 60 dollars avant de redescendre en dessous de ce seuil au début octobre. Ils se sont même momentanément haussés à 68 dollars lors des attaques sur les infrastructures d'Arabie Saoudite, avant de redescendre. Le prix du baril de Brent de la mer du Nord se situait autour des 75 dollars le baril en mai. En cinq mois, il a perdu plus de 15 dollars. Cette forte chute des prix est aussi le résultat de la poursuite de la production sur le marché des gaz et pétrole de schiste et du pétrole bitumeux qui créait les conditions d'un excédent de l'offre sur la demande. Ce déséquilibre du marché a été renforcé par le ralentissement de la croissance mondiale. La volonté déclarée des pays de l'OPEP et de la Russie de respecter leur quota de production décidé dans leur accord de 2018 pour soutenir les prix ne semble pas avoir beaucoup d'impact sur le marché. Dans ce contexte et malgré les perturbations dues aux attaques en Arabie Saoudite, le prix du baril de Brent était encore estimé à la mi-octobre 2019 juste en

dessous de 60 dollars pour l'ensemble de l'année 2020 par l'US Energy Information Administration (EIA).

Dans son estimation d'octobre 2019, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit une hausse de la demande de +1,0 million de barils par jour en 2019, contre +1,2 million de barils par jour en 2020. C'est donc une faible hausse qui est attendue cette année. Les stocks commerciaux de l'OCDE ont pu bénéficier de l'excédent de l'offre sur la demande pour se reconstituer. Ils sont maintenant au-dessus de leur moyenne sur cinq ans et ils ont atteint les niveaux record de l'année 2016. Ils contribueront en cette fin d'année à répondre aux diminutions momentanées dues aux attaques en Arabie Saoudite.

Actuellement, selon l'AIE, la production hors OPEP devrait continuer à croître (+1,8 million de barils par jour en 2019 et +2,2 millions en 2020, estimé par l'AIE en octobre) notamment par la hausse de la production des États-Unis, du Brésil et de la Norvège. Au total, le marché devrait rester donc excédentaire en 2020, l'offre dépassant la demande.

Quant aux prix des matières premières hors énergie en Europe, les indices des prix en euro calculés par le Hamburgisches WeltWirtschafts Institut (HWWI) ont également évolué à la baisse depuis le mois de

Graphique 2.7 – Évolution mensuelle du cours du Brent en dollar par baril



Source : Energy Information Administration US – Calculs : IWEPS

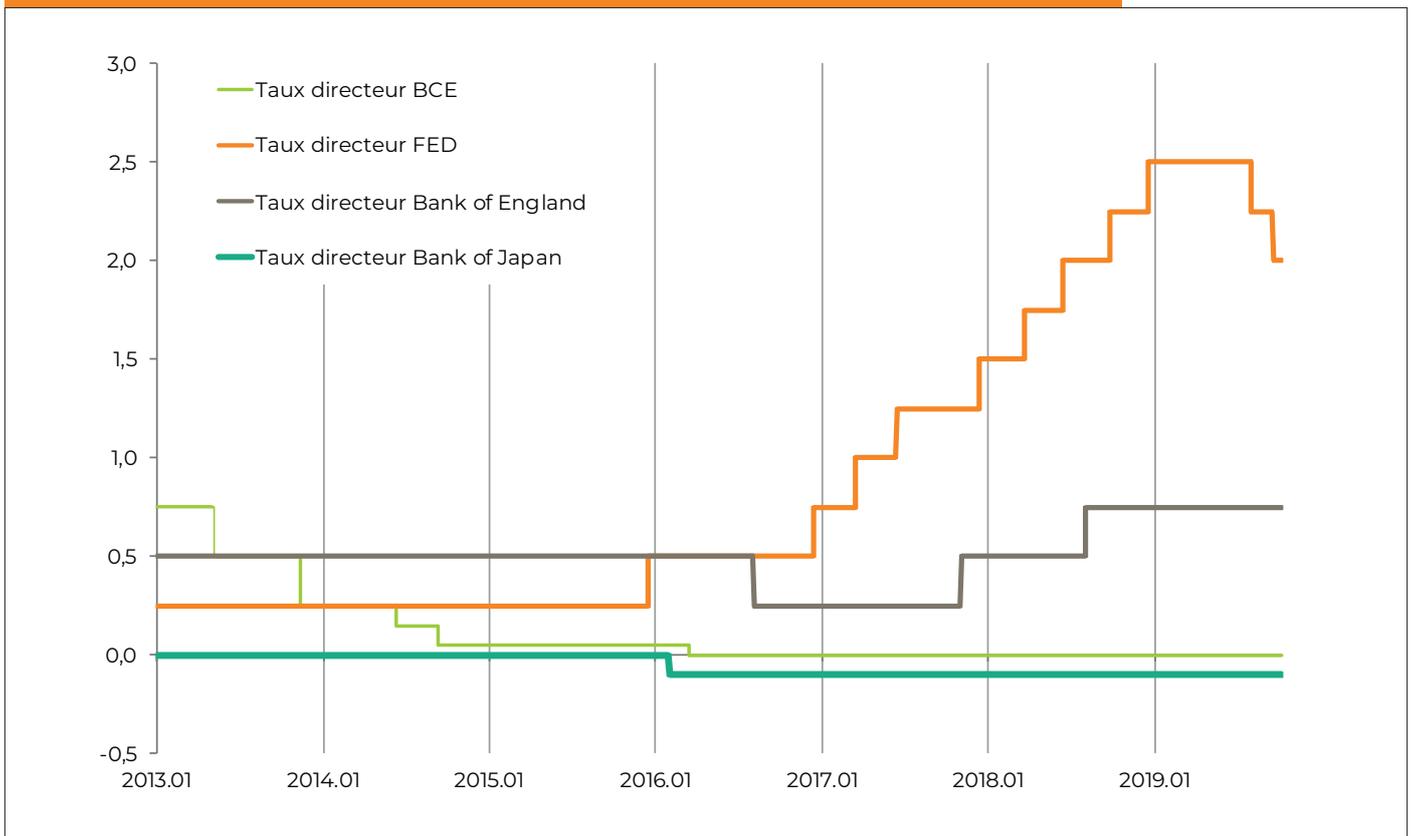
mai, suite au recul des prix de l'énergie, mais également de ceux des matières premières agricoles. En septembre, l'indice global perdait -20,3 % sur un an, les prix de l'énergie reculant de -24,8 %. Hors énergie, les prix augmentaient toutefois encore en septembre de +4,6 %. Dans les prochains mois, les reculs des prix à un an devraient s'accélérer étant donné la stabilisation des prix du pétrole et la baisse attendue de la demande mondiale. Comme nous le mentionnions déjà dans notre précédente édition, la baisse des prix des matières premières devrait encore maintenir l'inflation à des niveaux bas en Europe. Les incidents sur les infrastructures pétrolières dans le Golfe restent cependant une menace pour la stabilité des prix pétroliers dans les prochains mois.

2.1.4 La politique monétaire, l'évolution des taux longs et le marché des changes

2.1.4.1. La politique monétaire

L'orientation des politiques monétaires des principales banques centrales s'est à nouveau infléchie, dans un contexte d'essoufflement de l'expansion économique mondiale et surtout de faiblesse persistante de l'inflation. L'accentuation récente des risques politiques et/ou économiques fait souffler un vent contraire sur les échanges commerciaux internationaux, qui a contraint les politiques monétaires à prendre un tournant plus accommodant.

Graphique 2.8 – Évolution des taux directeurs de la BCE, de la FED, de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon



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

Aux États-Unis, la Réserve fédérale (FED) a ainsi interrompu, au cours de l'été, un cycle de resserrement de sa politique monétaire entamé dès la fin 2016. La FED a décidé de réduire ses taux d'intérêt directeurs (*fed funds*) à deux reprises au cours du troisième trimestre. Ceux-ci évoluent désormais entre 1,75 % et 2,00 %.

En Europe, le raffermissement économique plus tardif et la faiblesse des tensions inflationnistes sous-jacentes n'avaient pas incité les autorités monétaires à altérer précocement leur politique de taux d'intérêt. En septembre dernier, la Banque centrale européenne (BCE), de plus en plus inquiète de la dégradation des anticipations d'inflation, a finalement choisi d'abaisser de 0,1 point le taux de dépôt, appliqué notamment aux

réserves excédentaires des banques, le portant à -0,5 %. Le principal taux de refinancement des opérations monétaires (*refi*) de la BCE est demeuré inchangé, fixé à 0,0 % (depuis mars 2016).

En Grande-Bretagne, l'incertitude politique et économique qui entoure les conditions du futur retrait de l'Union européenne domine naturellement les débats du comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre (BoE). Celui-ci a ainsi clairement indiqué que la réponse de la politique monétaire au *Brexit*, négocié ou abrupt, « ne serait pas automatique et pourrait évoluer dans les deux sens ». En particulier, les taux d'intérêt directeurs de la BoE pourraient évoluer à la hausse comme à la baisse à mesure que les implications économiques

du *Brexit* se révéleront. En attendant, la BoE devrait continuer à adopter une posture attentiste. Au Japon, le taux de référence de la Banque du Japon (BoJ) est négatif (-0,10 %) depuis février 2016.

Sources :

Début 2019, l'assouplissement quantitatif mondial semblait être arrivé à son terme, les principales banques centrales s'étant engagées, à des degrés divers, sur le sentier de la normalisation de leur politique monétaire. Pour rappel, les politiques monétaires non conventionnelles mises en œuvre à la suite de la crise financière de 2008 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 - QE*). L'ampleur considérable de ces programmes a alors induit une très forte expansion (et recomposition) des bilans des banques centrales, une situation qui complique singulièrement la problématique de la normalisation de la politique monétaire.

Depuis le printemps, la multiplication des signes de tassement de la croissance mondiale, sur fond d'instabilité (géo-)politique et commerciale, mais aussi la faiblesse des pressions inflationnistes, a contraint les banques centrales à adopter un ton plus accommodant.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale qui, en janvier, prévenait qu'elle entendait faire preuve de patience quant aux futures hausses des taux directeurs, a depuis abaissé son taux de référence à deux reprises (-0,50 point). Simultanément, la FED a également décidé l'arrêt du processus de réduction de son bilan dès septembre, (un peu) en avance sur son calendrier. En Europe, la BCE a d'abord décidé le lancement d'une troisième phase d'opérations de refinancement ciblées de long terme accordées aux banques européennes (TLTRO-III), avant en septembre,

de renforcer significativement ses efforts monétaires. Les décisions de la BCE portent sur la baisse du taux de dépôt, la mise en œuvre d'un système de taux dégressifs sur les dépôts visant à limiter l'impact des taux négatifs sur les banques (*tiering*), la reprise de son programme d'achat d'obligations d'Etat, à hauteur de 20 milliards d'euros par mois et, surtout, le renforcement de sa politique d'indication prospective (*forward guidance*). La BCE exclut ainsi toute hausse des taux avant que l'inflation ne converge de manière robuste vers 2,0 %.

Si les instituts monétaires américain et européen partagent les mêmes inquiétudes, quant à l'environnement international et l'insuffisance persistante de l'inflation, la FED et la BCE adoptent donc des approches divergentes, une différence dictée par la marge de manœuvre dont elle dispose et l'écart des valeurs cibles par rapport à leur objectif, notamment en matière de prix. La Réserve fédérale américaine, qui a déjà relevé ses taux et commencé à réduire la taille de son bilan, se trouvait ainsi en meilleure position que la BCE, dont le taux directeur est toujours à 0,0 %. Les perspectives de croissance et d'inflation de l'économie américaine demeurent par ailleurs plus favorables qu'en Europe, plus proches des objectifs de la FED. Celle-ci conserve dès lors une politique monétaire traditionnellement dépendante des données (*data dependent*), déterminant la trajectoire de ses taux en fonction de l'évolution d'un large ensemble d'indicateurs économiques. La FED ne donne pas d'indication prospective, son président, Jerome Powell, rappelant que la voie de la politique monétaire n'était pas « tracée d'avance ». À l'inverse, la BCE, qui ne dispose que de marges limitées, tandis que l'inflation demeure éloignée de l'objectif, a cherché à renforcer le biais accommodant de sa politique monétaire principalement en reformulant ses indications sur la trajectoire future des taux directeurs (*enhanced forward guidance*). Cette communication vise à favoriser les anticipations quant aux conditions de financement à long terme et à soutenir ainsi la demande de crédit.

La décision de la Réserve fédérale d'abaisser ses taux directeurs – de 50 points de base – est difficilement compréhensible au regard des développements économiques et financiers aux États-Unis. Dans son communiqué de septembre, la FED prévoit une expansion économique modérée, soutenue par de solides augmentations de l'emploi et le « fort rythme » de progression des dépenses des consommateurs. La FED souligne toutefois la faiblesse des investissements des entreprises et des exportations, induite par le ralentissement de la croissance à l'étranger, en particulier en Europe, et la montée du protectionnisme. Selon Jerome Powell, c'est cette double source d'incertitude, conjuguée à une tension inflationniste toujours contenue, qui explique la modification de la politique monétaire américaine. En tout état de cause, la projection médiane des membres du comité de politique économique (FOCOM) de la FED quant à la trajectoire des taux directeurs (donnée par les *dots*) suggère que le taux des *fed funds* pourraient demeurer inchangés jusqu'à la fin de l'année prochaine. Cependant, les risques d'une escalade des tensions commerciales avec la Chine ou l'Europe, la faiblesse de l'inflation et la recrudescence des incertitudes (géo-)politiques (tensions dans le Golfe Persique, *Brexit*, manifestations à Hong-Kong) accroissent la probabilité d'une baisse supplémentaire des taux au cours des prochains mois.

En Europe, l'inflation est au cœur des préoccupations de la Banque centrale. En juin, Mario Draghi, son président, se déclarait ainsi prêt à faire « tout ce qui était nécessaire » pour relancer l'inflation. Dans son communiqué de septembre, la BCE a annoncé son intention de maintenir les taux d'intérêt directeurs de la BCE à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de 2,0 % à moyen terme, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente³. Le comité de politique monétaire de la BCE a donc supprimé toute référence à une date fixe qui marquerait le début d'un

resserrement de la politique de taux. De même, le communiqué n'indique pas de calendrier de fin de son programme d'achat d'actifs. La Banque centrale prévient donc que la politique monétaire devrait rester largement accommodante pendant une période prolongée. En altérant de la sorte ses orientations prospectives, la BCE espère ancrer les anticipations des agents, une stratégie de communication qui devrait également réduire la sensibilité des marchés à la publication d'indicateurs économiques non attendus. Même si elle se dit prête à ajuster l'ensemble de ses instruments pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, il est vraisemblable que la BCE cherchera à maintenir inchangées ses conditions monétaires actuelles aux cours des prochains mois.

2.1.4.2. L'évolution des taux longs

Depuis le début de l'année, l'escalade des tensions commerciales et politiques, qui ont grevé la progression de l'économie mondiale et alimenté les anticipations d'infléchissement des politiques monétaires, a également entraîné une forte baisse des rendements obligataires allemands et américains.

Aux États-Unis, les taux des titres du Trésor américain de longue maturité (dix ans), qui avoisinaient 3,15 % en octobre 2018, un niveau inédit depuis mai 2011, se sont depuis détendus, perdant environ 100 points de base depuis le début de l'année. Ce repli s'explique par les signes de tassement de l'activité économique mondiale et récemment l'assouplissement de la politique monétaire de la FED. L'incertitude géopolitique et l'escalade du conflit commercial avec la Chine tendent, quant à elles, à favoriser un mouvement vers les valeurs dites refuges, comme les *T-notes* américains. En septembre, les titres américains s'échangeaient ainsi en moyenne aux alentours de 1,7 %. Le brusque repli des taux longs américains a abouti à une inversion de la courbe des taux obligataires, c'est-à-dire des rendements de longue maturité

³ En septembre, les projections de taux d'inflation de la BCE tablent sur une hausse moyenne de l'indice des prix de +1,2 % en 2019 et de +1,0 % 2020. Les pressions inflationnistes sous-jacentes, hors prix de l'énergie, demeurent en effet faibles, loin de la cible d'inflation visée par la Banque. Selon la BCE, alors que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées et généralisées dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail, leurs répercussions sur l'inflation sont plus lentes qu'anticipées antérieurement (BCE, 2019).

devenant inférieurs aux taux de court terme, un phénomène qui a souvent, par le passé, précédé une récession.

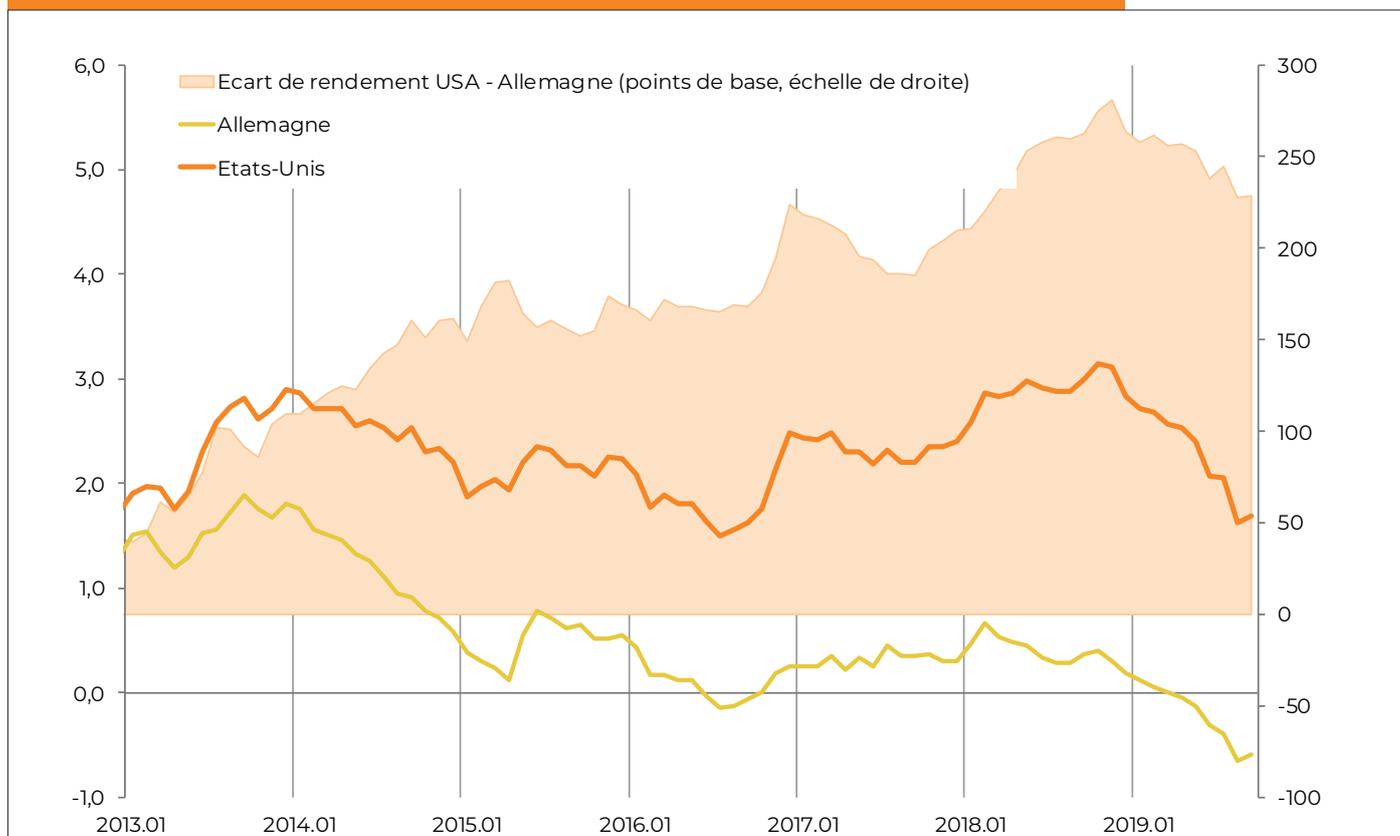
En Europe, les turbulences politiques en Italie et au Royaume-Uni, la faiblesse des tensions inflationnistes, un excédent de liquidités et enfin la publication de chiffres de croissance décevants ont globalement induit depuis le début de l'année un repli des rendements obligataires européens de référence à des degrés divers. Le taux long allemand a ainsi perdu environ 70 points de base depuis le début de l'année. La pénurie des emprunts d'État allemands participe aussi de cette évolution. Les excédents budgétaires persistants⁴ 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 capi-

taux vers la qualité. Depuis avril dernier, le rendement moyen des titres de dette allemands de long terme est devenu négatif, atteignant -0,59 % en septembre.

Au cours des prochains mois, le manque d'allant de l'économie mondiale et l'assouplissement des conditions monétaires tant aux États-Unis qu'en Europe devraient continuer à peser sur les taux des emprunts publics américains et allemands. Selon les observateurs, les taux longs pourraient donc évoluer autour de leur niveau actuel jusqu'à la fin de l'année 2019. La normalisation qui interviendrait ensuite, si le présent climat d'incertitude s'apaise, devrait être très progressive.

Aux États-Unis, la mise en œuvre du plan de relance budgétaire devrait toutefois contribuer à renforcer une tendance haus-

Graphique 2.9 – Évolution des taux longs (rendements des obligations publiques à dix ans) – Allemagne et États-Unis



Source : OCDE

⁴ Pour rappel, l'Allemagne a inscrit le principe d'équilibre budgétaire (surnommé en allemand « *Schwarze Null* ») dans la constitution.

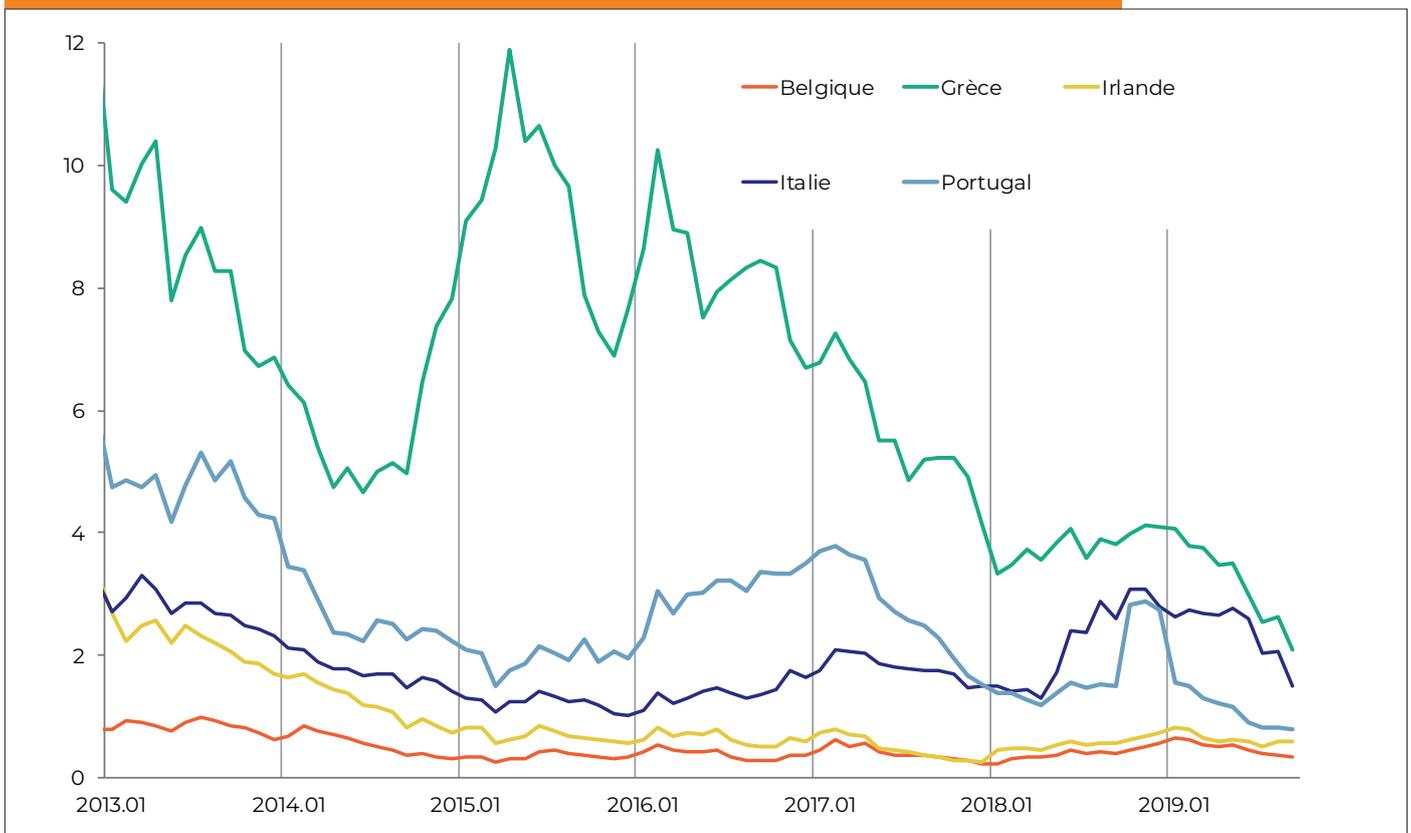
sière des taux des *Treasuries* à dix ans. En effet, les baisses d'impôt vont significativement accroître le déficit public américain au cours des prochaines années, qui devra être financé par une hausse des émissions d'emprunts publics et donc une remontée des taux obligataires. En Europe, en revanche, la réactivation du programme d'achat de titres par la Banque centrale freinerait encore une remontée des taux longs.

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. La mise en œuvre du programme de rachats de titres devrait concourir à maintenir les différentiels de taux. En Belgique, comme en France ou aux Pays-Bas notamment, le taux de rendement moyen des titres de la dette publique sont devenus négatifs en août, un taux corres-

pondant à une prime de risque par rapport au *Bund* allemand de l'ordre de 37 points de base. La prime de risque sur la dette italienne s'élevait encore à plus de 200 points de base à la même période, tandis que celui de la Grèce, en recul, était de 260 points de base.

Dans la Zone euro, les conditions d'octroi du crédit bancaire aux entreprises et de crédit à la consommation des ménages se sont durcies au cours du printemps dernier, pour le deuxième trimestre d'affilée. Parmi les facteurs déterminant cette évolution, les résultats des enquêtes européennes sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) révèlent que c'est globalement la perception des risques liés notamment au climat économique général qui explique ce durcissement. Les critères d'octroi des crédits en logements des

Graphique 2.10 – 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

ménages sont, eux, restés globalement inchangés. Les banques européennes participant à l'enquête s'attendent à un léger relâchement des contraintes de crédit à la consommation, au cours du troisième trimestre de 2019, tandis qu'elles demeureraient inchangées pour les prêts aux entreprises et emprunts hypothécaires.

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 dernier trimestre. Cette hausse, qui devrait se poursuivre au cours du troisième trimestre de 2019, est soutenue par la faiblesse du taux d'intérêt, mais aussi par un accroissement des besoins de financement de formation brute 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) depuis le début d'année. Alors que la hausse de la demande nette de prêt au logement a été plus forte qu'attendu, l'accroissement de la demande de crédit à la consommation s'est toutefois révélé moins vif qu'anticipé. La hausse de la demande de prêts par les ménages s'explique par plusieurs facteurs, en particulier la faiblesse générale des taux d'intérêt.

2.1.4.3. Le marché des changes

Depuis le début de l'année, l'euro s'est déprécié par rapport au dollar. Le taux de change USD/EUR qui s'établissait à 1,14 en janvier évolue autour de 1,10 début octobre, un cours qui correspond au niveau de l'été 2017.

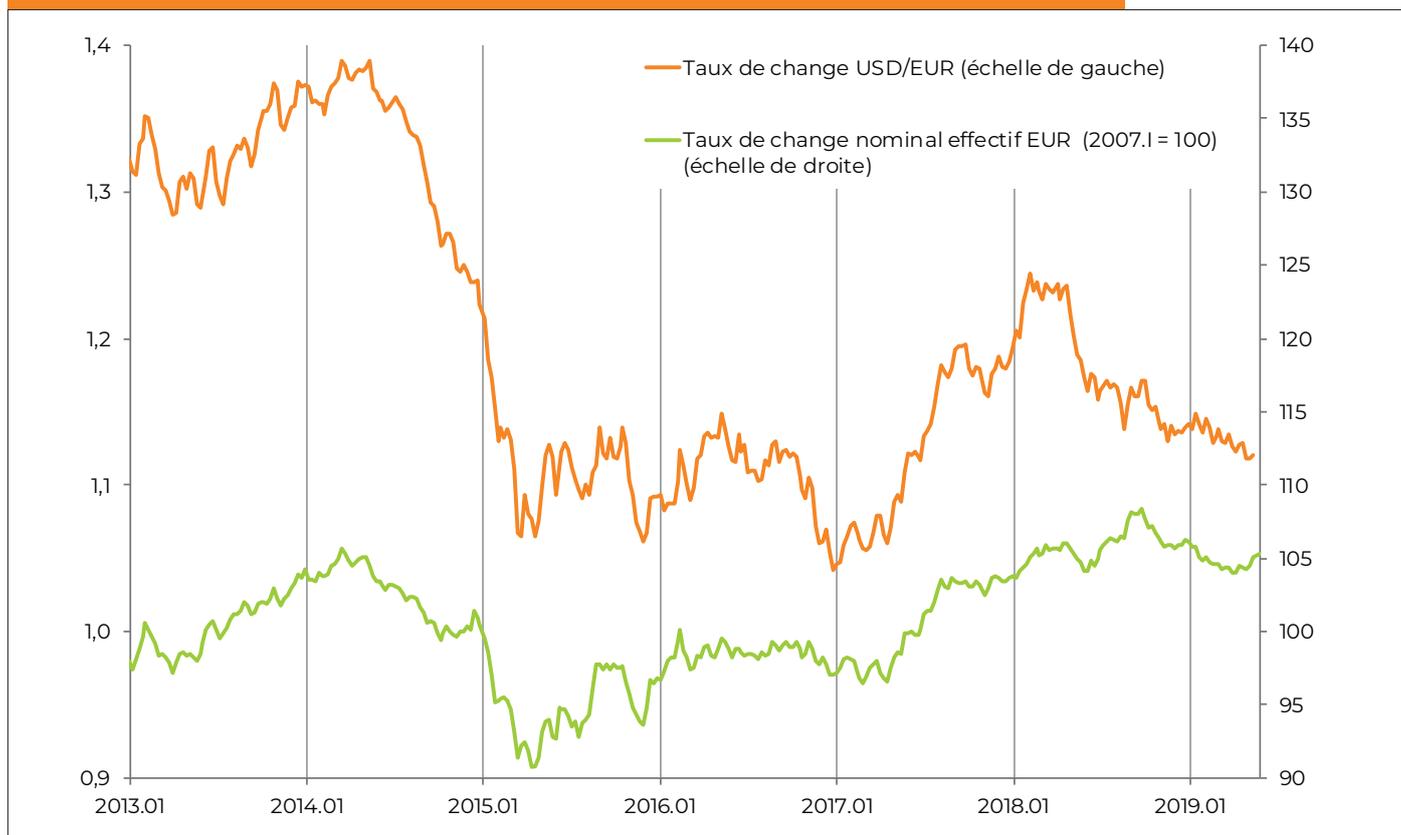
La monnaie unique souffre vraisemblablement de l'escalade du conflit commercial entre la Chine et les États-Unis. En raison d'une participation relativement plus grande à la chaîne de valeur mondiale qu'en Amérique ou en Asie, l'économie européenne, en particulier l'activité manufacturière, a en effet été particulièrement affectée par la perturbation des flux commerciaux. La dégradation du contexte macroécono-

mique, mais aussi l'assouplissement de la politique de la BCE qui en découle, concourt ainsi à la baisse de l'euro. Les tensions commerciales, ainsi que les incertitudes politiques en Europe, constituent également des facteurs qui favorisent l'appréciation du dollar, considéré comme valeur refuge. En revanche, le cycle de détente monétaire de la Réserve fédérale a induit une réduction du différentiel des taux d'intérêt entre l'Europe et les États-Unis, qui a freiné l'érosion de la monnaie européenne.

En 2020, les anticipations relatives à l'orientation des politiques monétaires de la FED par rapport à celle de la BCE et les perspectives de croissance économique et d'inflation qui demeurent plus favorables aux États-Unis devraient continuer à soutenir le dollar au cours des prochains mois. En seconde partie d'année, l'euro pourrait se raffermir par rapport au dollar si certaines incertitudes politiques et commerciales sont levées. 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, notre prévision retient l'hypothèse d'un taux de change USD/EUR évoluant globalement à son niveau actuel, proche de 1,10.

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 déprécié à partir de l'été dernier. La monnaie européenne s'est en effet dépréciée vis-à-vis des devises de la plupart des économies émergentes, y compris le renminbi chinois, mais aussi la livre turque, le real brésilien et le rouble russe.

Graphique 2.11 – Taux de change bilatéral USD/EUR et taux de change nominal effectif (EUR)



Source : Banque centrale européenne

2.2

LA SITUATION CONJONCTURELLE EN BELGIQUE

Ralentissement de la croissance au premier semestre 2019

Au cours des deux premiers trimestres de l'année, la croissance du PIB de la Belgique a progressivement ralenti, perdant chaque trimestre -0,1 point de croissance par rapport à la croissance enregistrée lors du trimestre précédent, passant en rythmes trimestriels de +0,4 % au dernier trimestre de 2018 à +0,2 % au deuxième trimestre de l'année 2019. D'après la BNB, la croissance de l'activité économique devrait rester au même niveau au cours du troisième trimestre.

Parmi les principales catégories de dépenses, les deux premiers trimestres de 2019 sont caractérisés par une évolution de la consommation privée plus soutenue que lors des trois derniers trimestres de 2018, tout en restant à un niveau relativement bas (+0,2 % en rythme trimestriel). Les exportations et les importations voient leur croissance ralentir au cours de la même période, dans la foulée du ralentissement du commerce mondial.

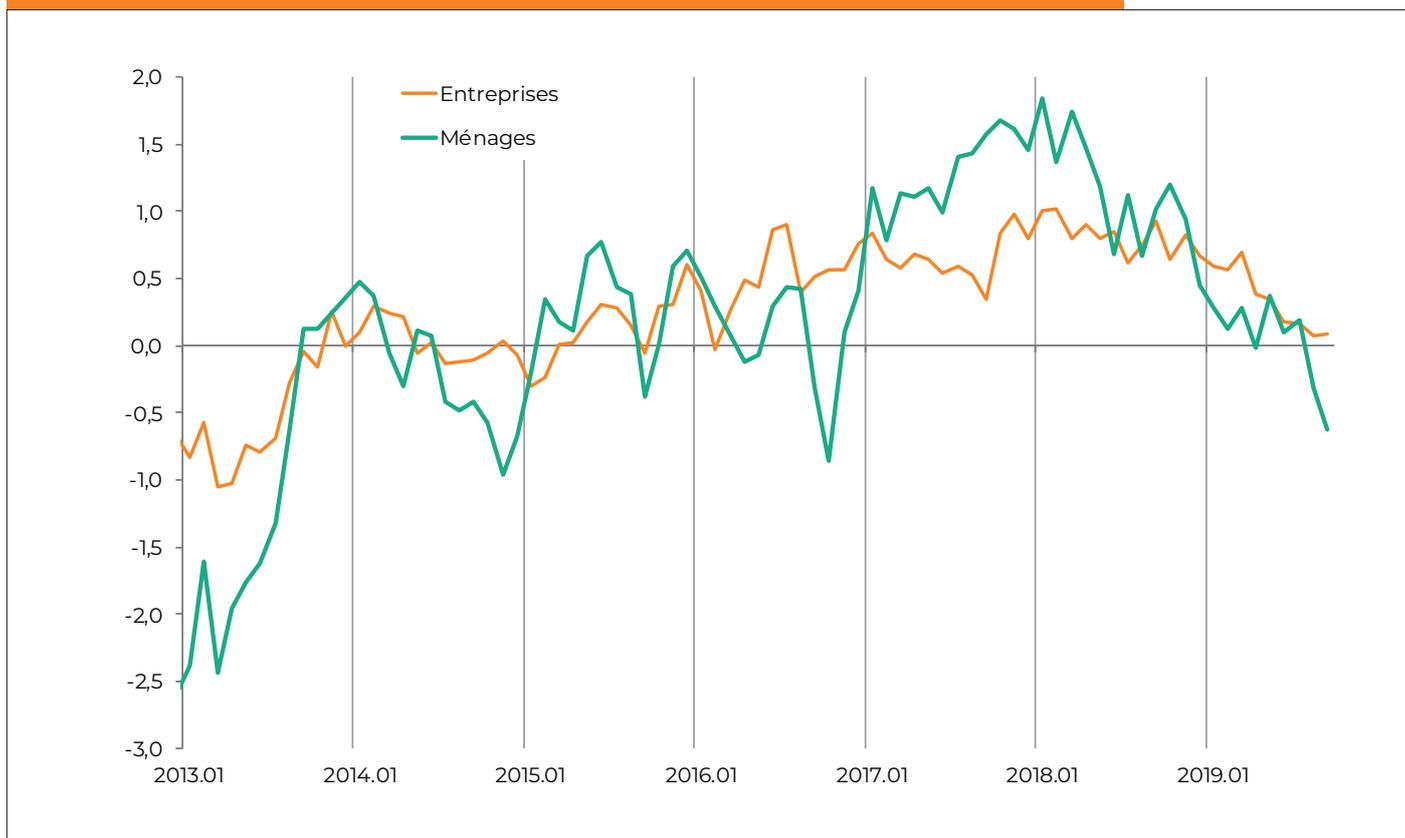
Au niveau de la formation brute de capital fixe, la situation n'est pas plus florissante.

L'année 2018 s'était clôturée par un bon dernier trimestre, mais la situation n'a pas perduré au cours de la première partie de l'année 2019. Les investissements des entreprises se redressent légèrement au deuxième trimestre (+0,8 % en rythme trimestriel) après un premier trimestre atone (+0,1 %). Les investissements résidentiels sont à la baisse au deuxième trimestre de cette année (-0,6 %), après deux trimestres positifs (respectivement +2,9 % et +0,8 % au dernier trimestre de 2018 et au premier de 2019).

Sur les quatre derniers trimestres, l'emploi intérieur a connu une augmentation de +0,4 % par rapport au trimestre précédent, alors que la productivité ne se redresse pas (-0,1 % au cours des deux derniers trimestres connus).

Au niveau de la production, le secteur des services est le seul dont la valeur ajoutée évolue de manière positive au cours des deux premiers trimestres de 2019 (+0,6 % et +0,5 % en variation trimestrielle). L'industrie manufacturière enregistre déjà deux trimestres négatifs (respectivement -0,7 % et -0,5 %), tandis que la construction n'est en recul que depuis un trimestre (+0,7 % et -0,2 %).

Graphique 2.12 – Évolution de la conjoncture en Belgique



Source : BNB – Calculs : IWEPS

Croissance faible sur l'horizon de projection

Depuis plusieurs mois déjà, l'évolution économique semble plus morose en Belgique. La croissance du deuxième trimestre de l'année 2019 est la plus faible enregistrée depuis un an et demi. Et les perspectives à court terme, que formulent notamment les chefs d'entreprise et que nous anticipons pour les différentes composantes de la demande, ne vont pas dans le sens d'une relance de l'activité économique. Elles s'orientent plutôt vers une stabilisation de la situation économique, à ce niveau modeste de croissance, même si celle-ci pourrait se relever légèrement au cours de l'année prochaine, le commerce extérieur se redressant timidement en comparaison du creux actuel.

Ainsi, la croissance de la consommation privée devrait rester modeste sur l'ensemble de cette année, bien que le pouvoir d'achat des ménages soit en hausse en 2019. La diminution de la confiance des ménages rend les consommateurs plus enclins à augmenter leur taux d'épargne qu'à réaliser des achats, d'autant qu'ils ont largement puisé dans leur épargne durant les années précédentes, de sorte que le besoin de rétablir leurs réserves pourrait primer. Pour cette année, nous tablons donc sur une croissance de la consommation privée de +0,8 %, alors que le taux d'épargne brut passerait de 11,8 % à 13,3 % entre 2018 et 2019. En 2020, malgré l'affaiblissement attendu de la croissance des revenus, à la suite du ralentissement escompté de l'emploi, la consommation des ménages croîtrait de +1,3 %. Il s'agit d'un taux annuel plus élevé qu'en 2019, en raison d'un effet de seuil

moins défavorable qu'au début de cette année, et d'un taux d'épargne dont la hausse (jusqu'à 13,6 %) serait moins prononcée que cette année.

Les incertitudes à propos des perspectives économiques, tant au niveau national qu'international, et des débouchés commerciaux, mais aussi dans une moindre mesure sur l'emploi, devraient également peser sur l'évolution de la formation brute de capital fixe.

En ce qui concerne les ménages, les investissements en logement croîtraient de +2,8 % en 2019 et de seulement +1,4 % en 2020, compte tenu d'une situation financière qui progresserait moins favorablement, et ce, malgré des taux d'intérêt toujours historiquement bas.

Au vu des enquêtes de conjoncture, et plus particulièrement des appréciations du niveau du carnet de commandes et des prévisions de la demande à trois mois, les investissements des entreprises ne devraient pas non plus contribuer largement à la croissance du PIB dans les mois à venir, bien que les taux d'utilisation des capacités de production soient à leur moyenne de long terme. Nous prévoyons une croissance annuelle moyenne de +3,9 % de cette composante en 2019, soutenue par un effet de seuil important, et de +1,3 % en 2020.

L'appréciation des carnets de commandes à l'exportation enregistre depuis plusieurs mois une tendance à la baisse, augurant d'une évolution très faible en deuxième partie de l'année 2019. Cet élément, conjugué à un maintien de la consommation, nous laisse augurer d'un rythme de croissance légèrement plus important pour les importations que pour les exportations dans les mois à venir. La contribution des exportations nettes à la croissance du PIB serait donc nulle en 2019 et deviendrait négative sur l'ensemble de l'année 2020 (-0,4 point de pourcentage). Les exportations ne se

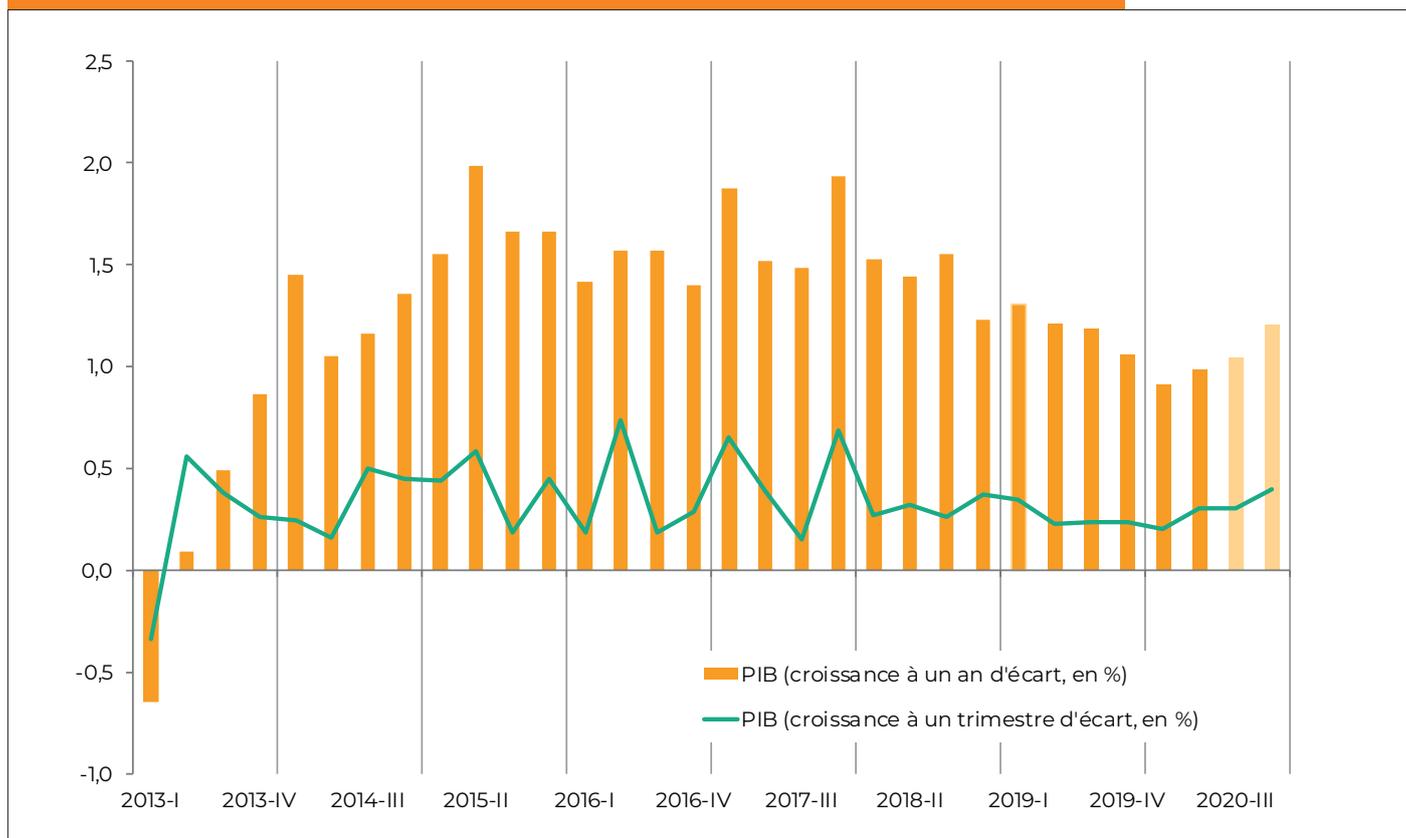
relèveraient que très graduellement dans le courant de 2020, dans un contexte international qui cesserait de se dégrader, notamment dans les pays émergents.

La situation du secteur public est plus contrastée. En effet, d'un côté, la consommation publique progresserait en 2019 et 2020 à un rythme annuel moyen de respectivement +1,3 % et +0,9 %, ne contribuant 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 très peu dynamiques en 2019, affichant une croissance de +1,0 % en rythme annuel, à la suite du repli des investissements des pouvoirs locaux, traditionnellement enregistré en début de législature communale et provinciale. En revanche, nous tablons sur une reprise plus importante de la croissance de la formation brute de capital fixe du secteur public en 2020, avec une croissance de l'ordre de +5,4 %, qui serait principalement imputable aux investissements des communautés et régions.

Selon notre scénario, la croissance annuelle moyenne du PIB belge s'établirait à +1,2 % en 2019 et +1,0 % en 2020.

Le rythme des créations d'emplois devrait sensiblement ralentir dans les prochains mois. Les intentions d'embauches, qui transparaissent des enquêtes conjoncturelles menées dans les différents secteurs de l'économie belge, restent à des niveaux élevés dans la construction, mais sont moins positives dans l'industrie et dans les services. La croissance de l'emploi dans les trimestres à venir devrait être plus modérée que ces dernières années, compte tenu d'une activité économique moins dynamique et en l'absence notamment de nouvelles baisses de coûts. De la sorte, notre scénario table sur une croissance annuelle moyenne de l'emploi qui serait de +1,4 % en 2019 et seulement +0,7 % en 2020.

Graphique 2.13 – Évolution du PIB belge



Source : ICN – Calculs : IWEPS

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

CHAPITRE 3

TENDANCES ÉCONOMIQUES
EN WALLONIE

3.1

L'ACTIVITÉ

ÉCONOMIQUE

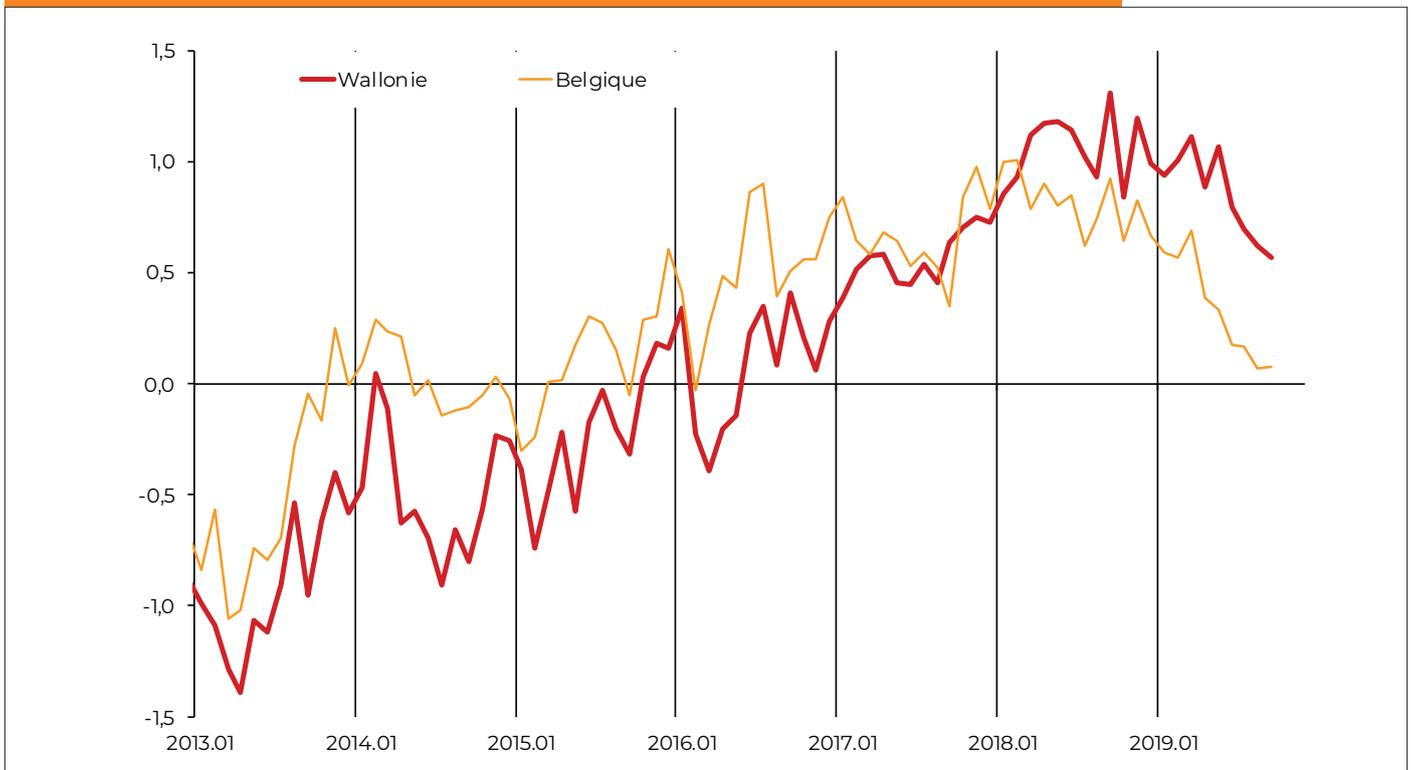
Évolutions récentes : les signes d'une certaine résistance de l'activité

Point de départ comptable de notre scénario prévisionnel, les comptes régionaux publiés au mois de février dernier donnent une estimation, encore provisoire, du PIB de la Wallonie de 2017, dont la croissance se serait établie à +1,6 % en volume. Ces données confirment la tendance au raffermissement de la croissance depuis la sortie de la récession de 2012-2013. Elles indiquent également que les services marchands, en particulier les services aux entreprises, avaient progressivement retrouvé une croissance plus forte, tandis que l'industrie

bénéficiait en 2017 d'un environnement extérieur particulièrement porteur. L'assise sectorielle de la croissance économique s'étendait donc.

Le ralentissement conjoncturel observé en 2018 à l'échelle internationale, à la suite du repli des échanges commerciaux et de la montée des incertitudes, a touché l'économie belge et percolé en Wallonie, comme en témoigne le retournement de l'indice global du climat des affaires régional au deuxième trimestre de l'année 2018. Cependant, dans son ensemble, la confiance des chefs d'entreprise wallons est demeurée à un niveau élevé l'année passée, ne fléchissant alors que légèrement en comparaison des observations relatives à la Belgique (cf. graphique 3.1) ou à d'autres pays (cf. sec-

Graphique 3.1 – Enquête auprès des entreprises - Courbe synthétique globale



Source : BNB – Calculs : IWEPS

tion 2). Ainsi, la détérioration rapide de la confiance dans le commerce s'est avérée temporaire, le repli est resté limité dans l'industrie et dans les services aux entreprises, tandis que le sentiment général demeurait bien orienté dans la construction (cf. graphique 3.2).

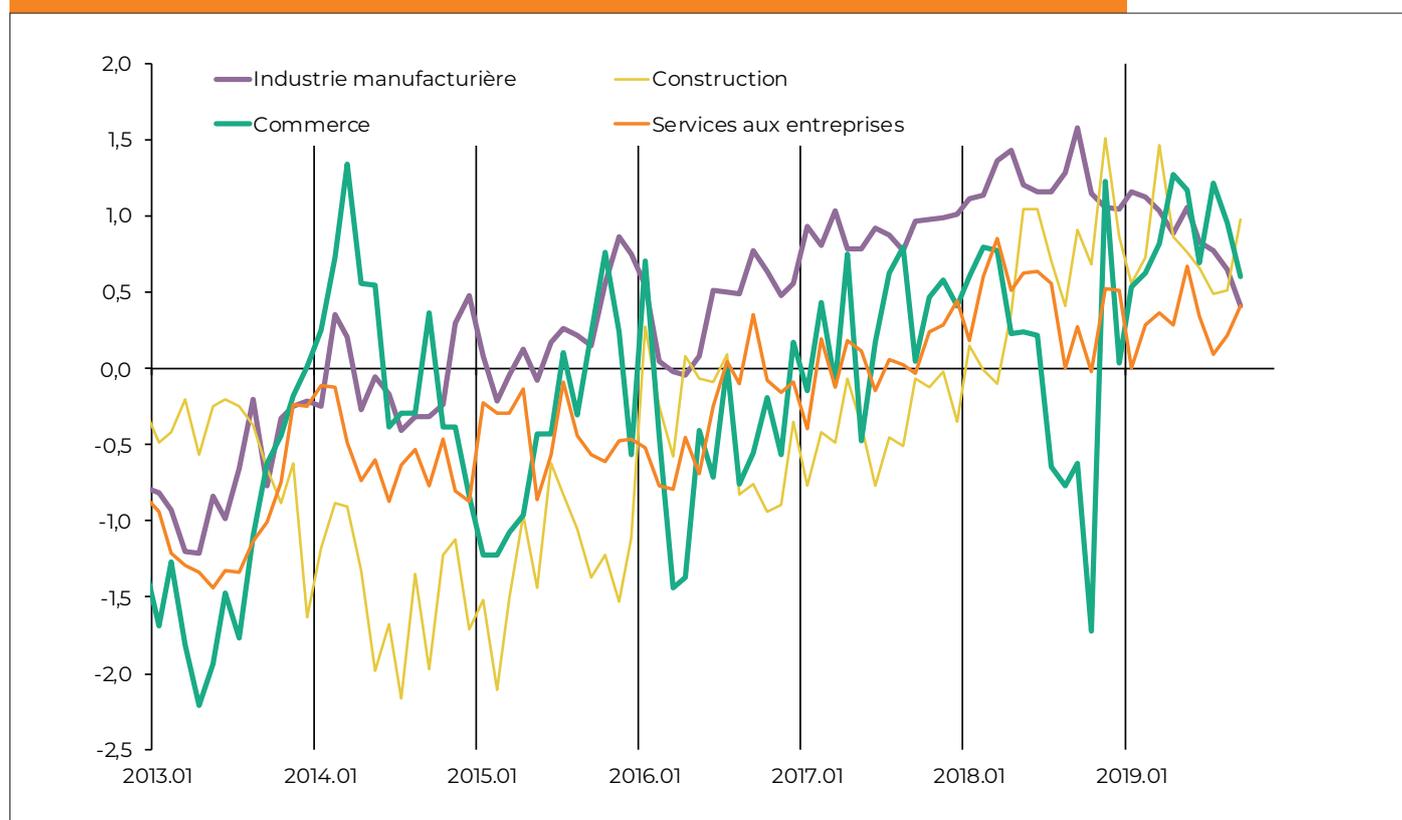
Ces appréciations encore favorables de la part des chefs d'entreprise wallons sont rejointes par les observations statistiques dont nous disposons pour l'année 2018 dans son ensemble, en particulier les chiffres d'affaires enregistrés à la TVA. En nous basant sur ces derniers, nous estimons que la croissance du PIB wallon pourrait s'être établie à +1,5 % l'année dernière. Il s'agit pratiquement d'un maintien de la croissance économique par rapport à l'année précédente, favorisé par les contributions toujours positives des exportations et de la consommation privée.

On notera également que les indices de la production industrielle ainsi que les chiffres d'affaires de l'ensemble de l'économie ont connu une évolution favorable au dernier trimestre de l'année 2018, procurant donc un acquis de croissance non négligeable pour l'année 2019.

L'activité économique régionale a par ailleurs continué d'afficher des évolutions positives en première partie de cette année, malgré un fléchissement désormais plus palpable de la confiance au sein de l'industrie (cf. graphique 3.2).

Certaines spécificités sectorielles ont pu prémunir partiellement la Wallonie d'un repli conjoncturel marqué. Dans l'industrie, et pour certains produits d'exportation (cf. section 3.2.), les productions locales semblent avoir bénéficié de débouchés toujours en expansion. En témoigne notam-

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



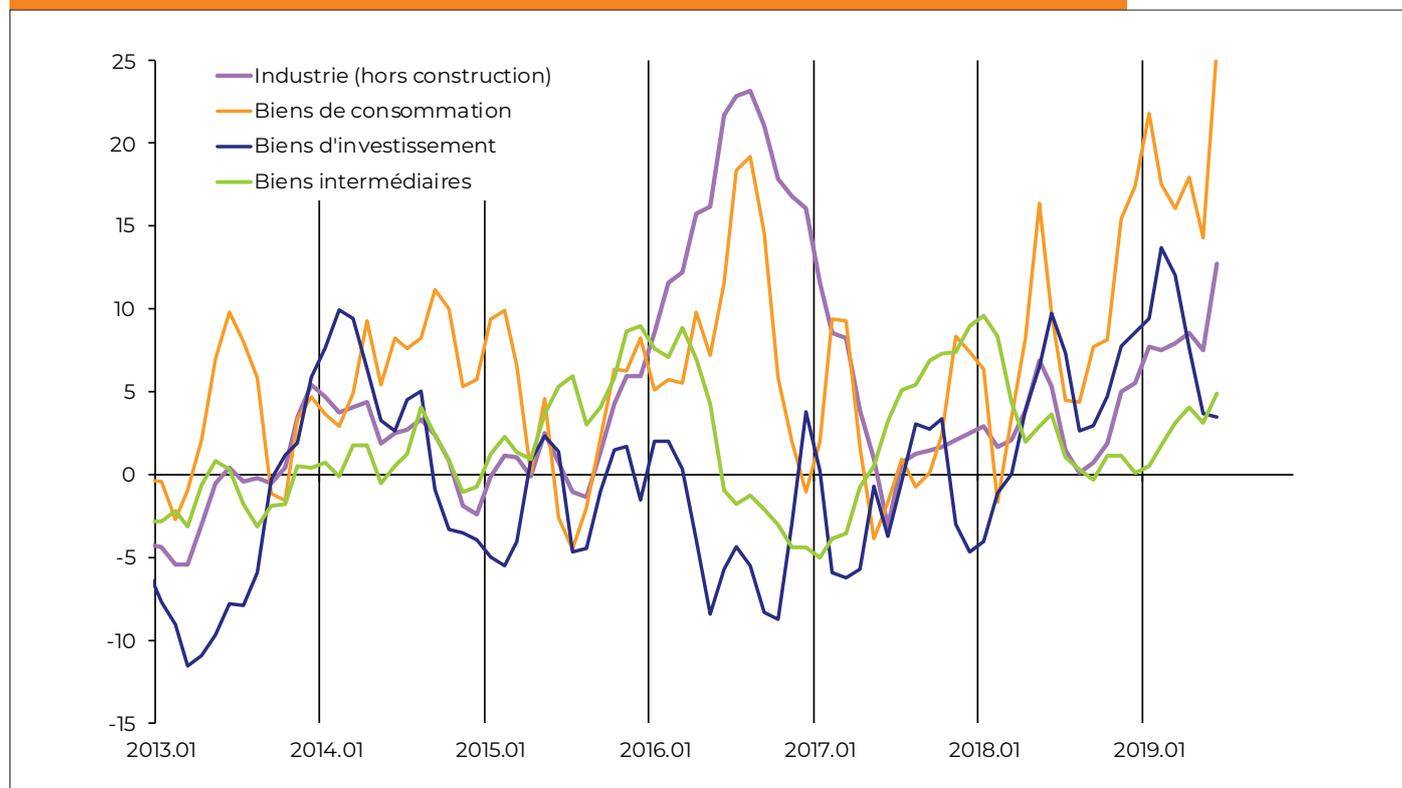
Source : BNB – Calculs : IWEPS

ment l'indice de production industrielle relatif aux biens de consommation, au rang desquels figurent notamment les produits pharmaceutiques. Cet indice a présenté une nouvelle forte hausse au deuxième trimestre de 2019. La relative bonne tenue des indices de production industrielle jusqu'à présent ne se limite néanmoins pas à certains créneaux. Ainsi, au sein des biens de consommation, l'orientation de la production de l'industrie alimentaire wallonne – une des principales branches industrielles régionales – est notamment aussi en progrès depuis le début de l'année. De plus, de manière générale, les indices restent en expansion à un an d'écart pour l'ensemble des biens intermédiaires et des biens d'investissement, même si pour ces derniers, l'orientation la plus récente est à la baisse, sans doute en lien avec la faiblesse des investissements au plan international. Ce profil de fléchissement en territoire positif à un an d'écart s'observe notamment pour

deux productions industrielles importantes en Wallonie : les produits minéraux et les produits dérivés de la métallurgie. Cette résistance d'ensemble des différents indicateurs de la production est en ligne avec les dernières observations relatives aux exportations de marchandises, avec un climat toujours très positif au sein de la construction, utilisatrice de produits intermédiaires, ainsi qu'avec nos attentes en matière de consommation privée. Par ailleurs, pour les trois principaux groupes de biens (de consommation – d'investissement – intermédiaires), l'évolution des indices wallons s'avère aujourd'hui plus favorable qu'en Belgique en moyenne.

Les données régionales de chiffres d'affaires selon la TVA confirment ces évolutions récentes positives dans le secteur manufacturier. En ce qui concerne les services, la même source indique d'abord une augmentation sensible du chiffre d'affaires

Graphique 3.3 – Croissance des indices de la production industrielle en Wallonie (à un an d'écart, lissée sur trois mois)



Source : Statbel – Calculs : IWEPS

en 2018, avec notamment une très nette augmentation au dernier trimestre (comme évoqué plus haut). Cette dernière hausse est naturellement suivie d'un repli au premier trimestre, mais un rebond partiel est encore enregistré au deuxième trimestre, à l'image de ce que l'on a pu observer dans la branche du commerce ou dans celle des services aux entreprises. Quant au secteur de la construction, malgré un léger repli d'un trimestre à l'autre depuis le début de l'année, il conserve une croissance nettement positive de son chiffre d'affaires à un an d'écart.

Essoufflement attendu de la croissance économique wallonne

Malgré des observations qui demeurent *grosso modo* positives, un affaiblissement graduel de la croissance économique régionale est néanmoins attendu durant les prochains trimestres. Ainsi, dans l'industrie manufacturière, les perspectives de demande faiblissent progressivement tandis que le niveau des stocks semble redevenir suffisant, deux éléments qui devraient concourir à modérer les rythmes de production observés jusqu'ici.

La formation brute de capital fixe des entreprises devrait marquer le pas. Cette composante de la demande agrégée souffrira de l'érosion des perspectives de demande, allant de pair avec un relâchement des tensions sur l'appareil de production. En outre, face à l'incertitude qui s'enracine sur le plan international, les entreprises risquent bien d'être de plus en plus nombreuses à adopter une stratégie attentiste par rapport à leurs dépenses d'investissement (cf. section 2).

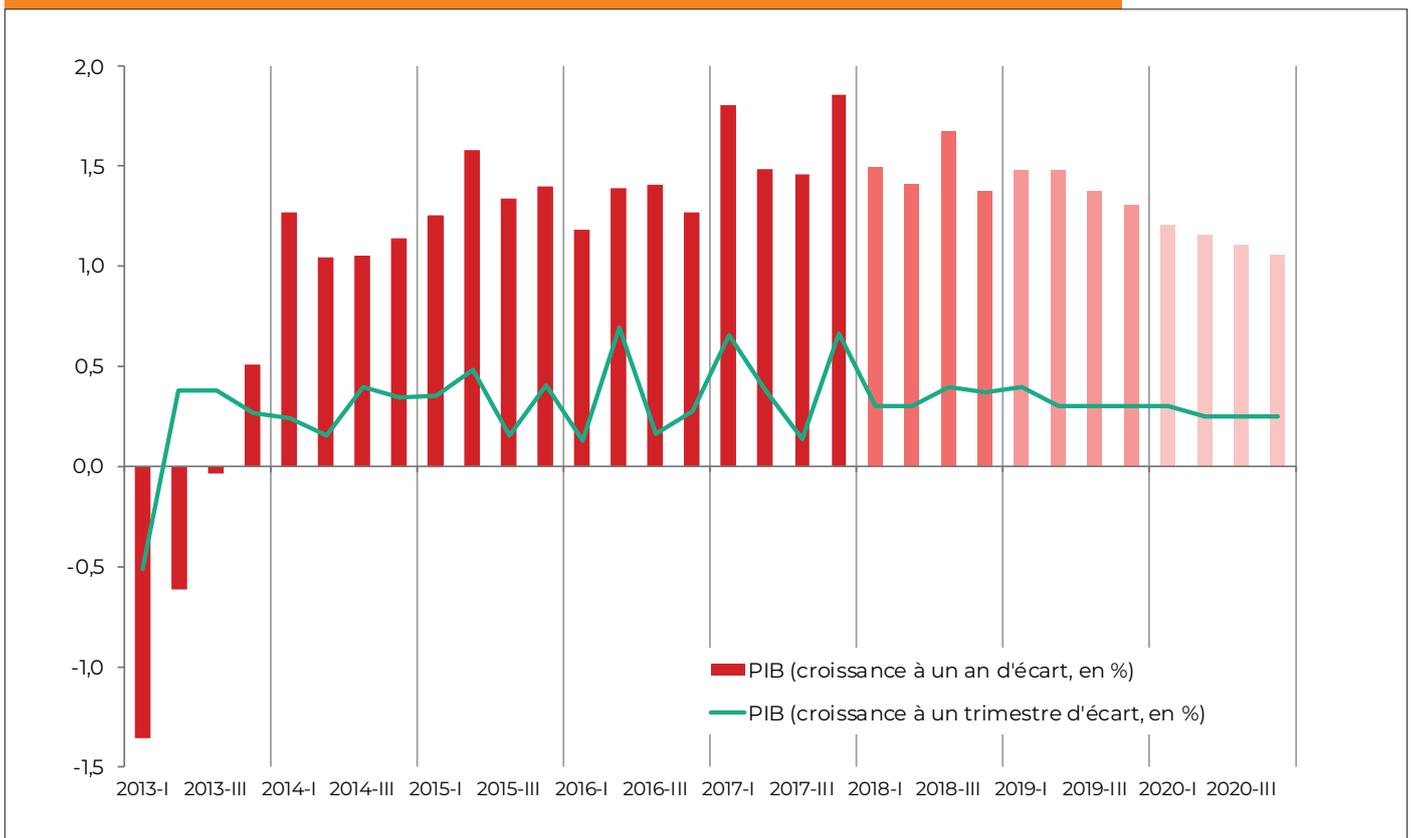
La demande d'exportation devrait, elle aussi, moins soutenir le PIB wallon, elle qui, en l'absence de nouveaux allègements des coûts du travail favorisant la compétitivité au-delà de 2019, devrait rejoindre la croissance, plutôt morose, des marchés potentiels de la Wallonie.

À court terme, la demande des ménages devrait en revanche encore soutenir l'activité. Relativement robuste, la consommation privée bénéficie en effet de gains importants de pouvoir d'achat des ménages en 2019 et, dans une moindre mesure, en 2020. Cette année, les revenus des ménages devraient en effet profiter de la forte progression de l'emploi, des augmentations salariales, du repli de l'inflation et du dernier volet des allègements fiscaux liés au *tax shift* fédéral. Les créations d'emplois devraient cependant ralentir (cf. section 3.4) et les baisses d'impôt disparaître, de sorte que les rythmes de progression de cette composante du PIB s'atténueraient en 2020, d'autant plus que les consommateurs, affichant une confiance amoindrie, seraient à nouveau plutôt enclins à relever quelque peu leur taux d'épargne (cf. section 3.3). Plus proche de l'évolution attendue de leurs revenus, la consommation des ménages wallons devrait croître plus rapidement qu'au niveau belge et apporter la plus forte contribution à la croissance du PIB wallon.

Quant aux investissements des ménages, ils devraient se redresser au cours de cette année 2019, même si la hausse des permis de bâtir enregistrée en Wallonie n'atteint pas l'ampleur de celle observée en 2018 en Flandre. Le segment résidentiel entretiendrait actuellement le climat des affaires dans le secteur wallon de la construction après la dynamique appréciable des investissements publics en 2017 et 2018. Les capacités financières des ménages devraient cependant se modérer quelque peu en 2020, notamment suite au ralentissement de l'emploi, de sorte qu'une augmentation plus limitée de leurs investissements est à prévoir.

Au total, selon le scénario que nous retenons, la contribution des investissements des différents agents économiques wallons fléchirait, passant de +0,5 point de pourcentage (pp.) en 2019 à +0,3 point en 2020. Cependant, celle de la consommation des ménages se maintiendrait à quelque +0,7 point de croissance.

Graphique 3.4 – Évolution du PIB en Wallonie



Source : ICN - Calculs : IWEPS

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

Quant à la demande extérieure, sa contribution au PIB s'affaiblirait en 2019 et en 2020. Elle resterait positive en 2019 (+0,1 pp.) compte tenu des acquis de croissance et des observations enregistrées en première partie d'année en matière d'exportations. La croissance de ces dernières devrait toutefois s'infléchir durant les prochains trimestres dans un contexte international toujours peu porteur. De plus, la demande intérieure, essentiellement soutenue par la consommation privée, devrait alors continuer d'alimenter une croissance plus rapide des importations, de sorte que la demande extérieure nette pèserait sur la croissance économique wallonne à hauteur de -0,2 point de pourcentage en 2020.

De cette manière, notre prévision du PIB de la Wallonie s'établit à +1,4 % en 2019, avec des rythmes de progression trimestrielle du PIB de l'ordre de +0,4 % en début d'année, reflet de réalisations actuellement positives. Le PIB progresserait ensuite de +0,3 % par trimestre, une croissance légèrement supérieure à celle escomptée pour le pays, la consommation privée apparaissant plus dynamique et pesant davantage dans le PIB en Wallonie. Ces rythmes de croissance seraient à peine inférieurs en 2020, alors que le ralentissement de la consommation privée serait en partie compensé par la reprise, à un rythme lent, des exportations. Ce profil d'évolution conduirait à une croissance annuelle moyenne du PIB de +1,1 % pour 2020.

3.2

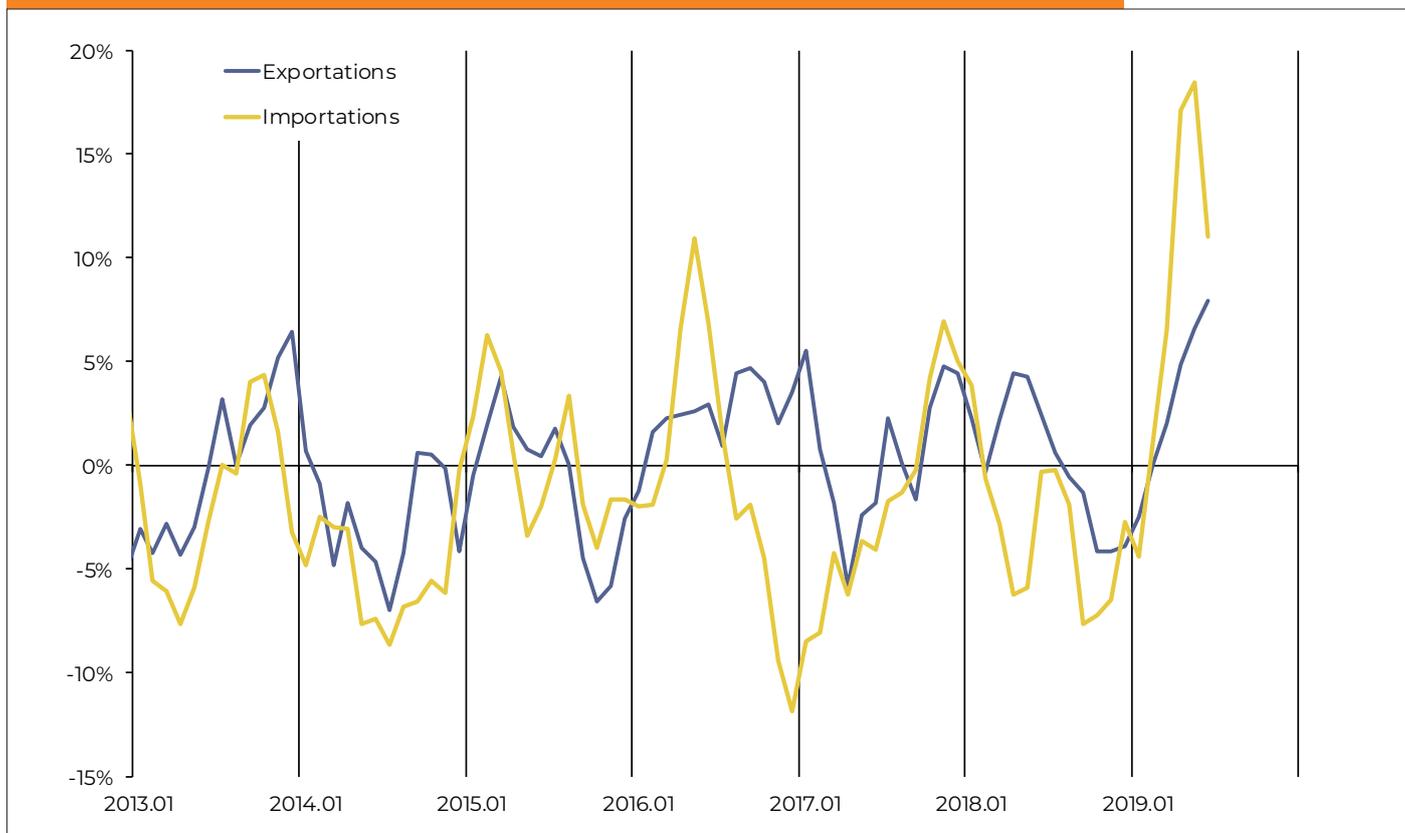
LE COMMERCE

EXTÉRIEUR

Dans le contexte de ralentissement progressif des échanges internationaux, singulièrement de la dynamique des échanges industriels en Zone euro, les exportations wallonnes de marchandises se sont globalement repliées en deuxième partie d'année 2018 (cf. graphique 3.5). Toutefois, à partir du début de cette année, les exportations se sont franchement redressées, si bien que sur la période d'avril à juin 2019, leur croissance moyenne sur un an s'est établie à un niveau de l'ordre de 8 % en volume, ce qui constitue une performance inédite dans la période de reprise économique amorcée en 2014. Cette accélération récente des exportations wallonnes contraste avec le nouvel

accès de faiblesse des échanges internationaux constaté en première partie d'année. Même si elle est en partie flattée par des opérations d'ampleur exceptionnelle dans le secteur pharmaceutique wallon⁵, il semble que cette performance repose sur une assise plus large, avec une série de catégories de biens qui ont connu une croissance robuste de leurs exportations. Il en va ainsi des produits de l'industrie alimentaire, des matières plastiques et en caoutchouc, ainsi que des instruments techniques et de précision dont les exportations ont affiché une croissance largement supérieure à 10 % en rythme annuel (en valeur) au cours du deuxième trimestre de 2019. Par contre,

Graphique 3.5 – Variations à un an d'écart des exportations et des importations wallonnes en volume (série cvs, moyenne mobile sur trois mois)



Source : BNB – Calculs : IWEPS

⁵ Les exportations de produits pharmaceutiques ont en effet enregistré une croissance sur un an de près de 25 % (en valeur) au cours du 2^e trimestre de 2019 (soit +750 millions d'euros).

d'autres catégories de produits semblent bel et bien souffrir du ralentissement conjoncturel mondial. Ainsi, les exportations de produits métalliques et de machines-outils se sont affichées en repli sur un an au cours de ce deuxième trimestre de, respectivement, -1,0 % et -7,3 %.

Le redressement des exportations wallonnes au premier semestre de cette année s'est accompagné d'un rebond sensible des importations, comme c'est traditionnellement le cas en raison de la participation des firmes wallonnes aux chaînes de valeur internationales. Cette vigueur de la demande d'importation au cours des mois récents peut également être mise en relation avec l'évolution robuste de la consommation des ménages wallons telle que nous l'estimons. Les importations wallonnes de marchandises enregistrent ainsi une croissance en volume de 11 % sur un an au cours du deuxième trimestre de 2019 (cf. graphique 3.5).

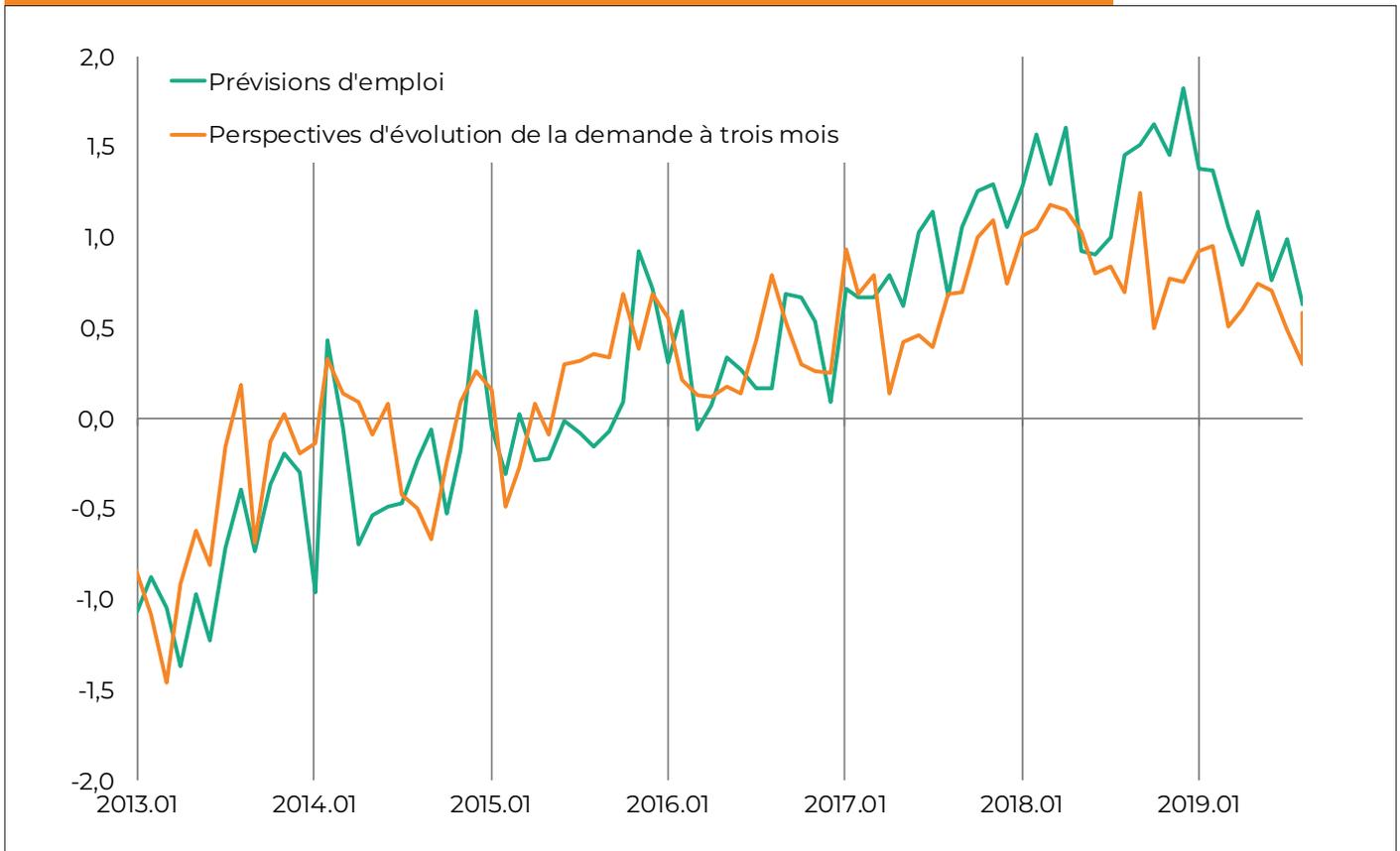
Il semblerait que l'économie wallonne ait été partiellement épargnée jusqu'à présent par le retournement conjoncturel mondial, probablement en raison de ses spécificités sectorielles. En effet, le ralentissement au niveau mondial concerne avant tout les activités de production et d'échange de biens d'équipement et de consommation durable (notamment l'industrie automobile). La faible spécialisation sectorielle de la Wallonie dans ces domaines jouerait jusqu'à présent un rôle favorable dans l'évolution du commerce extérieur wallon. Le maintien relatif de l'activité industrielle constaté au cours des derniers mois en France, soit le premier marché de destination des entreprises wallonnes, est aussi un élément favorisant les exportations régionales. Dans ce contexte, force est de constater que le niveau des carnets de commandes à l'exportation dans l'industrie wallonne s'est replié dans une moindre ampleur qu'au niveau belge lors des derniers mois (cf. graphique 3.6), celui-ci demeurant toujours légèrement au-delà de sa moyenne de long terme.

Étant donné le contexte international très morose, la croissance des exportations

wallonnes devrait néanmoins ralentir sensiblement dans les trimestres à venir. En effet, la dynamique industrielle européenne devrait continuer à souffrir à court terme, en particulier en Allemagne qui constitue notre deuxième plus grand partenaire commercial. Les résultats de l'enquête réalisée dans l'industrie wallonne attestent bien du ralentissement en cours, en particulier dans son volet prospectif. En effet, les attentes des industriels wallons quant aux évolutions de la demande à trois mois ainsi que les intentions d'embauche, se sont orientées clairement à la baisse au cours des derniers mois, témoignant de perspectives devenues à présent nettement moins bonnes qu'en fin d'année 2018 (cf. graphique 3.6). Les exportations wallonnes devraient dès lors progresser à un rythme très faible en deuxième partie d'année 2019.

Dans le courant de l'année 2020, la reprise du commerce international ne devrait être que très progressive, favorisant un léger relèvement de la croissance des exportations wallonnes. Ce scénario de reprise table notamment sur un redressement de l'activité dans les économies émergentes qui ont connu des difficultés sur le passé récent. En outre, il repose sur l'hypothèse que l'on n'assistera pas à un *Brexit* désordonné au cours des mois à venir ni à l'émergence de nouvelles tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine au-delà de ce qui est déjà décidé à ce jour. Dans ce contexte, on pourrait assister à une levée progressive de l'incertitude qui a largement affecté les échanges internationaux depuis la mi-2018. Les rythmes de croissance du commerce mondial demeureraient toutefois à un niveau sensiblement inférieur aux sommets atteints en 2017, limitant le rythme de progression des exportations wallonnes à l'avenir. En particulier, la croissance économique en Zone euro resterait relativement limitée, se relevant lentement vers son potentiel de croissance (de l'ordre de +0,4 % par trimestre) d'ici à la fin 2020. Dans le climat d'incertitude qui ne devrait se dissiper que lentement, l'évolution des investissements productifs devrait notamment rester très contenue à l'avenir en Zone euro,

Graphique 3.6 – Prédiction de la demande à trois mois et des embauches dans l'industrie manufacturière en Wallonie – Moyenne centrée réduite



Source : BNB – Calculs : IWEPS

limitant les perspectives de croissance des exportations wallonnes d'ici à la fin de la période de projection.

Globalement, la croissance de la demande potentielle adressée à la Wallonie devrait s'établir en 2019 et 2020 à un rythme très faible, inférieur à +3 %, soit en deçà de la moyenne observée sur la période 2014-2018 (cf. graphique 3.7) et largement en retrait par rapport à ce qui était observé en moyenne avant la crise de 2009.

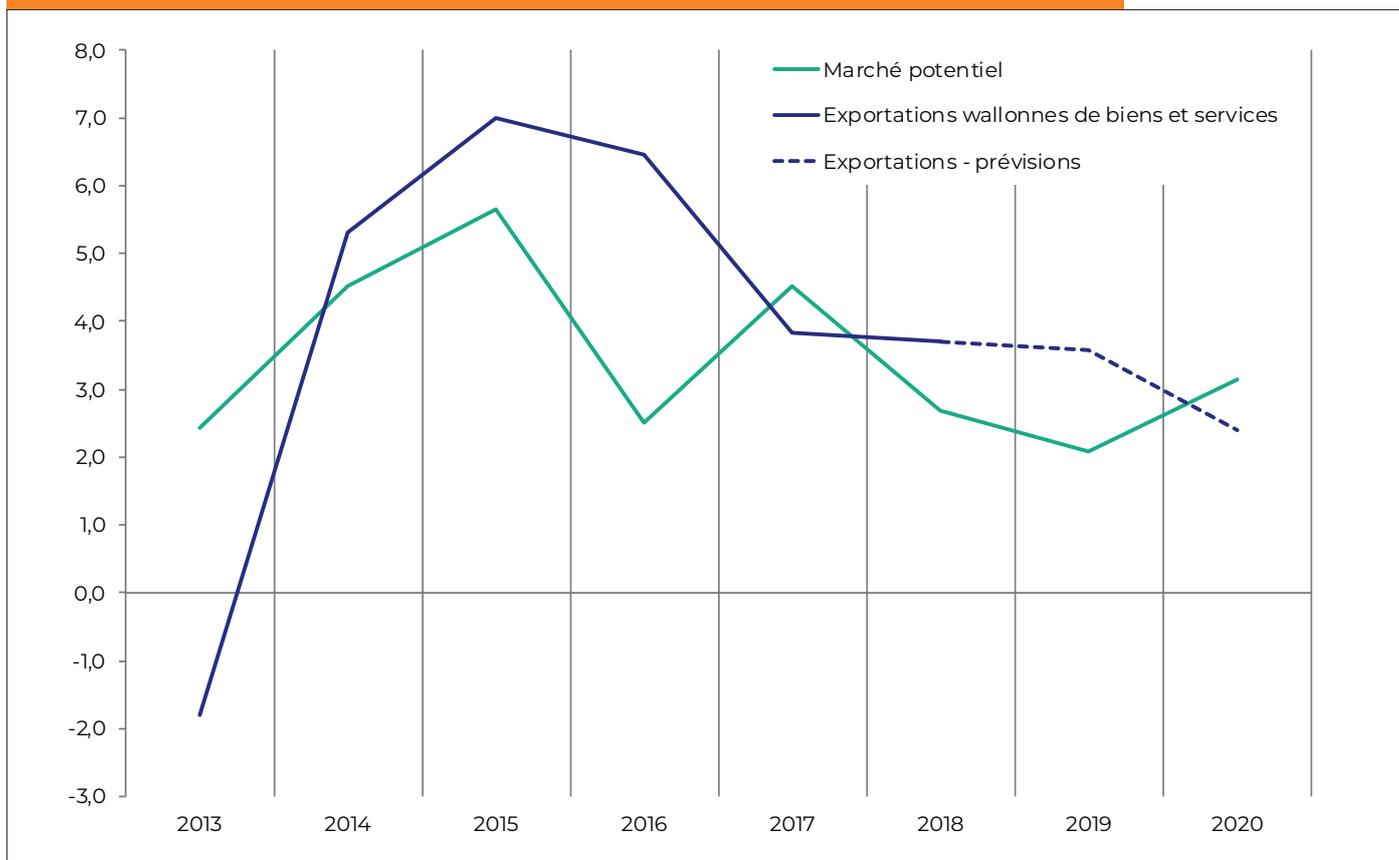
Selon notre scénario, les exportations wallonnes progresseront en 2019 à un rythme de +3,6 % (graphique 3.7), traduisant essentiellement le vif rebond affiché par les exportations en première partie d'année 2019. En 2020, la croissance des exportations wallonnes se tasserait sensiblement, s'établissant à +2,4 % (en moyenne annuelle),

ce qui est conforme à l'évolution attendue des marchés potentiels (cf. graphique 3.7).

La part de marché à l'exportation de la région, qui avait eu tendance à s'améliorer à partir de 2015 dans un contexte de modération salariale mise en place au niveau fédéral, devrait ainsi à présent se stabiliser selon notre scénario. Cette évolution s'inscrit dans un contexte de rebond du coût du travail observé à partir de 2018, en lien avec la faiblesse de la croissance de la productivité par tête et le raffermissement progressif des rémunérations.

Sur l'horizon de projection, la croissance de trimestre à trimestre des importations devrait demeurer supérieure à celle des exportations. En effet, la bonne dynamique de la consommation privée qui est anticipée et le maintien d'une croissance positive des

Graphique 3.7 – Marché potentiel des exportations wallonnes (sur la base des prévisions d'importation des partenaires)



Source : BNB - FMI - Calculs : IWEPS

investissements donneraient lieu à une demande d'importation affichant une croissance relativement robuste. Dès lors, en moyenne annuelle, la croissance des importations wallonnes dépasserait celle des exportations en 2019 (+3,9 %) et surtout en 2020 (+3,3 %), contrastant fortement avec la situation prévalant au cours des années précédentes.

Selon ce scénario, la contribution du commerce extérieur à la croissance économique de la Wallonie serait neutre en 2019 et deviendrait négative en 2020, retranchant 0,2 point de croissance au PIB régional.

Notons que notre scénario central est établi sur la base d'une série d'hypothèses quant à l'évolution à court terme de l'environnement international. Si la situation devait évoluer de manière moins favorable au cours des mois à venir, la croissance des exportations wallonnes s'avérerait plus faible que ce que nous anticipons. En particulier, un scénario de sortie brutale du Royaume-Uni, impliquant notamment la réintroduction immédiate de droits de douane sur les marchandises, affecterait sensiblement le commerce extérieur de la Wallonie⁶.

⁶ 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.

3.3

LA DEMANDE

INTÉRIEURE

3.3.1 Les ménages

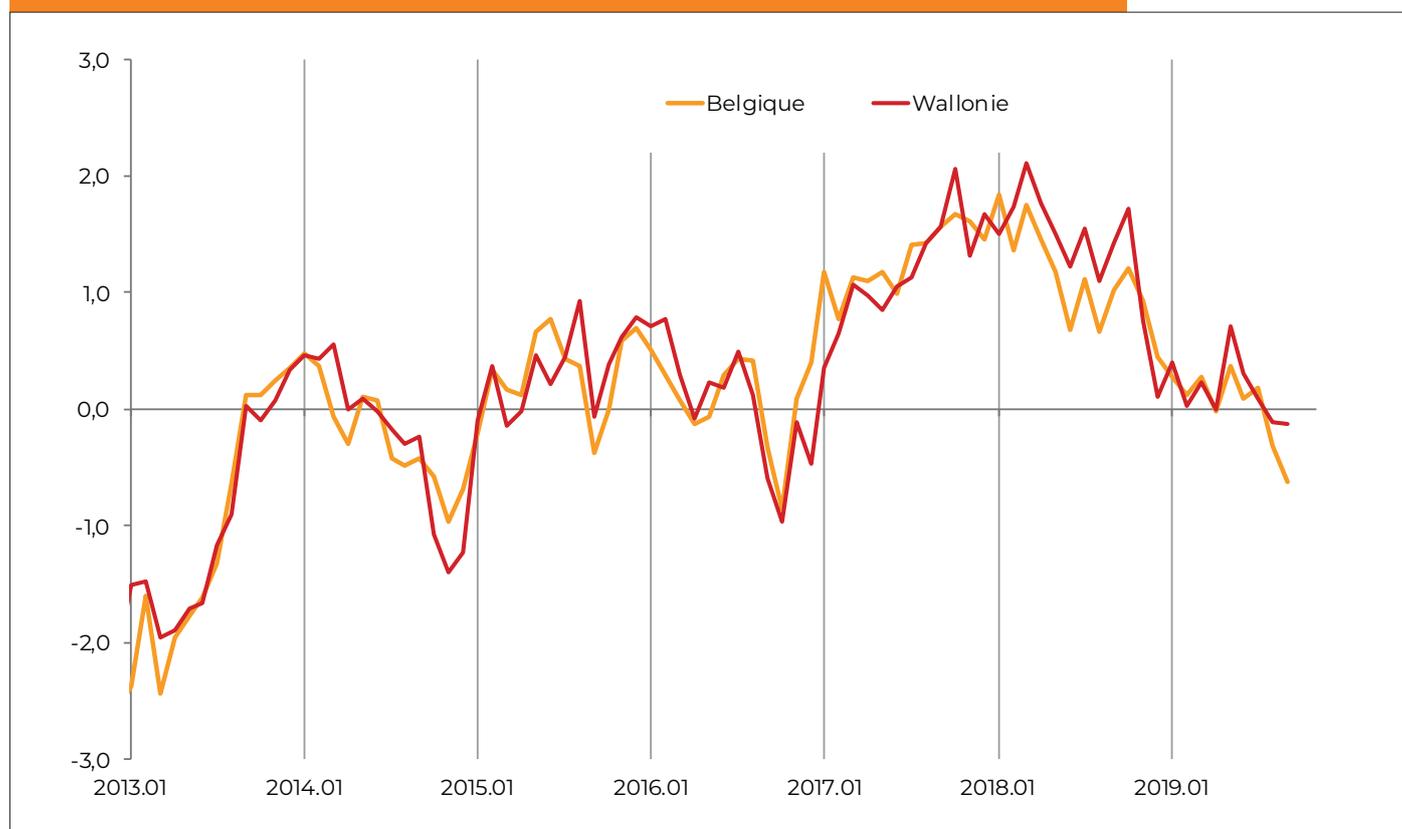
En 2019, les revenus des ménages devraient être soutenus par la poursuite des créations d'emplois, la hausse des salaires, le reflux de l'inflation et les derniers allègements fiscaux prévus dans le cadre du *tax shift* fédéral. Néanmoins, la confiance des consommateurs semble amorcer un nouveau repli depuis l'été, favorisant une épargne de précaution et limitant la progression des dépenses. L'année prochaine, en raison du ralentissement attendu de la création d'emplois et de l'absence de nouvelles baisses

d'impôt, les gains de pouvoir d'achat ne devraient plus être aussi conséquents. Ils devraient néanmoins permettre à la croissance de la consommation de se maintenir.

Confiance des consommateurs : le pessimisme gagne les ménages

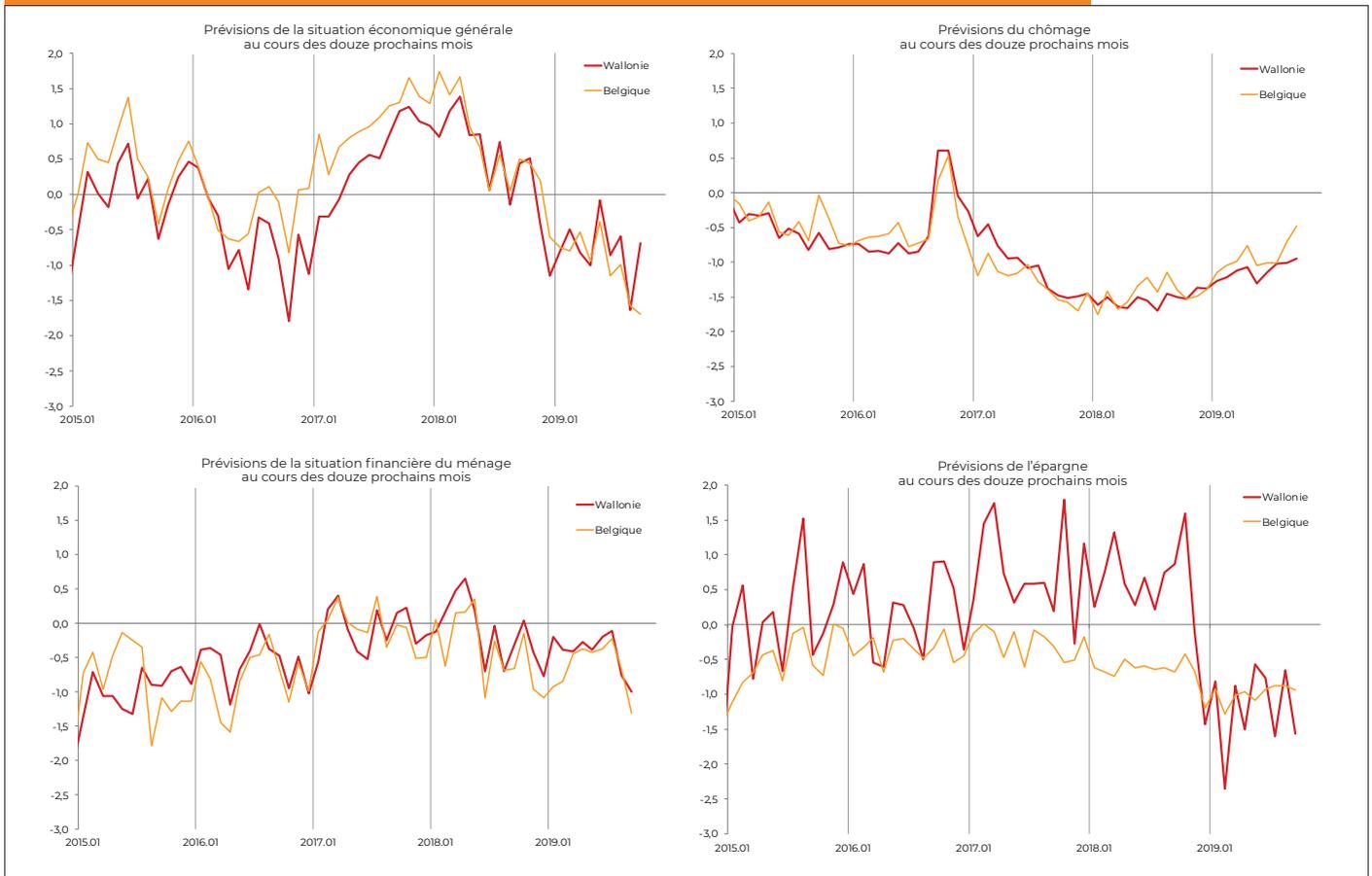
Après s'être brusquement replié à la fin de l'année dernière, en 2019, l'évolution du sentiment économique des ménages wallons a paru d'abord hésitante. Présentant un profil légèrement en dents-de-scie de janvier à avril, l'indice synthétique de confiance

Graphique 3.8 – Confiance des ménages - Indicateurs synthétiques - Moyenne centrée réduite



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

Graphique 3.9 – Enquête auprès des consommateurs wallons – Moyenne centrée réduite



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

des consommateurs s'est brièvement raffermi au cours du mois de mai, avant de dévisser ensuite, mois après mois, jusqu'à l'enquête de septembre.

Dans une perspective plus longue, la confiance des ménages apparaît s'être graduellement dégradée, par palier, depuis le printemps 2018, plongeant sous sa moyenne de long terme au cours du mois d'août dernier. Les ménages wallons semblent avoir été gagnés par une morosité croissante, de plus en plus pessimistes quant à l'orientation attendue de la situation économique générale, tandis que leur appréhension quant à une recrudescence du chômage au cours des douze prochains mois devenait graduellement plus prégnante.

Le sentiment économique des ménages est également affecté par l'appréciation que forment ces derniers quant à leurs prévisions d'épargne (ou plus précisément l'anticipation de leur capacité d'épargne), mais aussi, plus étonnamment, au vu de l'évolution favorable de leurs revenus (voir ci-dessous), concernant l'évolution de leur situation financière personnelle. Bien qu'ils contribuent moins aux variations de l'indice synthétique de confiance, les sous-indicateurs relatifs à ces questions dans les enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs wallons évoluent depuis près d'un an sous leur moyenne de long terme. Enfin, l'indicateur mesurant l'appréciation des consommateurs quant à l'opportunité et à leur intention de réaliser

⁷ 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 (2019-2024), 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.

des achats importants s'est inscrit en retrait depuis le début de l'année.

L'érosion des différentes composantes de la confiance des consommateurs, qui se poursuit globalement depuis 2018, pourrait trahir chez ces derniers un changement d'humeur à la fois plus profond et plus durable que l'an passé, de nature à freiner les dépenses de consommation privée.

Nette hausse du pouvoir d'achat en 2019, tempérée en 2020

À côté du sentiment économique des consommateurs, le revenu disponible réel des ménages, c'est-à-dire leur pouvoir d'achat, constitue un déterminant prépondérant de la dynamique de dépenses de consommation privée. Ce lien est d'autant plus fort en Wallonie que le niveau des revenus y est plus faible qu'en moyenne en Belgique et que la part de l'épargne dans le revenu est, en conséquence, également plus basse (8 %, contre 12 %). En outre, la majeure partie du revenu des ménages wallons provient du travail, plus encore qu'en moyenne dans le pays. Or, il s'agit d'une source de revenus qui est généralement plus affectée à la consommation que d'autres types de ressources.

Les données parues dans les comptes régionaux se limitent encore à l'année 2016. Elles font état, après plusieurs années de stagnation, de la nette reprise du revenu disponible essentiellement, à ce moment, sous l'effet de la baisse des impôts. La croissance des revenus dépasse alors +3 % à prix courants, un seuil nominal qui devrait être atteint chaque année ensuite jusqu'en 2020, même si les facteurs de soutien au revenu diffèrent d'une année à l'autre.

En termes de réel pouvoir d'achat toutefois, la reprise des revenus était cependant restée limitée de 2016 à 2018 en raison notamment du renforcement de l'inflation. Le repli partiel de cette dernière en 2019 (de 0,4 point de pourcentage) constitue dès lors une bonne nouvelle pour la consommation

des ménages. Mais ce n'est pas la seule. En 2019, une conjonction d'éléments favorise en effet le revenu disponible des ménages wallons, qui devrait croître à un rythme de +3,9 % en termes nominaux, soit +2,5 % en termes réels.

Les ménages profiteraient ainsi cette année de la poursuite des vives créations d'emplois, la croissance du nombre de salariés wallons atteignant +1,1 % (cf. section 3.4)⁷. Mais les revenus du travail croîtraient également du fait d'une hausse des salaires bruts nominaux par tête de l'ordre de +2,2 %. Il s'agirait d'une hausse qui combinerait en Wallonie une légère remontée de la durée moyenne du travail, ainsi qu'une augmentation salariale réelle horaire plus substantielle que les deux années précédentes, compte tenu de la baisse de l'inflation.

En outre, alors que les revenus primaires ne progresseraient encore que de +2,8 %, les éléments de redistribution des revenus apporteraient une nouvelle contribution nettement positive aux revenus cette année. D'une part, les prestations sociales, toujours tirées par les pensions, continueraient d'augmenter rapidement. D'autre part, la mise en œuvre d'un nouveau volet IPP du *tax shift* fédéral entraînerait une baisse (-0,2 %) de la masse des impôts directs versés par les ménages, malgré la nette progression de l'assiette imposable.

L'évolution attendue des différentes composantes du revenu des ménages est synthétisée au tableau 3.1.

En 2020, la lente remontée de la durée moyenne du travail devrait se poursuivre dans un contexte où les tensions persistent sur certains pans du marché du travail, favorisant encore la hausse des salaires par tête. L'augmentation réelle des salaires horaires devrait être un peu plus limitée qu'en 2019, de sorte à approcher +1,1 % sur le couple d'années 2019-2020, tel que le prévoit le projet d'accord interprofessionnel pour 2019-2020 mis en œuvre par le gouvernement. En revanche, compte tenu du dépassement prévu de l'indice pivot au premier trimestre de l'année prochaine, la compo-

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

	Structure en % du revenu primaire			Croissance nominale en %		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Excédent d'exploitation et revenu des indépendants	10,1	10,0	9,9	1,6	1,8	1,7
Rémunération des salariés	81,6	81,9	82,1	2,7	3,2	3,0
dont salaires et traitements bruts	60,0	60,3	60,4	3,2	3,3	2,9
Revenus nets de la propriété	8,3	8,1	7,9	2,7	-0,2	1,0
Solde des revenus primaires	100,0	100,0	100,0	2,6	2,8	2,7
Prestations sociales (hors transferts sociaux en nature)	35,4	35,7	36,2	3,4	3,6	4,1
Autres transferts courants nets	-1,3	-1,3	-1,2	10,6	-2,7	-3,7
Impôts courants (-)	-19,8	-19,2	-19,3	2,2	-0,2	3,3
Cotisations sociales (-)	-31,1	-31,2	-31,3	2,1	3,1	3,2
Revenu disponible nominal	83,2	84,1	84,4	3,1	3,9	3,1
Revenu disponible réel (*)	-	-	-	1,3	2,5	1,7

Source : Prévisions IWEPS au départ de données de l'ICN (jusqu'à 2016).

Notes : (*) Le déflateur national de la consommation privée s'élève à +1,8% en 2017, à +1,9% en 2018 et à +1,6% en 2019, selon la dernière prévision de l'ICN.

sante d'indexation devrait être plus élevée en 2020 qu'en 2019. Au total, la hausse nominale des salaires par tête devrait être, selon notre scénario, du même ordre (+2,3 %) que celle enregistrée en 2019. Toutefois, la masse des revenus du travail progresserait moins vite l'année prochaine en raison du ralentissement attendu des créations nettes d'emplois mesurées en nombre de personnes (+0,6 % contre +1,1 % en 2019).

Une partie de ce ralentissement des revenus du travail salarié devrait être comblée au sein des revenus primaires, par le maintien de la croissance du revenu mixte et par la remontée attendue des revenus nets de la propriété, suite notamment à une nouvelle baisse attendue des charges d'intérêt des ménages.

A contrario, l'absence de nouvel allègement fiscal dans un contexte de croissance élevée des revenus primaires entraîne une reprise des impôts, à un rythme qui dépasserait +3 %. Même si la croissance des prestations sociales devait également s'accélérer, l'effet net du système de taxes et

transferts sur les revenus devrait s'avérer moins favorable que cette année. Le revenu disponible des ménages augmenterait de quelque +3,1 % en termes nominaux, soit +1,7 % en termes réels.

La forte décélération des prix de l'énergie favorise un repli de l'inflation en 2019 et 2020

Hormis un rebond temporaire en février et mars derniers, les rythmes de progression de l'inflation générale se sont globalement repliés depuis la fin de l'année 2018. La croissance de l'indice des prix à la consommation, qui s'établissait à +2,0 % en janvier, avant de grimper brièvement jusqu'à +2,3 % en mars, a progressivement ralenti à partir du printemps, pour atteindre +0,9 % en septembre. Sur l'ensemble de l'année 2019, l'inflation attendue devrait s'élever à +1,5 %.

Cette évolution est dans une large mesure imputable au reflux des prix énergétiques, observés depuis avril 2019. Dans un contexte de modération des cours du pétrole (cf. section 2.1.3), le prix du carburant

a ainsi enregistré en septembre une baisse de -5,3 % en un an. L'inflation énergétique a également été freinée par la réduction du prix du gaz naturel, -12,0 % en glissement annuel. Autre facteur de modération de l'inflation d'ensemble, les rythmes de hausse des produits alimentaires se sont globalement ralentis par rapport à l'an passé.

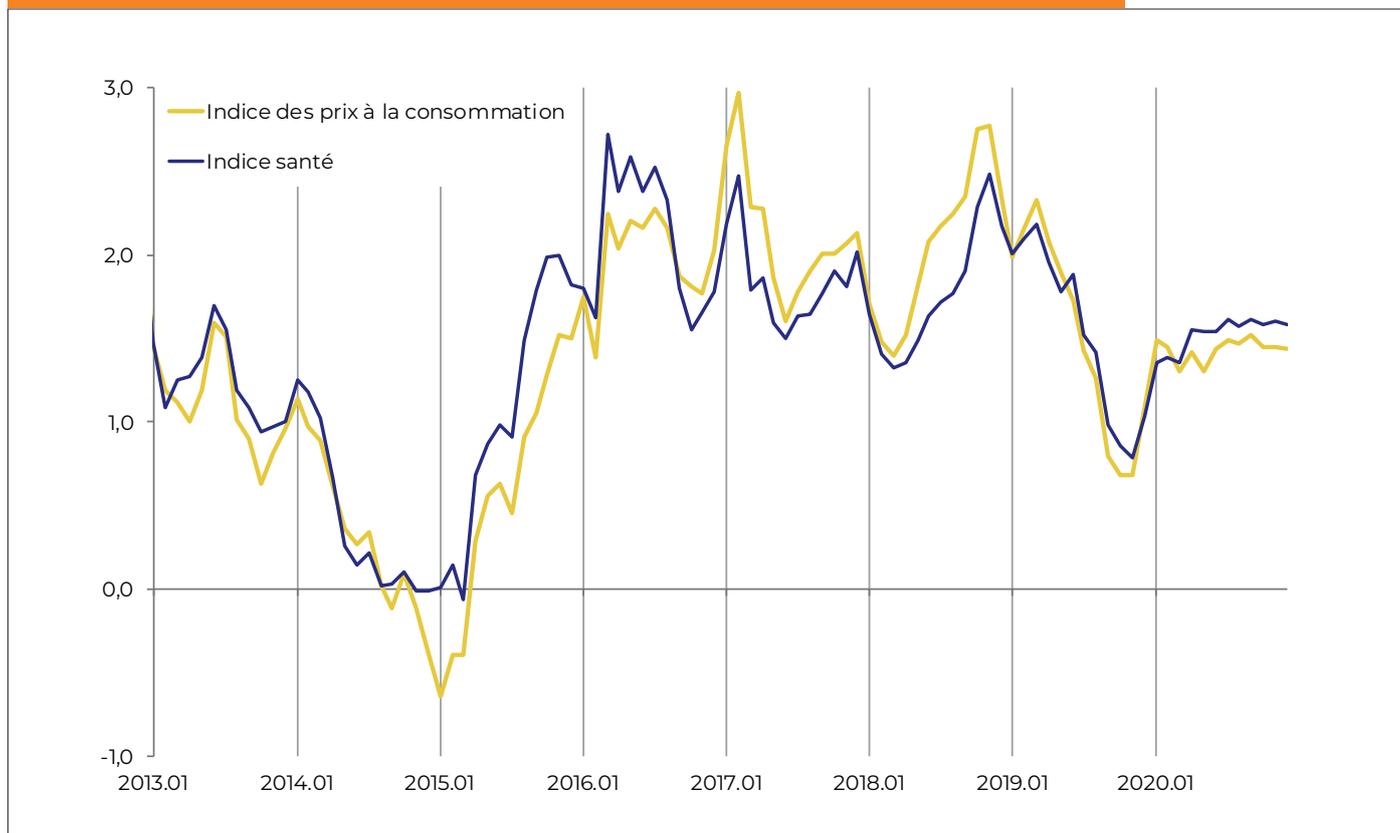
L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors prix des biens énergétiques ou alimentaires réputés volatiles, s'est, elle, raffermie depuis le début d'année, sous l'effet de l'accentuation des coûts salariaux. La composante sous-jacente de l'inflation traduit en effet la dynamique profonde des coûts de production. C'est une fois encore l'inflation des prix des services, plus sensibles aux variations des coûts salariaux domestiques, qui explique la plus grande part de la hausse de l'inflation de base, bien que l'inflation des

prix des produits industriels non énergétiques se soit également accrue.

En 2020, l'accentuation des coûts salariaux devrait continuer à alimenter les tensions inflationnistes sous-jacentes. En revanche, l'inflation globale devrait se stabiliser à +1,4 % 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 +1,5 % en 2019 et encore en 2020⁸. L'indice pivot devrait être dépassé en janvier 2020, de sorte que les allocations sociales et les salaires dans la fonction publique seraient adaptés au coût de la vie, en d'autres termes augmentés de +2,0 %, au cours du premier trimestre de l'an prochain.

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



Sources : Statbel (indices jusqu'à septembre 2019), BFP (prévision)

⁸ L'estimation du Bureau fédéral du Plan est réalisée sur la base d'une hypothèse de prix du pétrole égal à 64 dollars le baril en moyenne en 2019 et 59 dollars le baril en 2020 et d'un taux de change euro/dollar fixé à 1,12 pour cette année et l'année prochaine.

La consommation poursuit sa croissance en 2020, le taux d'épargne aussi

L'évolution de la confiance des ménages contraste avec les possibilités financières que ceux-ci, belges et wallons, semblent avoir retrouvées, grâce à la hausse de l'emploi depuis 2016 et l'augmentation notable de leurs revenus durant les années suivantes. En particulier en 2019, il est de nouveau vraisemblable qu'une partie du bénéfice engrangé en termes de revenus ait été épargné, surtout dans le reste de la Belgique, mais sans doute également en Wallonie, par souci de prudence dans un contexte incertain ou pour rétablir quelque peu le taux d'épargne. En Wallonie, ce phénomène, qui ferait remonter le taux d'épargne à 9,0 %, laisserait néanmoins suffisamment d'espace pour une augmentation de la consommation, de l'ordre de +1,3 % en 2019. Il s'agit d'un rythme supérieur à celui attendu pour la Belgique (+0,8 %) car, avec un niveau d'épargne plus faible, la consommation a tendance à être davantage conforme aux évolutions de revenus, en particulier ceux du travail. En d'autres termes, les ménages flamands, ayant davantage lissé leur consommation durant les années précédentes en puisant dans leurs réserves, devraient davantage vouloir reconstituer ces dernières.

Les signaux conjoncturels observés depuis le début de l'année en Wallonie dans la production de biens de consommation (cf. section 3.1) ou dans le secteur du commerce confortent d'ailleurs ce scénario de croissance plus rapide qu'au niveau belge. Ainsi, le climat des affaires au sein du secteur du commerce a accusé un net repli en 2018 qui s'est avéré temporaire. Depuis le début de l'année 2019, la courbe synthétique, tirée par des perspectives de demande élevées, reste nettement au-dessus de sa moyenne de long terme en Wallonie, ne laissant apparaître actuellement aucun fléchissement significatif.

Dans notre scénario prévisionnel, le profil de croissance trimestrielle de la consom-

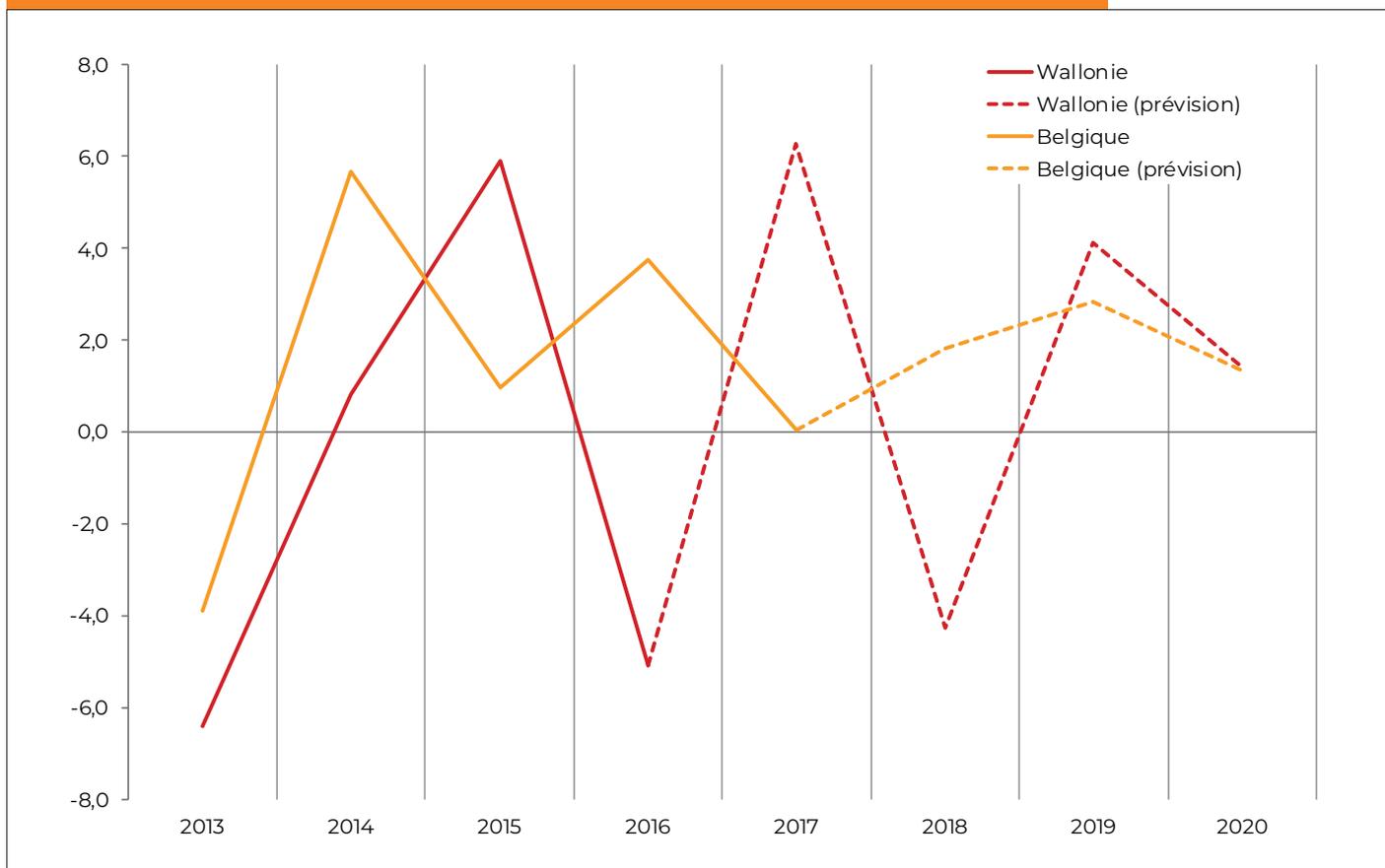
mation pourrait fléchir quelque peu dans le courant de l'année 2020, à mesure que l'évolution des revenus devrait ralentir, comme on l'a vu plus haut. La croissance annuelle moyenne en Wallonie s'établirait néanmoins à +1,5 %, n'étant pas pénalisée par un effet de seuil négatif comme en 2019. Selon cette prévision, le taux d'épargne augmenterait encore légèrement, pour atteindre 9,2 %.

Investissements résidentiels : reprise en 2019, légère progression en 2020

En matière d'investissement en logements, les dernières observations publiées par l'Institut des Comptes nationaux (ICN) dans les comptes régionaux portent également sur l'année 2016. Elles confirment que les dépenses d'investissement résidentiel en Wallonie se sont alors repliées (-5,1 %), notamment en raison de la disparition des effets d'amplifications temporaires qui avaient soutenu la forte progression des investissements en logements en 2015. La statistique des logements commencés, sur laquelle la ventilation régionale se basait jusqu'en 2015, a été clôturée, mais ces mises en chantier – qui constituent le point de départ d'investissements ensuite étalés sur une dizaine de mois – sont désormais approchées et anticipées au départ des autorisations de bâtir. Les statistiques relatives à ces dernières sont elles-mêmes disponibles jusqu'à la mi-2019. Selon nos estimations réalisées sur cette base, la demande d'investissement immobilier des ménages wallons aurait encore évolué de façon saccadée et désynchronisée de celle observée en Flandre, affichant une forte augmentation en 2017 suivie d'un contrecoup en 2018. Le pic régional de crédits hypothécaires à la mi-2017, puis la dégradation des intentions d'investir de mars 2017 à juin 2018, dans l'enquête auprès des consommateurs wallons, confortent notamment cette estimation.

Bien que les autorisations de bâtir n'aient pas connu en Wallonie d'augmentations aussi fortes que celles enregistrées fin 2017 et au premier semestre de 2018 en Flandre,

Graphique 3.11 – Croissance annuelle de l'investissement résidentiel, en volume



Source : ICN – Estimations IWEPS

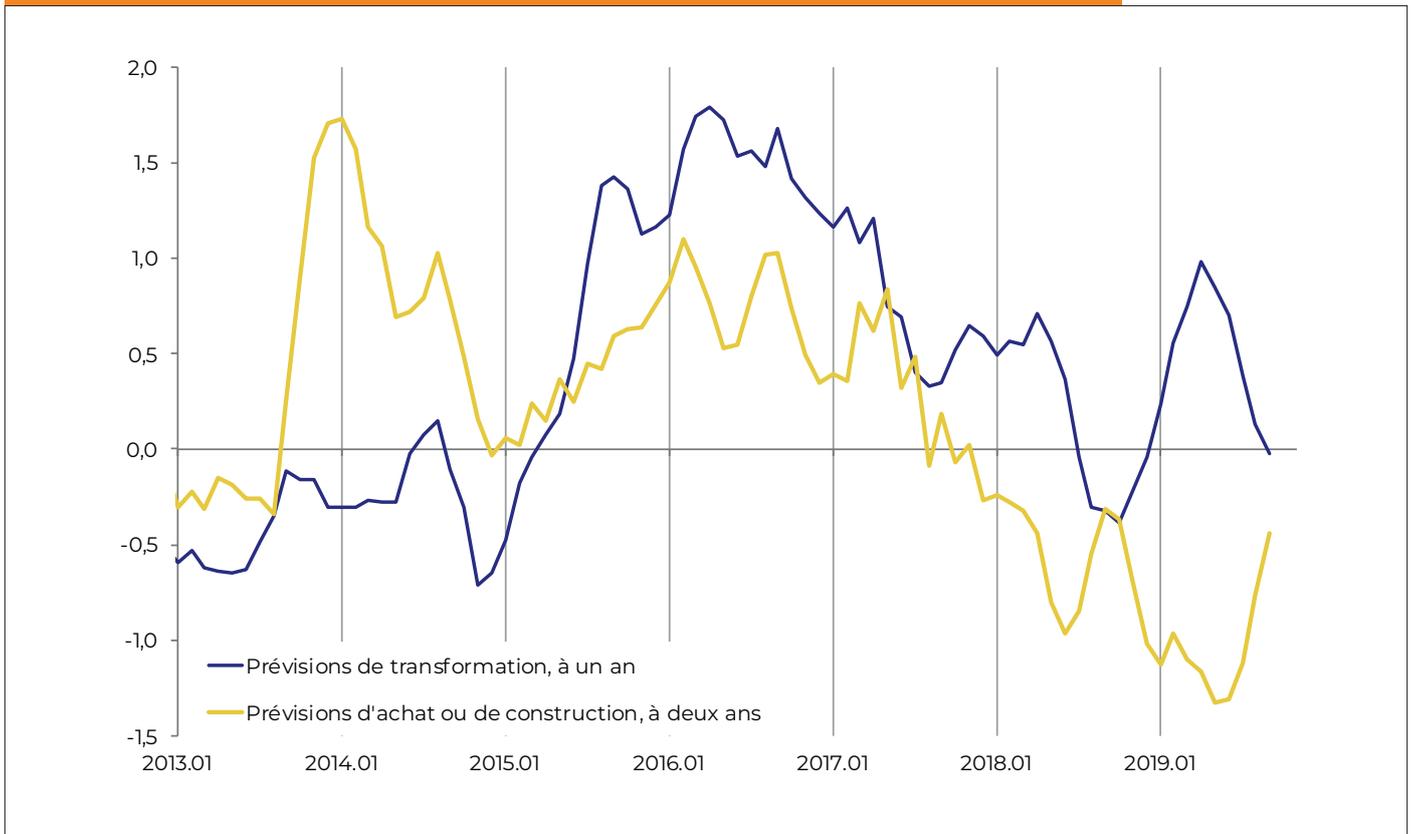
un rebond a néanmoins été enregistré en novembre 2018 et un autre en avril 2019. Il s'agit du coup d'envoi de projets qui devraient impacter l'investissement résidentiel wallon en 2019, dont nous escomptons une croissance de +4,1 %. Notre scénario pour 2020 table sur une normalisation, mais aussi un certain tassement de ces investissements des ménages, à +1,4 %.

Cette prévision de ralentissement s'appuie d'abord sur les attentes formulées par les ménages eux-mêmes dans les enquêtes auprès des consommateurs (cf. graphique 3.12). Après s'être redressées au premier trimestre de 2019, les intentions de transformation de logements dans l'année, déclarées par les ménages wallons, se sont repliées sur leur moyenne de long terme, tandis que les intentions à deux ans de

construction ou d'achat sont restées faibles, malgré un rétablissement partiel au cours des derniers mois.

Du côté des opérateurs des investissements en logements, on observe que l'optimisme reste globalement de mise dans le secteur de la construction, tant à l'échelle régionale que nationale. Dans le segment résidentiel - sur la base de données pour toute la Belgique cette fois - on constate que les carnets d'ordres des entrepreneurs semblent encore bien remplis, mais on décèle toutefois un essoufflement de la dynamique dans les attentes à plus long terme formulées par les architectes (cf. graphique 3.13). En effet, les missions de projets fermes demandées aux architectes, leurs missions d'avant-projets, mais aussi leurs prévisions de « volume des missions », se

Graphique 3.12 – Prévisions des achats et constructions de logements par les ménages wallons - Moyenne centrée réduite – Séries lissées



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

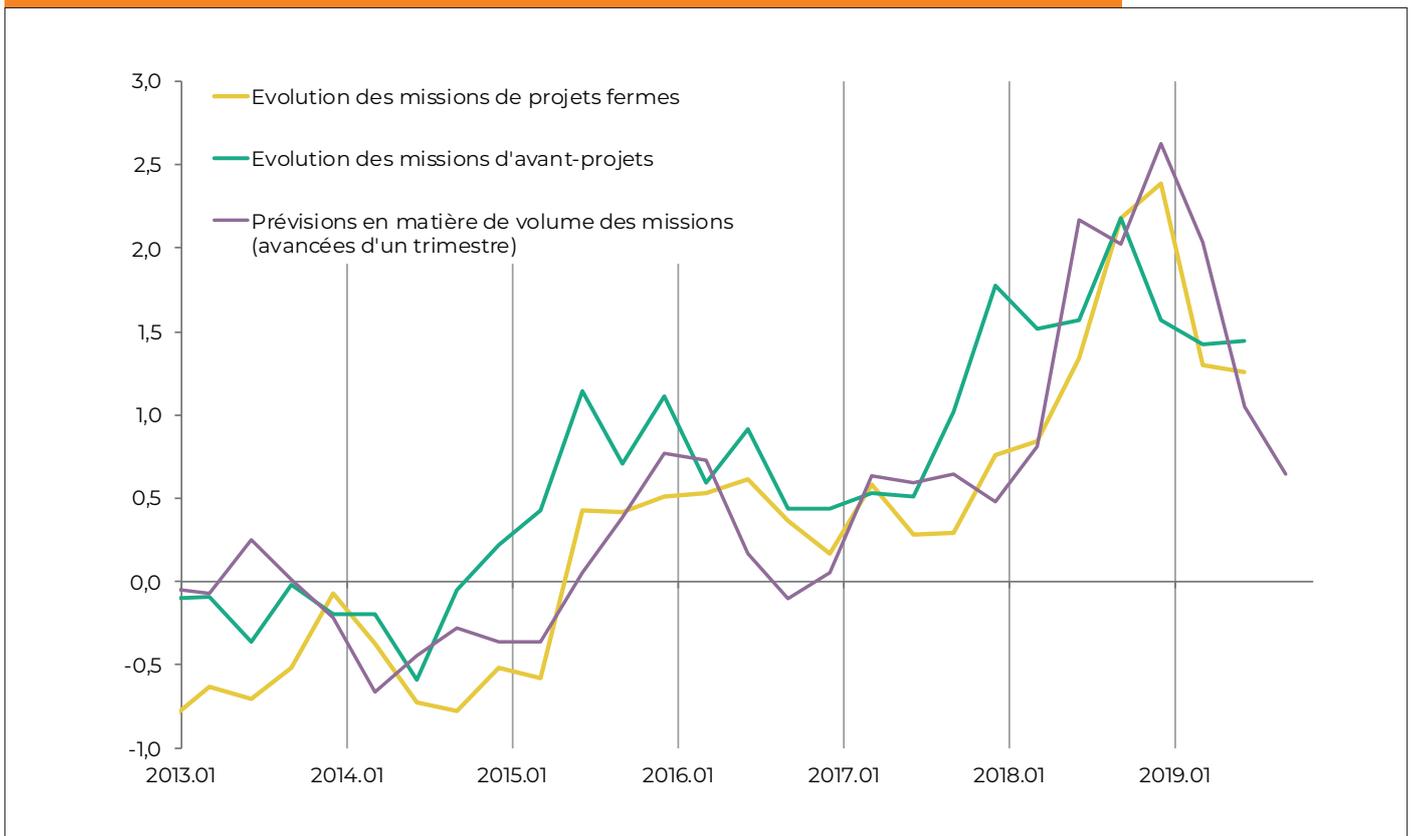
sont retournées durant les derniers trimestres, même si elles dépassent toujours nettement leur moyenne de long terme.

Comme on l'a vu précédemment, la capacité financière des ménages devrait continuer de connaître des développements favorables, compte tenu des gains de revenus engrangés ces dernières années suite, entre autres, à l'amélioration du marché du travail et à l'évolution attendue du pouvoir d'achat encore rapide en 2020. Toutefois, ce rythme de progression de leurs revenus devrait s'atténuer. Il se pourrait également que les ménages wallons, dont le niveau de revenu et le taux d'épargne sont structurellement plus faibles que la moyenne belge, soient plus affectés par d'éventuels resserrements de la politique d'octroi de crédits. Bien entendu, les taux d'intérêt restent particulièrement faibles, atteignant 1,8 % cet

été en termes nominaux pour des contrats de plus de dix ans. Néanmoins, dans le volet hypothécaire de la Bank Lending Survey, les organismes bancaires ont fait état au deuxième trimestre de 2019 d'un durcissement de leurs conditions d'octroi dans des proportions qui n'avaient plus été observées depuis 2012. En particulier, elles entendent renforcer leur marge sur les crédits les plus risqués et resserrer leurs conditions relatives à la quotité d'emprunt.

Jusqu'ici, cela ne semble pas avoir affecté la demande de crédits hypothécaires au niveau belge. Ainsi, le nombre de crédits demandés et réalisés reste orienté à la hausse, pour la construction et pour la transformation de logements, un dynamisme nettement moindre cependant que pour les achats de logements, qui eux, n'apparaissent pas dans l'investissement

Graphique 3.13 – Prévisions des architectes en Belgique - Moyenne centrée réduite



Source : BNB – Calculs IWEPS

macroéconomique (mais font généralement l'objet de crédits).

De mi-2016 à mi-2018, le montant moyen des crédits hypothécaires s'était en outre redressé, mais il est plutôt stable depuis lors. Ces statistiques suggèrent donc que l'ampleur moyenne des projets immobiliers ne s'accroît plus, le poids des nouvelles constructions ne se renforçant plus par rapport aux transformations. Un phénomène que l'on observe également dans les données, nationales uniquement, relatives au crédit.

En somme, il semble que les principaux déterminants des investissements des ménages devraient rester favorables à leur augmentation en 2020. Toutefois, certains signes d'un essoufflement de la dynamique sont observés qui devraient se traduire par

une expansion lente de cette composante de la demande wallonne.

3.3.2. Les entreprises

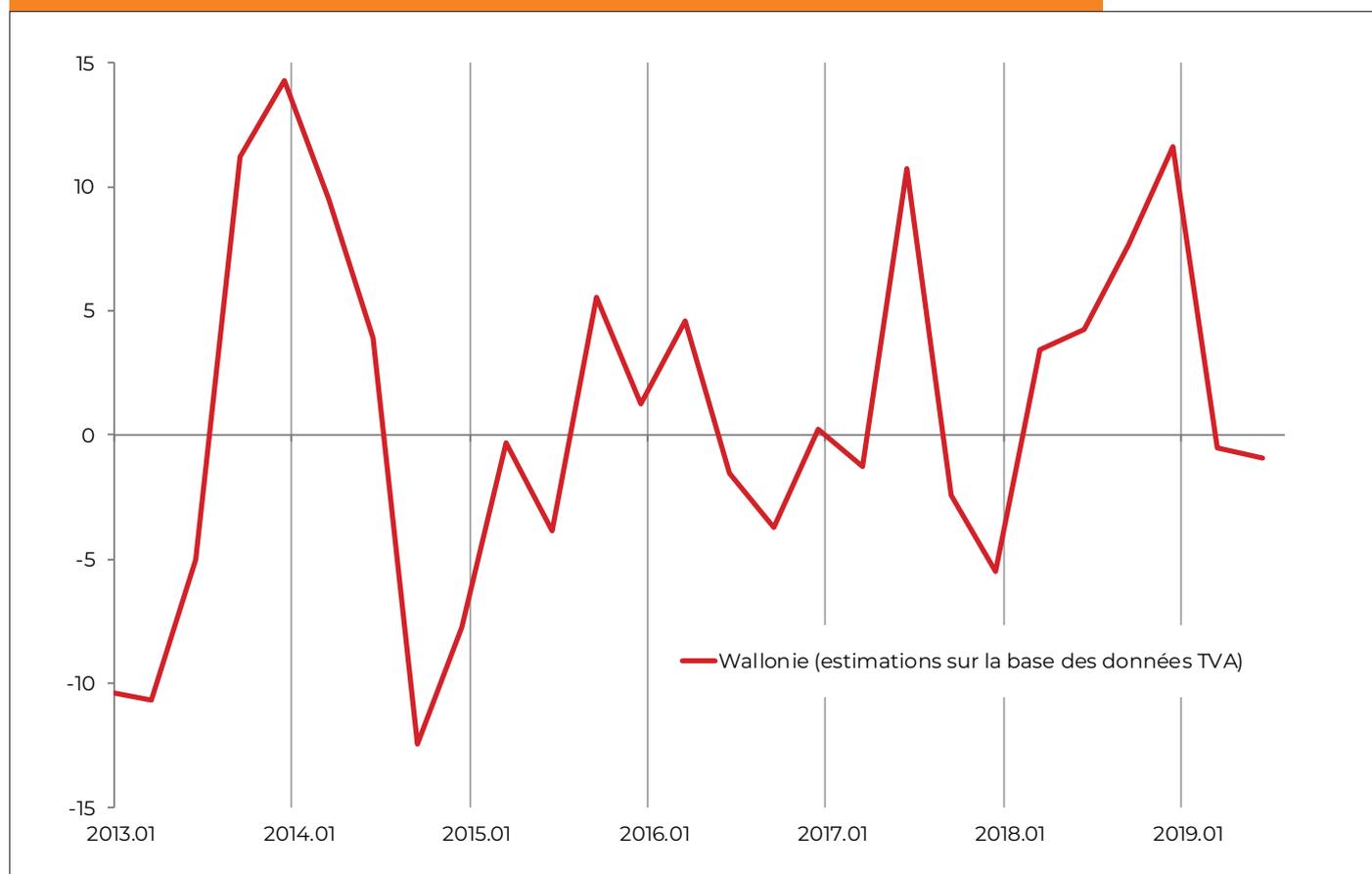
Lors de notre précédent exercice de prévision, en février 2019, nous soulignons la bonne dynamique de la formation brute de capital fixe en Wallonie sur la période récente et nous estimions que plusieurs fondamentaux nécessaires au maintien de la croissance des investissements étaient encore réunis au début de l'année 2019. Les enquêtes auprès des entreprises en Wallonie nous indiquaient que la confiance était toujours de mise dans les milieux d'affaires et que les perspectives de demande avaient quelque peu faibli, mais restaient tout de même favorables à court terme. Le

crédit bancaire se maintenait, avec des taux d'intérêt bas et des conditions d'octroi avantageuses, alors que les entreprises disposaient aussi de ressources financières en interne. Nous pointons toutefois comme facteurs de modération, à l'échelle internationale, un ralentissement des échanges commerciaux et une montée de l'incertitude. Force nous est de constater que ces aléas internationaux se sont sensiblement accrus depuis l'été et qu'ils ne se dissiperont pas totalement sur l'horizon de projection. Dans ce contexte, la confiance des entreprises wallonnes à trouver des débouchés, notamment à l'international, s'érode et les tensions sur l'appareil de production se relâchent. Les entreprises risquent aussi d'être de plus en plus nombreuses à adopter une stratégie attentiste face à l'incerti-

tude qui s'enracine. Dès lors, en dépit de conditions financières toujours favorables, nous tablons sur une progression sans allant de la formation brute de capital fixe pour la fin de l'année 2019 et l'année 2020. Nous détaillons dans les lignes qui suivent les arguments qui fondent ce diagnostic.

Pour tenter d'approcher l'évolution récente des investissements, il convient de se reporter aux données issues des déclarations des entreprises auprès de la TVA (cf. graphique 3.14). Nos estimations, basées sur ces données, vont dans le sens d'un scénario, tel qu'évoqué ci-dessus, où l'investissement des entreprises aurait eu le vent en poupe en 2018, avant de marquer le pas au début de l'année 2019 (-0,5 % à un an d'écart au premier trimestre et -0,9 % au deuxième trimestre).

Graphique 3.14 – Croissance des investissements des entreprises en Wallonie : 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

Les anticipations de demande s'érodent

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

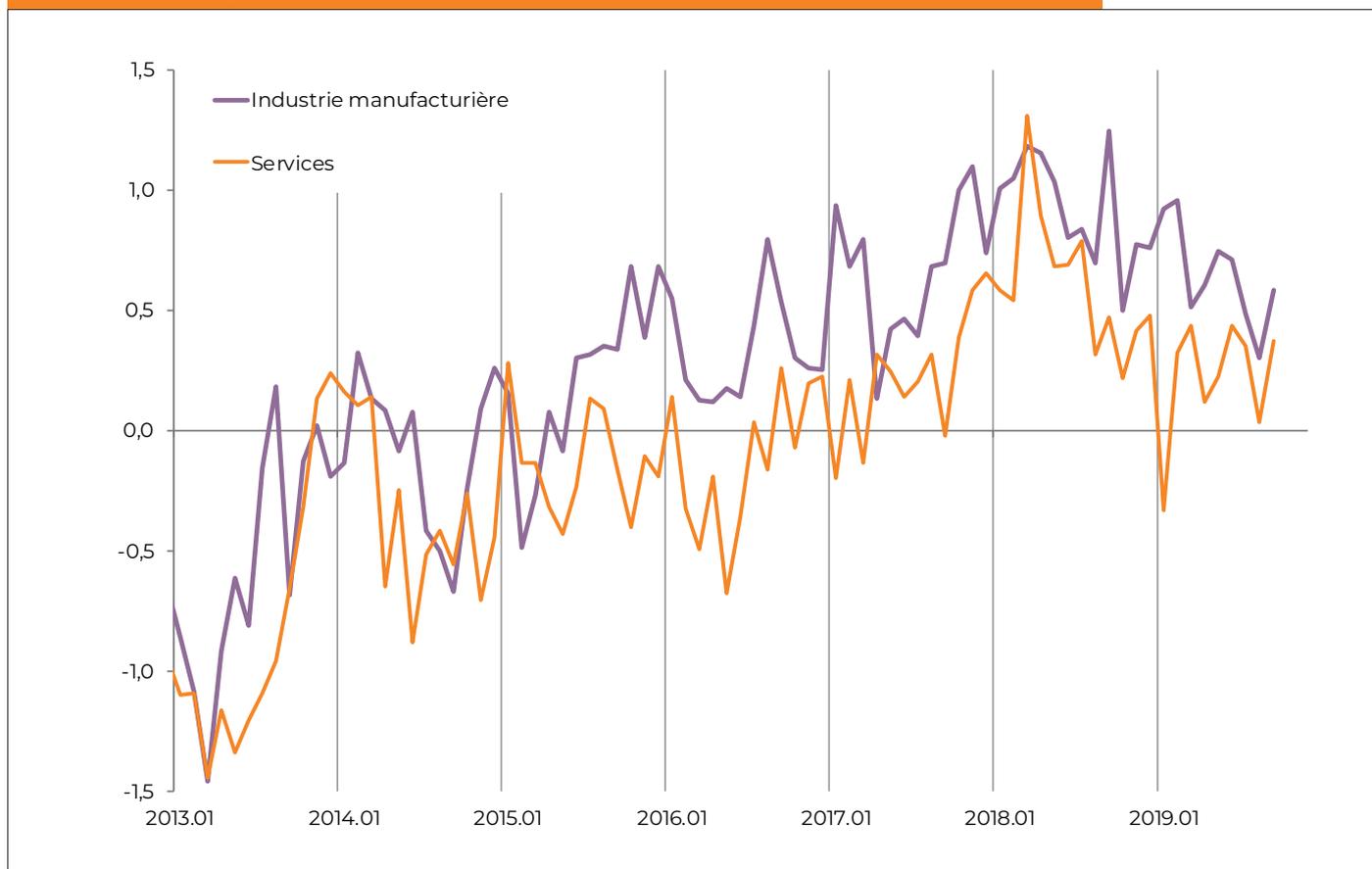
Les anticipations de demande à court terme, tant dans l'industrie manufacturière que dans le secteur des services, fléchissent progressivement depuis le début de l'année 2018 et se situent aujourd'hui à des niveaux proches de leur moyenne de long terme (cf. graphique 3.15).

Cette érosion de la confiance des chefs d'entreprise wallons par rapport à leurs perspectives de débouchés va de pair avec un relâchement des tensions sur les capa-

ités de production dans l'industrie manufacturière (cf. graphique 3.16). Après avoir culminé à 79,8 % en janvier 2018, le taux d'utilisation des capacités de production s'est replié et maintenu depuis lors à des niveaux juste en deçà de la moyenne de longue période (77,7 %). En juillet 2019, dernière donnée disponible, le taux se situait à 76,1 %. Il ressort du graphique 3.16 que c'est la production de biens d'investissement qui apparaît la plus pénalisée au sein de l'industrie manufacturière, soit une observation cohérente avec le recul des échanges internationaux (cf. section 3.1).

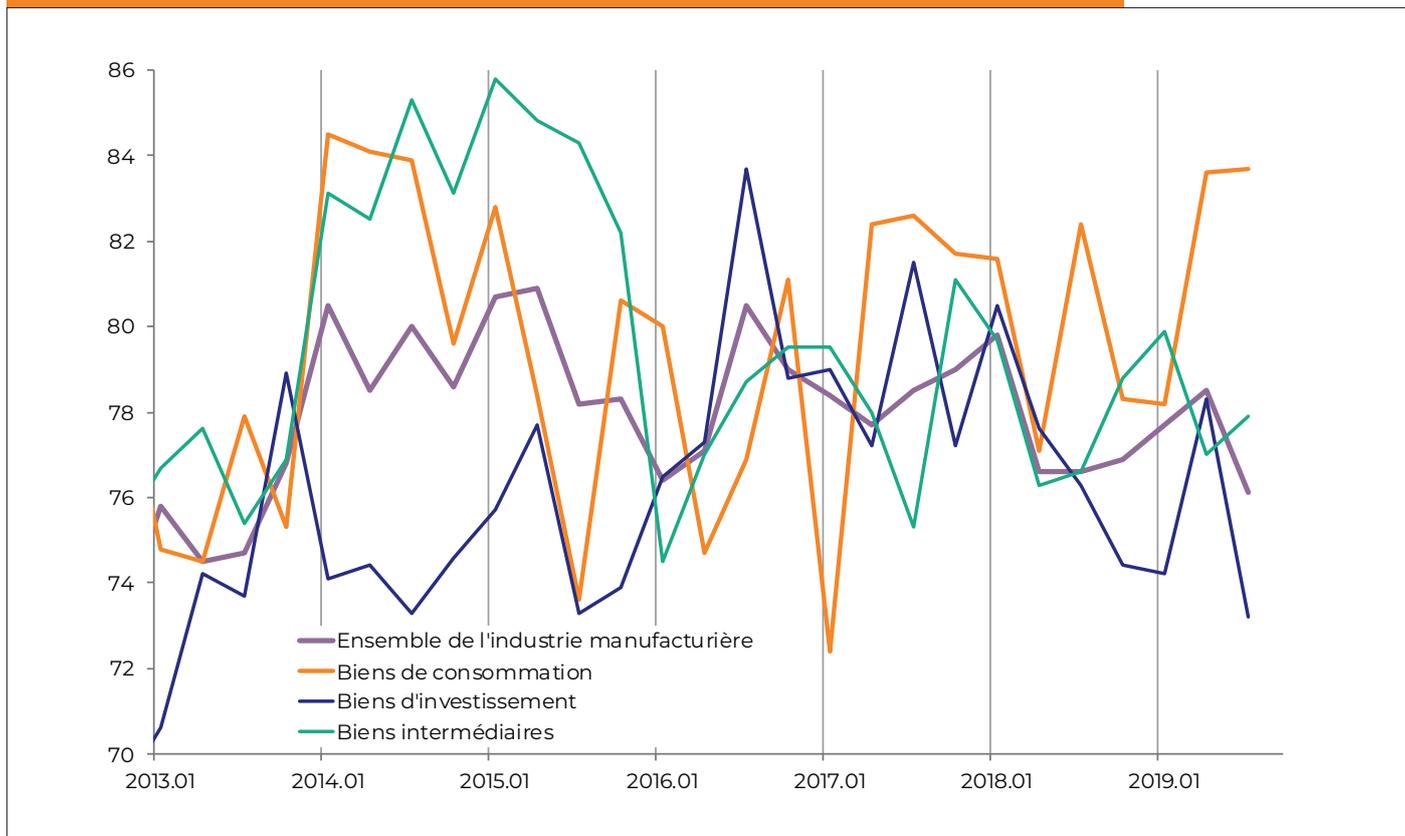
Tant les anticipations de demande que les taux d'utilisation des capacités de production esquissent un scénario où les efforts d'investissement des entreprises devraient faiblir. Toutefois, le fait que ces indicateurs

Graphique 3.15 – Prévisions de la demande en Wallonie : industrie manufacturière et services – Moyenne centrée réduite



Source : BNB – Calculs : IWEPS

Graphique 3.16 – Taux d'utilisation de la capacité de production en Wallonie – Données dessaisonnalisées



Source : BNB – Calculs : IWEPS

Note : la moyenne de longue période du degré d'utilisation de la capacité de production s'élève à 77,7% pour l'ensemble de l'industrie manufacturière, à 77,8% pour la production de biens d'investissement, à 79,0% pour la production de biens de consommation et à 78,5% pour la fabrication de biens intermédiaires.

restent dans des zones proches de leur moyenne de long terme nous porte à croire que cet affaiblissement devrait rester contenu sur la période de projection d'autant que, comme nous le verrons par la suite, les conditions de financement sont toujours accommodantes.

Environnement financier toujours propice à l'investissement

Le recours aux fonds propres est une source de financement importante des investissements. Sur la base des données macroéconomiques disponibles à l'échelle régionale (comptes régionaux), la seule approximation possible de la capacité d'autofinancement des entreprises réside dans le calcul

du taux de marge brute d'exploitation des sociétés non financières (c'est-à-dire le revenu qu'elles génèrent par leur activité). Ce taux a évolué positivement depuis 2013 (bien qu'un léger tassement soit observé en 2017), passant de 31,4 % à 34,5 %, selon nos calculs. Cette évolution favorable a très certainement stimulé la propension à investir des entreprises dans le passé récent, et pourrait encore la stimuler 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'investissement⁹.

⁹ 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.

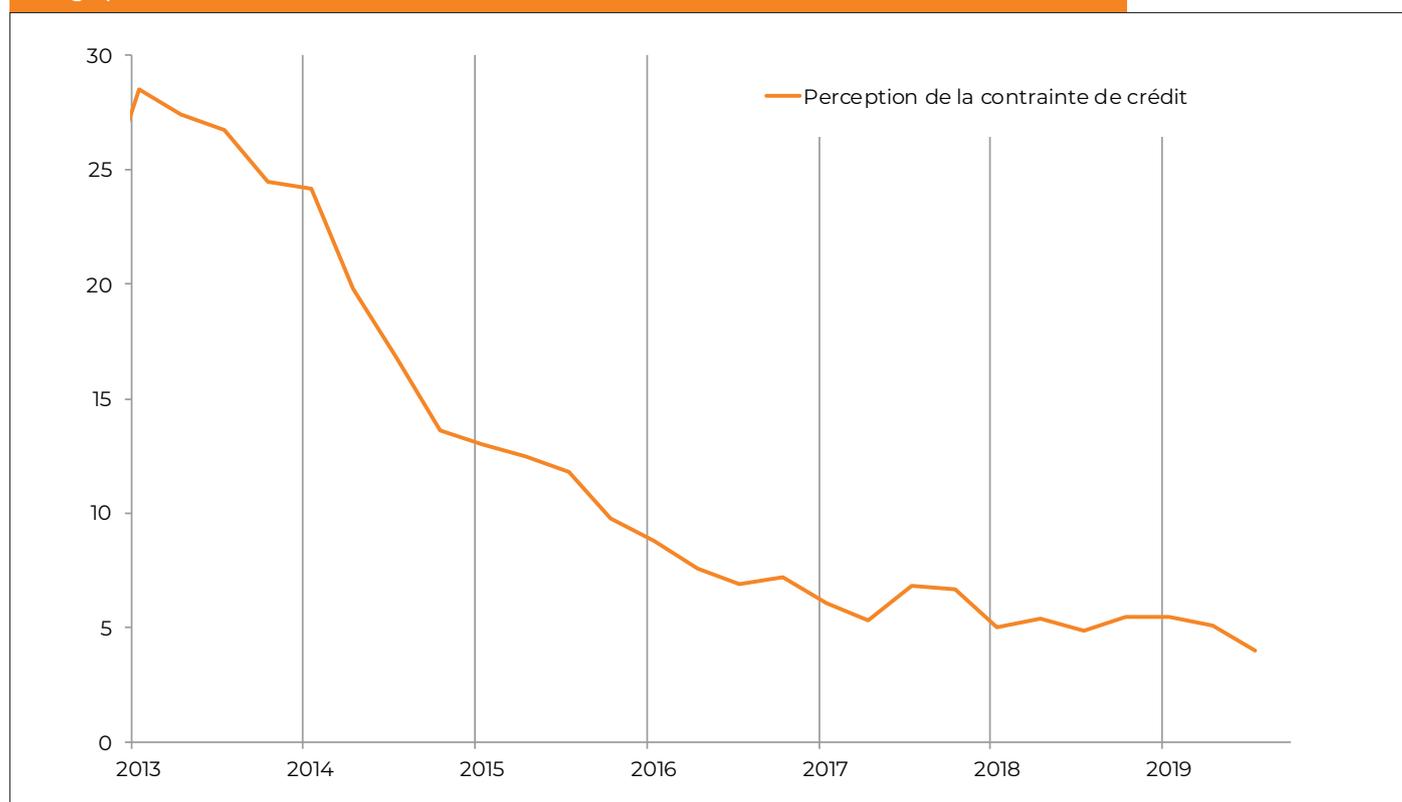
Les taux d'intérêt restent historiquement bas en Belgique, comme le révèle l'enquête européenne auprès des établissements de crédit (MIR Survey). Pour le mois de juillet 2019, l'enquête estime la moyenne des taux d'intérêt octroyés par les banques sur les nouveaux crédits aux entreprises à 1,46 %.

Selon toute vraisemblance, les conditions de financement bancaires resteront avantageuses dans les mois à venir. Les résultats de l'enquête trimestrielle sur l'appréciation des conditions de crédit par les entreprises, menée en juillet 2019 par la Banque Nationale de Belgique (BNB), indiquent que la perception des conditions de crédit s'est améliorée par rapport au trimestre précédent (cf. graphique 3.17). Le pourcentage d'entreprises qui jugent les conditions de crédit contraignantes est descendu à 4,0 % en juillet 2019 (contre 5,1 % en avril 2019), soit

la valeur la plus basse jamais enregistrée depuis le lancement de l'enquête en 2005.

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 deuxième trimestre de 2019, les banques belges ont fait état d'un statu quo pour leurs conditions de crédit à destination des entreprises. Parallèlement, les établissements financiers belges ont constaté, par rapport au trimestre précédent, une légère hausse de la demande de prêts bancaires émanant tant des grandes entreprises que des PME. Pour le troisième trimestre de l'année 2019, les banques belges annoncent qu'elles devraient à nouveau maintenir inchangés leurs critères d'octroi de crédits et s'attendent à une stabilisation de la demande de prêts des entreprises.

Graphique 3.17 – 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.

L'incertitude s'enracine et la confiance des entreprises plie

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

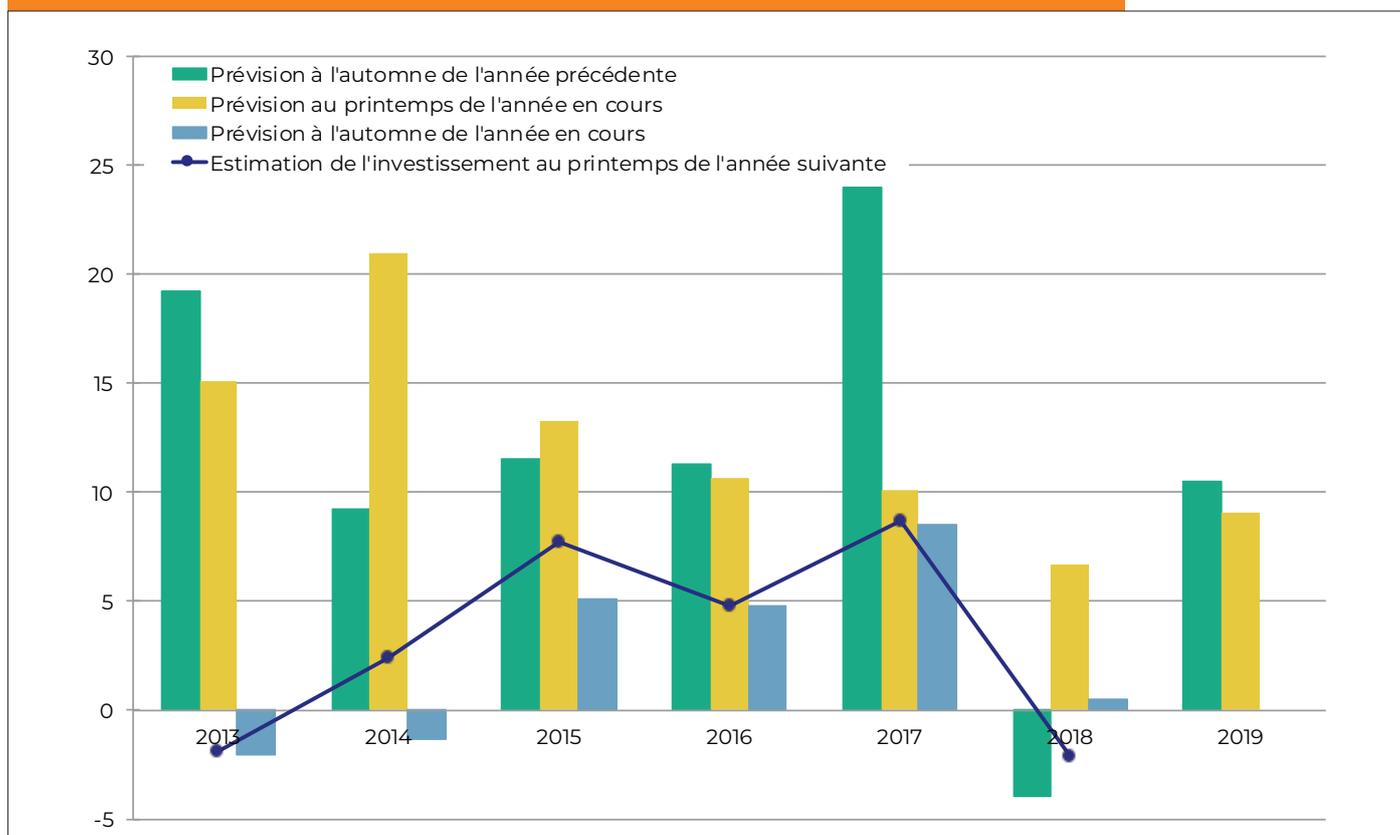
Notre projection actuelle s'inscrit dans un environnement international caractérisé par un commerce international grippé et une recrudescence de l'instabilité politique, puisant notamment leurs sources dans les hostilités commerciales sino-américaines et l'incapacité de l'Europe et du Royaume-Uni à sceller un accord autour du *Brexit*.

Dans un premier temps, il semble que les anticipations des entrepreneurs wallons n'ont

pas été trop entamées, probablement parce que la nature du tissu économique régional les exposait moins directement au ralentissement du commerce mondial. L'enquête semestrielle sur les investissements de l'industrie manufacturière (cf. graphique 3.18) abonde dans ce sens. Cette enquête constitue, à l'échelle de la Belgique, un indicateur de la volonté d'investir des entreprises. Selon les chiffres du printemps 2019, les entrepreneurs belges tablaient pour 2019 sur une progression de leurs investissements en capital fixe (exprimés à prix courants) de +9,1 %, soit une prévision à peine en recul par rapport à l'estimation de l'automne 2018 (+10,5 %).

Toutefois, comme le montrent les enquêtes mensuelles relatives à la confiance des entrepreneurs, face à la persistance des signaux d'alarme, les chefs d'entreprise sont de plus en plus nombreux à acter dans leurs prévisions un ralentissement de l'activité et,

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



Source : BNB

sur la base de notre analyse, il est peu probable que ce regain de prudence dans le chef des entrepreneurs ne cesse à brève échéance. L'attentisme dont devraient faire preuve bon nombre d'entre eux dans les prochains mois constitue un des facteurs explicatifs de la baisse de régime de la formation brute de capital fixe à l'horizon 2020.

En termes de risques, il va sans dire que toute escalade des tensions commerciales et politiques pourrait provoquer un ralentissement plus brutal qu'attendu de la croissance mondiale d'ici 2020, avec d'inévitables conséquences négatives sur le moral des entrepreneurs wallons et leurs décisions d'investissement.

Une contribution limitée de l'investissement à la croissance en 2019 et 2020

Selon notre scénario, pour la Wallonie, les investissements des entreprises croîtraient de +2,5 % en 2019, profitant de l'acquis de croissance de 2018, et de +1,7 % en 2020. Avec ces rythmes de croissance relativement modestes, en particulier en 2020, l'investissement des entreprises n'apportera qu'une contribution limitée à la croissance du PIB régional : +0,3 point en 2019 et +0,2 point en 2020.

3.3.3. Le secteur public

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

fluence 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 à moyen terme. Les dépenses publiques sont donc toujours resserrées, laissant peu de marges de manœuvre pour des politiques nouvelles.

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

Pour 2019 et 2020, la croissance de la consommation publique en Wallonie devrait être identique à l'évolution de cette composante à l'échelle nationale, soit respectivement +1,3 % et +0,9 %. 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 continuer à 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). 2019 étant la première année complète pour les nouvelles majorités communales et provinciales, les dépenses d'investissement enregistrées devraient traditionnellement se replier au cours de l'année. Mais la situation ne devrait pas perdurer l'année suivante. Compte tenu des informations dont nous disposons, nous estimons que les investissements publics wallons enregistreront une diminution de l'ordre de -0,3 % en 2019 et une augmentation de +2,0 % en 2020.

3.4

L'ÉVOLUTION DE L'EMPLOI

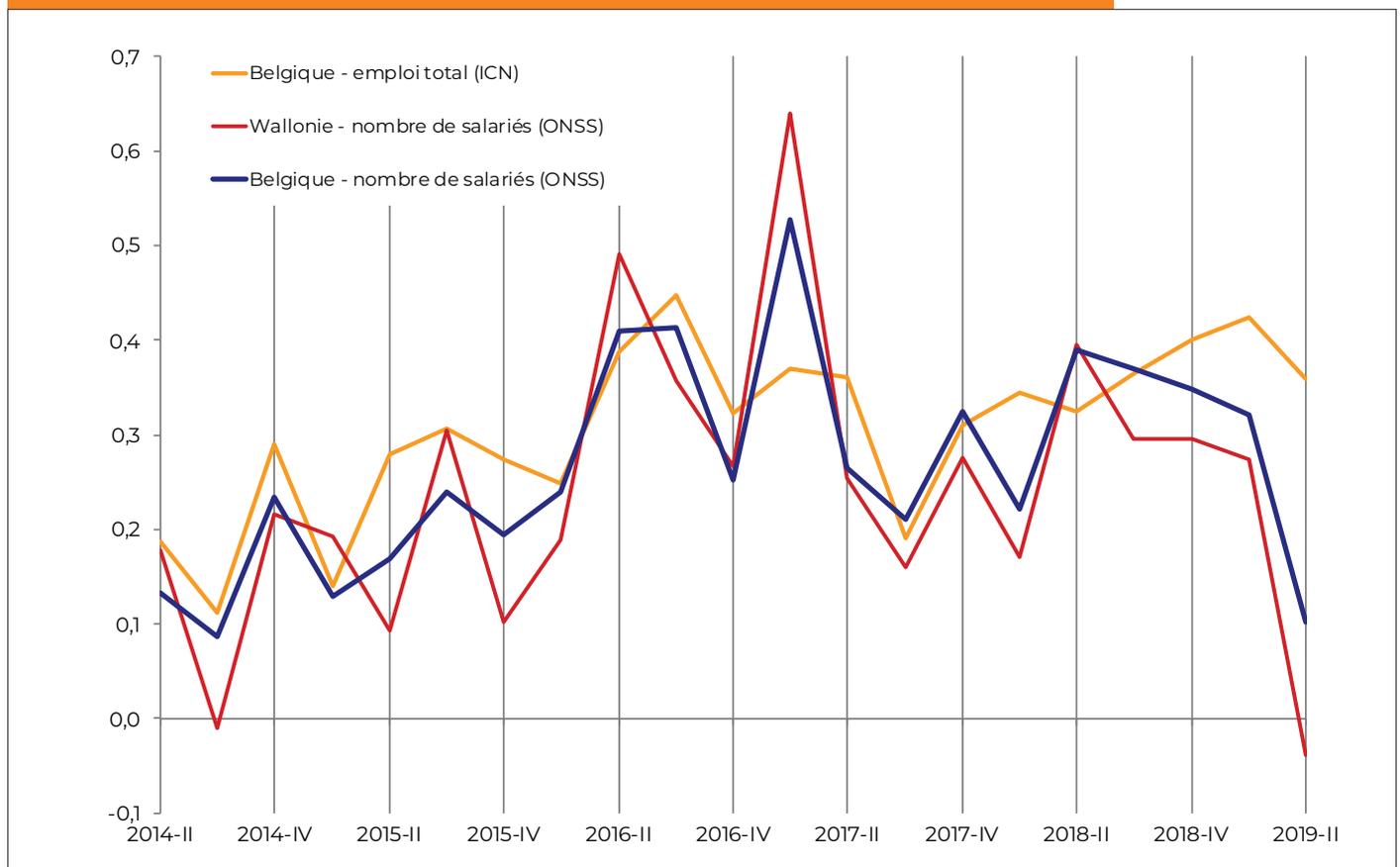
Après avoir affiché une croissance globalement très robuste en 2017, 2018 et jusqu'en ce début d'année 2019, les créations d'emplois en Wallonie ont connu un tassement sensible au cours des mois récents.

Ainsi, d'après les données ONSS, le nombre de salariés aurait affiché une croissance nulle au deuxième trimestre, sur une base trimestrielle, après +0,4 % au cours du premier trimestre. Notons qu'un décalage plus prononcé qu'à l'accoutumée est apparu au cours de ce deuxième trimestre au niveau belge entre, d'une part, les données ONSS

qui attestent d'un plongeon de la croissance de l'emploi et, d'autre part, les données de la comptabilité nationale, selon lesquelles la croissance de l'emploi serait demeurée robuste (données dessaisonnalisées, cf. graphique 3.19).

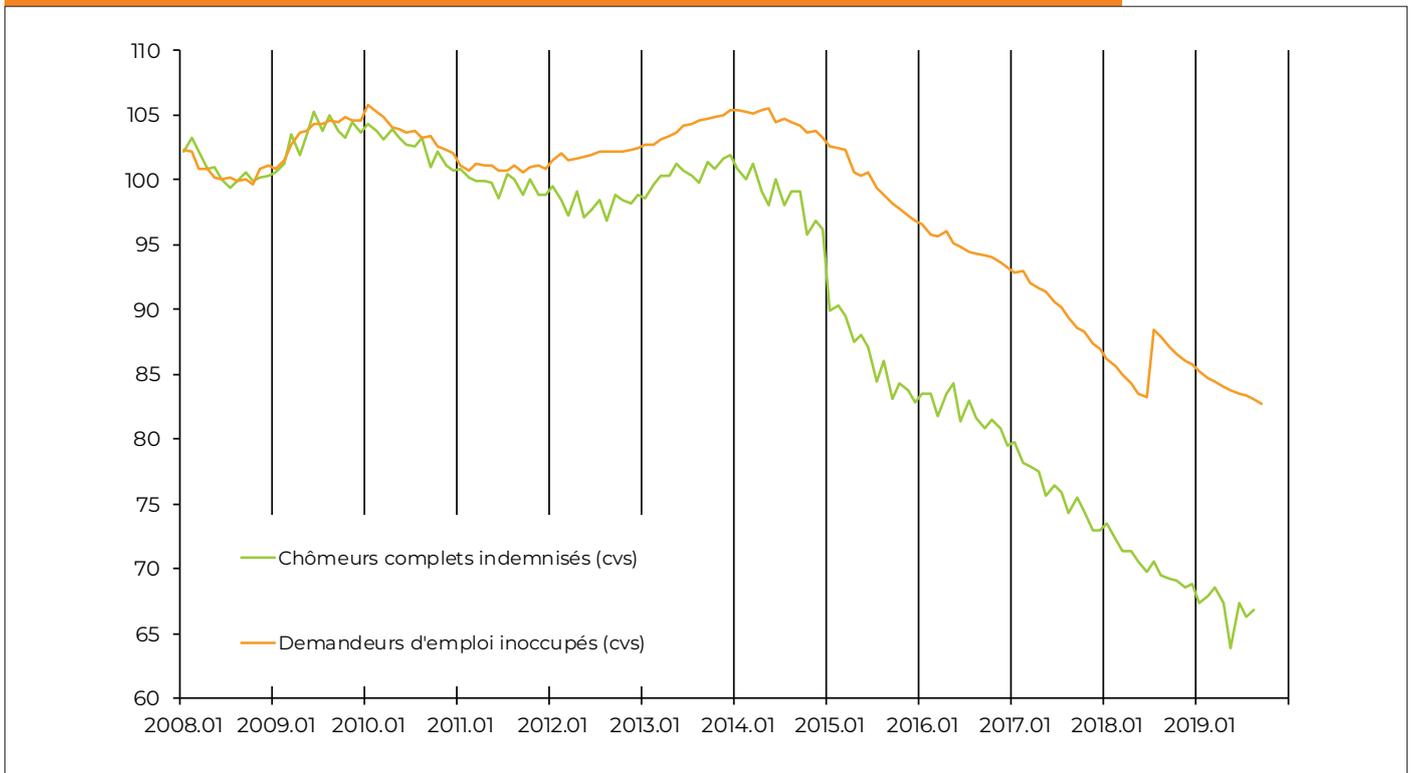
D'après les données de la comptabilité nationale, il apparaît qu'au cours des deux premiers trimestres de 2019, la croissance de l'emploi en Belgique a été tout aussi robuste dans les services que dans l'industrie, avec un rythme de croissance trimestriel de l'ordre de +0,4 %, en dépit d'un repli

Graphique 3.19 – Taux de croissance à un trimestre d'écart du nombre de salariés recensés à l'ONSS en Wallonie et en Belgique et de l'emploi national total en nombre de travailleurs en Belgique - Données dessaisonnalisées, en %



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

Graphique 3.20 – Nombre de DEI total, de DEI depuis plus de deux ans et de chômeurs complets indemnisés en Wallonie, indices 2008 = 100 (données corrigées des variations saisonnières)



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

marqué de l'activité dans ce dernier secteur. En Wallonie, le niveau toujours très faible du recours des entreprises au chômage temporaire pour raisons économiques tend à indiquer que l'emploi dans l'industrie a vraisemblablement connu également une évolution favorable en première partie d'année.

Qu'il soit mesuré sur la base du nombre de chômeurs complets indemnisés (données ONEM) ou sur la base des statistiques relatives aux demandeurs d'emploi inoccupés¹⁰ (DEI), le recul du chômage en Wallonie a été manifeste depuis la mi-2014, se prolongeant jusqu'en septembre de cette année

(graphique 3.20), si bien que nous anticipons la poursuite d'une croissance positive de l'emploi wallon au cours du troisième trimestre de 2019. Le rythme auquel le chômage se replie semble toutefois avoir faibli au cours des derniers mois, confirmant l'amorce d'un ralentissement des créations nettes d'emplois en Wallonie.

L'essoufflement progressif du marché du travail en Wallonie transparaît également au travers des données relatives au volume d'heures prestées par les intérimaires. En effet, après avoir atteint un sommet en début d'année 2019, le volume de travail

¹⁰ Rappelons que des problèmes statistiques liés à la gestion administrative de certains nouveaux dossiers rendent plus délicate l'interprétation de ces données depuis l'été 2018. En effet, en juillet 2018, 8 565 demandeurs d'emploi ont été introduits en une fois dans les statistiques officielles relatives à la Wallonie, ce que le Forem justifiait de la sorte : « entre le 1er 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 ». Voir : Le Forem (2018) – Communiqué de presse. Les chiffres de la demande d'emploi pour juillet 2018.

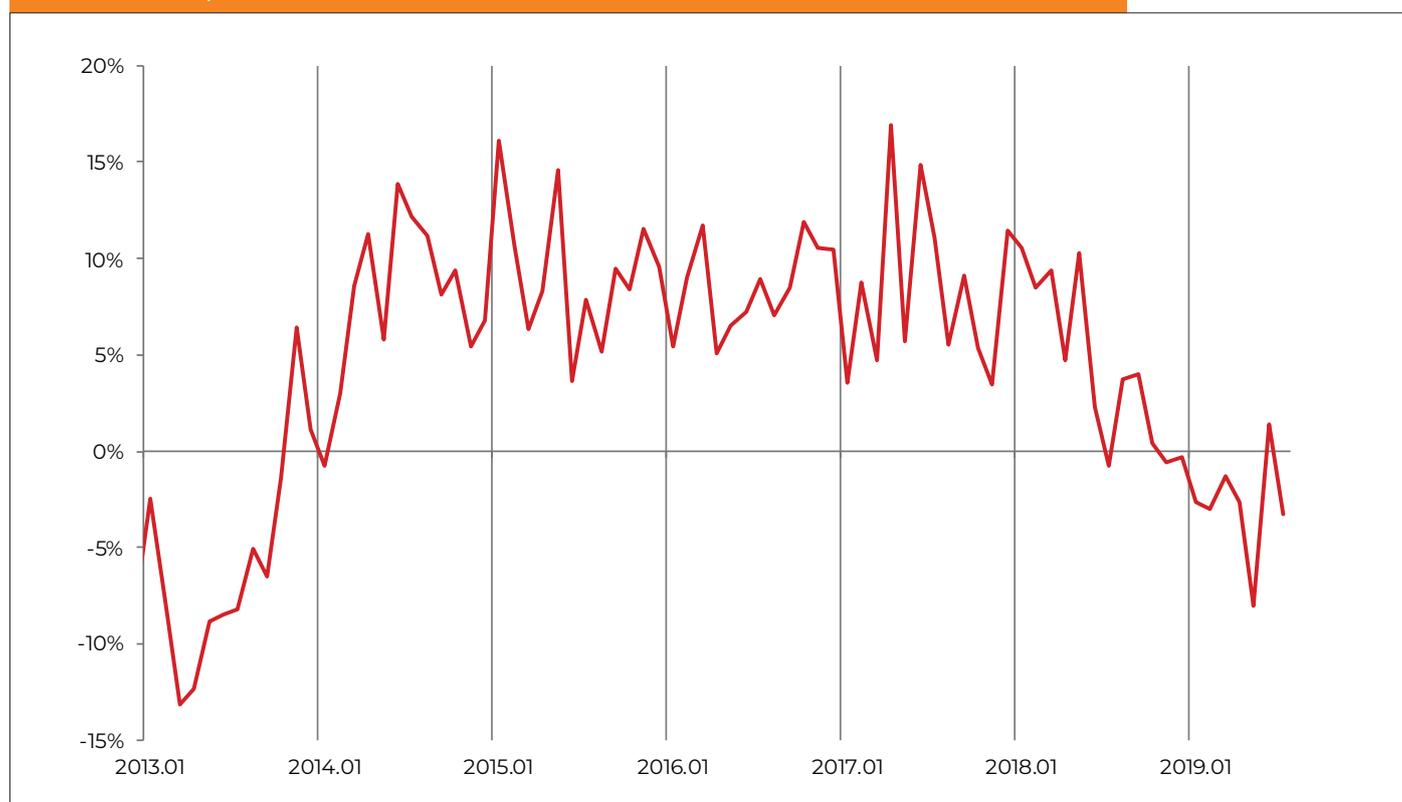
dans ce secteur s'est replié de manière continue au cours des mois les plus récents¹¹, ce qui présage traditionnellement un ralentissement de la croissance de l'emploi. Suite à la forte croissance de l'emploi constatée au cours des dernières années et étant donné le niveau historiquement faible atteint par le taux de chômage, il est aussi possible que cette évolution reflète la volonté des employeurs de stabiliser les effectifs au sein de leur entreprise, dans un contexte où le marché du travail pourrait être devenu relativement tendu pour certains profils.

Des signes de tensions sur le marché du travail sont en effet visibles actuellement. Ainsi, le nombre d'opportunités d'emploi reçues par le Forem s'est stabilisé ces derniers mois à un niveau historiquement élevé, tandis que le taux de vacances d'em-

ploi¹² pour les postes fixes estimé par Statbel demeure relativement élevé (2,3 % au deuxième trimestre de 2019). Signalons par contre que le taux de vacances pour les postes intérimaires a eu tendance à reculer sensiblement au cours des trimestres récents, passant d'un niveau de l'ordre de 17,0 % en fin d'année 2017 à 12,4 % au deuxième trimestre de cette année, corroborant les données récentes relatives au volume de travail intérimaire.

Au cours des prochains trimestres, la croissance de l'activité économique est toujours attendue en territoire positif, ce qui donnerait lieu à de nouveaux besoins de main-d'œuvre en Wallonie. Toutefois, les créations nettes d'emplois évolueraient à un rythme sensiblement ralenti par rapport aux rythmes de croissance parfois exceptionnels observés sur le passé récent.

Graphique 3.21 – Évolution du volume de travail dans l'intérim en Wallonie (croissance annuelle en %)



Source : Federgon – Calculs : IWEPS

¹¹ Voir : « Market Update 8/2019 » Fédération des partenaires de l'emploi (FEDERGON), https://federgon.be/fileadmin/media/pdf/market-update/Market_Update_August_2019.pdf

¹² 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.

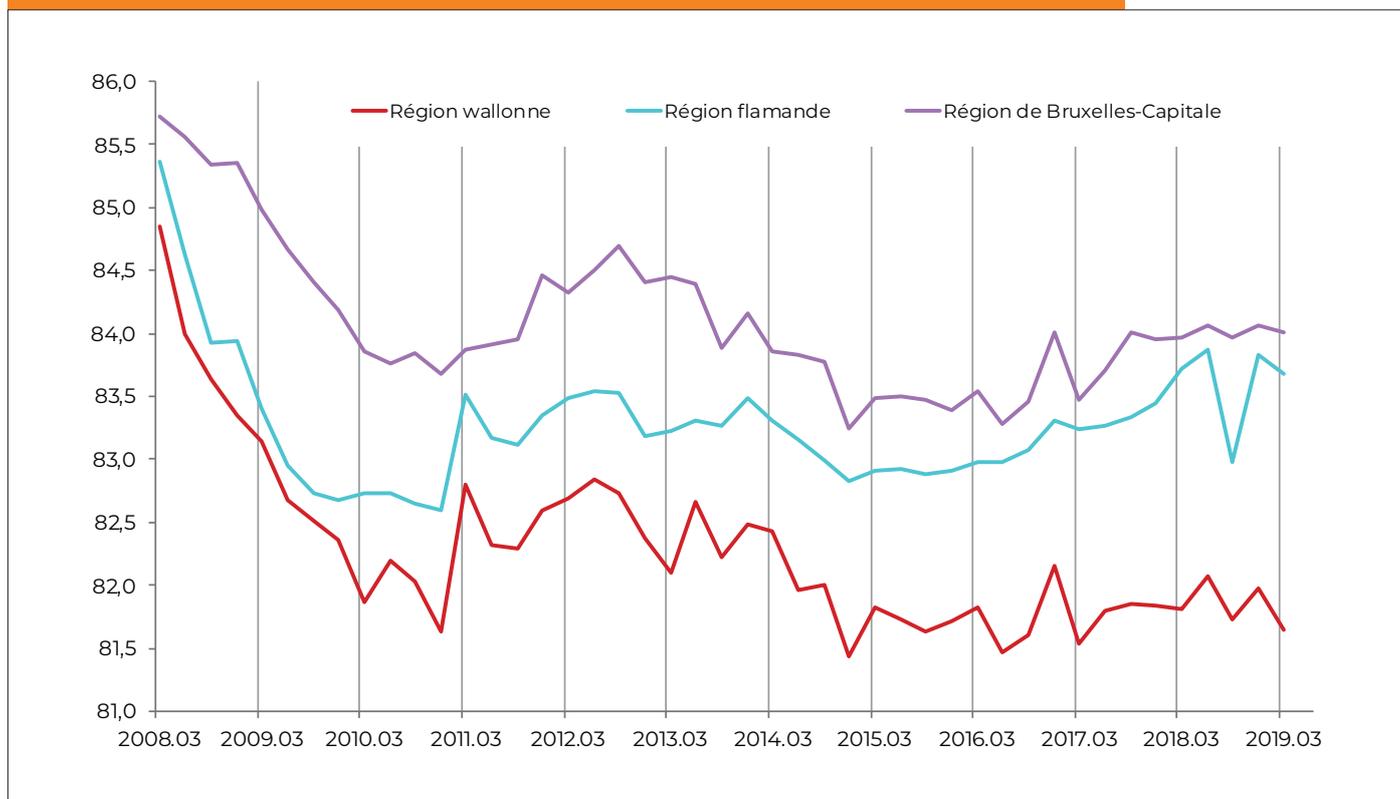
Le taux de vacance d'emploi est calculé en divisant le nombre d'emplois vacants par la somme des emplois vacants et des postes occupés.

En effet, l'évolution de l'emploi a tendance à réagir avec retard par rapport aux inflexions de la croissance économique, de sorte que le ralentissement conjoncturel constaté au cours des trimestres récents en Wallonie devrait se faire davantage sentir en deuxième partie d'année 2019 sur les créations d'emplois. En 2020, les rythmes de croissance de l'activité économique resteraient relativement faibles, ce qui limitera les besoins en main-d'œuvre. En outre, force est de constater que la croissance dynamique de l'emploi au cours des dernières années, au regard de la progression somme toute relativement modeste de l'activité économique, s'est inscrite dans un contexte de mesures prises à partir de 2015 par le gouvernement fédéral en vue de réduire le coût du travail. Ces mesures ont favorisé l'intensité en main-d'œuvre de la croissance économique, limitant mécaniquement la

progression de la productivité apparente du travail telle que mesurée au niveau macroéconomique, que ce soit par personne ou par heure ouvrée. La baisse du temps de travail moyen qui a résulté de ce mécanisme a été prononcée en Belgique, en particulier en Wallonie où l'on n'a pas encore détecté à ce jour l'amorce d'une remontée, contrairement à ce qui est observé en Flandre et à Bruxelles (cf. graphique 3.22).

A l'avenir, en l'absence de nouvelles mesures de réduction des cotisations sociales qui étaient caractéristiques des années antérieures dans le cadre du *tax shift* fédéral, nous anticipons que l'ajustement du volume de travail à l'augmentation de l'activité économique se ferait davantage que précédemment *via* l'augmentation du nombre d'heures par travailleur que *via* le nombre de personnes en emploi. Le temps de travail

Graphique 3.22 – Durée moyenne du travail salarié en pourcentage d'un temps plein, selon la région de résidence



Source : ONSS brochure verte – Calculs : IWEPS

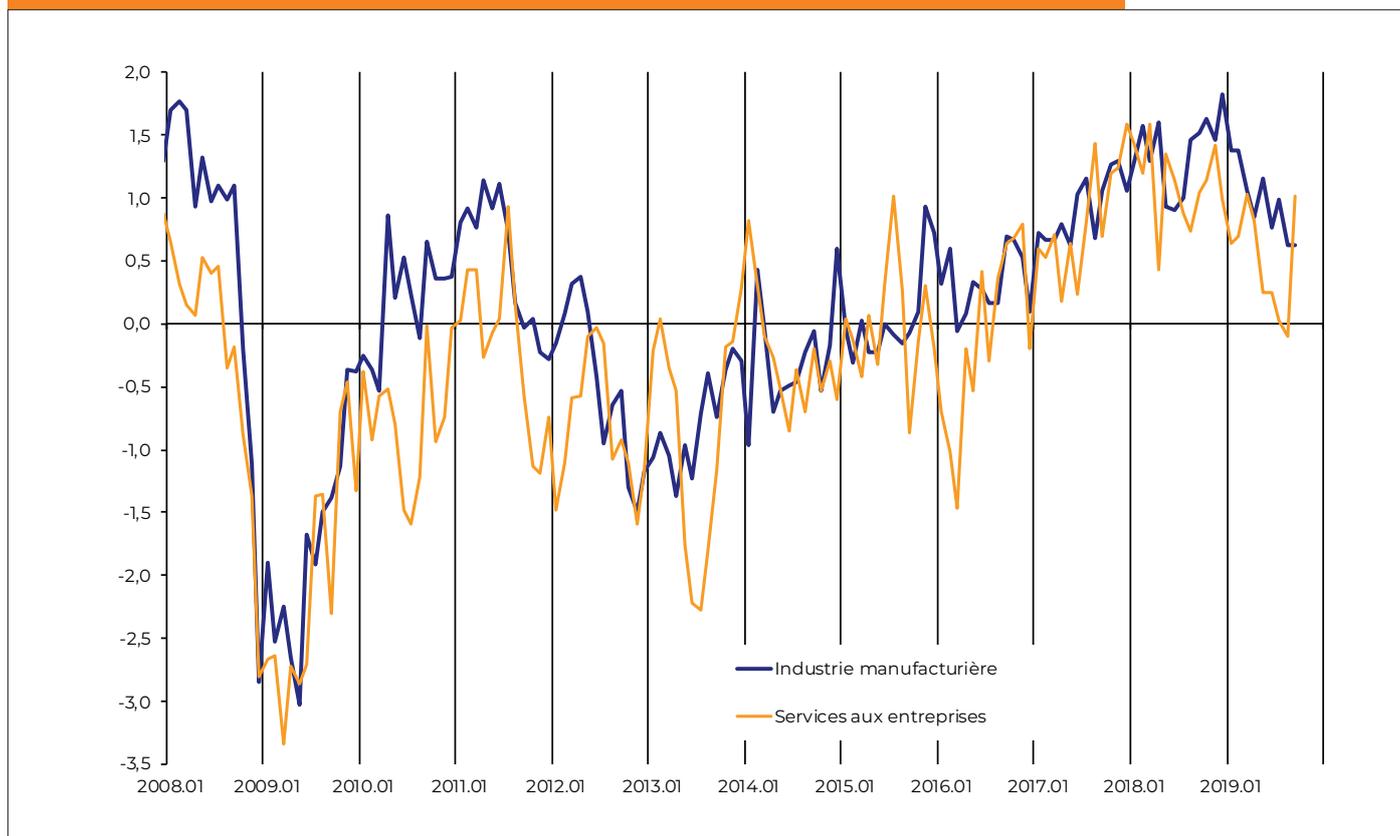
par personne devrait ainsi remonter progressivement, tout en demeurant largement en deçà de ses niveaux observés avant la crise¹³. En outre, après plusieurs années de croissance très faible, il est vraisemblable que les employeurs souhaiteront récupérer des gains de productivité horaire au cours des prochains trimestres, ce qui constituerait une réponse appropriée à la normalisation attendue du coût du travail.

Les prévisions d'emploi au cours des trois prochains mois, établies par la BNB sur la base des enquêtes mensuelles auprès des entreprises, nous confortent dans un scénario de ralentissement marqué des créations nettes d'emplois en Wallonie au cours des prochains trimestres. En effet, l'indicateur s'est replié de manière sensible depuis

le début de cette année dans l'industrie, s'inscrivant à présent largement en deçà des sommets atteints courant 2018 (cf. graphique 3.23). Même si le repli a été moins net, l'indicateur s'est montré très volatil dans le secteur des services, soit le secteur où se crée traditionnellement la grande majorité des emplois en Wallonie.

Selon notre scénario, après une croissance annuelle moyenne remarquable de +1,2 % en 2019 (soit près de 16 000 créations nettes), la croissance de l'emploi en Wallonie serait moitié moindre en 2020 (+0,7 %), ce qui représente encore une progression de l'emploi de plus de 9 000 unités en moyenne annuelle. Endéans l'année¹⁴, ce scénario table sur une augmentation de 13 000 unités en 2019 et 6 000 unités en 2020.

Graphique 3.23 – Industrie manufacturière et services aux entreprises: prévision de l'emploi au cours des trois prochains mois – Moyenne centrée réduite



Source : BNB - Calculs : IWEPS

¹³ En effet, les modifications structurelles qui sont en cours sur le marché du travail, telles que la montée en puissance du secteur des services et l'augmentation continue des taux de participation des femmes et des travailleurs âgés, impliquent mécaniquement un recul progressif de la durée moyenne du travail.
¹⁴ Soit entre le 1er janvier et le 31 décembre d'une année civile.



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>



2019