

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



TENDANCES ÉCONOMIQUES

N° 62

Analyse et prévisions
conjoncturelles

2021



COLOPHON

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

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

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

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

Création graphique : **Déligraph**

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

Dépôt Légal : D/2021/10158/18

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

IWEPS

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

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

Tél : 32 (0)81 46 84 11

Fax : 32 (0)81 46 84 12

<http://www.iweps.be>

info@iweps.be

TABLE DES MATIÈRES

5 | PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA WALLONIE POUR LA PÉRIODE 2021-2022

11 | CONTEXTES INTERNATIONAL

2.1. La croissance mondiale.....	12
2.2. La situation conjoncturelle de la Zone euro.....	17
2.3. Les risques du scénario.....	21
2.4. La politique monétaire, l'évolution des taux longs et le marché des changes.....	22

27 | TENDANCES ÉCONOMIQUES EN WALLONIE

3.1. L'activité économique.....	28
3.2. Le commerce extérieur.....	40
3.3. La demande intérieure.....	46
3.3.1. Les ménages.....	46
3.3.2. Les entreprises.....	55
3.3.3. Le secteur public.....	62
3.4. L'évolution de l'emploi.....	63

Analyses terminées le 25 octobre 2021

CHAPITRE 1

PERSPECTIVES
MACROÉCONOMIQUES
DE LA WALLONIE POUR
LA PÉRIODE 2021-2022

En dépit de la diffusion plus large du variant Delta de la Covid-19 au cours des derniers mois, la reprise économique mondiale s'est poursuivie, celle-ci capitalisant sur les bénéfices procurés par la conduite coordonnée des politiques monétaires et budgétaires depuis l'émergence de la crise sanitaire et le succès grandissant des campagnes de vaccination au sein de la plupart des économies avancées.

La reprise est cependant inégale parmi les différentes économies, une ligne de faille séparant les pays selon leur couverture vaccinale et la mise en œuvre précoce de politiques de soutien aux ménages et aux entreprises.

La reprise économique se renforce nettement en Zone euro...

D'un côté, la situation conjoncturelle des économies avancées s'est en effet nettement améliorée, plus vite qu'escompté encore au printemps dernier. Le succès des campagnes de vaccination y a permis une large réouverture des activités de production et de consommation depuis le printemps tandis que les soutiens budgétaires et monétaires substantiels ont concouru à la résilience du tissu productif et ainsi à réduire les risques de dommages structurels que la crise aurait pu infliger. Les projections les plus récentes établies par le FMI¹ anticipent à présent que le groupe des économies avancées retrouve, dans le courant de l'année 2022, la trajectoire de croissance qui était prévue avant la crise sanitaire. Dans la Zone euro en particulier, l'activité économique a fortement rebondi au cours du deuxième trimestre de cette année, enregistrant une hausse du PIB de +2,2 % (après une contraction lors des deux trimestres précédents), un niveau supérieur aux attentes, qui devrait s'être prolongée au cours du troisième trimestre. Cette reprise est alimentée par la levée graduelle des contraintes sanitaires, qui avaient marqué l'hiver 2020-2021, et le redémarrage pro-

gressif de nombreuses activités économiques. Aux États-Unis, où la reprise avait été initialement plus vive l'an dernier, l'expansion économique s'est poursuivie au cours du premier semestre de cette année, entraînée par une relance budgétaire sans précédent et le relèvement rapide du niveau de la demande intérieure. Aux États-Unis comme en Europe, la consommation privée a apporté une solide contribution à la croissance. La préservation du pouvoir d'achat, grâce au soutien budgétaire massif, lors des périodes de confinement durant lesquelles les possibilités de consommation étaient très restreintes a provoqué une accumulation de l'épargne des ménages, qui constitue à présent un levier puissant pour une reprise de la consommation.

... la Wallonie suivant le mouvement...

En Wallonie, la reprise économique devrait également s'être raffermie au cours des derniers mois grâce au progrès de la campagne de vaccination qui a permis un assouplissement progressif des mesures d'endiguement. À partir du printemps dernier, la demande intérieure, en particulier la consommation des ménages, a vraisemblablement apporté une forte contribution à ce mouvement de reprise, tandis que la levée des contraintes sanitaires pesant sur la demande intérieure de nos principaux partenaires commerciaux européens aura sensiblement amélioré les débouchés des entreprises wallonnes.

Néanmoins, alors que le recul du volume de l'activité en 2020 semble avoir été plus sévère en Wallonie qu'en Flandre dans la plupart des branches d'activité, le net raffermissement de la croissance économique wallonne attendu en 2021 (+5,5 %) demeurerait encore inférieur à la progression estimée du PIB belge (+6,1 %).

Remarquons que, dans une perspective européenne, l'économie belge s'est particulièrement bien tirée d'affaire pendant la

¹ FMI, World Economic Outlook, 12 octobre 2021.

période 2020-21², rendant ce point de comparaison très exigeant pour la Wallonie. L'évolution légèrement en retrait de l'économie wallonne, plus conforme au schéma de reprise affiché par la plupart des économies européennes, est probablement le résultat de causes multiples, davantage d'ordre structurel. D'une part, le degré d'ouverture relativement plus faible de l'économie wallonne y a limité l'apport du commerce international, importante source de résilience de l'économie flamande au lendemain de l'éclatement de la crise en 2020³. De manière générale, le blocage intermittent de la demande intérieure dans l'économie belge, en particulier de la consommation des ménages, a particulièrement pesé sur le tissu productif régional, davantage dépendant de ce type de demande. D'autre part, on peut supposer que le nombre plus élevé d'entreprises de petite taille en Wallonie, dont les ressources financières mais aussi humaines sont, par définition, plus limitées, a partiellement contribué à cette moindre résilience de l'activité économique régionale face à la crise sanitaire. Ceci étant dit, la reprise semble également sur les rails en Wallonie et la croissance économique des prochains trimestres devrait être particulièrement robuste, portée à la fois par la demande extérieure et intérieure. Le PIB en volume de la Wallonie devrait ainsi avoir retrouvé son niveau d'avant-crise en début d'année 2022, à l'image de la plupart des pays européens. En raison des travaux de reconstruction qui devraient démarrer progressivement dans les zones sinistrées par les inondations de juillet dernier, le rythme de croissance du PIB devrait même dépasser légèrement la moyenne belge dans le courant de l'année 2022.

... tandis que les économies émergentes asiatiques ralentissent le processus de reprise

D'un autre côté, la résurgence des contaminations depuis plusieurs mois a assombri la dynamique de reprise des économies émer-

gentes, où les progrès en matière de vaccination ont été plus lents et les marges budgétaires pour faire face à une pandémie qui dure, plus étroites. La Chine, dont 70 % de la population est vaccinée, fait figure d'exception. Depuis le net rebond du deuxième trimestre de 2020, l'économie chinoise a progressé à un rythme dynamique, lui permettant de retrouver sa trajectoire de croissance du PIB en volume d'avant la crise dès la fin de l'année dernière. Mais dans la plupart des autres économies émergentes, la reprise s'est révélée fragile, en particulier en Asie où lors des derniers mois, le variant Delta de la Covid-19 a relancé l'épidémie et entraîné l'imposition de nouvelles mesures d'endiguement. La baisse de l'activité manufacturière qui en a résulté s'est accompagnée en aval de conséquences sur la disponibilité des approvisionnements à l'échelle internationale. De manière générale, la vigueur de la reprise économique mondiale a fait apparaître au cours des derniers mois une série de « goulots d'étranglement », caractéristiques d'un déséquilibre entre l'offre, toujours relativement contrainte, et la demande, en accélération fulgurante depuis la levée des confinements généralisés. Les stigmates de ces déséquilibres se situent dans l'allongement des délais de livraison des marchandises au niveau international et le renchérissement généralisé des matières premières et des biens intermédiaires. Ces éléments ont clairement constitué un frein pour l'expansion des activités industrielles dans les économies avancées, se matérialisant par un repli de la plupart des indicateurs conjoncturels au niveau international au cours des derniers mois. Néanmoins, la confiance demeure à un niveau historiquement élevé et l'embellie dans les économies avancées ne devrait pas être démentie à l'avenir.

Le contexte international devrait demeurer très porteur en 2022...

Nous considérons en effet, conformément aux anticipations des grandes organisations

² C'est ainsi l'un des seuls pays de la Zone euro qui afficherait en moyenne durant l'année 2021 un niveau d'activité supérieur à celui enregistré en 2019.

³ Notons en outre que depuis le début de cette année, une fois n'est pas coutume, la croissance très soutenue des exportations de vaccins anti-covid produits en Flandre n'a pas trouvé d'équivalent en Wallonie.

internationales (OCDE et FMI en l'occurrence), que les déséquilibres présents actuellement sur certains marchés internationaux devraient progressivement se résorber dans le courant de l'année 2022. On pourrait dès lors assister globalement à un atterrissage en douceur de l'inflation et une normalisation sans heurts de la croissance dans nos économies. Au cours des prochains mois, l'activité de la Zone euro continuerait de bénéficier du soutien de l'important stimulus monétaire et budgétaire, du déblocage de l'épargne forcée, de la bonne orientation du marché du travail et des besoins d'investissement. Aux États-Unis, la propagation durant les mois d'été du variant Delta aura été meurtrière, entamant la confiance des consommateurs dont le pouvoir d'achat a également été mis à mal par la forte hausse de l'inflation. Néanmoins, le plan de relance du Gouvernement Biden, l'épargne accumulée et la bonne tenue du marché du travail devraient contribuer à la poursuite d'une croissance américaine relativement dynamique dans les prochains mois.

Dans ce contexte globalement porteur, le rebond de l'activité économique wallonne devrait également se poursuivre l'an prochain. L'évolution récente des indicateurs conjoncturels esquisse une trajectoire probable de maintien d'une croissance économique soutenue pour 2022. Le climat général des affaires ressenti par les entreprises wallonnes demeure pour l'heure favorable, même si l'optimisme des entreprises s'est érodé depuis l'été, et les anticipations de demande pour les prochains mois, tant dans l'industrie manufacturière que dans les services, se maintiennent à des niveaux significativement supérieurs à leur moyenne de long terme.

Un net regain d'optimisme de la part des entreprises exportatrices wallonnes se dégage notamment des enquêtes d'opinion menées par la BNB depuis le printemps dernier. Le commerce international de marchandises progresse en effet encore à un bon rythme, même si un fléchissement de la croissance est perceptible depuis cet

été. En outre, la poursuite du rattrapage de la demande intérieure des pays européens, en particulier des économies allemande et française, concourt à la progression rapide des débouchés pour nos entreprises. Par ailleurs, la matérialisation en cours des plans de relance nationaux ainsi que du Plan de relance européen devrait contribuer au rebond en cours des échanges industriels intraeuropéens, ce qui est très favorable pour les entreprises wallonnes (et belges en général) productrices de biens intermédiaires et semi-finis. Ces dernières progresseraient encore de +4,9 % l'année prochaine après le rebond de plus de 6 % de cette année.

La poursuite du rebond de l'activité en Wallonie reposerait aussi sur un raffermissement de la demande intérieure. Celle-ci devrait bénéficier de plusieurs contributions importantes.

... tandis que toutes les
composantes de la demande
intérieure wallonne se
renforcent

Les investissements affichent aujourd'hui un potentiel de croissance élevé pour l'année prochaine. Les anticipations de demande sont bien orientées et le taux d'utilisation des outils de production a rejoint son niveau de long terme depuis le début de l'année. Des besoins d'investissement en matériel numérique resteront prégnants. Le travail à distance tend à s'imposer comme une tendance lourde, tandis que les pénuries de main-d'œuvre pourraient inciter davantage d'entreprises à investir en vue d'accroître l'automatisation de leur processus de production. Plus fondamentalement, la remise en état de l'appareil productif à la suite des destructions liées aux inondations de juillet va vraisemblablement doper les dépenses d'investissement pour les trimestres à venir. Si les dégâts ont une portée limitée au regard du stock de capital régional, les dépenses de reconstruction représenteront des montants importants en proportion des

dépenses annuelles d'investissement des entreprises.

De la même manière, la dynamique de l'investissement résidentiel devrait rester soutenue par la reconstruction ou la rénovation d'une partie des logements détruits ou abîmés lors des inondations de cet été.

Dans ce scénario, les capacités de l'offre risquent bien d'être déterminantes dans la progression de la formation brute de capital fixe. Avec un étalement probable des projets, la croissance de l'investissement privé pourrait néanmoins être du même ordre de grandeur en 2022 qu'en 2021 (+13,7 % pour les logements et +11,3 % pour les entreprises). En ce qui concerne l'investissement public, une progression est également attendue, moins rapide qu'en 2021, dans le respect des enveloppes budgétaires de relance établies au printemps dernier.

La consommation privée, qui est le principal moteur de la reprise, devrait augmenter nettement au cours des prochains mois, en lien avec la poursuite du processus de désépargne et de rattrapage de la consommation. Elle serait en outre soutenue par des dépenses exceptionnelles - notamment en biens durables, en matériel ou en services de réparation - faisant suite aux inondations de juillet. Au deuxième semestre de l'année prochaine, les dépenses de consommation privée devraient retrouver progressivement des rythmes de croissance trimestrielle plus conformes aux valeurs passées, alors que la hausse de l'inflation et la réduction attendue du soutien des systèmes de taxes/transferts continueraient de peser sur le pouvoir d'achat agrégé des ménages wallons. Compte tenu d'effets de seuils importants, la croissance annuelle moyenne des dépenses privées dépasserait néanmoins en 2022 (+6,3 %) celle de 2021 (+5,3 %).

En 2022, la fin programmée des mesures de soutien aux entreprises et l'essoufflement de l'effet de rattrapage au niveau économique, nous poussent à anticiper un léger recul de l'emploi dans la première moitié de l'année, tant pour les salariés que les indépendants, et une reprise en seconde partie

d'année. Ce profil temporel (légère contraction avant croissance) se justifie par le temps nécessaire au processus d'appariement sur le marché du travail et la possible reconversion de certains travailleurs. Sur l'ensemble de l'année, l'emploi croîtrait de 0,7 % en moyenne annuelle (soit une augmentation de 9 200 personnes par rapport à la moyenne de 2021) et augmenterait de 2 500 personnes entre le 1^{er} janvier et 31 décembre 2022.

Sur la base d'un scénario trimestriel d'atterrissage graduel de la demande, de consommation et d'exportation, mais pas de celle d'investissement qui resterait plus dynamique, la croissance économique en Wallonie s'établirait à + 4,0 % en moyenne annuelle en 2022. Le rebond épidémique que l'on observe depuis quelques semaines, certes encore modéré, mais qui suscite des craintes à l'approche de l'hiver, ne devrait pas affecter notre scénario. L'efficacité des vaccins à prévenir les formes graves de la Covid-19 devrait convaincre les autorités belges de ne pas réintroduire de restrictions sanitaires susceptibles d'entraver de nouveau fortement l'activité économique.

Le risque inflationniste est bien présent

Notons qu'un risque particulièrement aigu pèse actuellement sur notre scénario conjoncturel. En effet, si la flambée des prix internationaux de l'énergie observée ces derniers mois devait se poursuivre plus longtemps que nous l'anticipons, les perspectives de croissance pour l'activité et l'emploi en Wallonie seraient nettement moins favorables. D'une part, une telle hausse des prix pèserait davantage sur le pouvoir d'achat des ménages en 2022, a fortiori en Wallonie où le poids des dépenses énergétiques dans le budget des ménages est particulièrement élevé. La consommation privée progresserait dès lors plus lentement que prévu. D'autre part, une spirale de hausse des prix et des salaires pourrait s'amorcer en Belgique,

notamment eu égard au mécanisme d'indexation automatique des salaires. Dans pareil cas de figure, la compétitivité-coûts des entreprises wallonnes serait pénalisée, ce qui affecterait leur capacité à écouler leurs produits sur les marchés internationaux et ralentirait la progression attendue des exportations. Enfin, si la poli-

tique monétaire devait se normaliser de manière trop abrupte en réaction à la poussée inflationniste, la hausse des taux d'intérêt qui en résulterait pourrait occasionner une onde de choc sur les marchés financiers et constituer un nouveau défi pour les autorités budgétaires nationales et régionales.

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

	2021			2022		
	Zone euro	Belgique	Wallonie	Zone euro	Belgique	Wallonie
Dépenses de consommation finale privée	3,2	5,2	5,3	5,9	5,8	6,3
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	3,3	2,2	2,0	0,3	-0,9	-1,9
Formation brute de capital fixe	5,2	11,8	10,8	4,9	5,1	10,6
des entreprises, indépendants et ISBL	-	11,6	11,3	-	5,6	11,3
des ménages	-	10,7	10,0	-	6,0	13,7
des administrations publiques	-	15,5	9,9	-	0,6	1,5
Variation des stocks ¹	0,2	-0,5	0,0	0,0	0,1	0,0
Exportations nettes de biens et services ¹	1,3	0,6	0,4	0,1	-0,6	-0,6
Exportations	9,3	9,3	6,3	6,6	6,5	4,9
Importations	7,2	8,7	6,4	6,9	7,3	7,5
Produit intérieur brut aux prix du marché²	5,0	6,1	5,5	4,3	3,5	4,0
Emploi	0,3	1,7	1,5	0,9	0,8	0,7

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.

Sources : Zone euro : Fonds Monétaire International (FMI), octobre 2021. Données ICN et estimations IWEPS pour la Belgique et la Wallonie.

Prévisions arrêtées le 25 octobre 2021

CHAPITRE 2

CONTEXTE
INTERNATIONAL

2.1

LA CROISSANCE

MONDIALE

Depuis notre publication de mars dernier, la reprise de l'économie mondiale s'est confirmée. Les dernières prévisions du Fonds monétaire international (FMI) d'octobre tablent sur une croissance de +5,9 % cette année et de +4,9 % en 2022, après un recul de -3,1 % en 2020.

L'économie mondiale avait déjà renoué avec son niveau de production d'avant la crise dès la fin de l'année 2020. Cependant, par rapport aux prévisions établies avant la pandémie, le PIB mondial, selon l'OCDE, accusait encore un retard en début d'année 2021, de près de -3,5 %, soit l'équivalent d'une année de croissance moyenne.

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

	%2020 ¹	2018	2019	2020	2021 ²	2022 ²
Monde	100,0	3,6	2,8	-3,1	5,9	4,9
Économies avancées	42,4	2,3	1,7	-4,5	5,2	4,5
Japon	4,0	0,6	0,0	-4,6	2,4	3,2
Zone euro	12,1	1,9	1,5	-6,3	5,0	4,3
Allemagne	3,4	1,1	1,1	-4,6	3,1	4,6
France	2,3	1,8	1,8	-8,0	6,3	3,9
Italie	1,9	0,9	0,3	-8,9	5,8	4,2
Espagne	1,4	2,3	2,1	-10,8	5,7	6,4
USA	15,8	2,9	2,3	-3,4	6,0	5,2
Royaume-Uni	2,2	1,3	1,4	-9,8	6,8	5,0
Canada	1,4	2,4	1,9	-5,3	5,7	4,9
Pays émergents et en développement	57,6	4,6	3,7	-2,1	6,4	5,1
Afrique subsaharienne	3,2	3,3	3,1	-1,7	3,7	3,8
Amérique latine et Caraïbe	7,3	1,2	0,1	-7,0	6,3	3,0
Asie	32,2	6,4	5,4	-0,8	7,2	6,3
Chine	18,3	6,8	6,0	2,3	8,0	5,6
Inde	6,8	6,5	4,0	-7,3	9,5	8,5
ASEAN-5 ³	5,7	5,4	4,9	-3,4	2,9	5,8
Moyen-Orient et Asie centrale ⁴	7,2	2,2	1,5	-2,8	4,1	4,1
Europe émergente ⁵	7,7	3,4	2,5	-2,0	6,0	3,6
Russie	3,1	2,8	2,0	-3,0	4,7	2,9

Notes :

¹ Parts en % du PIB mondial à parité de pouvoir d'achat des pays en 2020.

² Prévisions 2021-2022 en italique

³ Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande et Vietnam.

⁴ Y compris Afrique du Nord, Pakistan et Afghanistan.

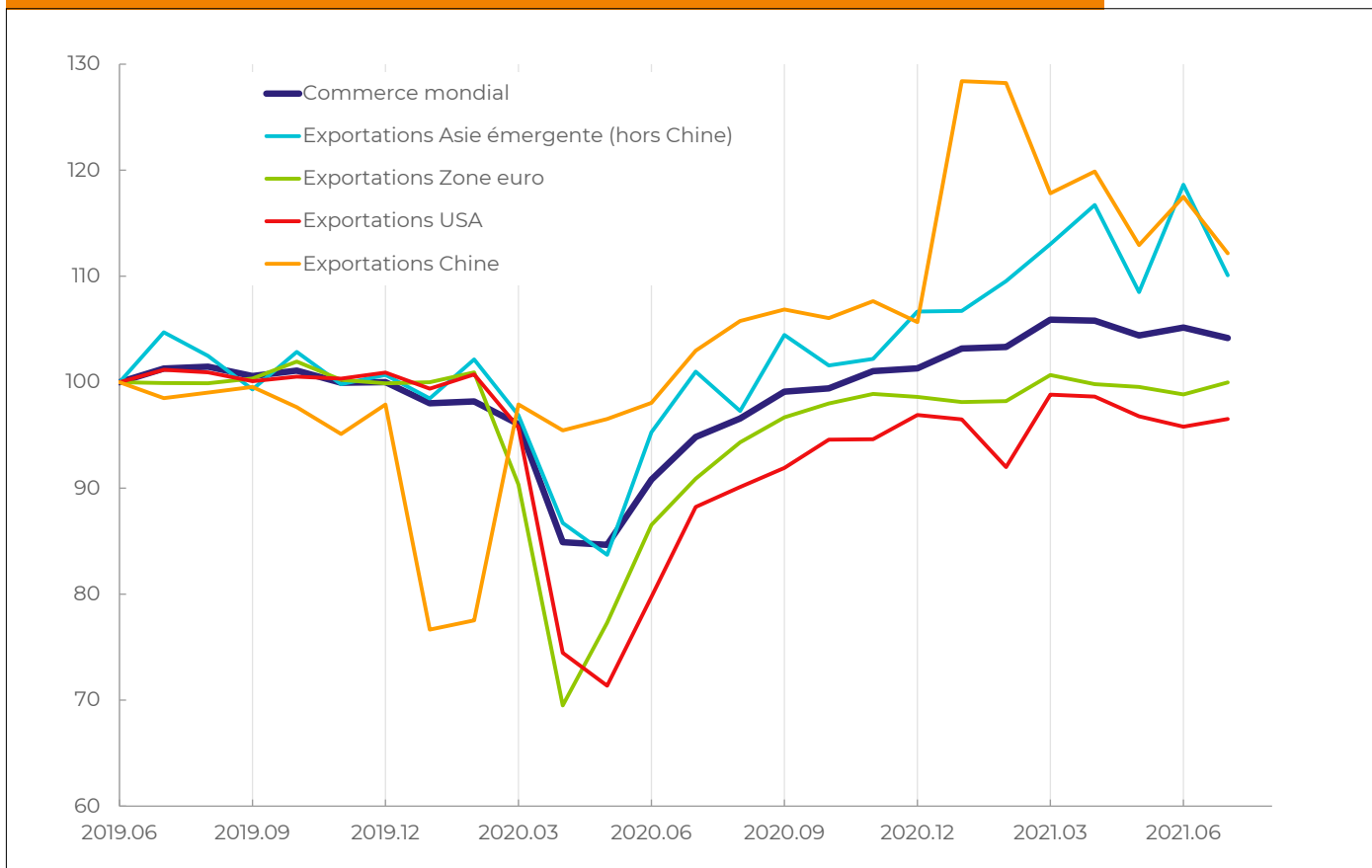
⁵ Y compris Russie

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2021

Lors de notre exercice de conjoncture de mars, le redémarrage de certaines économies émergentes était déjà manifeste. La Chine notamment avait récupéré rapidement son niveau de production. Le déploiement des campagnes de vaccination, ainsi que la préparation de plans de relance américains et européens, laissait entrevoir

une sortie de crise très rapide dans les économies avancées. Ce scénario s'est confirmé depuis lors, avec toutefois une modération de l'activité en Chine et dans les économies émergentes asiatiques, modération survenue au cours des tout derniers mois, qui a pesé sur le rythme des échanges au niveau mondial (cf. graphique 2.1).

Graphique 2.1 – Évolution du commerce mondial (indice 100 = juin 2019)



Source : Centraal Planbureau (NL) – Calculs : IWEPS

Ces pays sont en effet confrontés ces derniers mois à des éléments freinant le rythme de la production.

Le variant Delta de la Covid-19 a relancé l'épidémie dans certains pays asiatiques peu vaccinés, entraînant de nouvelles mesures sanitaires. Une deuxième vague a touché l'Inde au printemps dernier et de nouvelles contaminations ont été enregistrées dans les pays de l'ASEAN. Quant à la Chine, elle a décrété une tolérance zéro

face à l'épidémie nuisant à la reprise de l'économie, des confinements importants étant décidés dès l'apparition de quelques cas de contamination. L'économie chinoise maintient un rythme élevé de croissance, mais l'envolée est également restreinte par les investissements publics et le soutien budgétaire moindres.

Au-delà des problèmes sanitaires, le commerce international a globalement souffert récemment de perturbations diverses des

chaînes d'approvisionnement. La vivacité de la demande au niveau mondial a renchéri la plupart des matières premières, tandis que des problèmes logistiques (pénurie de conteneurs) ont freiné l'acheminement des marchandises et que sont vite apparus des goulots d'étranglement dans la production de certains biens spécifiques très demandés (semi-conducteurs notamment). Des événements plus sporadiques, tels que la fermeture temporaire du Canal de Suez en mars, celle du port de Guang Dong en Chine et l'embouteillage des navires au port de Los Angeles en août, ont encore accru les tensions sur certaines chaînes d'approvisionnement, si bien que l'on a constaté globalement une hausse sensible des délais de livraison et une envolée du prix de tous les intrants.

A contrario, dans les économies avancées, la situation conjoncturelle s'est améliorée plus vite qu'anticipée encore au printemps dernier. Les campagnes de vaccination réussies, surtout en Europe, ont permis une libération brusque des activités de production et de consommation. De plus, les entreprises ont montré beaucoup de résilience en s'adaptant aux contraintes des mesures anti-Covid-19. Même le tourisme, sans toutefois revenir à une situation normale, a vu son activité repartir cet été. Par conséquent, si la croissance mondiale a été tirée au premier trimestre de cette année par la hausse de production issue surtout des pays asiatiques, le PIB mondial au deuxième trimestre a été soutenu par la reprise des services dans les économies avancées, qui avaient subi une nouvelle vague d'épidémie durant l'hiver dernier.

Les plans de relance gigantesques décidés surtout aux États-Unis, mais également dans une moindre mesure en Europe, devraient concourir au redressement rapide des économies et ainsi réduire les risques de dommages structurels que la crise aurait pu créer au sein de nos économies.

L'administration Biden a annoncé deux plans pluriannuels pour un équivalent de 18 % du PIB axés sur l'emploi et l'aide aux familles. La Commission européenne a mis en place le plan Next generation European Union qui se concentre sur des investissements publics. Bien que son application doive débiter dès le second semestre 2021, ses effets se feront sentir surtout en 2022. Ce plan européen s'ajoute à une série de mesures supplémentaires qui ont été prises ces derniers mois par certains pays membres pour prolonger les aides aux entreprises et aux travailleurs. La Banque centrale européenne (BCE) estime que ces soutiens représentent 4,6 % du PIB en 2021 et encore 1,5 % en 2022. En 2020, toujours selon la BCE, le budget de relance discrétionnaire atteignait 4,2 % du PIB.

La préservation du pouvoir d'achat, grâce au soutien budgétaire massif, lors des périodes de confinement durant lesquelles les possibilités de consommation étaient très restreintes (les loisirs et les voyages étant notamment très limités), a provoqué une accumulation de l'épargne des ménages, qui devrait créer un levier puissant pour une reprise de la consommation. Ainsi la croissance, tant en Zone euro qu'aux États-Unis, a déjà été soutenue au deuxième trimestre, principalement par la consommation privée et dans une moindre mesure par les investissements des entreprises⁴.

Le scénario de reprise au sein des économies avancées dépendra à l'avenir pour une grande part du comportement des ménages. Or, leur confiance reste très élevée en Europe, tandis qu'aux États-Unis, le fléchissement du baromètre de l'Université du Michigan est essentiellement le reflet de la hausse des prix récente qui inquiète les consommateurs américains. Par ailleurs, le marché du travail outre-Atlantique continue d'enregistrer des améliorations significatives⁵.

⁴ Aux États-Unis, ils sont toujours freinés par un taux d'utilisation des capacités de production qui n'a pas encore rejoint ses niveaux élevés, contrairement à la Zone euro. Par ailleurs, concernant l'ensemble des investissements privés, les investissements des ménages ont largement pesé sur la croissance du deuxième trimestre 2021.

⁵ 17,4 millions d'emplois dans le secteur non agricole (selon l'enquête sur les fiches de paie) ont été créés entre le mois de mai 2020 et le mois de septembre 2021, mais cela reste encore en deçà des destructions d'emploi de mars et avril 2020 avec le confinement : -22,4 millions d'emplois. Le chômage atteint en septembre 4,8 %, supérieur aux 3,5 % d'avant la crise.

Fait notable, l'inflation américaine a atteint +5,4 % en septembre (+4,0 % hors énergie et alimentation) et +3,4 % en Zone euro à la même période (+1,9 % hors énergie et alimentation).

Ces hausses des prix résultent de plusieurs facteurs, certaines sont de nature temporaire :

- Les goulots d'étranglement dans la production et la distribution devraient progressivement disparaître. Un retour à la normale est attendu en 2022.
- Il existe un effet de base important créé par la chute des prix lors des confinements de 2020, notamment sur les prix du pétrole. À un an d'écart, l'envolée des prix du brut devrait s'amenuiser en fin d'année, tout en gardant un niveau élevé.
- La demande mondiale pousse également les prix des matières premières, tant les prix alimentaires que des matières industrielles ou énergétiques, qui devraient se stabiliser avec un retour progressif des rythmes de croissance à des niveaux plus conformes au potentiel des économies.
- Les prix du pétrole évoluent de manière erratique depuis plusieurs semaines, avec entre autres des perturbations dans l'offre dues à l'ouragan Ida. La hausse de ceux-ci devrait cependant ralentir, avec la décision des membres de l'OPEP+ d'augmenter leur production à un rythme de 400 000 barils supplémentaires par mois, en supprimant progressivement les quotas imposés aux pays membres du cartel. La relative stabilisation attendue des prix des matières premières n'empêchera toutefois pas un ajustement des prix des biens de consommation qui lui fera suite.
- Aux États-Unis, le moratoire sur les loyers et les prêts hypothécaires décidé

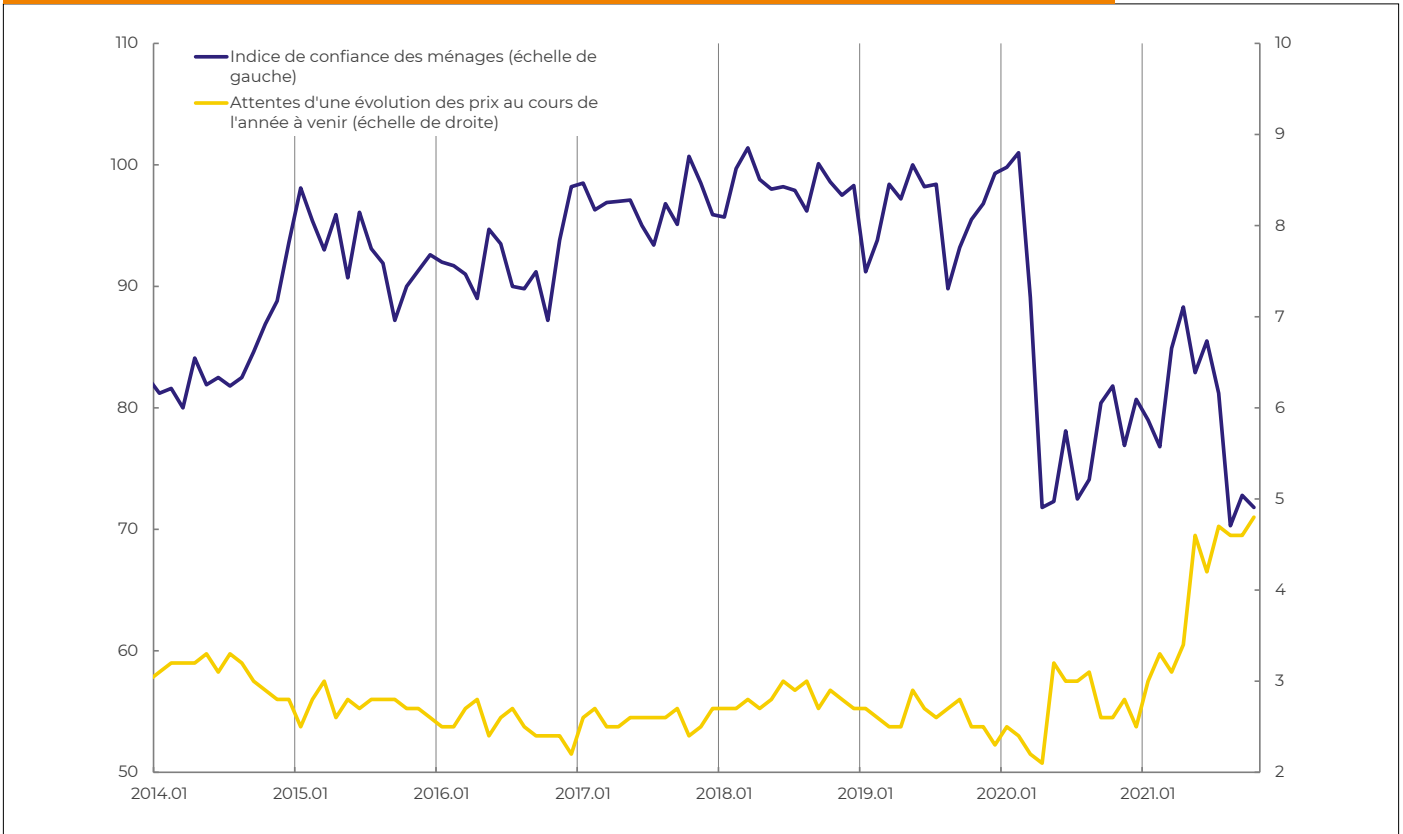
lors de la crise sanitaire a pris fin. En Zone euro, c'est l'abaissement de la TVA en Allemagne qui se termine, poussant l'inflation à la hausse.

Cependant, la hausse des prix de ces dernières semaines présente un caractère inquiétant. Cette tendance ne peut perdurer sans remettre en cause un scénario de reprise. Notre scénario se calque sur les prévisions récentes du FMI, qui table sur un retour de l'inflation à des niveaux plus modérés en 2022. Les pressions sur les hausses des salaires, qui constituent le principal signal de l'instauration d'une dynamique inflationniste plus persistante, semblent contenues jusqu'à présent tant aux États-Unis qu'en Europe. Selon les plus récentes prévisions du FMI, sur l'ensemble de l'année 2021, les prix à la consommation devraient dès lors s'élever de +4,3 % outre Atlantique et +2,2 % dans la Zone euro, pour ralentir ensuite en 2022 avec une hausse de respectivement +3,5 % et +1,7 %.

Sur l'ensemble de l'année 2021, la croissance économique des États-Unis devait atteindre +6,0 % et +5,2 % l'année prochaine. Dans la Zone euro, la croissance devrait être plus faible qu'outre-Atlantique avec une hausse de +5,0 % cette année et +4,3 % en 2022. Au deuxième trimestre de cette année, les États-Unis ont déjà dépassé leur niveau de PIB d'avant la crise, alors que pour la Zone euro, il faudra attendre le quatrième trimestre de 2021 (cf. graphique 2.5).

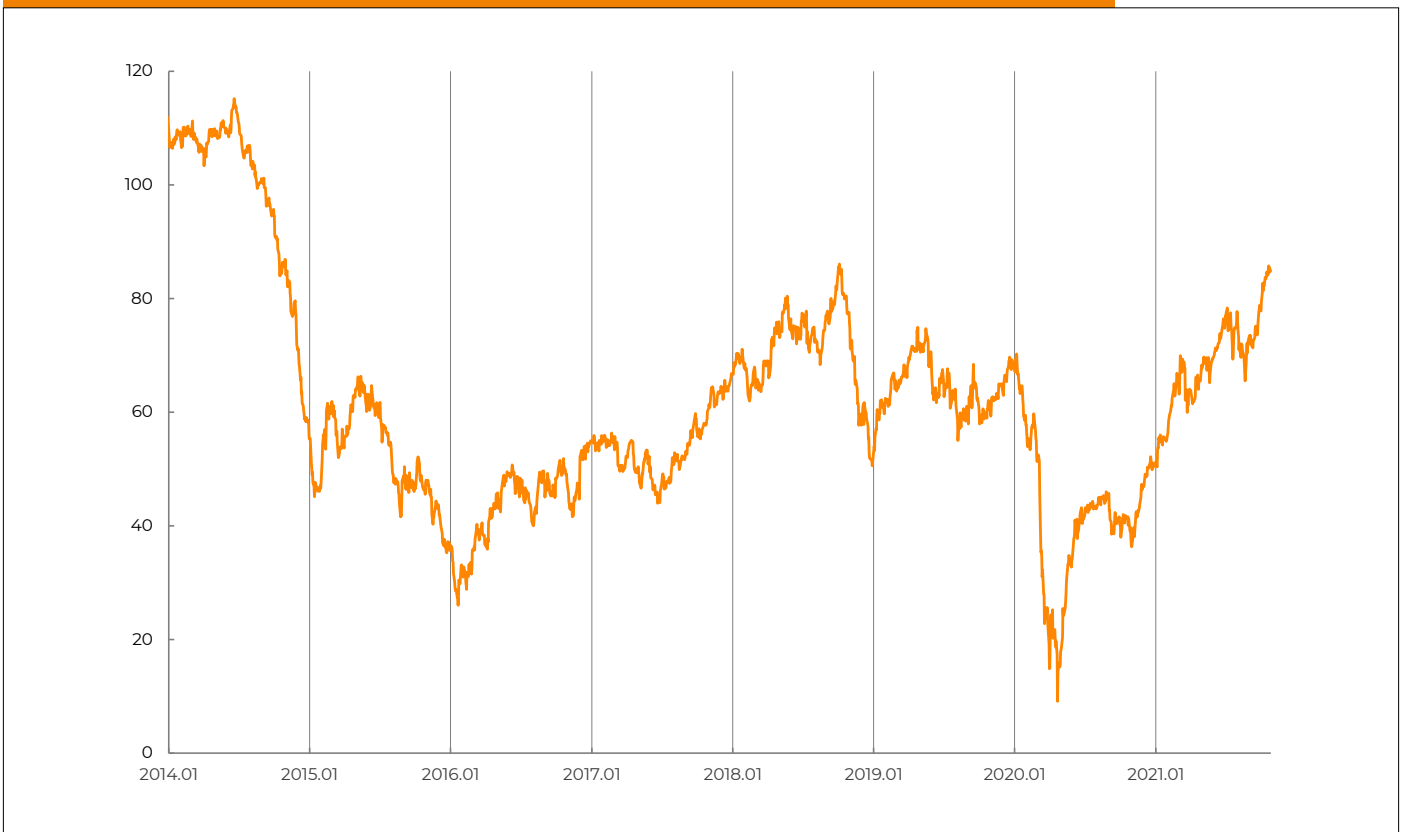
Étant donné ce net rebond qui est attendu des deux côtés de l'Atlantique, le différentiel entre la croissance des économies avancées et des économies émergentes ou en développement n'a jamais été aussi faible : respectivement +5,2 % contre +6,4 % en 2021 et +4,5 % contre +5,1 % en 2022, soit un différentiel de +1,2 point cette année et de seulement +0,6 point l'année prochaine.

Graphique 2.2 – Évolution de la confiance des consommateurs USA (Enquête de l'Université du Michigan)



Source : University of Michigan – Survey of consumers, sept. 2021 – Calculs : IWEPS

Graphique 2.3 – Évolution mensuelle du cours du Brent en dollar par baril



Source : U.S. Energy Information Administration (EIA) – Calculs : IWEPS

2.2

LA SITUATION CONJONCTURELLE DE LA ZONE EURO

Dans la Zone euro, le deuxième trimestre a enregistré une croissance du PIB particulièrement élevée, de l'ordre de +2,2 % par rapport au premier trimestre, corrigeant la faiblesse des deux trimestres précédents (accusant des retraits de -0,4 % et -0,3 %), marqués par la résurgence de la pandémie. Tous les indicateurs conjoncturels annoncent une poursuite de ce redressement à l'avenir. Les enquêtes de la Commission européenne maintiennent des indicateurs élevés tant pour les ménages que pour l'industrie. Les indicateurs PMI Markit des directeurs d'achats adoptent les mêmes tendances, quoiqu'en léger retrait sur les dernières données, dans les services comme dans l'industrie manufacturière.

Contrairement aux États-Unis, les hausses des prix sont plus modérées en Zone euro et n'entament pas jusqu'à présent la confiance des ménages. Le marché du travail reste bien orienté, près de 1,1 million d'emplois ont été créés au deuxième trimestre. Le chômage, qui est revenu à 7,5 % en août, devrait progressivement rejoindre son niveau d'avant la crise en fin 2022. Cette confiance, accompagnée d'une épargne accumulée et d'une hausse relativement faible des prix à la consommation, devrait soutenir la consommation des ménages dans les prochains mois. Les taux de vaccination plus élevés en Europe permettent également un plus grand assouplissement des mesures sanitaires favorisant la reprise, même si la récente recrudescence du nombre de contaminations dans plusieurs pays membres empêchera une levée complète des mesures sanitaires.

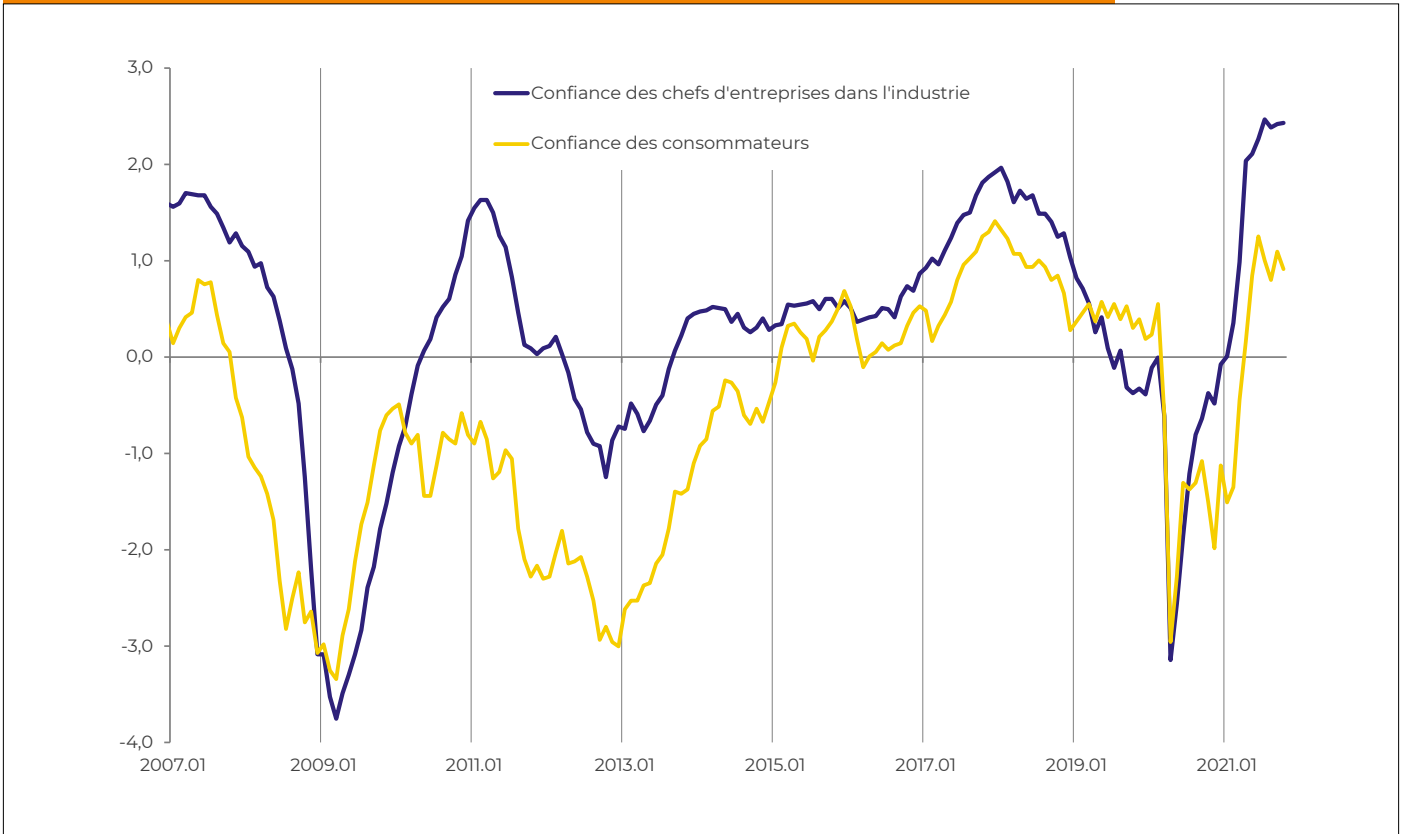
La hausse de l'investissement des ménages, également soutenue par leur confiance, est

élevée actuellement ; elle devrait toutefois ralentir au cours des prochains trimestres, freinée par des contraintes de l'offre auxquelles font face les entreprises du secteur de la construction. La Banque centrale européenne (BCE), en maintenant une politique accommodante, continuera cependant à les stimuler.

Quant aux investissements des entreprises, ils ont manifesté une résilience particulièrement forte, depuis le troisième trimestre de 2020, et devraient rejoindre leur niveau d'avant la crise sanitaire dès la fin de cette année et poursuivre leur expansion en 2022. Une série d'éléments favorisent leur dynamisme : la hausse des bénéfices des entreprises, les conditions de crédit favorables, l'augmentation de la demande mondiale qui pousse le taux d'utilisation des capacités de production à des niveaux élevés, mais aussi le programme européen Next Generation EU.

Les exportations devraient également poursuivre leur essor. La résolution progressive des problèmes liés au transport et aux goulots d'étranglement dans la production est attendue en 2022. Les exportations européennes bénéficieront aussi pleinement de la poursuite de la reprise au niveau mondial, même si pour les exportations des services, le secteur touristique, qui s'est quelque peu redressé cet été, restera pénalisé par des conditions sanitaires toujours plus strictes qu'avant la crise. La contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB sur un an de la Zone euro devrait être légèrement positive en 2022 (+0,1 point selon le FMI) après une contribution de +1,3 point (FMI) cette année.

Graphique 2.4 – Évolution des indicateurs de confiance issus des enquêtes auprès des ménages et des entreprises dans la Zone euro



Source : Directorate General for Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) – Calculs : IWEPS

Graphique 2.5 – Évolution attendue du PIB de la Zone euro et des États-Unis entre 2019 et 2022 (indice 100 = 4^e trimestre 2019)



Source : Profil trimestriel du Consensus forecasts, sept. 21 adapté aux prévisions annuelles du FMI oct. 21 – Calculs : IWEPS

L'ensemble des pays membres de la Zone euro devrait adopter le même scénario de reprise. Toutefois, l'ampleur de la récession a été différente d'un pays à l'autre. En 2020, la perte du PIB a atteint -10,8 % en Espagne, -8,9 % en Italie et -8,0 % en France, contre seulement -4,6 % en Allemagne. Une convergence des quatre grandes économies de la Zone euro dans la reprise est attendue. L'Italie et l'Espagne, partant d'un point bas en 2020, resteraient toutefois à la

traîne des quatre puissances économiques fin 2022. L'Allemagne et la France devraient retrouver leur niveau de PIB du quatrième trimestre 2019 au quatrième trimestre 2021, alors que l'Italie et l'Espagne l'atteindraient respectivement aux premier et deuxième trimestres de l'année prochaine.

Pour l'ensemble de la Zone euro, les prévisions du FMI tablent sur une croissance de +5,0 % cette année et de +4,3 % l'année prochaine.

Tableau 2.2 – Affectation du PIB de la Zone euro : prévisions du taux de croissance annuel en volume

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Consommation finale privée	1,8	1,5	1,3	-7,9	3,2	5,9
Consommation finale des administrations publiques	1,1	1,1	1,8	1,4	3,3	0,3
Formation brute de capital fixe	3,9	3,0	6,5	-7,2	5,2	4,9
Variation des stocks ¹	0,2	0,1	-0,1	-0,5	0,2	0,0
Exportations nettes de biens et services ¹	0,4	0,1	-0,8	-0,3	1,3	0,1
Exportations	5,5	3,6	2,4	-9,5	9,3	6,6
Importations	5,0	3,7	4,5	-9,3	7,2	6,9
Produit intérieur brut aux prix du marché	2,6	1,9	1,5	-6,3	5,0	4,3
Emploi	1,5	1,3	1,2	-1,4	0,3	0,9

Note :

¹ Contribution à la croissance annuelle du PIB.

Source : FMI oct, 2021

Tableau 2.3 – Affectation du PIB de l'Allemagne : prévisions du taux de croissance annuel en volume

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Consommation finale privée	1,4	1,4	1,6	-5,9	0,5	7,4
Consommation finale des administrations publiques	1,7	1,0	3,0	3,5	2,9	-0,1
Formation brute de capital fixe	2,6	3,4	1,8	-2,2	3,5	4,2
Variation des stocks ¹	0,9	-0,1	-0,1	-0,9	0,7	0,0
Exportations nettes de biens et services ¹	0,2	-0,5	-0,7	-0,8	0,8	-0,1
Exportations	5,6	2,5	1,1	-10,1	9,4	5,9
Importations	5,7	4,0	2,9	-9,2	8,6	6,9
Produit intérieur brut aux prix du marché	2,7	1,1	1,1	-4,6	3,1	4,6
Emploi	1,0	0,7	1,0	-1,1	-0,8	1,2

Note :

¹ Contribution à la croissance annuelle du PIB.

Source : FMI oct, 2021

Tableau 2.4 – Affectation du PIB de la France : prévisions du taux de croissance annuel en volume

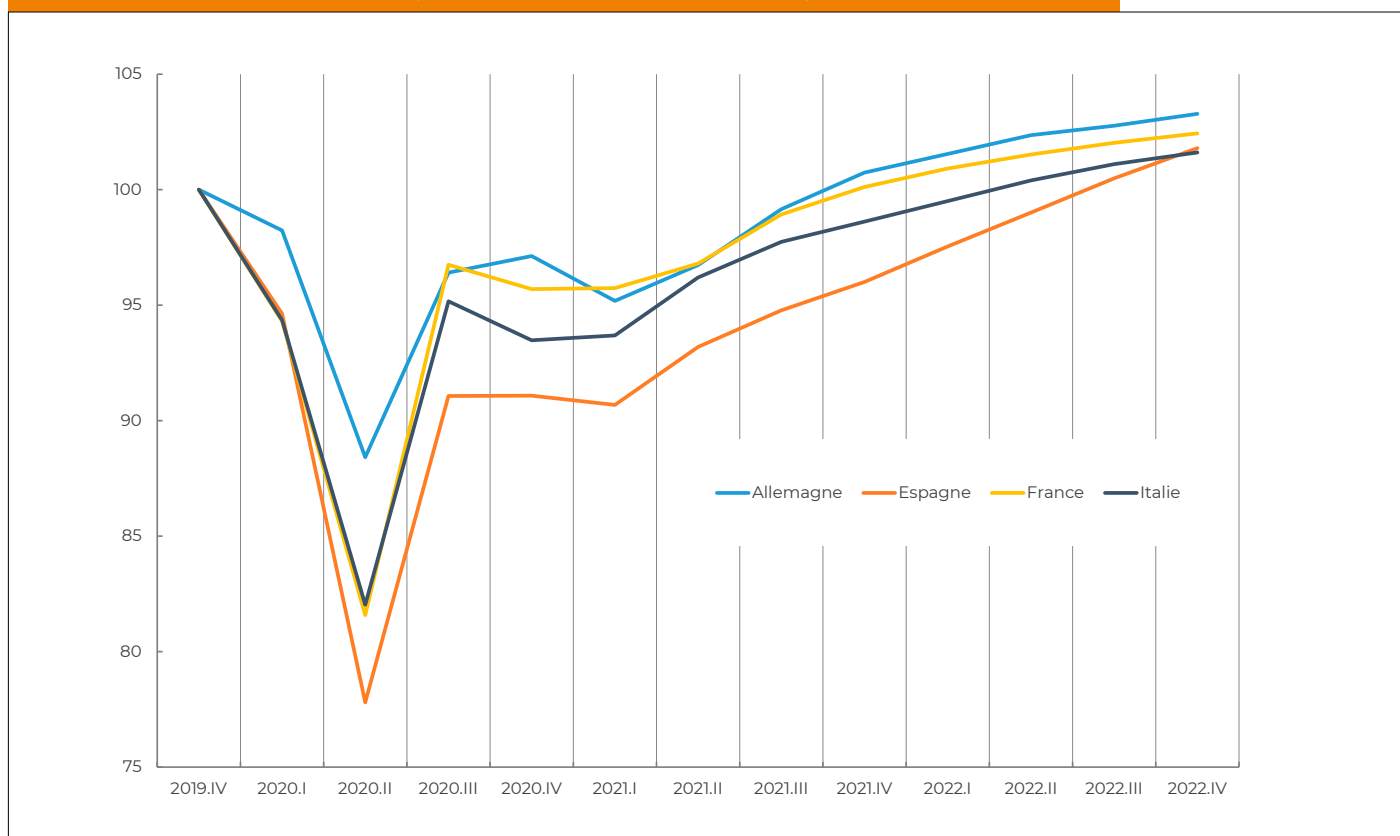
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Consommation finale privée	1,7	0,8	1,9	-7,2	4,1	6,0
Consommation finale des administrations publiques	1,4	0,8	1,0	-3,2	5,3	-0,5
Formation brute de capital fixe	5,0	3,3	4,1	-8,9	12,5	3,0
Variation des stocks ¹	0,2	0,0	0,0	-0,2	0,3	0,0
Exportations nettes de biens et services ¹	-0,1	0,4	-0,3	-1,1	-0,4	0,1
Exportations	4,6	4,6	1,5	-16,1	7,5	7,0
Importations	4,7	3,1	2,4	-12,2	8,0	6,0
Produit intérieur brut aux prix du marché	2,4	1,8	1,8	-8,0	6,3	3,9
Emploi	0,9	0,6	0,5	-0,3	0,4	0,2

Note :

¹ Contribution à la croissance annuelle du PIB.

Source : FMI oct, 2021

Graphique 2.6 – Évolution attendue du PIB des quatre économies principales de la Zone euro entre 2019 et 2022 (indice 100 = 4^e trimestre 2019)



Source : Profil trimestriel du Consensus forecasts, sept. 21 adapté aux prévisions annuelles du FMI oct. 21 – Calculs : IWEPS

2.3

LES RISQUES DU SCÉNARIO

Quels sont-ils ?

- Un déploiement plus lent que prévu de la vaccination dans les pays émergents, ou en développement (l'hypothèse centrale étant un haut taux de vaccination atteint avant la fin 2022), peut empêcher un retour à des conditions normales d'activité économique dans ces pays. Cela pénaliserait l'ensemble des échanges mondiaux. Les faibles taux de vaccination pourraient aussi être à l'origine de l'apparition de nouveaux variants de la Covid-19, dont certains résisteraient aux vaccins actuels. Dans ce cas, cela replongerait l'ensemble des zones économiques dans le confinement et provoquerait à nouveau l'arrêt de pans entiers d'activité. Dans les économies avancées, les recrudescences des cas de Covid-19 dans plusieurs pays européens, dont la Belgique, pourraient conduire à de nouvelles mesures pour enrayer la propagation de l'épidémie. Notre scénario n'envisage cependant pas que ces dernières aient un impact significatif sur l'activité économique et mettent en péril la reprise.
- Face aux pressions inflationnistes, les Banques centrales pourraient adopter trop rapidement des politiques restrictives. Des durcissements trop rapides des conditions d'accès aux crédits entraîneraient, dans les économies avancées, de nombreuses faillites d'en-

treprises en phase de retrouver leur activité après la crise sanitaire. Dans les économies émergentes, déjà fragilisées par l'épidémie, le renchérissement de l'argent dans les économies avancées pourrait de nouveau conduire à un retrait des investisseurs étrangers des pays émergents. Une dépréciation des monnaies locales par rapport au dollar peut ramener le spectre de l'insolvabilité des dettes souveraines dans certains pays.

- Dans les économies avancées, les politiques de soutien lors de la crise sanitaire ont conduit à une détérioration des déficits budgétaires sans précédent, gonflant la dette publique. Si certaines économies, parmi les plus fragiles sur le plan budgétaire, ne retrouvaient pas assez vite une trajectoire d'assainissement de leur endettement à l'avenir, celles-ci pourraient être rapidement confrontées à une hausse de leur prime de risque, menaçant leur solvabilité, comme cela avait été le cas dans la Zone euro au lendemain de la crise de 2009.
- La persistance plus longue que prévu des problèmes d'approvisionnement et de pénurie constitue un risque élevé pour la réalisation du scénario. Ils poussent à la hausse les prix et pèsent sur la production. Ils peuvent empêcher les économies d'entrer dans un cercle vertueux.

2.4

LA POLITIQUE MONÉTAIRE, L'ÉVOLUTION DES TAUX LONGS ET LE MARCHÉ DES CHANGES

2.4.1. La politique monétaire

La politique monétaire a à nouveau joué un rôle décisif lors de la crise sanitaire. Confrontées à l'arrêt brutal et planétaire de l'activité économique, les banques centrales ont rapidement mis en œuvre une large panoplie d'instruments visant à constituer un véritable « pont de financement » pour aider les acteurs économiques à traverser la crise.

Les banques centrales disposant de marges de manœuvre ont abaissé leur taux d'intérêt à court terme. La Federal Reserve (FED) et la Banque d'Angleterre (BoA) ont ainsi réduit en urgence leur taux directeur à 0-0,25 % et 0,1 %, respectivement. En Europe comme au Japon, les taux d'intérêt de la politique monétaire étaient déjà nuls (pour le principal taux de refinancement de la Banque centrale européenne) ou négatifs (pour le taux de référence de la Banque du Japon).

Les principaux taux de politique monétaire à leur niveau plancher (ou borne inférieure effective), les banques centrales ont démontré qu'elles n'étaient pas à court de munitions, en déployant l'ensemble des instruments non conventionnels à leur disposition.

Les programmes non conventionnels mis en place par les banques centrales depuis le début de la pandémie se divisent globalement en trois catégories. L'apport de liquidités aux organismes bancaires constitue une première réponse aux risques que faisait peser la pandémie et les mesures de confinement sur la stabilité du système financier. Cet octroi exceptionnel de liquidités, souvent à long terme, vise à soutenir les flux de crédit bancaire à l'économie réelle, afin de préserver autant que possible l'em-

ploi et les entreprises menacés par les mesures de confinement. Les banques centrales ont ainsi augmenté les montants des opérations de refinancement régulières des banques et renforcé l'incitation pour les banques d'accorder de nouveaux crédits au secteur privé non financier.

La deuxième série d'actions concerne les programmes d'assouplissement quantitatif. Lorsque la paralysie des marchés a menacé en mars 2020, les banques centrales sont rapidement intervenues pour aider directement et largement les marchés, en achetant de la dette publique et d'autres actifs financiers dans des quantités inédites. En annonçant leur intention d'accroître leurs achats d'actifs publics, les banques centrales visaient à stabiliser et/ou à faire baisser les taux d'intérêt sans risque de long terme, alors que l'endettement des gouvernements combattant la pandémie promettait de s'accélérer. En Europe, la BCE a ainsi lancé un programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), dont l'enveloppe totale a été portée à 1 850 milliards d'euros (EUR), montant qui s'ajoute au programme existant d'achat d'actifs (*Asset Purchase Programme* - APP). Aux États-Unis, la Réserve fédérale s'est, elle, engagée à acheter des titres du Trésor américain à hauteur de 120 milliards de dollars (USD) par mois. En se portant acquéreur des titres de dette d'entreprises non financières, les autorités monétaires cherchaient à renforcer la stabilité des marchés financiers et à favoriser le financement des entreprises au moins le temps des confinements.

Enfin, les banques centrales ont pris un large éventail de mesures réglementaires et prudentielles, notamment l'assouplissement des exigences en termes de garanties, de fonds propres ou encore de liquidités. Ces mesures ont en outre été accompagnées de restrictions en matière

de politique de dividendes des banques, afin de renforcer encore leurs ressources propres.

L'intervention audacieuse et particulièrement rapide des banques centrales, qui ont pleinement joué leur rôle de prêteur en dernier ressort, a globalement permis de stabiliser les marchés financiers, et de concert avec les autorités budgétaires, d'amortir le choc économique de la pandémie. Les progrès des campagnes de vaccination, la baisse des taux d'infection et la réouverture graduelle des activités économiques ont alors ouvert la voie à une reprise soutenue des économies avancées.

L'essentiel de l'arsenal des mesures non conventionnelles déployé au printemps 2020 est demeuré en place jusqu'à cet automne, un certain nombre de restrictions sanitaires ayant continué à affecter les économies avancées encore au cours du premier semestre de 2021. À présent que la reprise est sur les rails, se pose pour les autorités monétaires la question du démantèlement graduel de ces programmes d'urgence.

Négocier une stratégie de sortie de politiques monétaires ultra-accommodantes est une manœuvre délicate et les banquiers centraux, hantés par le spectre du taper *tantrum*⁶ de 2013, avancent à pas comptés. Les membres de la Réserve fédérale et de la Banque centrale européenne commencent donc à communiquer sur l'arrêt progressif des achats d'actifs financiers et la perspective d'un relèvement des taux d'intérêt directeurs.

Aux États-Unis, où la production a déjà retrouvé son niveau d'avant la crise, la FED pourrait réduire le rythme de ses acquisitions d'actifs avant la fin de l'année. Le comité de politique monétaire (FOCOM) de septembre dernier constatait en effet les « progrès substantiels » en matière de retour au plein emploi et de stabilité des prix qui, s'ils se poursuivaient comme attendu, pourraient bientôt justifier un ralentissement des rythmes de ces achats. Le président de la FED, J. Powell, indiquait

que, tant que la reprise demeurait sur la bonne voie, « un processus de réduction graduelle des achats d'actifs se terminant au milieu de l'année prochaine serait probablement approprié ». En ce qui concerne les hausses de taux, J. Powell estimait en revanche que les conditions d'une hausse étaient encore loin d'être réunies, notamment en matière de plein emploi. Il avait par ailleurs clairement prévenu que le processus de réduction des achats d'actifs ne constituerait pas un signal direct pour le calendrier de relèvement des taux. En accord avec son nouveau mandat, la FED pourrait se montrer patiente quant à l'évolution des prix, tolérant une inflation dépassant modérément son objectif de 2,0 %, entre autres parce qu'elle estime que le regain attendu cette année résulte essentiellement de facteurs passagers. Si le redressement de l'économie américaine se poursuit, et que les chiffres d'emploi s'améliorent, une première hausse des taux pourrait dès lors intervenir dès l'an prochain et *a fortiori* en 2023. C'est ce que semble indiquer la prévision médiane des participants au FOCOM, telle que reportée par le diagramme en points (les « dots »), qui prévoit désormais des taux d'intérêt à 0,3 % fin 2022 puis à 1,0 % un an plus tard.

En Europe, l'activité devrait retrouver ses niveaux trimestriels d'avant la pandémie au cours du dernier trimestre de cette année et rester soutenue au cours de 2022. Ces perspectives de croissance ne se traduiraient pas par un regain des tensions inflationniste l'an prochain. Selon les projections macroéconomiques de septembre de la BCE, l'inflation devrait continuer de s'accroître cet automne, avant de se modérer l'an prochain, à mesure que s'estomperont les facteurs transitoires à l'origine de l'accélération actuelle de la hausse du niveau général des prix. Selon la BCE, l'inflation totale devrait ainsi revenir à +1,7 % en 2022 et +1,5 % en 2023, contre +2,2 % attendu en 2021. Même si l'inflation sous-jacente devrait se renforcer à moyen terme (de +1,3 % en 2021, à +1,4 % en 2022 et +1,5 % en 2023), les anticipations d'inflation demeurent en deçà de la

⁶ Le président de la Réserve fédérale (FED) d'alors avait provoqué un emballement des rendements obligataires et la chute des marchés d'actions en annonçant imprudemment son intention de réduire (« taper ») le rythme des achats d'actifs financiers de la FED.

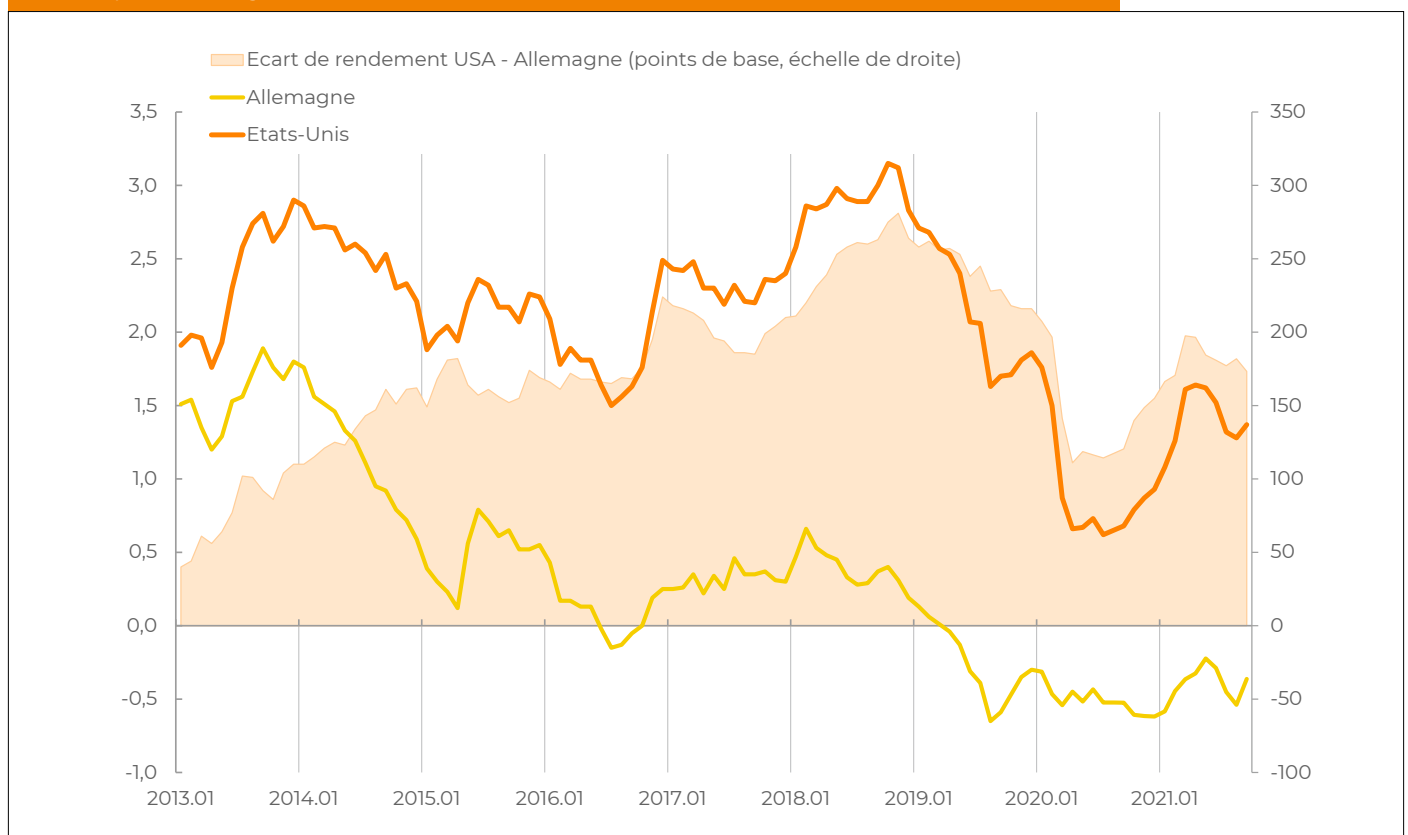
cible de la BCE de 2,0 % à moyen terme. Pour rappel, la BCE a récemment mis à jour ses indications prospectives en matière de relèvement des taux d'intérêt. La stabilité des prix dans la Zone euro est désormais définie comme un objectif d'inflation symétrique de +2,0 % à moyen terme, de sorte que la BCE pourrait tolérer une inflation modérément et temporairement supérieure à +2,0 %. Une hausse des taux directeurs européens avant 2023 paraît peu probable et la BCE veillera à maintenir le caractère accommodant de sa politique au travers ses achats d'actifs financiers, notamment pour faciliter le financement de la relance. Si l'avenir du programme d'urgence face à la pandémie (PEPP) sera discuté en décembre, les autorités monétaires ont en effet affirmé à plusieurs reprises que la clôture du PEPP ne signifierait pas l'arrêt de ses

achats (« tapering »), dès lors que l'APP demeure en place.

2.4.2. L'évolution des taux longs

Aux États-Unis, comme dans la Zone euro, le rendement des obligations souveraines de long terme s'est fortement redressé au cours du premier trimestre 2021. Prolongeant un mouvement haussier entamé dès l'été 2020, le relèvement des taux des bons du Trésor américain s'est accéléré en début d'année, gagnant en moyenne plus de 500pb entre janvier et mars derniers. Les marchés obligataires anticipaient alors une normalisation précoce de l'activité économique américaine, en lien avec les progrès initialement

Graphique 2.7 – Évolution des taux longs (rendements des obligations publiques à dix ans) – Allemagne et États-Unis



Source : OCDE

rapides de la vaccination aux États-Unis, dopée par une relance budgétaire très importante et une politique monétaire expansive. En Europe, où la « reflation » est plus timide et les perspectives économiques moins favorables qu'outre-Atlantique, la hausse des rendements obligataires plus mesurée résultait en partie d'arbitrages sur des marchés de capitaux internationaux très intégrés.

À partir du printemps 2021, les rendements des obligations d'état américains et européens se sont repliés. Ce recul pourrait s'expliquer par un regain d'appétence des investisseurs pour les actifs plus risqués, dans un contexte de réouverture plus large de l'activité économique. Les inquiétudes des investisseurs concernant l'évolution de l'inflation semblaient également s'être en partie apaisées, un optimisme conforté par la confiance des banques centrales dans leur évaluation du caractère transitoire des tensions inflationnistes.

Ce mouvement de baisse s'est toutefois interrompu à la fin du mois août, lorsque les interventions des responsables de la FED, entre autres informations, laissaient entendre qu'un ralentissement des achats d'actifs pourrait intervenir avant la fin de l'année. La remontée des taux des emprunts publics américains est encore favorisée par la poursuite de la reprise économique et l'accroissement des tensions inflationnistes. La hausse des rendements obligataires européens, favorisée par la forte intégration des marchés de capitaux internationaux, s'inscrit dans un contexte conjoncturel similaire.

Au cours des prochains mois, la remontée des taux obligataires longs américains et européens devrait se poursuivre, soutenue par les anticipations de durcissement des politiques monétaires. Le rebond des rendements obligataires longs devrait être encore favorisé à court terme par la persistance d'une forte inflation, un soutien qui devrait s'estomper si ce mouvement inflationniste se révèle passager, comme attendu. Ce rebond pourrait être freiné par l'essoufflement de la dynamique de reprise économique et la décélération de l'inflation.

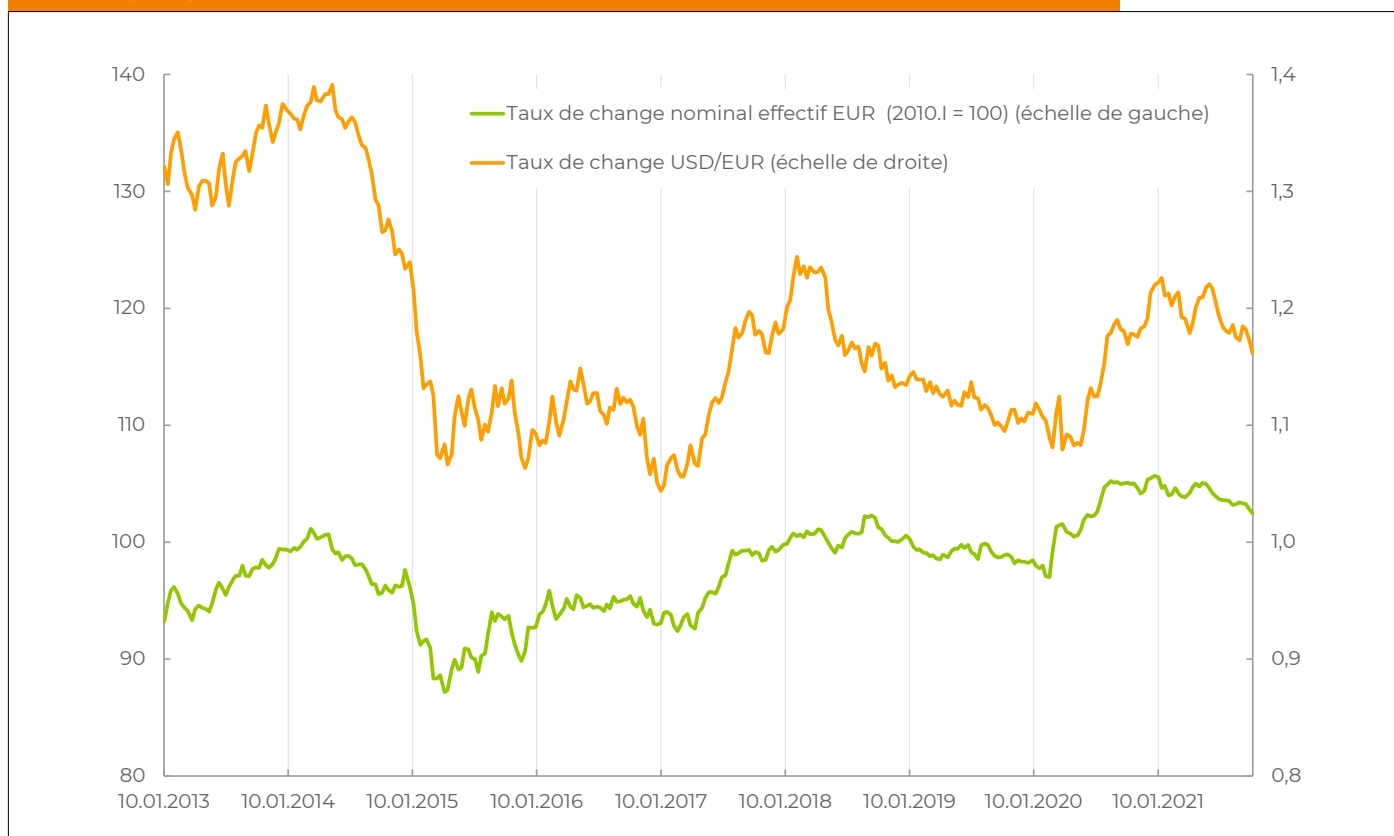
2.4.3. Le marché des changes

Alors que l'euro (EUR) s'est raffermi par rapport au dollar américain (USD) une grande partie de l'an dernier, le recul de l'activité économique en Zone euro et la forte révision à la hausse de la croissance attendue aux États-Unis en début d'année se sont traduits par une dépréciation du cours de change USD/EUR au cours du premier trimestre 2021. La monnaie unique a cependant recouvré l'essentiel de ses pertes au cours du deuxième trimestre, une appréciation qui rend compte de l'amélioration des perspectives de croissance en Europe, en lien avec les progrès des campagnes de vaccination. Le taux de change USD/EUR qui s'établissait à 1,23 à la mi-janvier, évoluait autour de 1,18 début avril, avant de revenir à 1,22 début juin.

À partir de la mi-juin, l'euro s'est globalement déprécié par rapport au dollar, s'échangeant aux alentours de 1,16 USD mi-octobre, un niveau qu'il n'avait pas atteint depuis août 2020. D'une part, l'inquiétude concernant la propagation du variant Delta a renforcé le rôle traditionnel de valeur refuge de la monnaie américaine. Mais surtout, la perspective croissante d'un durcissement de la politique monétaire de la FED, sur fond d'amélioration des perspectives de croissance et, dans une moindre mesure, d'emploi, semble avoir galvanisé le dollar. La désynchronisation des politiques monétaires de la FED et de la BCE, notamment avec un ralentissement des achats d'actifs financiers par la FED dans les prochains mois, devrait à terme creuser le différentiel de rendement obligataire entre l'Europe et les États-Unis et accroître la demande de dollar. La dépréciation de l'euro devrait toutefois être limitée, les marchés ayant probablement déjà anticipé ces évolutions.

L'euro s'est également affaibli depuis le printemps dernier vis-à-vis des autres principales devises, entre autres du renminbi chinois ou de la livre sterling et plus récemment du yen japonais. La dépréciation du taux de change effectif nominal de l'euro,

Graphique 2.8 – Taux de change bilatéral USD/EUR et taux de change nominal effectif (EUR)



Source : Banque centrale européenne

mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la Zone euro, reflète – de façon atténuée – cette évolution. Le taux de change effectif de l'euro demeure à un niveau relativement élevé.

Compte tenu de la difficulté de prévoir l'évolution des marchés des changes, notamment en raison de l'incertitude qui entoure l'évolution de la pandémie et l'ampleur de ses répercussions économiques, notre prévision retient l'hypothèse technique d'un taux de change restant globalement à son niveau actuel, proche de 1,16.

CHAPITRE 3

TENDANCES ÉCONOMIQUES
EN WALLONIE

3.1 ACTIVITÉ

ÉCONOMIQUE

En 2020, l'activité économique régionale a subi une très sévère récession à la suite de l'émergence de l'épidémie de Covid-19 au début du printemps, puis à sa résurgence en octobre. Ces deux vagues de contaminations ont été combattues par des mesures de confinement et par diverses restrictions qui n'ont pas entièrement été levées entre ces deux épisodes et qui ont provoqué une paralysie de l'activité économique, très étendue en avril 2020 et moins marquée et plus concentrée en fin d'année. Pour la Belgique, les derniers comptes nationaux permettent d'établir la chute du PIB à -5,7 % sur l'ensemble de l'année. Pour le moment, les comptes régionaux sont en revanche uniquement disponibles jusqu'en 2019.

Forte contraction de l'activité en 2020

En juillet dernier, nous établissions néanmoins (BFP, IBSA, IWEPS et VSA, 2021⁷) une estimation des PIB régionaux, principalement au départ des statistiques du volume de travail salarié. En effet, le recul de l'activité s'est largement manifesté par un recul du temps de travail durant l'année, dans la mesure où des dispositifs de remplacement de revenus provisoires, tels que le chômage temporaire, ont été fortement étendus. Ces derniers ont permis aux entreprises de maintenir l'emploi (cf. section 3.4), tout en adaptant le volume d'heures prestées et la masse salariale aux besoins de l'activité.

Le recul global du volume de travail salarié observé en Belgique l'an passé se caractérise par une forte hétérogénéité parmi les branches d'activité. (cf. graphique 3.1). L'horeca, les métiers liés aux arts, aux spectacles et aux activités récréatives ou encore la fabrication de matériels de transport

figurent parmi les branches les plus touchées. À l'inverse, l'industrie pharmaceutique, la recherche scientifique mais aussi l'agriculture ont enregistré une hausse du volume de travail salarié. Enfin, pour un certain nombre de branches, le volume d'heures a peu ou pas baissé, comme c'est le cas pour l'administration publique, l'enseignement, mais aussi les activités informatiques et la production d'eau et d'électricité. La relation positive qui s'observe entre les deux régions confirme la prépondérance de la dimension sectorielle de l'impact économique de la crise sanitaire : les secteurs les plus touchés ou les plus préservés ont généralement été les mêmes en Flandre ou en Wallonie.

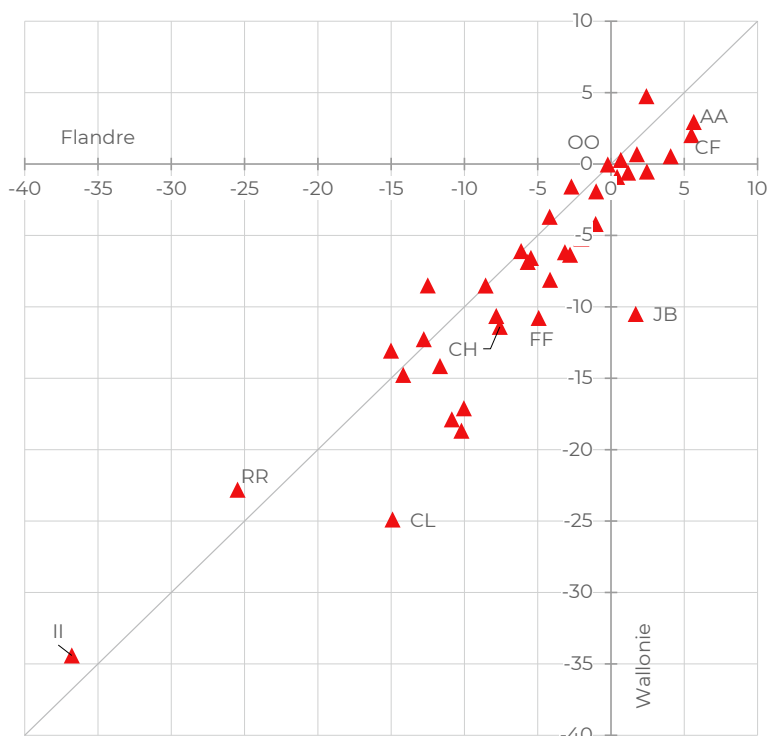
La dispersion des points atteste pourtant d'une disparité régionale, souvent à l'avantage de la Flandre. La majorité des observations se situe en effet sous la diagonale, ce qui témoigne d'une baisse moins prononcée du volume de travail en Flandre qu'en Wallonie. C'est singulièrement le cas dans la construction (FF) ou les télécommunications (JB). Certaines branches industrielles ont également semblé plus en difficulté en Wallonie (la sidérurgie ou la fabrication de produits non métalliques).

Sur cette base, la valeur ajoutée de la Wallonie se serait replié l'année dernière de quelque 0,5 point de plus qu'à l'échelle nationale. Un tel écart rapporté aux dernières estimations du PIB de la Belgique nous conduit à évaluer aujourd'hui la baisse du PIB wallon à -6,2 % en 2020.

Comme nous le montrions déjà dans notre édition de mars dernier, la baisse relativement plus prononcée de l'activité et du volume de travail global en Wallonie qu'en Flandre est conforme à la comparaison interrégionale basée sur les taux de chômage temporaire mesurés en équivalents

⁷ BFP, IBSA, IWEPS et VSA 2021, *Perspectives économiques régionales 2021-2026*, juillet..

Graphique 3.1 – Évolution comparée du volume de travail des salariés en 2020 entre Flandre et Wallonie (taux de croissance annuel en %)



Source : ONSS - Calculs : IWEPS, IBSA VSA, BFP (Perspectives économiques régionales 2021-2026, juillet 2021).

Note : Quelques branches sont mises en évidence par leur code de la Nace - Rev 2 (A38) : AA : Agriculture ; CA : Ind. alimentaire ; CE : Chimie ; CF : Pharmacie ; CH : Métallurgie ; CL : Matériel de transport ; EE : Eau et déchets ; FF : Construction ; II : Horeca ; JB : Télécommunications ; J : Informatique ; MB : Recherche et développement ; NN : Services administratifs ; OO : Adm. publique ; PP : Enseignement ; RR : Culture ; SS : Services divers

temps plein. Au deuxième trimestre, avec notamment les arrêts de l'activité dans l'industrie, la construction et de nombreux services, le recours à ce dispositif a atteint 14,8 % du volume de travail contre 14,4 % en Flandre (Bruxelles, moins industrielle, semblait alors davantage préservée : 12,0 %). La reprise de l'activité au troisième trimestre de 2020 s'est accompagnée d'une réactivation des forces de travail et d'un rapprochement entre régions sur le plan du chômage temporaire (avec un taux d'environ 2,8 %). Ce dernier est néanmoins remonté en novembre 2020 suite à la deuxième vague de l'épidémie, portant à nouveau la moyenne trimestrielle à 4,9 % en Wallonie, soit un niveau encore supérieur à celui

observé en Flandre dans la majorité des groupes sectoriels considérés. Ce niveau et ces écarts ne se sont ensuite que légèrement estompés au cours du premier trimestre de 2021 (4,6 % contre 4,3 %).

Quant aux chiffres d'affaires issus des statistiques de la TVA, ils montrent qu'en fin d'année 2020, les ventes wallonnes étaient inférieures de -6,0 % à leur niveau un an plus tôt, contre -3,9 % en Flandre. Sur la base de cette source, qui représente essentiellement un univers « marchand », la contraction de l'activité était encore équivalente entre la Flandre et la Wallonie sur l'ensemble du premier semestre : -19 %⁸. Le rebond du troisième trimestre s'est révélé particulièrement net et d'ailleurs légèrement plus pro-

⁸ Comme évoqué en mars dernier, le chiffre d'affaires pondéré par les valeurs ajoutées sectorielles (en 38 branches) recule moins, mais il est plus favorable à la Flandre. Celle-ci a notamment été plus touchée par le recul du chiffre d'affaires dans le commerce, une branche où les ventes dépassent davantage la valeur ajoutée qu'ailleurs et qui occupe un moindre poids en Wallonie. Or, il est probable que les achats aient également été plus drastiquement réduits dans ce secteur.

noncé en Wallonie. En revanche, il semble également que les ventes aient subi un nouveau revers au sud du pays au quatrième trimestre (-1,0 % à un trimestre d'écart) alors que leur évolution demeurait globalement positive ailleurs (+2,0 % en Flandre et +1,0 % pour la Belgique entière).

Selon Dhyne et Duprez⁹ (2021) qui étudient les données individuelles de la TVA, la médiane des entreprises flamandes affiche aussi un recul des ventes moindre (-3 %) qu'en Wallonie (-5 %) sans pour autant que la dimension géographique ne constitue, comme le démontrent les auteurs, un facteur crucial des différences de performances entre entreprises. Au-delà du secteur, d'autres caractéristiques du tissu économique sont probablement à l'œuvre pour expliquer les différences d'impact de la crise sanitaire entre régions l'année dernière. La taille des entreprises permet par exemple d'éclairer partiellement les différences dans la croissance des ventes. La faible taille est associée à une plus grande disparité des résultats des firmes et, parmi les entreprises touchées par la crise, les plus petites l'ont été plus intensément. La position des entreprises dans des clusters (via des relations clients-fournisseurs) plus ou moins préservés par les restrictions peut aussi avoir joué un rôle. Néanmoins, les deux auteurs reconnaissent qu'une bonne part des différences de performances entre firmes durant la crise demeure inexplicée à ce stade.

Au rang des hypothèses, et sur le plan macroéconomique cette fois, ajoutons que l'économie wallonne livre environ 19 % de sa production à de la consommation privée en Belgique, une part plus grande que celle de la Flandre qui vaut 17 %. Cette orientation différente ne se confond pas forcément avec la différence de structure sectorielle et vaut dans une majorité de branches d'activité. Or, la consommation a été affectée le plus durement par la crise, se redressant proportionnellement plus tardivement que les autres composantes de la demande, ce qui a pu peser davantage sur le tissu productif wallon.

Raffermissement de la reprise économique en 2021

En effet, malgré la fin du deuxième confinement, la perspective d'une reprise rapide de la consommation a encore été repoussée. Le début de l'année 2021 reste marqué par les restrictions sanitaires et un nouveau tour de vis, moins contraignant pour l'activité économique, est donné au printemps à la suite de l'émergence de la troisième vague de l'épidémie.

Bien entendu, la vaccination s'est mise en place depuis le début de l'année 2021, rassurant globalement les agents économiques comme en attestent tant les indicateurs de la confiance des entreprises que ceux des consommateurs. Toutefois, suivant le scénario que nous adoptions précédemment et qui semble se confirmer, la levée des restrictions et des appréhensions sanitaires n'a véritablement pu avoir lieu que dans le courant du deuxième trimestre, une fois la vaccination suffisamment avancée. Le rebond de la consommation apparaît ainsi déjà dans la comptabilité nationale à partir du deuxième trimestre (+3,5 % en glissement trimestriel). Il devrait se poursuivre au troisième trimestre, soutenant encore nettement le PIB. Ce renforcement devrait également valoir pour la Wallonie. On notera néanmoins que le chiffre d'affaires dans le commerce semble déjà s'être redressé plus nettement au premier trimestre dans la région, récupérant en partie la plus forte déconvenue du quatrième trimestre de 2020.

Moins contrainte par les restrictions, l'activité dans l'industrie et la construction devrait en principe avoir bénéficié plus tôt de la demande d'investissement et de la demande extérieure. D'après les chiffres d'affaires de la TVA, le rebond est particulièrement manifeste dans la construction, surtout au premier trimestre. Cependant, la progression des ventes de l'industrie wallonne sur l'ensemble du premier semestre est plus mitigée : les exportations qui avaient progressé rapidement à la sortie du

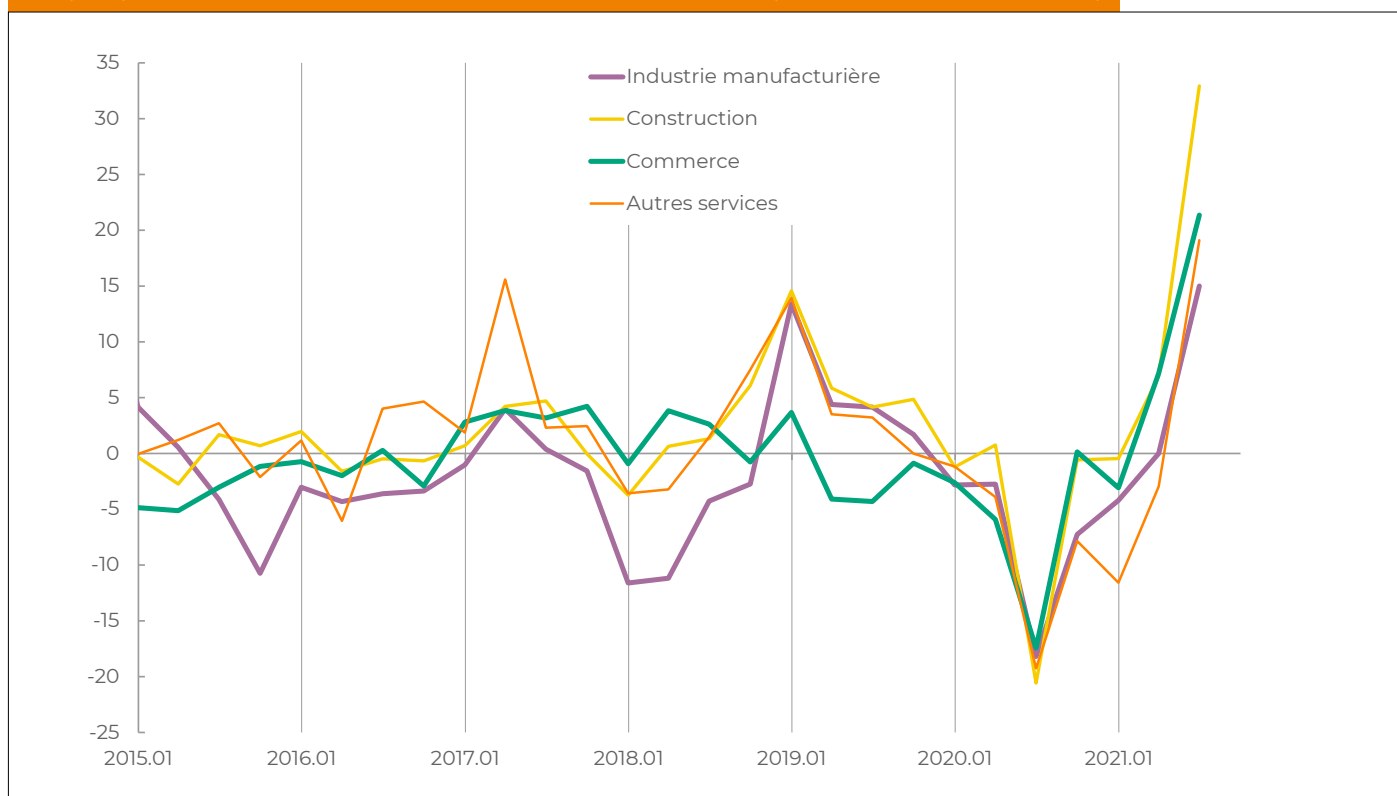
⁹ Dhyne E. et C. Duprez, 2021, « Belgian firms and the COVID-19 crisis », *Revue économique*, septembre, BNB.

premier confinement ont vu leur croissance ralentir cet hiver (cf. section 3.2).

Comme l'indique le graphique 3.2, le rebond de l'activité par rapport au creux de l'année précédente est généralisé à l'ensemble des branches au deuxième trimestre 2021. Toutefois, le niveau de chiffres d'affaires régional d'avant la crise n'est largement

dépassé que dans le secteur de la construction (4 % de plus). Dans le commerce, les ventes demeurent légèrement inférieures (-1 %) à la situation de référence. Mais l'écart est plus important, -6 %, à la fois dans l'industrie manufacturière et dans les autres services. De manière générale, les niveaux relatifs atteints en Flandre sont supérieurs, singulièrement dans l'industrie.

Graphique 3.2 – Croissance du chiffre d'affaires en Wallonie (à un d'écart, données cvs)



Source : Statbel, Estimations IWEPS

Dans l'industrie précisément, ces observations sont rejointes par les indices de la production. Après le rebond enregistré à l'automne 2020, le volume de production industrielle wallon s'est replié en fin d'année dernière. Il progresse ensuite tout au long du premier trimestre mais de façon graduelle. Seule la dernière observation, celle d'août 2021, fait apparaître une nette augmentation. L'évolution belge, tirée par l'industrie flamande, tranche en comparaison de celle observée en Wallonie. Elle est

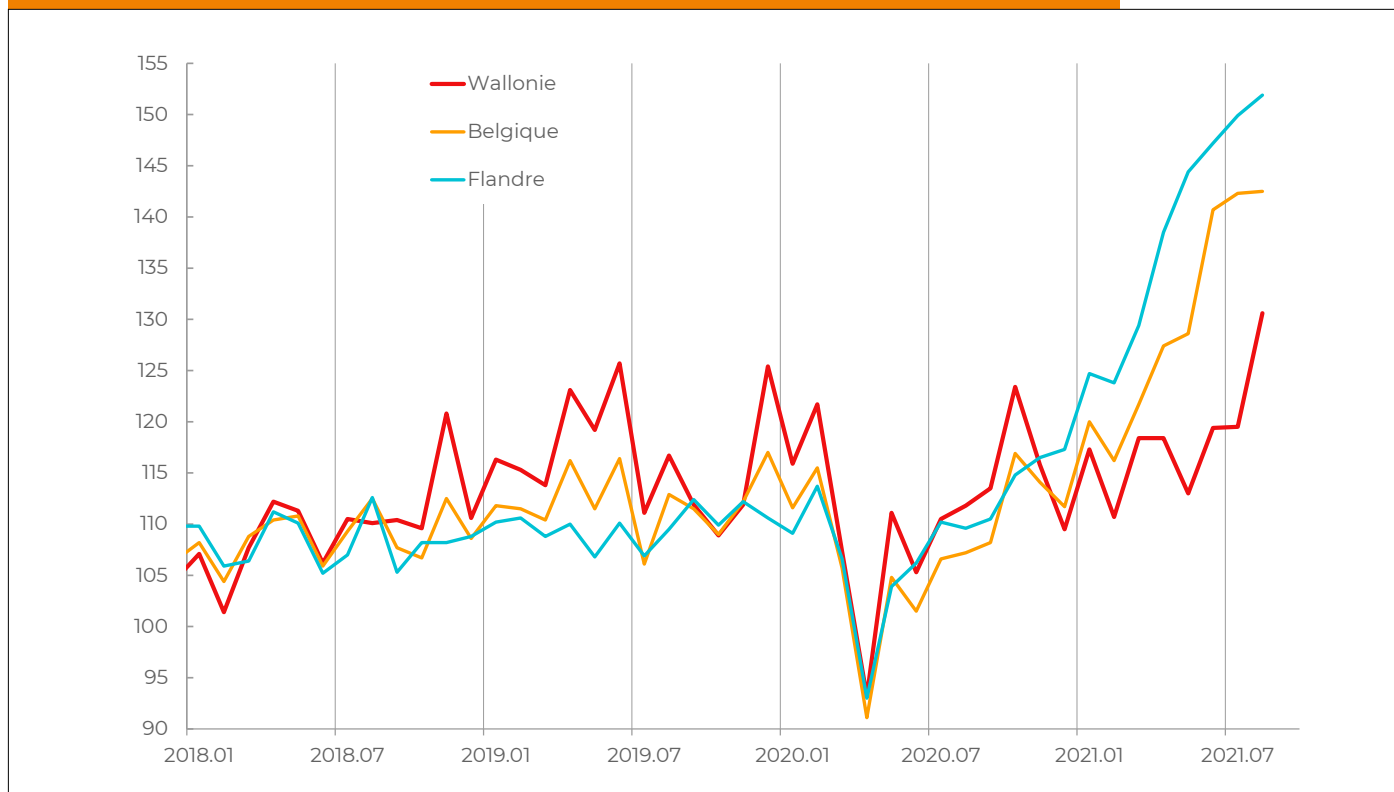
marquée par une accélération extraordinaire depuis le début de cette année, notamment dans les biens de consommation (et vraisemblablement l'industrie pharmaceutique en leur sein, ce qui s'observe très clairement au niveau des exportations).

En Wallonie, la situation industrielle est assez contrastée puisque la production de biens intermédiaires semble avoir rapidement dépassé, dès juillet 2020, son niveau d'avant la crise. La production de biens d'in-

vestissement s'est aussi orientée rapidement à la hausse, sa croissance se renforçant nettement au premier semestre de cette année, mais cette production enregistre un fort repli, qui reste à confirmer, en août dernier. La progression de l'activité industrielle s'est avérée beaucoup plus poussive dans les biens de consommation,

l'indice pour cette catégorie de biens demeurant environ 10 points sous le niveau moyen du quatrième trimestre 2019. Ce n'est que durant les trois mois de cet été, en parallèle de la reprise – attendue – de la consommation, en Belgique et en Europe, que l'indice pour ce type de production est sensiblement remonté.

Graphique 3.3 – Indice de la production industrielle (indice 2015 = 100, données cvs)



Source : Statbel

Pour le deuxième semestre de cette année, nous pensons que la reprise de la demande intérieure chez nos principaux partenaires (cf. section 3.2) devrait être de nature à alimenter les exportations régionales et la production industrielle, qui resterait par ailleurs soutenue par la progression de la consommation privée wallonne.

Le climat des affaires dans l'industrie demeure à ce propos favorable. Sur fond de difficultés d'acheminement qui perdurent et de hausses de prix qui s'accroissent, les

attentes des industriels se sont retournées ces deux derniers mois et pourraient tempérer le regain de l'activité industrielle en cette fin d'année. Néanmoins, les indices synthétiques de la confiance restent à des niveaux rarement égalés (cf. graphique 3.4).

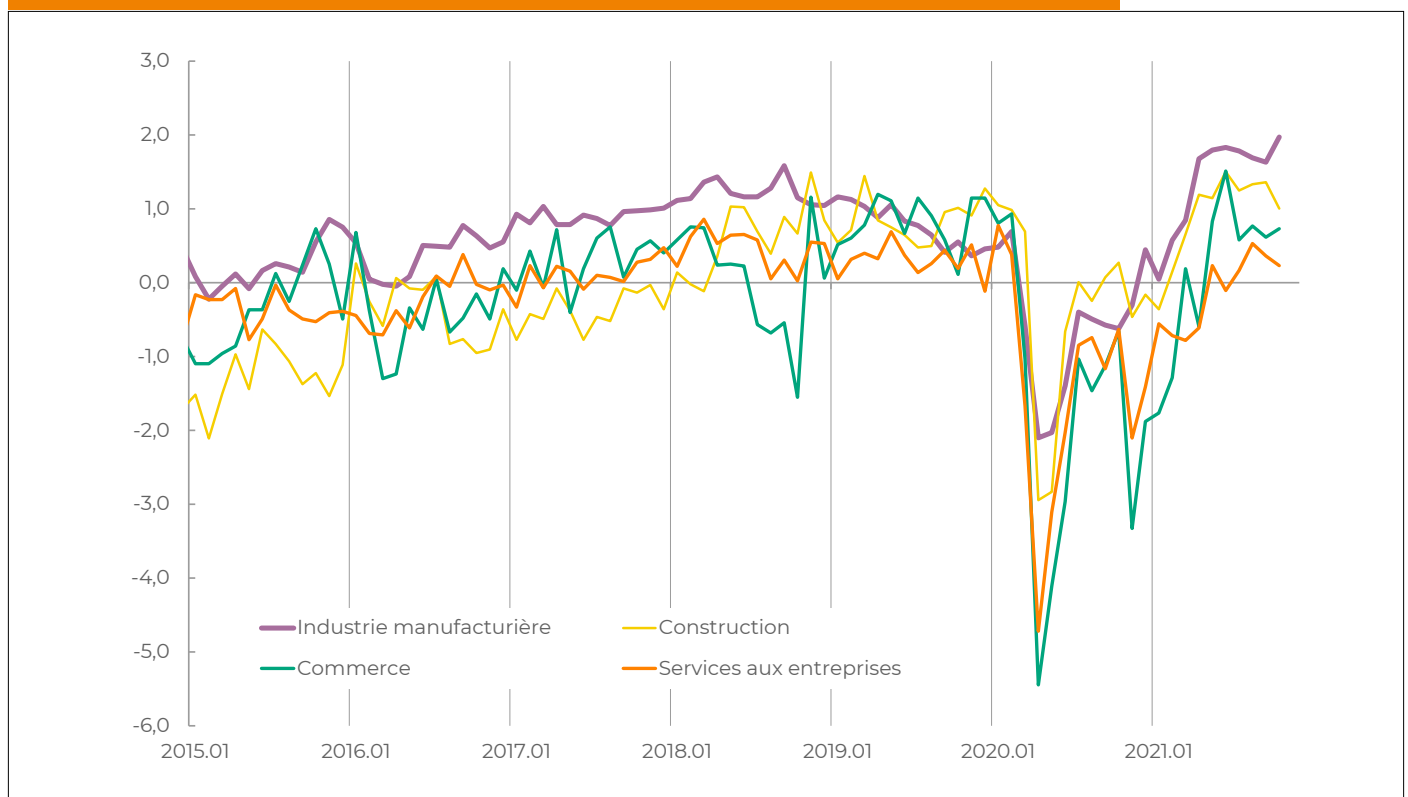
Dans la foulée de l'industrie, le redressement encore limité du chiffre d'affaires d'une série de services spécialisés ou de soutien à la gestion des entreprises, au cours du deuxième semestre de 2020 et du premier de cette année, devrait se débloquer. Les

attentes formulées par les chefs d'entreprise wallons dans les services aux entreprises se sont en effet progressivement relevées, pour dépasser leur moyenne de long terme depuis cet été.

En outre, depuis le début de l'année, le climat des affaires s'est clairement amélioré dans le commerce et la construction, passant de niveaux encore inférieurs à leur moyenne de long terme en début d'année à

des attentes très positives quelques mois plus tard. Dans le commerce, cette évolution s'est détériorée dernièrement, sans doute en lien avec l'évolution des prix. Mais ce n'est pas le cas dans la construction où les indicateurs demeurent au beau fixe. L'expansion de l'activité dans ces deux secteurs devrait être soutenue durant les prochains mois tant par la consommation des

Graphique 3.4 – Indicateur synthétique de la confiance des chefs d'entreprise, en Wallonie (données cvs, moyennes centrées réduites)



Source : BNB

ménages que par leur investissement résidentiel (cf. section 3.3.1).

Dans notre scénario, l'activité économique wallonne se renforce donc au deuxième semestre, toujours alimentée par la progression soutenue des débouchés extérieurs mais aussi par le raffermissement de la demande intérieure. C'est en effet principalement la demande des ménages qui

offre un nouveau carburant à cette croissance économique. Elle peut elle-même s'appuyer sur une évolution favorable de l'emploi et de la situation financière des ménages dans un contexte de maintien, pour le reste de l'année, des aides aux entreprises mises en difficulté par la crise, de retour à la normale des interactions sociales et - suite au succès et à la pour-

suite de la vaccination - de taux d'hospitalisation plus faibles en cas de contraction de la maladie. À cet égard, le nouveau regain de l'épidémie de cet automne 2021, le quatrième, ne devrait plus donner lieu à de nouvelles contraintes fortes sur l'activité. Selon les derniers communiqués gouvernementaux, des précautions d'ordre sanitaire - telles que le port du masque - et la recommandation renouvelée de recourir au télétravail devraient suffire.

Compte tenu des constats posés sur les développements économiques régionaux en début d'année, nous pensons néanmoins que la croissance du PIB de la Wallonie n'atteindrait pas, malgré un besoin de rattrapage sans doute plus grand, le rythme attendu pour l'ensemble du pays. La progression du PIB wallon s'élèverait dès lors à +5,5 %, contre une estimation de +6,1 % pour la Belgique, où la progression des exportations et celle de l'emploi, tirées par la Flandre, devraient se révéler plus solides.

Dans cette estimation, en première approche (cf. encadré 3.1), l'impact des inondations subies par la Wallonie à la mi-juillet devrait affecter la croissance de près de -0,1 point de PIB en 2021. Après un impact direct négatif sur la valeur ajoutée au troisième trimestre, les besoins de remplacement du stock de capital et l'accélération de dépenses spécifiques de consommation, partiellement indemnisées, devraient en revanche alimenter la demande wallonne durant les trimestres suivants. Pour autant, cette hausse serait étalée dans le temps et resterait, paradoxalement, tempérée par le mouvement de reprise actuel qui s'accompagne de tensions sur les prix et sur les capacités de production du secteur de la construction.

En 2022, la demande rétablie : un challenge pour l'offre

À l'entame de l'année 2022, le PIB de la Wallonie devrait avoir renoué avec son niveau d'avant la crise sanitaire (cf. gra-

phique 3.4). La poursuite de l'expansion économique devrait ensuite rester assez généralisée au sein des différents secteurs de l'économie wallonne car la plupart des freins auxquels ils étaient encore confrontés en 2021 des suites de la crise sanitaire devraient être levés du côté de la demande.

D'une part, les perspectives de demande étrangère devraient demeurer élevées, dans un environnement international porteur au sein des économies avancées (cf. section 2), favorisant l'exportation. Les exportations progresseraient encore de +4,9 % l'année prochaine après le rebond de plus de 6 % de cette année.

D'autre part, la demande intérieure devrait bénéficier de plusieurs contributions importantes.

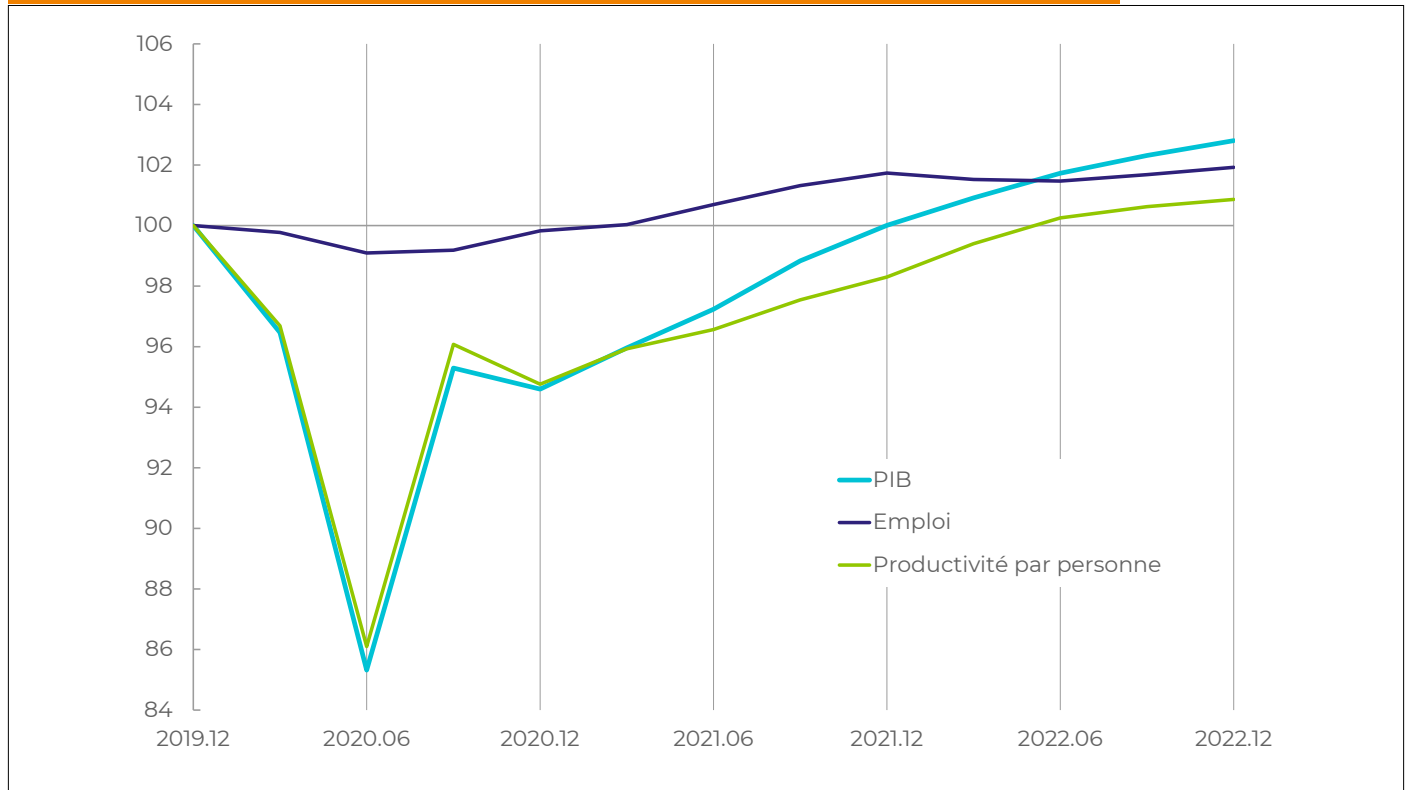
D'abord, la consommation devrait s'appuyer sur le haut niveau de confiance des ménages, leurs réserves financières, leur volonté d'encre encore procéder aux dépenses auxquelles ils avaient renoncé et sans doute encore sur les dépenses plus exceptionnelles liées aux inondations de l'été. Ces derniers effets devraient s'amenuiser au cours de l'année prochaine, de sorte que la consommation retrouverait progressivement des rythmes de croissance trimestrielle plus conformes aux valeurs passées. Compte tenu d'effets de seuil importants, la croissance annuelle moyenne des dépenses privées devrait néanmoins dépasser en 2022 (+6,3 %) celle de 2021 (+5,3 %).

Ensuite, les investissements affichent aujourd'hui un potentiel de croissance élevé pour l'année prochaine, renforcé, qu'il s'agisse des ménages, des entreprises ou des pouvoirs publics, par les besoins de remplacement de logements, d'outils de production ou d'infrastructures. Si les dégâts causés par les inondations apparaissent somme toute limités au regard du stock de capital de l'ensemble de la Wallonie, ils représentent des masses importantes en comparaison des investissements annuels, si bien que les capacités de l'offre risquent bien d'être déterminantes dans la progression de la formation brute

de capital fixe. Avec un étalement probable des projets, la croissance de l'investissement privé pourrait néanmoins être du même ordre de grandeur en 2022 qu'en 2021, année de reprise « post-covid »

(+13,7 % pour les logements et +11,3 % pour les entreprises). Quant à l'investissement public, sa croissance serait positive mais en retrait par rapport à cette année, dans le

Graphique 3.5 – Evolution attendue du PIB, de l'emploi et de la productivité en Wallonie (indice 100 = 4^e trimestre 2019)



Source : IWEPS

respect des enveloppes budgétaires de relance établies au printemps dernier.

Comme en attestent les prévisions d'embauche par les chefs d'entreprise, la croissance économique attendue en Wallonie devrait permettre à l'emploi de progresser en 2022 (+0,7 %). Toutefois, le rythme d'augmentation de ce dernier devrait fléchir l'année prochaine à mesure que la croissance économique se tempère et que la durée du travail, principal soutien au redressement de la productivité par personne, se relève (cf. graphique 3.5). En outre, alors que les cessations d'activité d'entreprises sont toujours inhabituellement basses, la fin des mesures

de protection des entreprises devrait peser sur l'emploi au début de l'année.

En parallèle pourtant, les difficultés de recrutement qui devraient apparaître dans ce contexte d'accélération conjoncturelle se greffent aux inadéquations structurelles, sans doute renforcées par la paralysie provisoire du marché du travail l'année passée (cf. section 3.4). Ces freins s'ajoutent aux difficultés rencontrées par le système productif en Wallonie, comme en Europe, qu'il s'agisse des augmentations de prix ou des problèmes d'approvisionnement. Nous estimons néanmoins que ces obstacles devraient se dissiper progressivement (cf. section 2).

Sur la base d'un scénario trimestriel d'atterrissage graduel de la demande, de la consommation et de l'exportation, mais pas de l'investissement qui resterait plus dyna-

mique, la croissance économique en Wallonie s'établirait à +4,0 % en moyenne annuelle en 2022.

Encadré 3.1 : Quel impact des inondations sur le scénario macroéconomique ?

Outre son incidence dramatique sur la vie des ménages sinistrés, une catastrophe naturelle telle que les inondations ayant touché la Wallonie en juillet dernier peut occasionner des dégâts majeurs sur le tissu économique. Par conséquent, il s'agit d'un facteur dont il faut pouvoir tenir compte lors de l'élaboration d'un scénario conjoncturel qui vise notamment à anticiper l'évolution à court terme de l'activité économique et de l'emploi dans la région.

Une estimation chiffrée de l'impact sur l'activité est encore très délicate à ce stade étant donné le peu de recul statistique dont nous disposons¹⁰. Cet encadré propose une discussion de la nature des différents effets attendus sur l'économie wallonne et présente le scénario que nous avons retenu pour tenir compte de l'impact des inondations sur nos projections macroéconomiques à l'horizon de fin 2022. Dans l'analyse, il est utile de distinguer l'effet attendu à court terme (au troisième trimestre de 2021) et les effets à moyen terme (à partir de la fin 2021).

Un effet net négatif sur le PIB régional à court terme

Toute autre chose égale par ailleurs, l'altération des bâtiments et des équipements industriels, couplée aux entraves à la circulation des biens et des personnes causées par le blocage des routes, des voies ferrées et des voies navigables, agissent négativement sur le niveau global de l'activité économique dès la survenance de la

catastrophe. Sur la base d'un inventaire des dégâts occasionnés au stock de capital (public et privé) et moyennant l'adoption d'une série d'hypothèses complémentaires, il est possible de procéder à une estimation théorique de l'ampleur du blocage de l'activité économique régionale au lendemain de la catastrophe. Les estimations des dégâts sont bien entendu empreintes d'incertitude. Elles sont évolutives, en fonction notamment de l'arrivée effective des déclarations des sinistrés auprès des assurances. Ceci étant dit, les derniers relevés¹¹ font état d'une destruction de la valeur du stock de logements wallons à hauteur de 1,6 milliard d'euros et d'une perte de 650 millions d'euros pour le patrimoine public (voies de communication, bâtiments...), ce qui équivaut respectivement à 0,8 % et 1,2 % de la valeur totale estimée des stocks de capital correspondant de la Wallonie¹².

En considérant que la dégradation du stock de capital des entreprises est vraisemblablement du même ordre de grandeur que pour les logements (une destruction de la valeur du stock de 0,8 % donc) et que le blocage du facteur travail est proportionnel à la destruction estimée du capital (en d'autres termes, on considère que les deux facteurs de production sont parfaitement complémentaires), les effets de tels dégâts se manifesteraient par un recul de l'ordre de -0,8 % du niveau de l'activité économique durant la période au cours de laquelle le stock de capital

¹⁰ Rappelons notamment que la comptabilité régionale, outil essentiel pour mesurer le niveau de l'activité, n'existe pas en fréquence infra-annuelle. En outre, les données quantitatives habituellement utilisées dans l'analyse conjoncturelle, telles que les déclarations de chiffres d'affaires à la TVA, les indices de la production industrielle, le nombre d'emplois déclarés à l'ONSS ou encore le nombre de chômeurs déclarés, ne sont pas disponibles avec un recul suffisant que pour observer correctement un impact de la catastrophe. Les enquêtes mensuelles de conjoncture réalisées par la BNB, quant à elles disponibles jusqu'octobre, ne semblent pas attester d'un choc conjoncturel particulier subi par la Wallonie à la suite de la catastrophe.

¹¹ Dès les premières semaines suivant les inondations, un Commissariat à la reconstruction a été chargé par le Gouvernement wallon du suivi de la catastrophe et notamment de fournir une mesure de l'ampleur des dégâts. La communication la plus récente du Gouvernement relative aux montants des dégâts datant du 15 septembre 2021 est disponible en ligne : <https://gouvernement.wallonie.be/home/presse/publications/le-gouvernement-mobilise-entre-23-et-3-milliards-pour-aider-financierement-les-sinistres-et-reparer-les-infrastructures-regionales.publicationfull.html>

¹² Contrairement au niveau national, il n'y a pas de données officielles relatives au stock de capital au niveau régional. Toutefois, des estimations ont été réalisées par branche d'activité dans le cadre du modèle HERMREG (BFP, IWEPS, IBSA et VSA). Elles ont servi à notre estimation, en plus des clés de répartition régionale des montants mesurés au niveau national, basées sur des statistiques régionales existantes, telles que la valeur ajoutée du secteur public (pour le stock de capital public) et celle des services de logement (pour le stock de logements).

concerné reste inutilisable. Ce dernier paramètre demeure toutefois une inconnue. Pour certaines activités, il faudra du temps avant d'entamer un redémarrage, mais il est vraisemblable qu'une partie au moins de l'appareil productif touché par les inondations a pu être relancée progressivement depuis le drame (pensons notamment aux entreprises qui ont trouvé une solution temporaire alternative à leur bâtiment habituel pour redémarrer leurs activités). En l'absence d'information supplémentaire, nous avons posé dans notre scénario l'hypothèse technique d'un blocage du PIB wallon de l'ordre de -0,4 point de pourcentage sur l'ensemble du second semestre de 2021. L'intensité du blocage de l'activité diminuerait ensuite progressivement, reflétant la progression des travaux de reconstruction du capital (voir hypothèses infra).

Par ailleurs, il faut noter que certains types de dépenses sont stimulés au lendemain de la catastrophe, contribuant positivement à l'activité économique wallonne. Il s'agit notamment des dépenses publiques visant à venir en aide aux sinistrés, entre autres pour les travaux de nettoyage et d'assainissement des sites, mais aussi et surtout les dépenses des ménages, des entreprises et des pouvoirs publics qui sont contractées en vue de remplacer l'équipement détruit et de reconstituer le capital endommagé. La reconstruction du capital est probablement relativement plus lente à se mettre en route, notamment en raison d'un nombre plus important de démarches nécessaires (permis d'urbanisme par exemple). Nous avons dès lors considéré que les travaux ne s'enclencheront au mieux qu'à partir de la fin de cette année. Par contre, une partie des dépenses de consommation des ménages, en particulier l'achat de certains biens durables (équipements et véhicules), sont vraisemblablement effectuées relativement rapidement après la catastrophe, en fonction toutefois des contraintes financières de chacun (dépendant entre autres de la rapidité d'interven-

tion des assurances). Il n'y a pas de relevé précis effectué à ce stade quant au montant des dommages subis au niveau de l'équipement des logements sinistrés. Néanmoins, sur la base des résultats issus de la littérature économique propre aux catastrophes naturelles de ce type¹³, on peut considérer que le montant des dégâts représenterait de l'ordre de 50 % des dégâts constatés aux enveloppes des bâtiments, en l'occurrence 800 millions d'euros. En considérant une propension à importer relativement élevée associée aux dépenses de consommation des ménages wallons (de l'ordre de 40 %) et en partant de l'hypothèse que les indemnités des assurances ne couvriront en moyenne que la moitié du montant des dégâts subis aux biens des ménages (cf. également la section 3.3 pour les effets sur les revenus), nous estimons¹⁴ que l'effet attendu de l'augmentation de ces dépenses sur le PIB wallon pourrait être de l'ordre de 0,2 point de croissance lors de chacun des trimestres entre le troisième trimestre de cette année et le second de 2022 (soit un rééquipement total en quatre trimestres).

À court terme dès lors (au troisième trimestre), d'après les nombreuses hypothèses de travail formulées précédemment, l'impact net sur le PIB wallon pourrait s'établir à -0,2 point de pourcentage.

Un impact positif attendu en 2022

Au fil du temps, les acteurs publics et privés devraient progressivement unir leurs forces afin de reconstituer un niveau de capital comparable à celui qui était observé avant la catastrophe, que ce soit pour assurer à nouveau un service de logement approprié à la population sinistrée, pour permettre aux entreprises impactées de fonctionner à nouveau ou encore pour rétablir le bon fonctionnement des services et infrastructures publics. Les estimations font état actuellement d'un stock de capital à rebâtir d'une valeur supérieure à 3 milliards d'euros. Ce montant, bien qu'il ne corresponde qu'à

¹³ Voir notamment Huizinga, J., de Moel, H., Szweczyk, W. (2017). Global flood depth-damage functions, Methodology and the database with guidelines, P.54.

¹⁴ Il y a également lieu de tenir compte d'un effet d'aubaine partiel, lié au taux de remplacement naturel des équipements des ménages. Ainsi, en tenant compte d'une durée de vie moyenne des équipements de sept ans, cela implique que 15 % des équipements viennent à être remplacés par les ménages à chaque période, en dehors de toute autre considération.

une infime fraction du stock total de capital de la région (à peu près 0,8 % de la valeur estimée en 2019), n'en demeure pas moins conséquent lorsqu'il est mis en rapport avec une variable telle que le PIB régional (qui s'établit à un peu plus de 100 milliards d'euros en 2019). Conformément au principe de l'effet « accélérateur » de l'investissement, les dépenses de ce type nécessaires à la reconstitution du niveau désiré de capital devraient dès lors stimuler fortement la demande adressée à l'appareil de production régional et ainsi engendrer une hausse significative du niveau de valeur ajoutée et d'emploi durant la phase pendant laquelle vont s'étendre les travaux¹⁵.

Ainsi, d'une part, les dépenses de **reconstruction des logements** endommagés ou détruits, comptabilisées en tant qu'investissements des ménages, stimuleront l'activité économique durant plusieurs trimestres. Traditionnellement, on estime une durée de l'ordre de deux à trois ans pour rebâtir les logements suite à une catastrophe naturelle¹⁶. Au vu des nombreuses contraintes déjà préexistantes dans le secteur wallon de la construction, nous avons considéré dans notre exercice une durée plus longue, de quatre années au total. Il est également fait l'hypothèse technique que la moitié des ménages se tourneront vers une solution alternative, plus rapide qu'une reconstruction/rénovation profonde de leur logement endommagé (soit un achat sur le marché secondaire ou une location). Sur cette base, tenant compte également du contenu élevé en importation de ce type de dépenses, l'effet sur le PIB wallon se limiterait à +0,1 point de croissance par trimestre sur l'horizon de projection, à partir de la fin 2021.

D'autre part, **les investissements des entreprises** doivent également augmenter afin de permettre une reconstitution du

stock de capital productif. Sous l'hypothèse que la reconstruction se fera en deux années pleines à partir de la fin 2021 et en tenant compte également d'une propension à importer élevée des investissements des entreprises, le PIB wallon serait stimulé à hauteur d'environ 0,3 point de pourcentage par trimestre sur l'horizon de projection.

Enfin, en ce qui concerne **les dépenses de reconstruction du capital public**, nous considérons à ce stade qu'il s'agira entièrement d'une réallocation de budgets publics précédemment destinés au Plan de relance wallon officialisé à la veille de la survenue de la catastrophe. Techniquement, il n'y a dès lors pas d'effet additionnel lié aux inondations à prendre en compte dans nos projections. Cette hypothèse pourrait être nuancée en fonction de l'ampleur, du calendrier et des modalités de l'intervention éventuelle du fonds de solidarité européen.

Si l'on suppose un déblocage progressif de la production à mesure que le stock de capital se reconstruit, on peut anticiper un effet net positif sur l'activité économique en Wallonie qui serait compris entre 0,1 et 0,3 point de croissance entre le quatrième trimestre de cette année et la fin 2022. En moyenne annuelle, ce scénario implique un effet net négligeable sur le PIB de la région en 2021 et une contribution positive relativement sensible pour 2022.

De nombreuses incertitudes

Rappelons que de nombreuses incertitudes planent quant aux hypothèses adoptées dans l'établissement du scénario présenté ci-dessus et, en premier lieu, celle relative à l'estimation initiale des dégâts. Une série d'hypothèses plus conservatrices, telles qu'un degré plus élevé que d'habitude de recours aux

¹⁵ En théorie, une catastrophe naturelle peut également avoir des effets bénéfiques à long terme sur la croissance économique et l'emploi, en constituant une opportunité pour moderniser l'appareil productif. Toutefois, deux éléments tendent à nuancer ce point de vue. D'une part, les entreprises doivent souvent restaurer très rapidement l'activité afin d'atténuer les pertes de production, ce qui peut rendre une reconstruction à l'identique plus intéressante que l'incorporation de techniques et technologies plus modernes. D'autre part, il est souvent possible de sauver une partie du capital sinistré, atténuant l'effet destructeur de l'événement à court terme sur la capacité productive des entreprises. Au niveau empirique, les effets estimés des catastrophes sur le PIB à long terme sont ambigus, avec un impact positif plutôt mis en évidence dans le cas d'économies en voie de développement qui présentent un plus grand potentiel de « rattrapage » technologique. Pour plus de détails, voir : Hallegatte S., Dumas, P. (2009), *Can natural disasters have positive consequences ? Investigating the role of embodied technical change*, Ecological Economics, 62, pp. 777-786.

¹⁶ Voir notamment : Holtz-Eakin, D. (2005), *Macroeconomic and Budgetary Effects of Hurricanes Katrina and Rita*, CBO Testimony, before the Committee on the Budget U.S. House of Representatives, October 6, 2005

importations (internationale et interrégionale) pour satisfaire le surplus de demande et/ou un étalement plus important des investissements dans le temps, nous amènerait à réduire l'effet haussier du choc de demande, si bien que l'effet net sur le PIB deviendrait également négligeable en 2022. Cela pourrait être le cas par exemple si les contraintes d'offre s'avéraient trop fortes dans le secteur wallon de la construction, notamment si la pénurie de

main-d'œuvre devait s'accroître à l'avenir. À l'inverse, une reconstruction plus rapide n'est pas exclue, engendrant une hausse plus consistante de l'activité économique wallonne dans le courant de l'année 2022. Une indemnisation plus importante qu'anticipée des ménages pour les contenus des bâtiments pourrait également stimuler davantage la demande de consommation à l'avenir.

3.2

COMMERCE

EXTÉRIEUR

La récupération franche des exportations wallonnes de marchandises entamée dès le début de l'été 2020, dans un contexte de reprise vigoureuse des activités d'échange au niveau international, a connu un coup d'arrêt durant l'hiver 2020-2021, lorsque de nouvelles mesures sanitaires strictes ont été imposées chez la plupart de nos partenaires commerciaux européens (cf. graphique 3.6). À partir du printemps de cette année, le succès grandissant des campagnes de vaccination en Europe et aux États-Unis, ainsi que la levée progressive des différentes mesures pesant sur la demande intérieure de nos partenaires commerciaux ont sensiblement amélioré les débouchés des entreprises wallonnes. D'après l'OCDE, le redressement des importations de marchandises des pays du G20 a en effet été remarquable au deuxième trimestre de 2021. En outre, le rebond, qui concernait jusqu'alors surtout la demande en provenance de la Chine et des États-Unis, s'est récemment étendu à nos pays voisins. Nos principaux partenaires commerciaux participent dès lors pleinement à la reprise de la demande internationale de marchandises¹⁷. Dans ce contexte, il ressort des comptes nationaux que la croissance des exportations belges s'est franchement accélérée au deuxième trimestre de cette année, affichant une hausse supérieure à

+5 % en rythme trimestriel (après +1,6 % au trimestre précédent).

Accélération des exportations wallonnes au deuxième trimestre

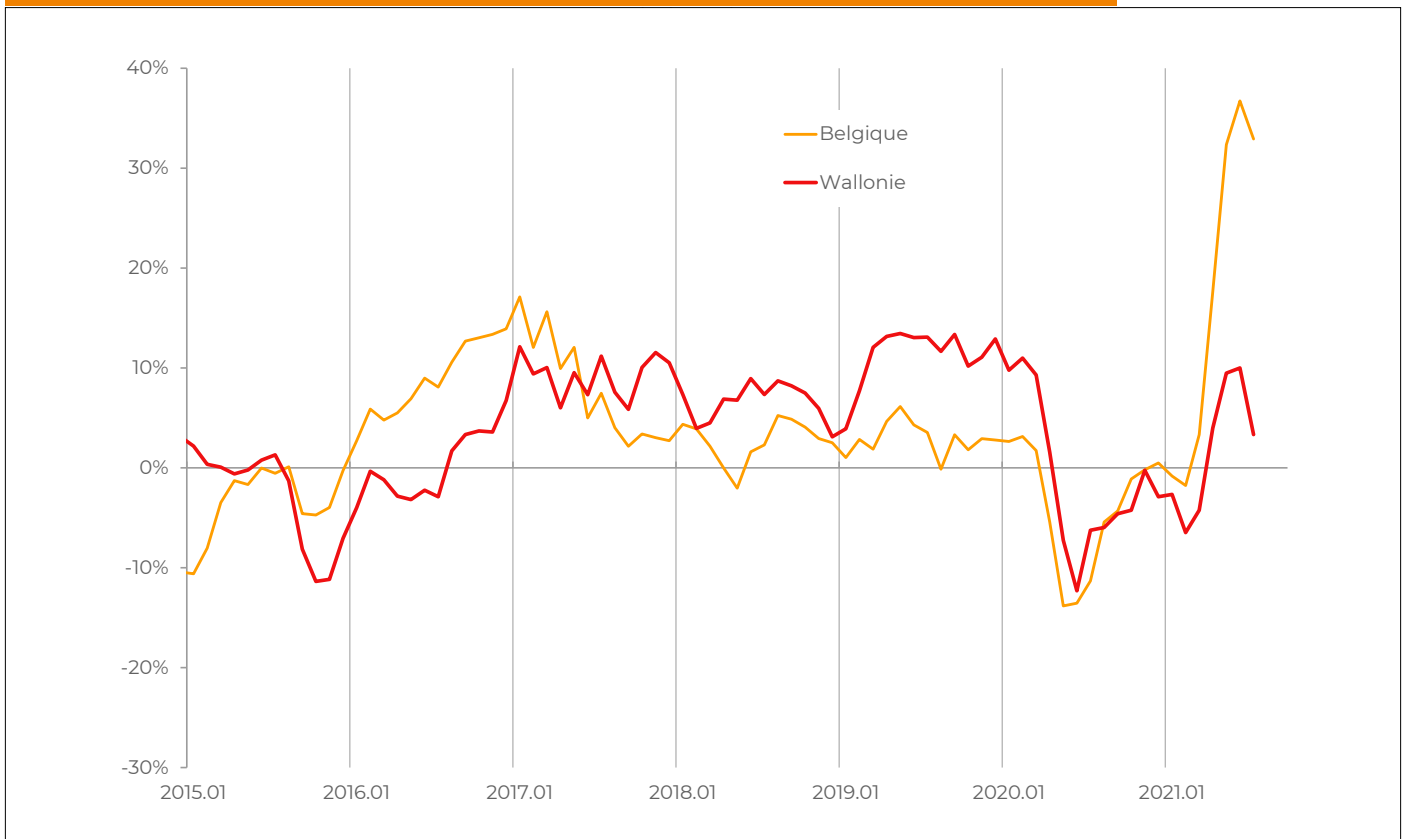
Même si les statistiques relatives au commerce extérieur de marchandises semblent indiquer un décrochage de la croissance wallonne par rapport à la moyenne belge au cours des mois récents (cf. graphique 3.6), un examen plus approfondi de ces données permet de nuancer ce constat. En effet, cette divergence est essentiellement le résultat d'une évolution très atypique observée au sein d'un nombre très réduit de secteurs économiques. En particulier, les exportations des différentes régions belges de produits pharmaceutiques ont connu une évolution très contrastée au cours des mois récents. Ainsi, sur la période de trois mois se terminant en juillet 2021, les exportations de ces produits (en valeur) ont progressé sur un an de plus de 60 % en Belgique, alors qu'elles régresaient de -12 % en Wallonie¹⁸, expliquant la majeure partie de l'écart de croissance constaté pour les exportations totales de marchandises¹⁹.

¹⁷ Au deuxième trimestre de 2021, les importations de marchandises de la France ont augmenté à un rythme proche de +3 % et celles de l'Allemagne à un rythme de +6 %, après une croissance molle au trimestre précédent (+1 %). Pour plus de détails, voir le communiqué de presse de l'OCDE du 24 août 2021, disponible en ligne : <https://www.oecd.org/fr/sdd/stats-echanges/International-trade-statistics-Q2-2021-Fr.pdf>

¹⁸ Notons qu'une première version des données régionales d'exportations de marchandises, disponible sur le site de la BNB à la mi-septembre, présentait certaines erreurs et/ou omissions dans les déclarations de quelques-unes des principales firmes pharmaceutiques multirégionales depuis le début de l'année 2020. Un travail de vérification systématique par les services de la BNB a eu lieu depuis lors, débouchant sur un certain nombre de révisions lors de la publication mensuelle de ces statistiques à la mi-octobre. Il n'est néanmoins pas exclu que ce processus de révision se poursuive ultérieurement, donnant lieu à de nouvelles corrections lors d'une future version de ces données.

¹⁹ Une autre partie significative du différentiel de croissance est liée à la progression très vive du commerce de pierres précieuses (reflétant probablement en grande partie des hausses de prix) qui a favorisé les exportations flamandes ainsi qu'à un recul significatif des exportations wallonnes de matériels de transport, qui se sont montrées très erratiques au cours des dernières années, alors que dans le même temps les exportations belges de ces produits progressaient sensiblement.

Graphique 3.6 – Variation à un an d'écart des exportations de marchandises, hors gaz (en valeur, moyenne mobile sur trois mois)



Source : BNB - Calculs : IWEPS

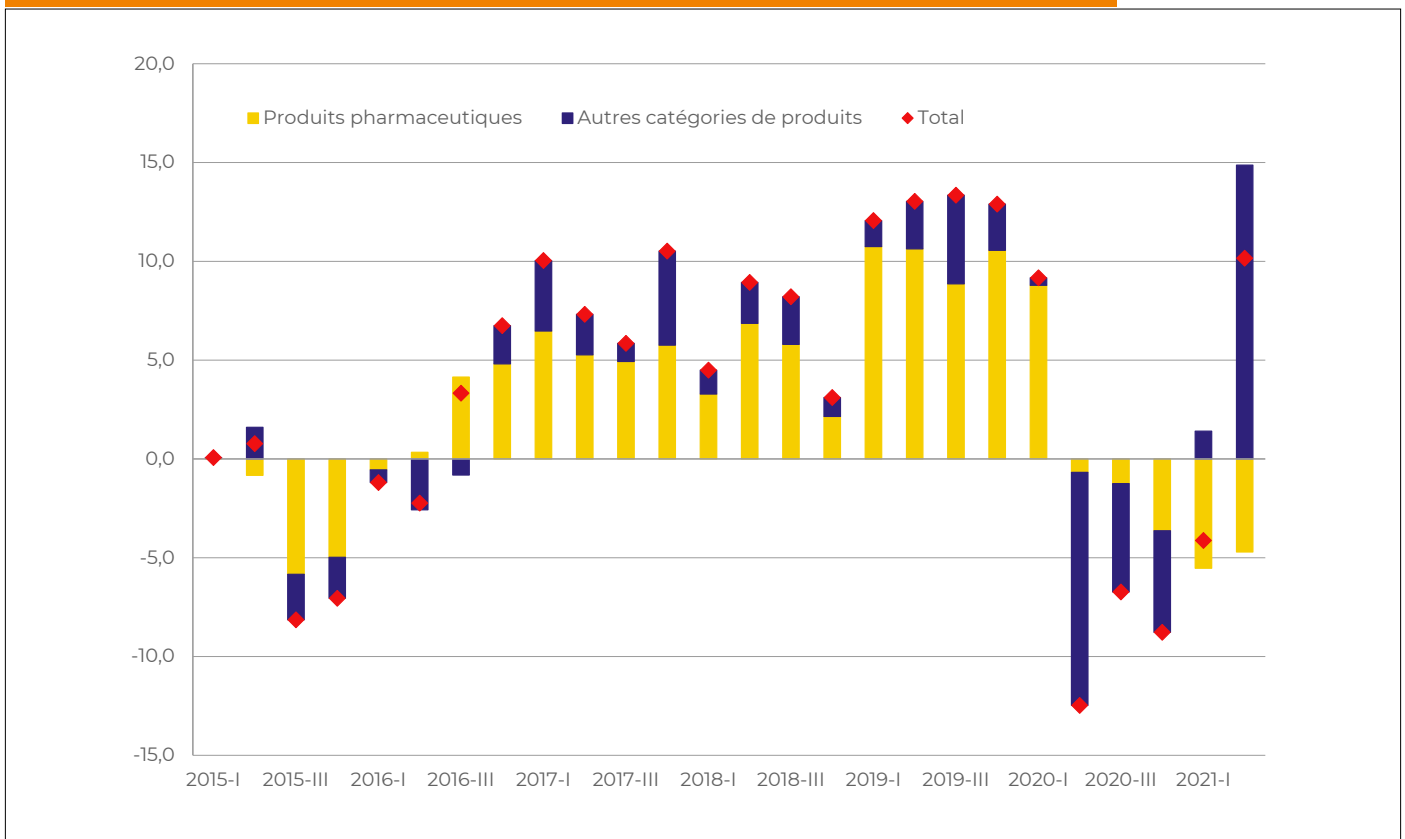
Force est de constater que les exportations wallonnes de produits pharmaceutiques ont en effet affiché une évolution très atypique durant la phase immédiate précédant la crise sanitaire et au lendemain de celle-ci (cf. graphique 3.7). Étant donné le poids très élevé de ces produits dans le total des marchandises exportées par la région (plus de 30 %), cette évolution influence sensiblement le profil de croissance des exportations totales. Ainsi, une croissance particulièrement robuste des exportations wallonnes de ces produits jusqu'au premier trimestre de 2020²⁰ est à la base d'un acquis de croissance sensiblement plus favorable à la Wallonie pour l'année 2020, si bien que nous estimons que la moyenne annuelle des exportations wallonnes se serait nettement moins contrac-

tée qu'au niveau national (-3,7 % contre -5,5 %).

Si l'on exclut le secteur pharmaceutique, dont les évolutions sont peu sensibles à la conjoncture, la plupart des secteurs wallons ont connu une nette amélioration de leurs débouchés au cours du printemps dernier (cf. graphique 3.7), la croissance moyenne des exportations totales de ces marchandises (à l'exception des produits pharmaceutiques donc) enregistrant une croissance de l'ordre de 30 % (en valeur) sur un an au deuxième trimestre 2021. Hormis certaines catégories de biens très spécifiques, telles que les instruments techniques et de précision (en grande majorité du matériel médical), qui peinent à récupérer leur niveau d'avant la crise, les exportations de la plupart des principales catégories de biens ont dépassé au second

²⁰ Les exportations wallonnes de produits pharmaceutiques ont affiché une hausse sensible et continue à partir du début de l'année 2019 pour atteindre un pic historique au premier trimestre de 2020, totalisant un montant de plus de 5 milliards d'euros sur un trimestre, ce qui représente près de 40 % des exportations totales de marchandises au cours de ce trimestre. Depuis lors, celles-ci semblent régresser de manière relativement continue pour s'établir à un niveau de l'ordre de 3,7 milliards d'euros au second trimestre de cette année.

Graphique 3.7 – Contributions des secteurs à la croissance annuelle des exportations wallonnes (données trimestrielles en valeur)



Source : BNB - Calculs : IWEPS

trimestre de cette année leur niveau enregistré en moyenne durant l'année 2019.

De leur côté, après une évolution lente en fin d'année 2020 et au début de 2021, les importations wallonnes de marchandises ont également bien rebondi au cours du printemps. Elles ont ainsi retrouvé, au cours de la période de trois mois s'achevant en juillet 2021, le niveau moyen qui était observé en 2019.

Un regain d'optimisme de la part des entreprises exportatrices wallonnes se dégage nettement des enquêtes d'opinions menées par la BNB depuis le printemps dernier (cf. graphique 3.8). En effet, alors que le niveau du carnet de commandes à l'exportation dans l'industrie semblait stagner en début d'année aux alentours de sa moyenne de long terme, celui-ci s'est envolé depuis

pour atteindre des sommets comparables à ceux observés durant la période 2017-2018 qui était très favorable sur le plan du commerce mondial. La progression des exportations wallonnes devrait dès lors afficher un rythme de croissance largement positif au cours des prochains trimestres.

Contexte international très propice aux exportations

Le contexte international semble en effet toujours très favorable pour les exportations wallonnes. Sous l'impulsion initiale de la reprise en Chine et aux États-Unis, le commerce international de marchandises progresse encore à un bon rythme, même si un fléchissement de la croissance est perceptible depuis cet été. En outre, la

poursuite du rattrapage de la demande intérieure des pays européens, en particulier des économies allemande et française, concourt à la progression rapide des débouchés pour nos entreprises. Par ailleurs, la matérialisation en cours des plans de relance nationaux ainsi que du Plan de relance européen devrait contribuer au rebond des échanges industriels intraeuropéens, ce qui est très favorable pour les entreprises wallonnes (et belges en général) productrices de biens intermédiaires et semi-finis.

Néanmoins, la croissance des exportations wallonnes devrait progressivement s'essouffler à l'avenir. En effet, de manière générale, dans un processus de rattrapage du niveau de la production, il est naturel que la croissance soit particulièrement robuste dans la phase initiale de la reprise, pour se modérer progressivement ensuite à mesure que le niveau de l'activité se rapproche de la normale. Par ailleurs, le processus de reprise actuel de l'économie mondiale se heurte encore sous certains aspects aux contraintes sanitaires qui peuvent toujours concerner à ce jour certaines régions et/ou certains types d'activité à l'échelle mondiale. C'est notamment le cas des économies émergentes asiatiques, considérées parfois comme les « ateliers du monde », où de nouvelles contraintes sanitaires fortes semblent peser sur le rebond de la production et pénaliser sensiblement certaines chaînes de valeur internationales qui dépendent de biens intermédiaires spécifiques (les semi-conducteurs entre autres). Par endroits, des contraintes logistiques dans l'acheminement des marchandises (pénurie de conteneurs) peuvent également constituer une entrave à un rebond plus franc des activités d'échange au niveau mondial. De manière générale, la vigueur de la reprise au niveau mondial a fait apparaître au cours des derniers mois une série de goulots d'étranglement, se matérialisant par un allongement des délais de livraison des marchandises au niveau international et un renchérissement généralisé des matières premières et des intrants, ce qui n'est pas sans poser des difficultés pour les entre-

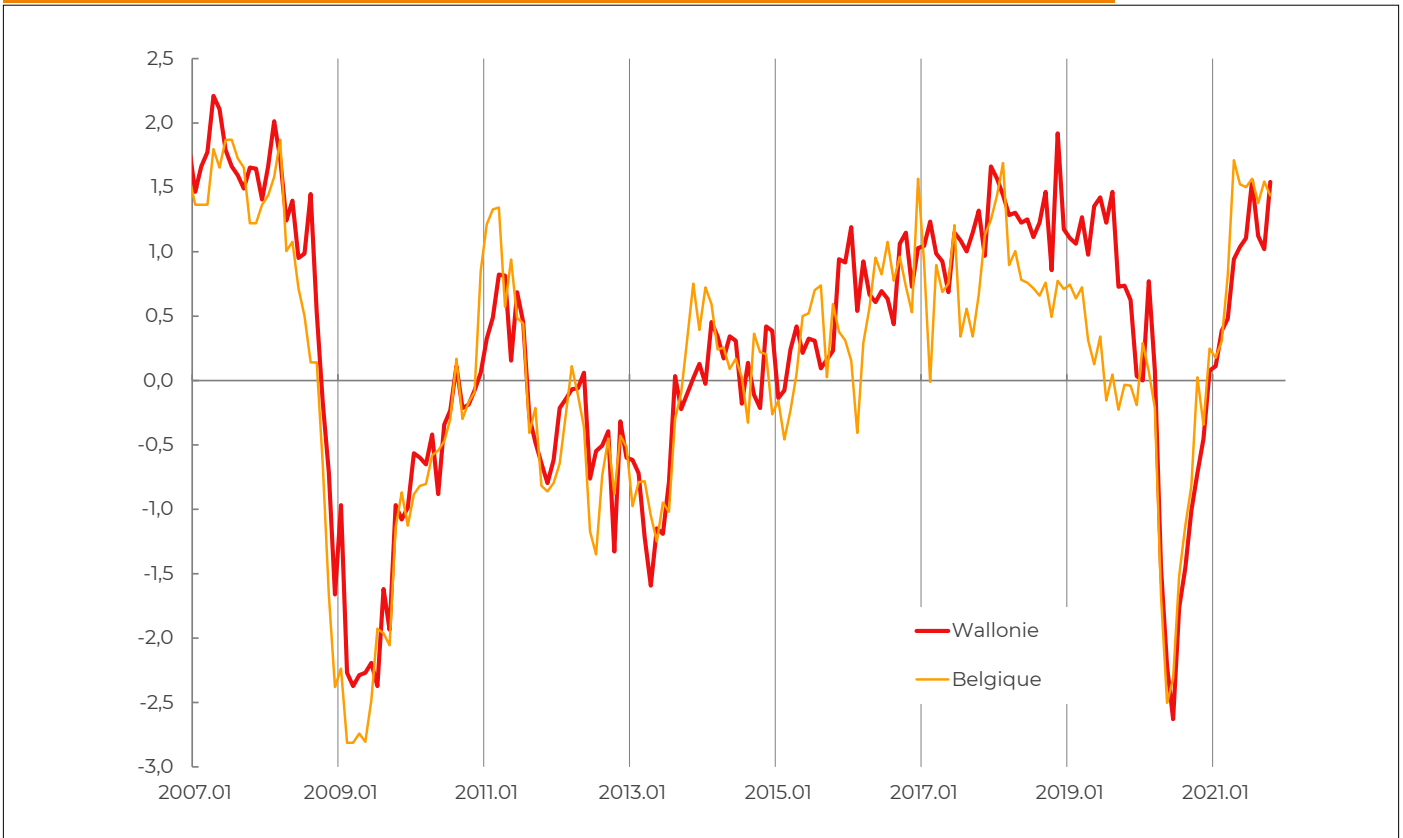
prises industrielles dans nos économies avancées. À l'instar de ce qu'anticipent les grandes organisations internationales (OCDE et FMI en l'occurrence), nous considérons que les déséquilibres présents actuellement sur certains marchés devraient progressivement se résorber dans le courant de l'année 2022. On pourrait dès lors assister à un atterrissage en douceur de l'inflation au niveau global et une normalisation sans heurt de la croissance économique dans nos économies, qui tendrait progressivement vers son rythme potentiel en fin d'année 2022. Dans ce contexte, le rythme de croissance des exportations wallonnes devrait se stabiliser d'ici la fin de la période de projection, aux alentours de la moyenne observée avant la crise de la Covid-19, soit à un niveau compris entre 3 et 4 % par an (en termes réels).

En raison du tassement progressif de la croissance des exportations au cours de la période de projection, notre scénario fait apparaître en moyenne annuelle une évolution plus faible en 2022 (+4,9 %) qu'en 2021 (+6,3 %). Sur l'ensemble de ces deux années, l'évolution des exportations demeurerait ainsi en retrait par rapport à la croissance attendue de la demande potentielle de nos principaux partenaires commerciaux (cf. graphique 3.9)²¹, ce qui traduit en partie un effet de compensation après la performance flattée qui avait été observée en 2020 (cf. supra).

À court terme, la croissance des importations devrait être particulièrement robuste en raison du rétablissement franc des dépenses de consommation des ménages, à tel point qu'elle dépasserait la croissance des exportations. En lien avec l'important effort de reconstruction qui devrait s'enclencher en Wallonie à la suite des inondations de juillet dernier, la croissance de trimestre à trimestre des importations serait sensiblement supérieure à celle des exportations tout au long de l'année 2022, si bien qu'en moyenne annuelle la croissance de cette composante atteindrait +7,5 %, en accélération par rapport à 2021 (+6,4 %). D'après ce scénario, la contribution du commerce extérieur à la croissance écono-

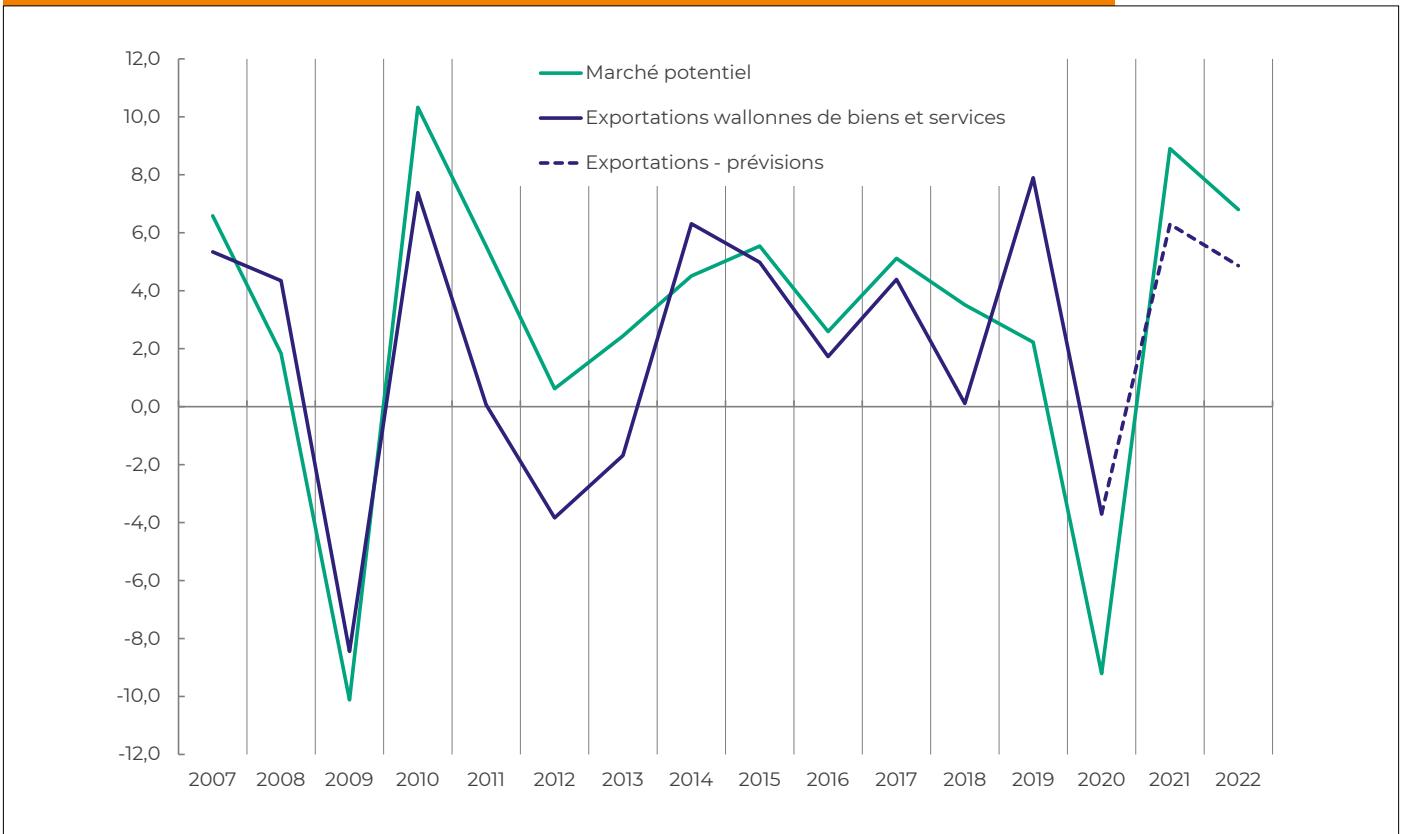
²¹ La publication la plus récente des perspectives de croissance de la demande d'importations de nos principaux partenaires a été produite par le FMI à la mi-octobre 2021. Sur la base de ces projections réalisées pour un ensemble de 50 pays qui totalisent ensemble près de 97 % des exportations wallonnes de marchandises (en 2019), nous estimons que la croissance de la demande de biens et services potentiellement adressée à la Wallonie serait de l'ordre de +9,0 % en 2021 et de 6,8 % en 2022 (après une contraction de -9,0 % en 2020).

Graphique 3.8 – Appréciation du carnet de commandes dans l'industrie (soldes des réponses, données désaisonnalisées, moyennes centrées réduites)



Source : BNB - Calculs : IWEPS

Graphique 3.9 – Marché potentiel des exportations wallonnes (sur la base des prévisions d'importations des partenaires)



Sources : FMI, BNB - Calculs : IWEPS

mique de la Wallonie serait de +0,4 point cette année et deviendrait sensiblement négative l'an prochain (-0,6 point).

Notons qu'un risque particulier pèse actuellement sur notre scénario d'évolution des exportations wallonnes. En effet, si la flambée des prix internationaux de l'énergie observée ces derniers mois devait se poursuivre plus longtemps qu'anticipé, une spirale de hausse des prix et des salaires pour-

rait prendre cours en Belgique, notamment eu égard au mécanisme d'indexation automatique des salaires. Dans pareil cas de figure, la compétitivité-coûts des entreprises wallonnes serait pénalisée, ce qui pourrait affecter leur capacité à écouler leurs produits sur les marchés internationaux. La croissance des exportations serait dès lors plus faible qu'escomptée dans notre scénario.

3.3

LA DEMANDE

INTÉRIEURE

3.3.1 Les ménages

En 2020²², malgré la chute brutale de l'activité, la mise en place de mesures de soutien aux revenus aurait permis au revenu disponible agrégé des Wallons de croître en termes réels (+1,6 %, cf. infra). L'impossibilité de procéder à des achats de biens et de services devrait néanmoins s'être traduite par une dégringolade de la consommation (-9,0 %) et un relèvement inédit de près de 10 points du taux d'épargne (atteignant 18,4 %). Les récentes statistiques issues de l'enquête sur le budget des ménages pour les années 2019 et 2020 semblent révéler un recul plus marqué de la consommation en Wallonie qu'en Flandre, relativement proche de la moyenne belge cependant, étant donné la baisse plus accentuée encore à Bruxelles. En particulier, les dépenses wallonnes de vêtements et chaussures ainsi que dans l'horeca auraient régressé de près d'un tiers, davantage qu'en Flandre. De plus, la hausse des dépenses alimentaires directes n'a pas été aussi conséquente qu'en Flandre. En outre, alors qu'au nord du pays, l'achat de meubles et autres objets ménagers s'est nettement accru, il aurait stagné en Wallonie. On notera cependant que les ménages flamands ont davantage adapté à la baisse leurs dépenses dans certains services : transport, loisirs (dont voyages) et autres services personnels.

Pour la suite, notre scénario table sur un redressement de la consommation des ménages wallons. Entamée entre les deux périodes de confinement de 2020, la reprise de la consommation ne devrait véritablement s'être poursuivie qu'une fois la vaccination suffisamment avancée et la plupart des obstacles aux interactions sociales levés, soit principalement au deuxième et au troisième trimestre de 2021. Plus tardif

que pour les autres composantes de la demande, le rattrapage du volume de consommation se prolongerait au cours des prochains mois, tout en retrouvant progressivement des rythmes de croissance plus habituels.

Redressement spectaculaire de la confiance jusqu'en juillet dernier

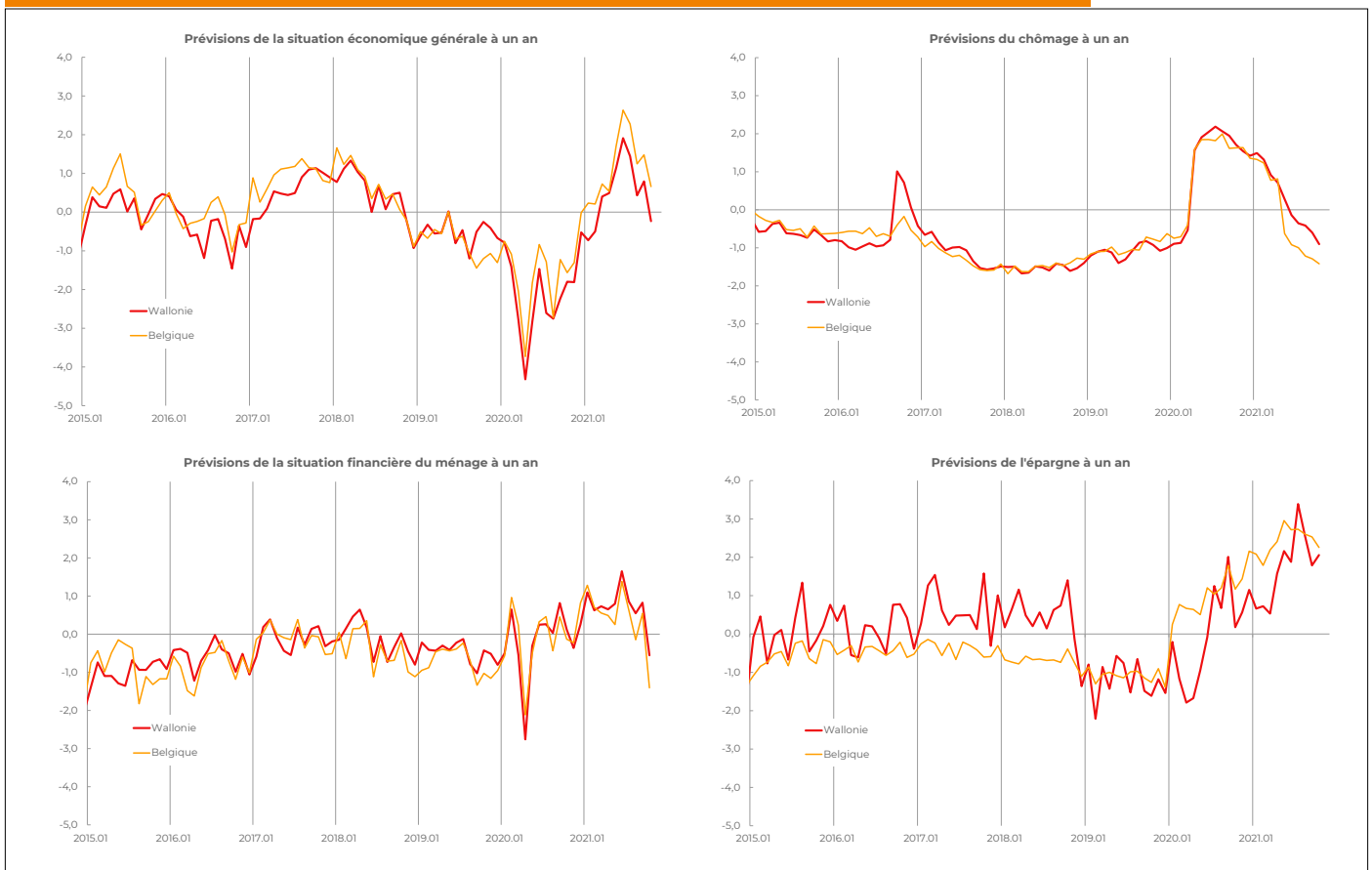
Ce scénario s'appuie d'abord sur un haut niveau de confiance des consommateurs dont témoigne l'indicateur synthétique mensuel issu des enquêtes de la BNB. Ce dernier a enregistré une progression pratiquement ininterrompue entre son plancher historique d'avril 2020 et un pic en juillet 2021, inédit depuis 2018. Le redressement rapide de l'indice synthétique est porté par l'ensemble de ses composantes.

Tout d'abord, la perception des ménages quant à l'évolution de leur situation financière est restée globalement favorable tout au long de cette période de crise, mis à part lors de son déclenchement en Belgique en mars et en avril 2020. Cette appréciation particulièrement positive se justifie par la mise en place de mesures compensatoires en cas d'arrêt de l'activité et se confirme avec les observations et estimations en matière de revenus (cf. infra). Néanmoins, la dernière observation d'octobre 2021 s'est révélée en une seule fois nettement moins favorable, probablement en raison du regain de l'inflation.

Les anticipations d'épargne se sont aussi redressées de façon spectaculaire au cours de l'année 2020, témoignant de la forte contrainte pesant alors sur les dépenses. Ces prévisions ont à nouveau franchement progressé au printemps de cette année. Sans doute ont-elles été dopées par la perspective alors plus concrète d'une sortie de crise sans perte de revenus importante,

²² Rappelons que dans les comptes régionaux de l'ICN, le revenu disponible des ménages et leur consommation sont mesurés jusqu'à l'année 2018. Sur la base de ces comptes, le revenu disponible réel progressait en Wallonie de +1,1 %, tandis que la consommation s'accélérait pour atteindre +2,4 %. En 2019, nous estimons que la progression rapide de l'emploi, conjuguée à l'accélération des salaires et à la poursuite de la baisse des impôts, a été à la base du renforcement de la croissance du revenu disponible réel des ménages qui devrait avoir atteint +2,9 %. Le climat de confiance montrait cependant déjà des signes de faiblesse ; ce qui a conduit les ménages à modérer leur consommation, dont nous estimons la croissance à +1,8 %.

Graphique 3.10 – Composantes de l'indice synthétique de la confiance des ménages (données cvs, moyennes centrées réduites)



Sources : BNB et IWEPS

conjuguée aux ultimes restrictions mises en place à ce moment. Avec la relance de la consommation, les prévisions d'épargne devraient désormais cesser de progresser (cf. graphique 3.10).

Au-delà de ces appréciations sur leur situation personnelle, les ménages ont aussi fait preuve d'un optimisme croissant vis-à-vis du chômage. Très nettement dégradées en avril 2020, leurs attentes en la matière ont d'abord constitué un frein à l'orientation générale de la confiance. Leurs craintes se sont progressivement apaisées depuis. À partir du printemps 2021, elles sont inférieures à leur moyenne de long terme. Elles restent en outre à ce jour, contrairement aux autres indicateurs, clairement orientées à la baisse. Toutefois, il faut reconnaître que depuis quelques mois, l'amélioration de l'in-

dicateur wallon s'est avérée moins prononcée qu'à l'échelle du pays.

Enfin, par rapport au choc initial du printemps 2020, les anticipations des ménages relatives à l'environnement (macro-)économique se sont, elles aussi, globalement améliorées. Ce redressement n'a été remis en question, ni par les soubresauts de l'épidémie, ni par les trains successifs de mesures restrictives. Il s'est encore poursuivi tout au long du premier semestre de cette année. Au total, ce raffermissement des attentes apparaît toutefois, lui aussi, moins fort en Wallonie que dans l'ensemble du pays. Par ailleurs, cette évolution semble bien avoir marqué le pas dès le mois de juillet, sans doute à nouveau en lien avec le contexte d'inflation croissante.

Globalement, ces observations semblent refléter le fait que la sortie de crise - dont les consommateurs de la région semblaient bien avoir intégré la perspective depuis plusieurs trimestres - est aujourd'hui en cours de concrétisation. Néanmoins, les enquêtes témoignent aussi d'une confiance plus hésitante qu'en Flandre, sans doute dans un contexte socioéconomique wallon moins favorable, et somme toute assez fragile, dans le contexte actuel de hausse des prix. Cette défiance pourrait inciter les consommateurs wallons à davantage de prudence.

Résistance des revenus en dépit de l'inflation

Le scénario de reprise de la consommation privée que nous esquissons à court terme se fonde également sur la situation financière globale actuelle des ménages et les perspectives attendues en matière de revenus.

En Wallonie, comme dans les autres régions, le revenu disponible réel des ménages devrait avoir remarquablement résisté en 2020. Malgré le contexte de la crise sanitaire, il devrait avoir progressé de +1,2 % selon nos dernières estimations²³.

Selon les observations disponibles auprès de l'ONSS, les rémunérations perçues par les salariés wallons auraient diminué davantage que la moyenne belge, ce qui nous amène à estimer aujourd'hui ce recul à -2,4 % (contre -2,1 % pour la Belgique, en termes nominaux). La population active occupée salariée wallonne se serait pourtant légèrement moins contractée (-0,3 % contre -0,4 %). Dès lors, le différentiel de croissance en défaveur de la Wallonie provient d'une diminution plus importante du salaire moyen par tête wallon, elle-même liée à une baisse plus accentuée du temps de travail et un recours plus prononcé aux mécanismes de chômage temporaire. À l'instar des salaires, le revenu mixte des indépendants et les revenus de la propriété

(notamment les dividendes perçus) se seraient aussi nettement repliés.

L'évolution négative des revenus primaires des ménages wallons en 2020 (qui atteindrait 3,4 %, ou -4,0 % en termes réels) est toutefois renversée par les éléments de la distribution secondaire du revenu. D'abord, l'action des stabilisateurs automatiques s'est traduite principalement en une baisse des impôts et des cotisations (-0,8 %). Ensuite, les mesures spécifiques de soutien durant la crise, en particulier l'assouplissement des dispositifs de chômage temporaire et de droit-passerelle, ont largement contribué (à hauteur de 2,3 milliards d'euros, soit aux deux tiers) à l'accroissement des prestations sociales (de +12,3 %). Enfin, les primes versées par les autorités régionales pour soutenir les travailleurs indépendants, de l'ordre de 430 millions, ont nettement réduit l'ampleur du solde des transferts courants l'année dernière²⁴.

La reprise de l'activité économique en 2021, associée à un redressement du volume de travail, se traduirait par le retour d'une croissance largement positive de l'ensemble des revenus primaires en Wallonie sur l'ensemble de l'année (+5,1 % à prix courants, ou +3,1 % en termes réels).

L'inflation plus élevée (+2,0 % contre +0,6 % en 2020) et la remontée des impôts et cotisations sociales, qui accompagne celle de la base imposable, devraient toutefois tempérer la croissance du revenu disponible réel des ménages wallons en 2021. Le pouvoir d'achat augmenterait néanmoins encore de +1,8 % en termes réels, une évolution plus rapide que l'année passée et équivalente à celle attendue pour l'ensemble du pays.

En effet, les prestations sociales au bénéfice des Wallons devraient encore croître en termes nominaux cette année (+1,1 %), la plupart des mesures liées à la crise sanitaire demeurant en vigueur durant une grande partie de l'année. Certes, les presta-

²³ 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 (2021-2026), parues en juillet dernier (IWEPS, IBSA, Statistiek Vlaanderen et BFP), adaptées à la suite des dernières publications disponibles de l'ICN, soit les Comptes nationaux et le Budget économique.

²⁴ Précisons que, pour les ménages, les transferts courants versés (primes, amendes diverses...) dépassent généralement ceux qu'ils reçoivent (indemnités, sub-sides...). Il en résulte un solde négatif relativement faible en proportion du total des revenus (cf. tableau 3.1).

tions de chômage (y compris temporaire) reflueraient de moitié par rapport à l'an dernier, mais les prestations liées au droit-passerelle resteraient encore élevées. De plus, on s'attend à une progression des pensions plus soutenue encore que de coutume en raison du début de la période de relève-

ment des minima sociaux, à laquelle s'ajoutent une hausse toujours aussi rapide que ces dernières années des indemnités de maladie-invalidité et une augmentation sensible des allocations issues du revenu d'intégration ou de son équivalent (plus de 12 %²⁵).

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

	Structure en % du revenu primaire			Croissance nominale en %		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Excédent d'exploitation et revenu des indépendants	11,1	11,2	10,9	-7,5	5,9	3,8
Rémunération des salariés	82,2	82,1	82,5	-2,0	5,0	6,5
dont salaires et traitements bruts	60,8	61,0	61,4	-2,4	5,5	6,6
Revenus nets de la propriété	6,8	6,8	6,5	-12,7	5,2	2,5
Solde des revenus primaires	100,0	100,0	100,0	-3,4	5,1	5,9
Prestations sociales (hors transferts sociaux en nature)	39,9	38,4	36,5	12,3	1,1	0,7
Autres transferts courants nets	-0,5	-0,1	-0,6	-40,0	-71,0	387,0
Impôts courants (-)	-19,1	-19,3	-19,3	-0,8	6,7	5,5
Cotisations sociales (-)	-30,8	-30,4	-3,7	-0,8	3,8	6,8
Revenu disponible nominal	89,6	88,5	85,9	1,8	3,9	2,8
Revenu disponible réel (*)	-	-	-	1,2	1,8	0,2

Source : Prévisions IWEPS au départ de données de l'ICN (jusqu'à 2018).

Note : (*) Le déflateur national de la consommation privée s'élève à +0,6 % en 2020 (comptes nationaux, octobre 2021), à +2,0 % en 2021 et à +2,7 % en 2022 (estimations propres à partir de la prévision de l'indice des prix du BFP d'octobre 2021).

En 2022, la progression nominale des revenus primaires des ménages wallons devrait encore être rapide, proche de +6,0 %, à l'instar de leur principale composante : la rémunération des salariés.

Pourtant, la croissance du nombre d'emplois devrait fléchir l'année prochaine (cf. section 3.4) et la remontée du temps de travail moyen, qui demeure encore en deçà de son niveau d'avant-crise, contribuerait moins à la hausse des prestations de travail et donc des salaires. En termes réels, les augmentations salariales horaires seraient positives en 2022, après avoir été pratiquement absentes en 2021. Elles atteindraient environ +0,4 % sur l'ensemble de ces deux années, conformément à la

norme arrêtée cet été par le Gouvernement fédéral. En revanche, la forte accélération de l'inflation observée depuis le début de cette année devrait se poursuivre jusqu'au tournant de 2022, entraînant, selon les dernières estimations du BFP, un dépassement de l'indice pivot dès le début de l'année prochaine, après celui qui avait déjà été enregistré en août dernier. À quelques mois d'intervalle, cette double indexation devrait générer, pour les salaires nominaux, un acquis de croissance pour 2022 et une progression encore soutenue au cours de l'année même. Aussi, la croissance nominale de la masse des rémunérations versées aux Wallons devrait s'accélérer (+6,6 %) par rapport à 2021.

²⁵ Selon nos estimations complémentaires à celles des Perspectives de juillet dernier et établies pour le récent « Indice de situation sociale de la Wallonie » (IWEPS, octobre 2021).

Un net ralentissement du pouvoir d'achat est néanmoins attendu en 2022 : sa croissance étant estimée à +0,2 %. Il provient d'une part de l'accélération attendue des impôts et cotisations sociales en relation étroite avec les revenus de l'activité économique des ménages. D'autre part, il découle aussi de la suppression des mesures de soutien exceptionnelles mises en place dans le cadre de la crise sanitaire. Malgré tout, en dépit d'un poste « chômage » en diminution, les prestations sociales conserveraient une croissance positive en Wallonie. Elles résultent de tendances à l'augmentation déjà observées avant la crise, comme les indemnités de maladie et invalidité ou les pensions (encore soumises en outre aux revalorisations), mais aussi de la fragilisation de certains publics. Les revenus d'intégration (RIS et ERIS) par exemple progressent encore de près de +7 %. Nous faisons en outre l'hypothèse que les ménages victimes des inondations de juillet perçoivent le même montant d'indemnités d'assurance qu'en 2021, soit environ 225 millions d'euros²⁶. Sans impulsion supplémentaire par rapport à 2021, le solde des transferts courants redevient donc largement négatif en 2022 en raison de la disparition des primes versées aux indépendants touchés par la crise sanitaire (de près de 500 millions d'euros).

Rattrapage des dépenses jusqu'en 2022

La progression attendue de la consommation est bien sûr dépendante de l'évolution des revenus, probablement davantage en Wallonie d'ailleurs que dans le reste du pays, comme nous avons pu le montrer dans nos précédentes éditions. Toutefois, la situation exceptionnelle à laquelle les ménages wallons sont confrontés les a conduits, eux aussi, à relever fortement leur taux d'épargne depuis le début de la crise sanitaire. Compte tenu du maintien de cer-

taines restrictions d'activité, des contraintes administratives en vigueur et d'un risque sanitaire qui n'était pas totalement écarté. Il est peu probable que les ménages aient eu l'occasion durant la première moitié de l'année 2021 de corriger aussi drastiquement leur taux d'épargne à la baisse.

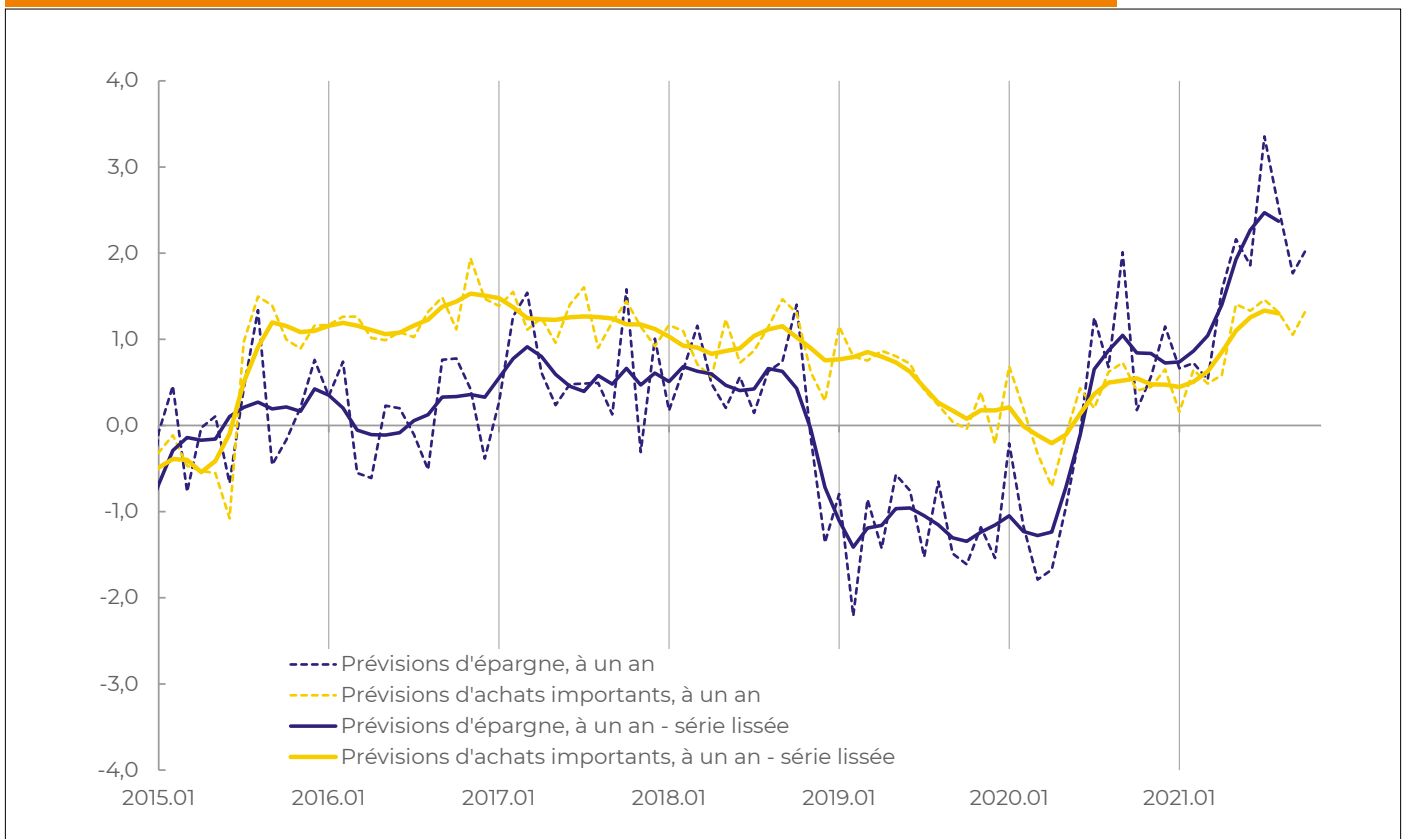
S'appuyant vraisemblablement sur une situation financière en progrès, les consommateurs interrogés dans les enquêtes mensuelles anticipent même une épargne historiquement élevée depuis le début de l'année 2021 (cf. graphique 3.11). Parallèlement à ce niveau élevé d'épargne, les prévisions d'achats importants formulées par les consommateurs se sont aussi nettement renforcées. Ces deux évolutions concomitantes font aujourd'hui mine de se tasser quelque peu.

Avec la levée graduelle des restrictions qui pesaient encore sur la consommation et avec l'atténuation des appréhensions d'ordre sanitaire, nous considérons que la consommation des ménages wallons s'est nettement accélérée au deuxième trimestre (à l'instar de ce qu'indiquent les comptes nationaux) et que sa croissance s'est maintenue au troisième trimestre de cette année. Bien que la confiance des ménages wallons ait quelque peu marqué le pas ces derniers mois, leurs attentes restent orientées à la hausse et des dépenses exceptionnelles - notamment en biens durables, en matériel ou en services de réparation - faisant suite aux inondations de juillet devraient déjà avoir soutenu la consommation.

Une partie du report attendu des dépenses devrait encore se concrétiser au quatrième trimestre et au début de l'année prochaine, avant que la consommation ne retrouve une croissance plus modérée, en lien plus étroit avec l'évolution des revenus. En

²⁶ En première hypothèse, notre estimation porte uniquement sur les seules indemnités liées au contenu des bâtiments et aux véhicules. D'après les mesures gouvernementales annoncées le 15 septembre dernier, les dégâts occasionnés aux immeubles d'habitation s'élevaient à 1603 millions d'euros. Nous avons adopté la règle selon laquelle on valorise généralement les biens meubles à la moitié de cette valeur. Contrairement aux immeubles, les indemnités prévues pour les biens meubles ne sont en outre généralement pas à la hauteur des équivalents neufs, ce qui nous conduit à considérer une indemnisation de 50 % (soit 400 millions d'euros), soit un taux qu'adopte également le Gouvernement wallon pour les contenus non assurés. Notre estimation actuelle pour l'indemnisation des véhicules se base sur les premières informations à notre disposition pour les véhicules assurés en omnium ou en responsabilité civile et s'élève à 50 millions d'euros pour environ 13 000 véhicules concernés. Ces deux montants ont été répartis équitablement entre 2021 et 2022. Nous n'incluons pas ici les indemnités liées aux bâtiments eux-mêmes. Bien sûr, elles devraient en principe augmenter les revenus primaires des ménages. Néanmoins, nous considérons qu'elles se reporteraient pour la plus grande partie sur l'épargne, sans affecter le pouvoir d'achat qui nous occupe dans cette section. En effet, ces montants encore difficilement appréciés actuellement devraient être largement dévolus au remboursement d'une dette hypothécaire ou à la formation d'un nouveau capital (soit l'investissement).

Graphique 3.11 – Prévisions d'épargne et d'achats importants par les ménages wallons (moyennes centrées réduites, données cvs)



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

moyennes annuelles, la consommation des ménages se relèverait donc partiellement (+5,3%) cette année, et se renforcerait même en moyenne en 2022 en raison d'un acquis de croissance favorable (+6,3%) et d'un soutien en première partie d'année des dépenses destinées à compenser certains dégâts des inondations.

Dans ce scénario, le taux d'épargne des Wallons diminuerait en 2021, tout en demeurant à un niveau très inhabituel (14,2%). Il diminuerait davantage en 2022, atteignant 9,1%, un taux qui se rapproche des standards observés en Wallonie durant les quelques années précédant la crise sanitaire.

Encadré 3.2 : Malgré la relative bonne tenue des indicateurs agrégés d'emploi et de revenu, les inégalités se creusent. Quelques conclusions du Rapport de recherche de l'IWEPS de 2021 « Indice de situation sociale de la Wallonie »²⁷

L'impact social de la crise du coronavirus n'est pas réparti équitablement. Le confinement n'a pas touché tout le monde de la même façon. La crise intensifie les faiblesses et les défis déjà existants. Les conséquences sociales de la crise mettent en exergue les problèmes structurels :

insuffisance et inefficacité de certaines allocations, pièges financiers et non financiers de l'inactivité, inégalités dans l'enseignement, soins de santé, etc.

L'Indice de situation sociale (ISS) est un indicateur complémentaire au PIB construit par l'IWEPS. Il permet d'apporter des

²⁷ Reginster Isabelle, Ruyters Christine (2021), Indice de situation sociale de la Wallonie (ISS-8e exercice). Focus sur les impacts de la crise de la Covid-19 sur les conditions de vie et les inégalités sociales en Wallonie. Rapport de recherche de l'IWEPS n°45.

balises pour suivre, année après année, depuis 2004, l'évolution d'indicateurs de l'état de la situation sociale et des déséquilibres socioéconomiques. Sa synthèse sous forme d'indice dresse le bilan du progrès sociétal de la Wallonie en comparaison avec l'évolution du PIB par habitant.

Les résultats de l'analyse et des projections réalisées à l'horizon 2021-2022 montrent que les populations qui étaient déjà les plus précarisées le sont davantage. On assisterait donc à un renforcement des inégalités dans la société de l'après-Covid-19.

En particulier, les difficultés des populations précaires ont été exacerbées : accès difficile aux soins de santé, plus forte comorbidité, conditions de mal-logement accrues et aggravées, emplois temporaires et atypiques qui sont les premiers à être supprimés, répartition inégale du choc de la crise sur les revenus et conditions de vie, en particulier des personnes qui n'ont pu bénéficier ni d'une protection d'emploi, ni d'une protection de la santé et de la sécurité sociale (certains indépendants vulnérables, flexy-jobs, artistes, étudiants jobistes, personnes handicapées, sans papiers, sans abri...) , passage au numérique s'imposant de plus en plus mais fragilisant ces populations caracté-

sées par une part importante de personnes en fracture numérique...

Le focus sur ces populations met en évidence le recul généralisé pour toutes les catégories de personnes précarisées, le risque de renforcement de la concurrence entre catégories de personnes vulnérables si les politiques sociales ne sont pas renforcées, mais aussi le malaise de nombreux travailleurs sociaux dans les services d'aide aux personnes complètement saturés.

Les conséquences sociales de la crise mettent en lumière le rôle d'amortisseur de nos systèmes de solidarité collective en même temps que les limites et lignes de faille de notre système de protection sociale dans sa capacité à être un filet de sécurité pour tous : la conditionnalité de l'accès à certains droits et services a exclu une partie de la population de leur accès à des droits et protections, et les actuels minima sociaux ont démontré qu'ils ne permettaient pas de vivre dignement.

Elles rendent compte de la nécessité d'une réflexion globale sur la protection sociale dans une société appelée à se transformer pour répondre aux défis démocratiques, économiques, écologiques et sanitaires.

Croissance soutenue des investissements résidentiels

Alors que les statistiques régionales de permis de bâtir en forte hausse à la fin de 2019 prédisaient une croissance importante des investissements en logement en 2020, la crise sanitaire n'a pas permis de les concrétiser pleinement et a sans doute contribué à en reporter les nouveaux. Selon les comptes nationaux, le recul de l'investissement résidentiel a atteint -6,8 % en 2020 en Belgique. Notre estimation, basée sur une ventilation régionale mimant celle effectuée dans les comptes régionaux au départ de cette réf-

rence et des statistiques d'autorisations de bâtir, s'établit pour la Wallonie à -5,4 % (cf. graphique 3.12).

Toutefois, fondamentalement, le maintien d'une situation financière des ménages relativement favorable, même au cours de l'année 2020, et singulièrement le niveau élevé de l'épargne ont soutenu et soutiennent encore la demande en investissements résidentiels. De nombreux projets supplémentaires se sont vraisemblablement ajoutés au réservoir initial, ce qui augure d'un rattrapage marqué de cette composante de la demande agrégée.

Avec le rétablissement de la confiance des ménages, ce sont surtout, d'après l'enquête auprès des consommateurs, les intentions d'achat et de construction de logements à deux ans qui sont les mieux orientées. En Wallonie, les indices en la matière ont atteint des niveaux inédits depuis 2014. Les intentions de transformation de logements demeurent cependant plus mitigées : à nouveau en baisse au premier trimestre 2021 avant d'amorcer un léger redressement au second trimestre.

Dans les faits, le recul du nombre de logements ayant reçu une autorisation de bâtir en Wallonie a été bref, se concentrant en mai et en juin 2020. Le niveau mensuel des permis de bâtir octroyés en Wallonie dépassait déjà en novembre 2020 sa moyenne de long terme, soit 1 000 logements concernés par une délivrance de permis. Depuis, ce haut niveau en comparaison des années les plus récentes s'est maintenu chaque mois, et ce, jusqu'en juin de cette année, dernière observation disponible. Quant aux permis liés à une rénovation, qui demeuraient, en 2019 et 2020, en retrait de leur moyenne de long terme, ils enregistrent aussi un rebond substantiel depuis le mois de mars 2021, malgré l'image mitigée que renvoie l'enquête auprès des consommateurs à ce propos. Le nombre mensuel de bâtiments concernés par une rénovation en Wallonie approche également 1 000 unités, soit 14 % de plus que la moyenne de long terme. Il faut noter qu'il est trop tôt pour voir apparaître aujourd'hui, sur les autorisations, l'effet haussier probable lié aux besoins de reconstruction dans les zones les plus touchées par les inondations de juillet dernier. Nous pensons que ces derniers alimenteront aussi la demande potentielle d'investissement, mais sans doute de façon étalée, sur un horizon temporel qui s'étendra au-delà de 2022.

Le volume potentiel d'activité pour les mois qui suivent la délivrance des permis est en tout cas d'ores et déjà perçu favorablement par les opérateurs du secteur de la construction dont les attentes sont très positives.

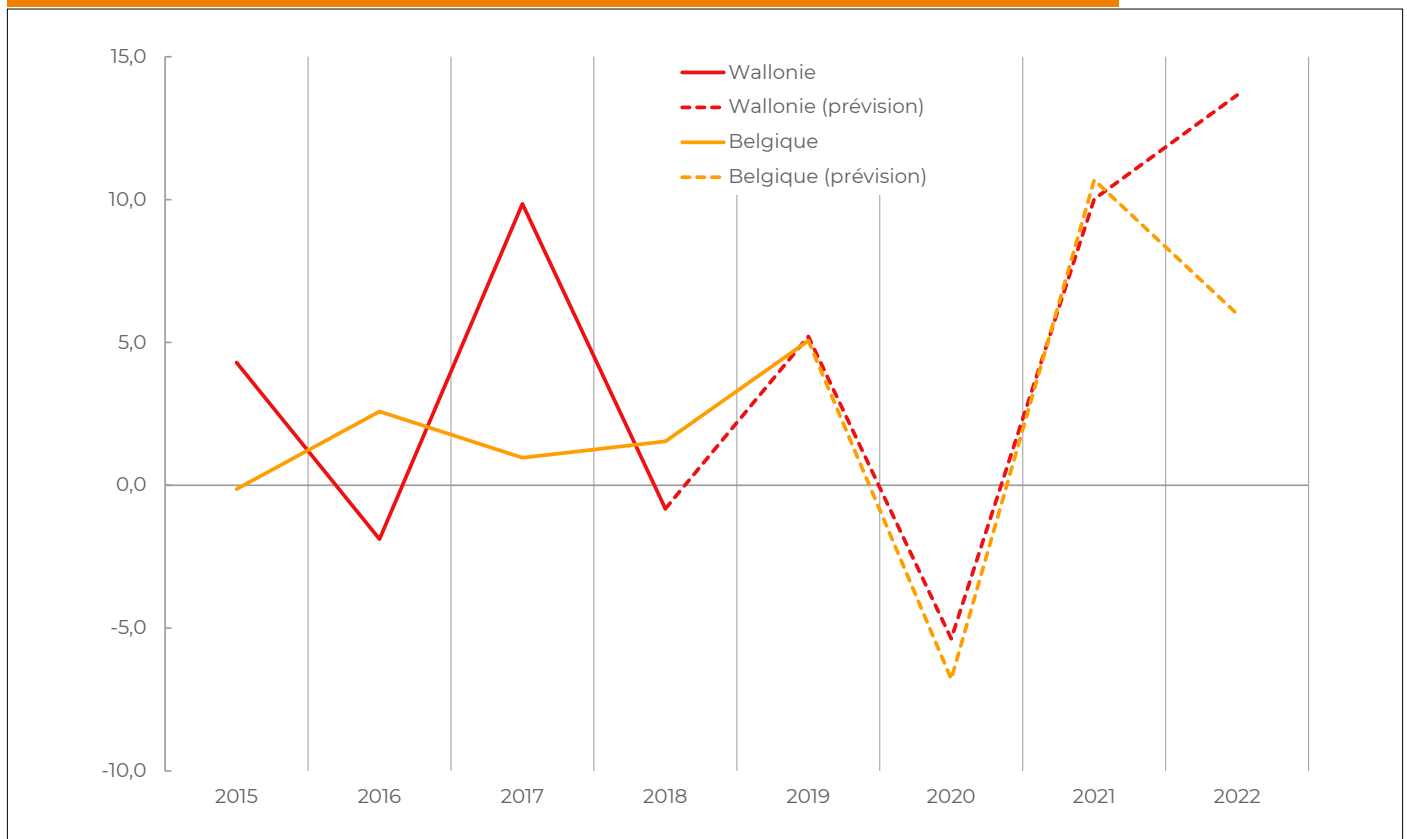
Ainsi, d'après les enquêtes mensuelles de la BNB, l'indicateur synthétique de la confiance des entrepreneurs wallons de la construction et leurs anticipations de la demande se sont redressés très rapidement en 2020. Elles ont en outre connu une nouvelle accélération depuis le début de cette année, pour atteindre des valeurs historiquement élevées, sans véritable retournement encore aujourd'hui.

De même, selon les enquêtes menées spécifiquement auprès des architectes (mais au niveau de la Belgique), on observe que les missions qui ont été octroyées aux architectes ne se sont guère éloignées de leur moyenne de long terme au moment de la crise sanitaire, en particulier sur le segment résidentiel. Elles sont rapidement repassées au-dessus et ont encore progressé au premier semestre de 2021. Quant aux prévisions que les architectes formulent, elles se sont certes affaïssées lors du premier confinement, puis légèrement à l'automne 2020, mais elles se sont aussi très sensiblement redressées depuis.

Sur le plan financier, outre l'accumulation récente de fonds propres par les ménages qui pourraient avoir en partie substitué des dépenses d'investissement aux dépenses de consommation, l'accès au financement reste facilité par des taux d'intérêt historiquement bas. En ce qui concerne les autres conditions du crédit immobilier, les enquêtes menées auprès des banques belges (dans la *Bank Lending Survey*) témoignent d'une neutralité, voire d'un assouplissement de leur politique d'octroi, depuis le début de cette année. En particulier, alors que la quotité d'emprunt était restée au centre de l'attention des prêteurs durant les trois premiers trimestres de 2020, les banques sont revenues, depuis lors, à une position neutre en la matière. Par ailleurs, les banques elles-mêmes formulent des anticipations de demande de crédit particulièrement élevées depuis le troisième trimestre de 2020.

Les observations de crédit hypothécaire par région suggèrent d'ailleurs une récupé-

Graphique 3.12 – Taux de croissance attendu du volume des investissements résidentiels



Source : Estimations IWEPS au départ de données de l'ICN.

ration rapide de la baisse des montants nouvellement empruntés qui avait eu lieu au deuxième trimestre de 2020 en Wallonie. Cette récupération a été suivie d'une expansion dès la fin de l'année dernière et, plus récemment, d'une nouvelle phase d'augmentation très marquée, de mars à juin 2021. Si l'on en croit le détail des données, nationales cependant, relatives aux crédits réalisés, la proportion de refinancement d'emprunts existants est restée limitée dans les nouveaux contrats. Dès lors, on peut raisonnablement penser que les nouveaux emprunts participent à l'augmentation effective du volume d'achats et de constructions immobilières, telle qu'elle ressort des intentions formulées par les ménages.

L'ensemble de ces observations semble donc confirmer, à l'échelle wallonne, un

scénario de reprise rapide et marquée de l'investissement en logement. Comme au niveau national, un fort rebond serait intervenu dès le troisième trimestre de 2020, procurant un acquis de croissance pour l'année 2021. Après un temps d'arrêt en fin d'année 2020, en raison du deuxième confinement, les investissements se seraient à nouveau accrus rapidement dès le début de l'année 2021. La récente hausse des permis et des crédits indique, selon nous, que la croissance de l'investissement pourrait encore se renforcer au cours du second semestre.

En 2022, l'effet de rattrapage des projets reportés devrait s'amenuiser et la situation financière des ménages s'annonce également moins favorable. Cependant, la dynamique de l'investissement devrait rester soutenue par la reconstruction ou la réno-

vation d'une partie des logements détruits ou abîmés lors des inondations de juillet. Ce surcroît attendu de la demande devrait néanmoins inévitablement s'étendre sur plusieurs trimestres encore, sous peine de buter sur des contraintes du côté de l'offre, dans un contexte où l'activité du secteur de la construction est très sollicitée et où la crise sanitaire a pu retarder les chantiers ou allonger les délais de livraison de matériaux.

Nous tablons malgré tout sur des rythmes de croissance trimestriels nettement supérieurs aux moyennes observées à long terme pour ce type d'investissements. Aussi, la croissance attendue en Wallonie atteindrait +10,0 % en 2021 et +13,7 % en 2022, une dynamique d'abord inférieure, puis supérieure à celle qui serait enregistrée au niveau belge (respectivement +10,7 % et +6,0 %).

3.3.2 Les entreprises

Une remarquable résilience de l'investissement des entreprises

À l'échelle régionale, les données de comptabilité relatives à la formation brute de capital fixe ne sont disponibles que jusqu'à l'année 2018. Pour les années les plus récentes, nous établissons donc des estimations sur la base des données issues des déclarations des entreprises auprès de la TVA (cf. graphique 3.13). Ces estimations actent, au deuxième trimestre 2020, un sévère recul, de -24,7 % à un an d'écart. Un rebond s'observe ensuite au troisième trimestre et, en dépit du deuxième confinement, le redressement s'est poursuivi au quatrième trimestre 2020. Durant la première partie de cette année, la formation brute de capital fixe a augmenté de manière

Graphique 3.13 – Croissance des investissements des entreprises en Wallonie (estimations sur la base des données de TVA – indice 100 = 4^e trimestre 2019)



Note : données en volume, corrigées des variations saisonnières

Sources : ICN, Statbel – Calculs : IWEPS

soutenue. Cette progression est telle, qu'à la mi-2021, nous estimons que le niveau de l'investissement des entreprises en Wallonie serait revenu à son niveau d'avant la crise (niveau du quatrième trimestre 2019). Ainsi, si toutes les composantes de la demande contribuent à l'actuelle reprise, le rattrapage des dépenses d'investissement peut, à tout le moins, être qualifié de remarquable.

Comment expliquer cette reprise forte et rapide de l'investissement ?

Il faut chercher les explications de la résilience de la formation brute de capital fixe dans les particularités de la crise de la Covid-19, par rapport à d'autres épisodes de récession²⁸.

La pandémie constitue un choc exogène à l'activité économique, dont les effets sur les entreprises (comme sur les ménages) ont un caractère asymétrique. L'industrie manufacturière et la construction, des secteurs habituellement plus sensibles à la conjoncture économique, ont été, dans le cas de la crise de la Covid-19, plus préservées. Avec de bonnes facultés d'adaptation aux protocoles sanitaires et, pour certains secteurs industriels, sous l'impulsion de la reprise des échanges internationaux, ils ont montré des signes de récupération dès la seconde partie de l'année 2020. À l'opposé, un large pan du secteur des services a été plus sévèrement, et plus durablement, touché par la crise et les mesures prophylactiques y associées. Du point de vue de la formation brute de capital fixe, il s'avère que ces branches – comme l'horeca, par exemple – qui ont connu de très fortes pertes d'activité avec la crise, font partie de celles qui investissent relativement peu d'habitude. À l'inverse, des secteurs – comme la pharmacie, par exemple – qui réalisent une part significative de l'investissement en Wallonie, n'ont pas connu d'aussi fortes baisses d'activité. Cet « effet de composition » constitue le premier facteur explicatif de la bonne tenue globale de l'investissement des entreprises

face à la crise. À l'échelle de la Belgique, les comptes nationaux, disponibles pour l'année 2020, confirment que la chute de l'investissement est fortement corrélée au recul de l'activité. Cette chute s'est ainsi avérée particulièrement importante dans les branches de l'horeca, des services culturels et de la fabrication de matériel de transport, tandis que l'industrie pharmaceutique est la seule branche à accroître ses investissements en 2020, notamment en recherche et développement.

Dans le même ordre d'idées, les indices synthétiques relatifs à la confiance des entreprises nous indiquent que, en particulier dans l'industrie et la construction, les chefs d'entreprise ont, dès la sortie de la première vague, fait preuve d'un relatif optimisme quant aux perspectives de reprise de leurs activités. Cette confiance dans une sortie de crise rapide a probablement encouragé ces entrepreneurs à maintenir autant que faire se peut leur programme d'investissement.

La rapidité de la reprise est liée à la nature même de la crise (choc exogène et non un déséquilibre endogène de l'économie), mais aussi aux mesures publiques de soutien. Dans le cas des entreprises, le soutien massif, sous des formes diverses, mais avec comme unique mot d'ordre de préserver à tout prix l'emploi et le tissu économique, a limité pour partie la chute des revenus des entreprises²⁹. En d'autres termes, en l'absence de telles mesures, les entreprises auraient dû tolérer (et financer) un plus grand *besoin de financement* et certainement, en parallèle, réduire plus encore la distribution de revenus de la propriété ou, ce qui nous intéresse plus particulièrement ici, réduire davantage leurs dépenses d'investissement.

Enfin, les entreprises ont dû adapter leur fonctionnement aux contraintes sanitaires, en généralisant le télétravail ou en développant l'e-commerce. Les enquêtes auprès des entreprises en matière d'invest-

²⁸ Pour une comparaison des caractéristiques de la crise de la Covid-19 par rapport à la crise financière de 2008-2009, voir Coppens, B., Minne, G., Piton, C. et Warisse, Ch., *L'économie belge au lendemain du choc de la crise du COVID-19*, *Revue économique de la BNB*, septembre 2021.

²⁹ Pour une analyse de la santé financière (liquidité et solvabilité) des entreprises belges et une première évaluation ex post des mesures de soutien public prises dans le cadre de la crise, voir Tielens, J., Piette, Ch. et De Jonghe, O., *Liquidité et solvabilité des entreprises belges face à la crise du COVID-19 : une évaluation après la première vague*, *Revue économique de la BNB*, décembre 2020.

tissement le constatent³⁰ : ces adaptations forcées ont boosté les investissements en faveur des technologies numériques. Les entreprises ont ainsi procédé à des dépenses non planifiées d'équipements, tels que des ordinateurs ou des logiciels, pour moderniser et faire monter en puissance leur système informatique. Ces dépenses d'investissement spécifiques ont contribué à atténuer la baisse globale de l'investissement.

En résumé, un effet de composition, la conviction de certains entrepreneurs qu'une sortie de crise rapide était un scénario plausible, le soutien public massif aux entreprises et l'investissement dans des équipements numériques sont autant de facteurs qui permettent d'expliquer le rebond des investissements que nous observons.

Progression toujours soutenue de l'investissement en 2022

Les informations actuellement disponibles suggèrent que plusieurs facteurs sont réunis pour permettre à l'investissement des entreprises de continuer à progresser à un rythme soutenu, après le rattrapage déjà enregistré en 2021.

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

Après la dégringolade d'avril 2020, les anticipations de la demande à court terme, tant dans l'industrie manufacturière que dans le secteur des services, se sont redressées (cf. graphique 3.14). Le rebond a été rapide et substantiel dans l'industrie manufacturière. La reprise a été plus erratique dans le secteur des services, plus exposé aux restrictions sanitaires et dont l'activité a à nouveau été mise à mal par le second confinement de l'automne 2020.

En cette fin d'année 2021, les anticipations de demande pour les prochains mois, tant dans l'industrie manufacturière que dans les services, se maintiennent à des niveaux

significativement supérieurs à leur moyenne de long terme.

Au printemps 2020, alors que les anticipations de demande s'écroulaient brutalement et que les mesures sanitaires contraignaient le fonctionnement de l'appareil productif, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière plongeait (cf. graphique 3.15). Au mois d'avril 2020, le taux global a atteint un plancher historique de 63,3 % (pour une moyenne de long terme de 77,4 %). L'amélioration des anticipations de demande et l'adaptation des entreprises industrielles aux restrictions imposées pour endiguer l'épidémie ont permis un redressement de l'usage des outils de production au cours de la seconde partie de l'année 2020 et, depuis le début de l'année en cours, le taux régional d'utilisation a renoué avec sa moyenne de long terme, pour atteindre 78,2 % au troisième trimestre 2021.

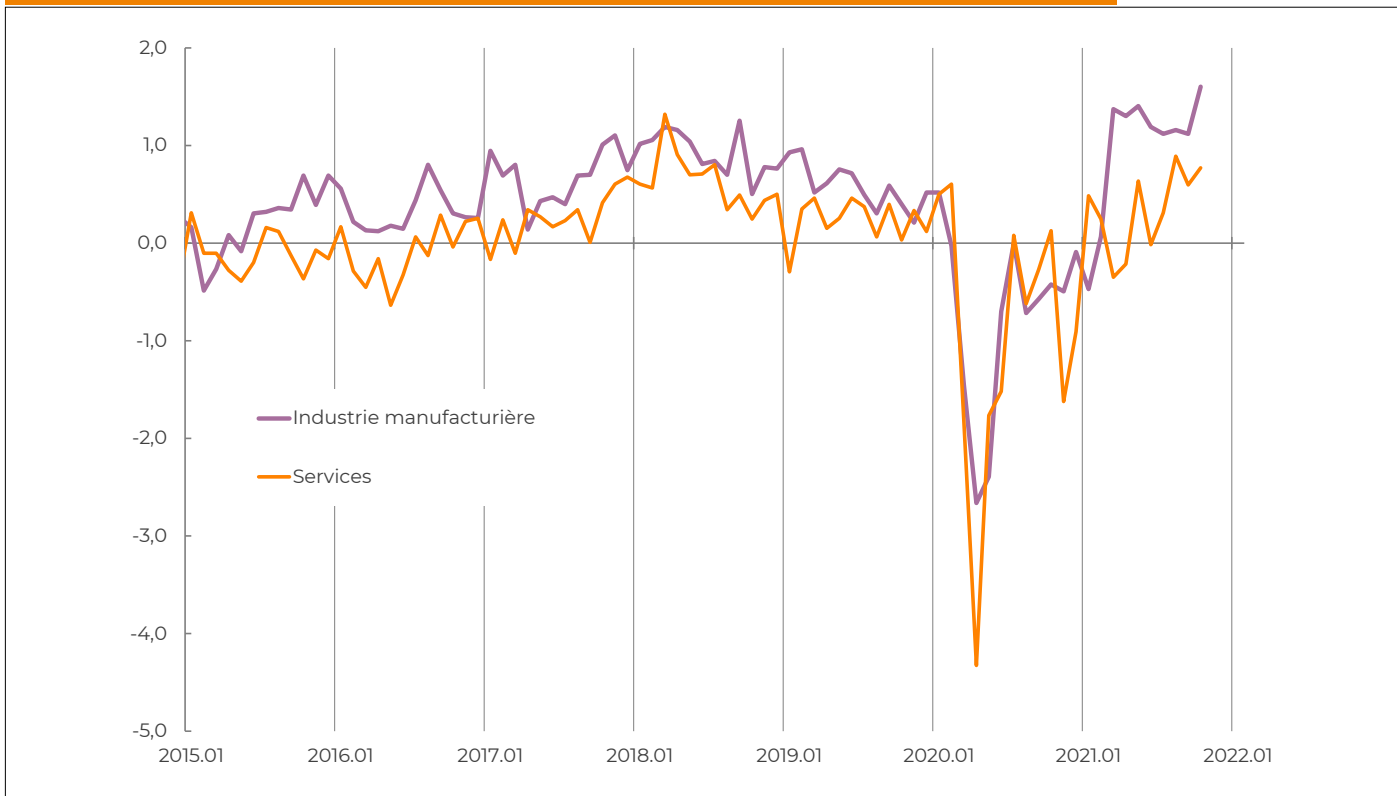
Ce taux global cache des réalités différentes selon les secteurs. La situation s'est normalisée dans la production de biens de consommation (avec un taux équivalent à la moyenne de long terme au troisième trimestre) et présente même certains signes de tension dans la production de biens d'investissement (avec un taux supérieur de +5,9 points à la moyenne de long terme au troisième trimestre). Par contre, des blocages semblent persister dans la production de biens intermédiaires (-3,8 points par rapport à la moyenne de long terme au troisième trimestre).

En résumé, en cette fin d'année 2021, les anticipations de demande sont bien orientées et le taux d'utilisation des capacités de production flirte avec sa moyenne de long terme depuis le début de l'année.

Au-delà de l'orientation favorable de ces déterminants conjoncturels usuels, il convient de pointer des éléments spécifiques à la période actuelle, susceptibles de stimuler la formation brute de capital fixe des entreprises. Des besoins d'investissement en matériel numérique resteront prégnants ; le travail à distance s'imposant

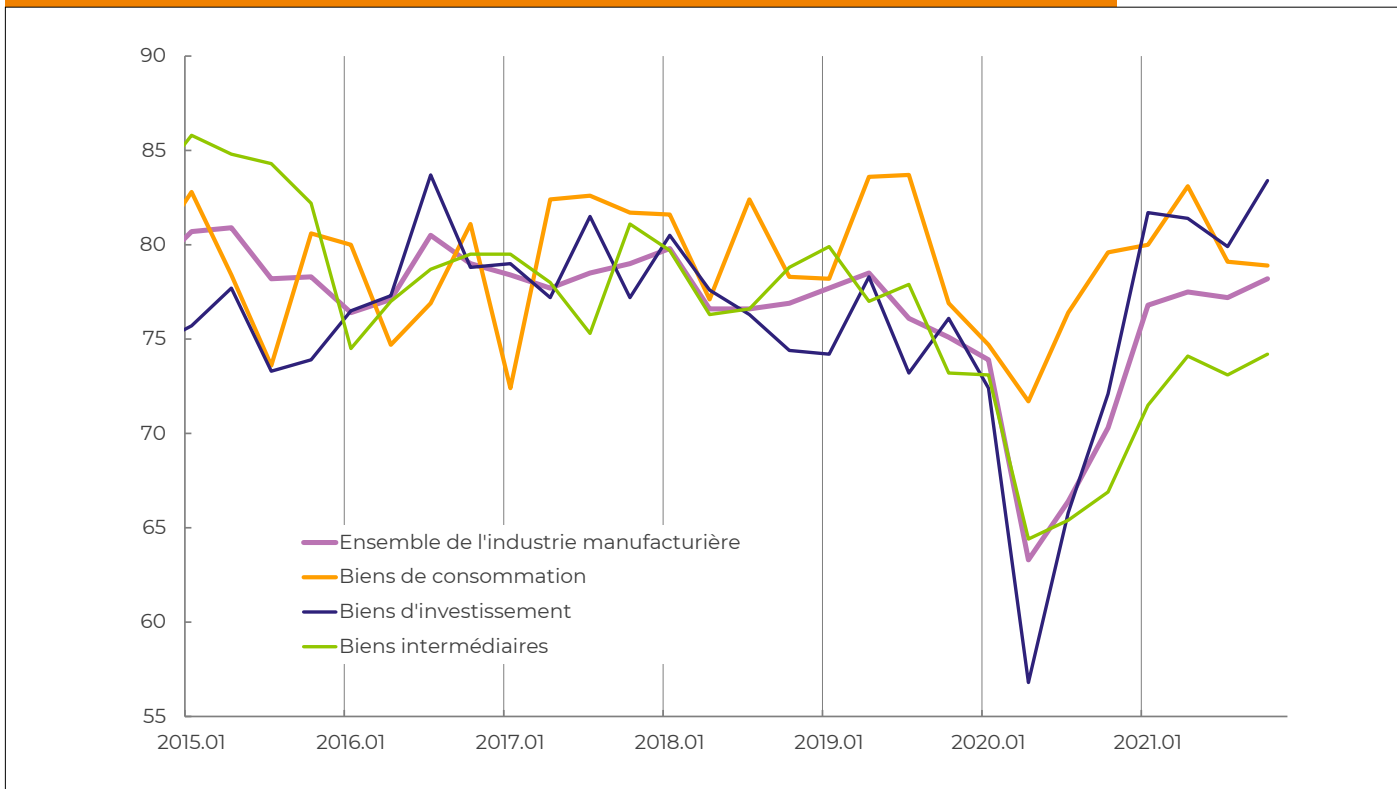
³⁰ Voir l'enquête de l'ERMG d'avril 2021 et l'enquête 2020 de la Banque européenne d'Investissement (couvrant la période de mai à août 2020)

Graphique 3.14 – Prévisions de la demande en Wallonie : industrie manufacturière et services (moyennes centrées réduites)



Source : BNB – Calculs : IWEPS

Graphique 3.15 – Taux d'utilisation de la capacité de production en Wallonie (données désaisonnalisées)



Note : la moyenne de longue période du degré d'utilisation de la capacité de production s'élève à 77,4 % pour l'ensemble de l'industrie manufacturière, à 77,5 % pour la production de biens d'investissement, à 78,9 % pour la production de biens de consommation et à 78,0 % pour la fabrication de biens intermédiaires.

Source : BNB – Calculs : IWEPS

comme une tendance lourde. Les pénuries de main-d'œuvre pourraient aussi pousser davantage d'entreprises à investir en vue d'accroître l'automatisation de leur processus de production. Plus fondamentalement, en Wallonie, à la suite des destructions liées aux inondations de cet été, la remise en état de l'appareil productif va vraisemblablement doper l'investissement pour les trimestres à venir. En effet, si les dégâts ont une portée limitée au regard du stock de capital régional, les dépenses de reconstruction vont représenter des montants importants en proportion des dépenses annuelles d'investissement des entreprises.

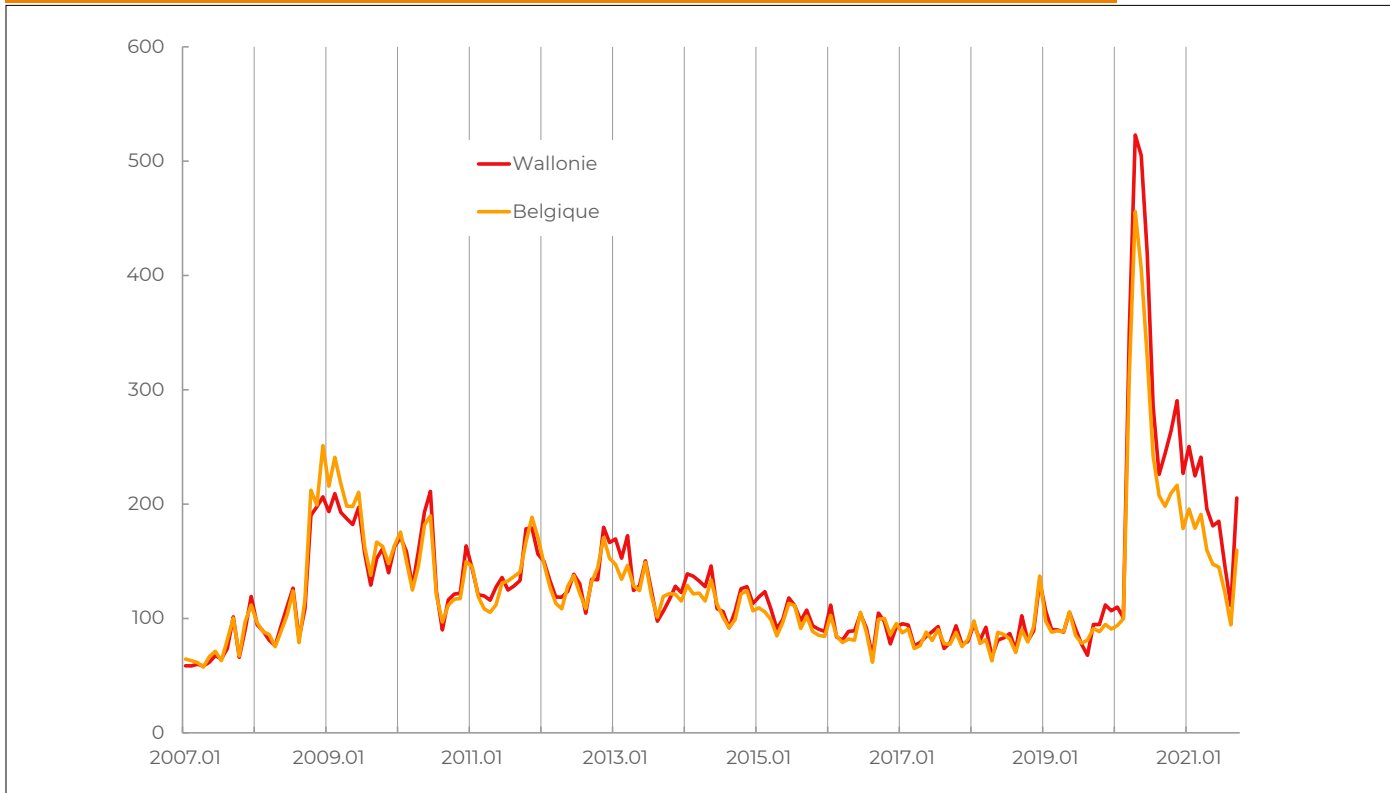
Un risque majeur : les goulets d'étranglement de l'offre

Face à une telle configuration, caractérisée par un potentiel important de demande, les goulets d'étranglement de l'offre, c'est-à-dire les difficultés d'approvisionnement en intrants industriels et les pénuries de main-

d'œuvre, déjà présents actuellement, risquent de devenir le principal facteur susceptible d'enrayer la dynamique de formation brute de capital fixe en Wallonie.

D'autres menaces pèsent sur notre scénario. Du côté de l'incertitude, tout d'abord. Certes, la situation s'est améliorée du côté de l'incertitude de politique économique (cf. graphique 3.16). En Belgique et en Wallonie, les indices ont nettement reflué. Leur niveau demeure toutefois supérieur à leur moyenne d'avant la crise et un soubresaut s'observe sur la dernière donnée disponible (septembre 2021). Incontestablement, l'incertitude par rapport à la situation économique future reste forte. Alors que le spectre de la pandémie reste présent et que les contraintes sur l'offre sont une préoccupation quotidienne, se manifeste aussi maintenant, dans le chef des entrepreneurs, la crainte d'une flambée des prix des matières premières, industrielles et énergétiques. À cette heure, notre scénario considère que la

Graphique 3.16 – Indice d'incertitude de politique économique



Note : L'indice est basé sur un comptage des articles de presse relatifs à l'incertitude de politique économique.

Source : Algaba, A., Borms, S., Boudt, K. & Van Pelt, J. (2020). The Economic Policy Uncertainty index for Flanders, Wallonia and Belgium. Research note. doi : 10.2139/ssrn.3580000

poussée inflationniste, observée à l'échelle mondiale, est portée principalement par des facteurs de nature temporaire (cf. section 2.1). Il n'empêche, pour les prochains trimestres, le risque d'une hausse des prix persistante ou plus importante que prévue, alimentée notamment par les goulets d'étranglement de l'offre, auxquels la Wallonie n'échappe pas, ne peut être totalement écarté.

Outre les goulets d'étranglement de l'offre et les risques sanitaire et inflationniste, parmi les éléments qui pourraient miner la reprise de la formation brute de capital fixe, figure la fragilité financière des entreprises. À la faveur de la reprise économique et de la levée des restrictions sanitaires, les effets de la crise sur les chiffres d'affaires se sont estompés, comme l'indique la dernière enquête de l'ERMG (juillet 2021). La situation financière de nombreuses entreprises reste toutefois précaire. Les soutiens publics ne pouvant éponger la totalité du manque à gagner, pour disposer de liquidités suffisantes et combler leur besoin de financement, beaucoup d'entreprises ont recouru au crédit bancaire (parfois avec l'aide du secteur public). Au-delà des risques d'insolvabilité et de faillite, l'accroissement de l'endettement des entreprises pourrait peser sur leurs dépenses futures d'investissement. En d'autres termes, la capacité des entreprises à financer sur fonds propres, ou à faire financer par le secteur bancaire, leurs futurs investissements restent une source d'inquiétude.

Accès au crédit bancaire plus difficile pour les PME et le secteur des services

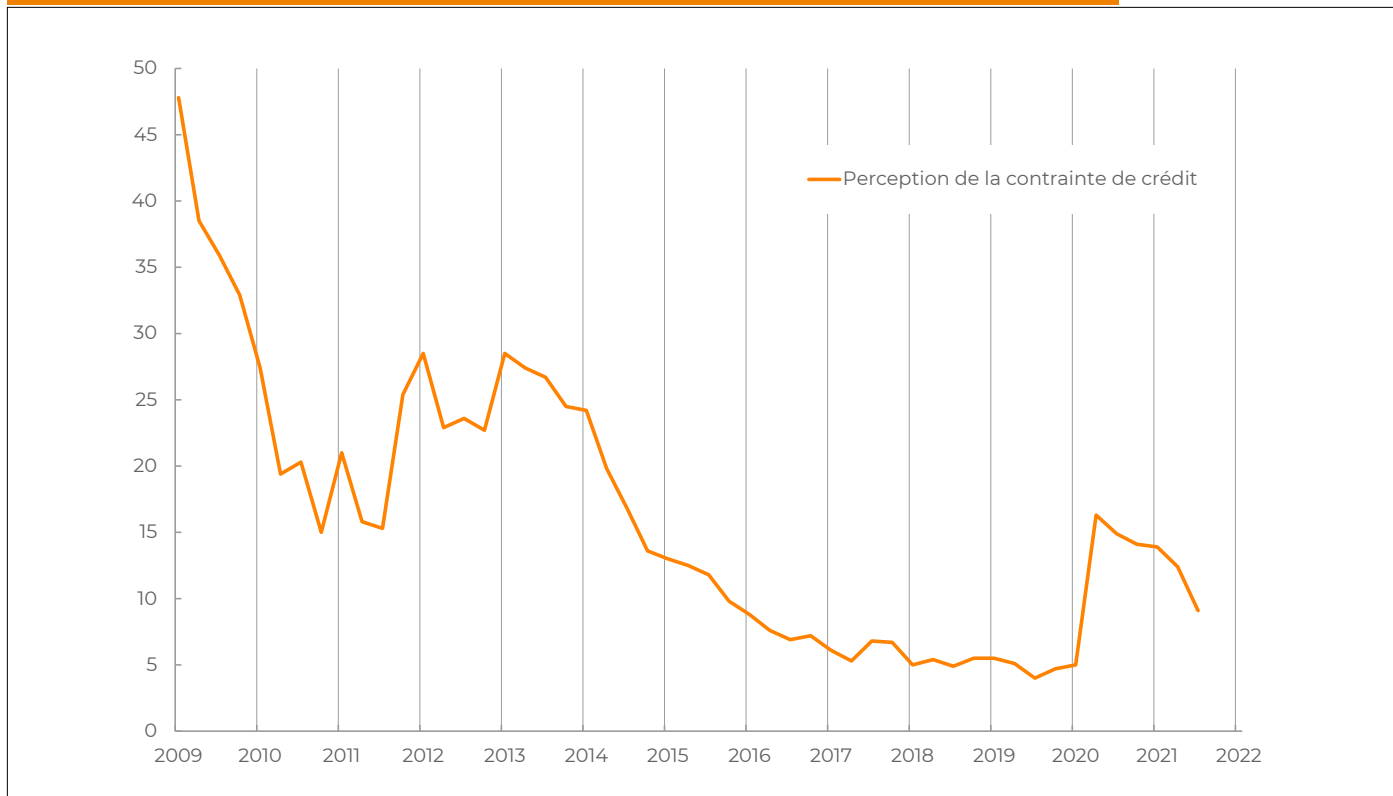
Du côté du secteur bancaire, l'enquête de la Banque centrale européenne (BCE) sur les prêts bancaires (*Bank lending survey* – BLS) indique une augmentation de la demande de crédit au deuxième trimestre de 2021, impulsée par la reprise des investissements. Notons que c'est la première fois, depuis le deuxième trimestre 2019, que la demande de crédit pour investissement a un impact positif sur la demande globale de crédit, signe du dynamisme de la reprise

actuelle de la formation brute de capital fixe. Pour le troisième trimestre, les banques s'attendent à la poursuite de cette tendance haussière.

Les taux bancaires à l'attention des entreprises sont demeurés proches des planchers, déjà enregistrés depuis quelques années. L'orientation de la politique monétaire restera accommodante à l'horizon 2022 : les taux directeurs de la BCE devraient en effet être maintenus au moins jusqu'à la fin de l'année 2023 (cf. section 2.4). Quant aux critères d'octroi de crédits, selon les résultats de la BLS, ils ont été quelque peu durcis au deuxième trimestre de 2021, avec pour motif principal une évolution défavorable de la tolérance au risque. Ce resserrement a touché davantage les PME que les grandes firmes. Pour le troisième trimestre 2021, les banques belges anticipent un léger durcissement de leurs critères d'octroi de crédits, à l'instar de ce que l'on attend en Zone euro.

Soulignons toutefois que cette tendance au durcissement reste limitée, comparative-ment à la situation observée durant la crise financière de 2008-2009, et cohérente avec un scénario de reprise économique, tel que nous l'envisageons. D'ailleurs, les entreprises elles-mêmes semblent relativement bien s'en accommoder. Elles font en effet état en juillet 2021 d'un assouplissement des conditions bancaires, par rapport au trimestre précédent (enquête trimestrielle sur l'appréciation des conditions de crédit par les entreprises de la BNB – cf. graphique 3.17). Le pourcentage d'entreprises qui jugeaient les conditions de crédit contraignantes a grimpé à 16,3 % en avril 2020. Il est retombé à 9,1 % en juillet 2021, soit son niveau le plus favorable depuis un an et demi. La ventilation par taille d'entreprises indique que toutes les catégories ont acté un assouplissement des conditions de crédit en juillet 2021. C'est toutefois du côté des petites et des moyennes entreprises que la situation reste la plus tendue (respectivement 9,0 % et 8,4 % d'opinions défavorables). Quant aux résultats par branche d'activité, ils montrent que, par rapport au

Graphique 3.17 – Perception de la contrainte de crédit par les entreprises en Belgique



Note : l'indicateur de perception de la contrainte de crédit indique le pourcentage d'entreprises qui perçoivent les conditions de crédit actuelles comme contraignantes. 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.

Source : BNB

trimestre précédent, les conditions de crédit ont été jugées moins restrictives dans toutes les branches d'activité sondées. Le secteur des services demeure la branche d'activité où l'accès au crédit bancaire est perçu comme étant le plus difficile (14,8 % d'opinions défavorables, contre 5,5 % dans l'industrie manufacturière et 6,5 % dans la construction).

Investissement des entreprises : +11,3 % en 2021 et en 2022

Les données dont nous disposons actuellement nous laissent à penser qu'un redressement de l'investissement s'est rapidement enclenché, dès la seconde partie de l'année 2020, et que la progression a été

dynamique en première partie d'année 2021. Sur cette base, l'année 2021 devrait se solder sur une hausse de +11,3 % de la formation brute de capital fixe, corrigeant le recul subi en 2020 (-7,6 %).

Pour autant que les capacités de l'offre soient suffisantes face au potentiel de demande que nous anticipons, ce rythme de progression soutenu de l'investissement des entreprises devrait se maintenir en 2022. Notre prévision de croissance de l'investissement des entreprises est établie à +11,3 % pour l'an prochain, soit une progression supérieure à celle de la Belgique (+5,6 %), en lien avec l'effort de remise en état de l'appareil productif wallon à la suite des inondations.

3.3.3 Le secteur public

En 2021, la consommation publique enregistrerait une croissance modérée (+2,0 % en termes réels, tant au niveau belge que wallon). Cette hausse s'expliquerait en partie par les coûts de la campagne de vaccination contre la Covid-19, tant pour l'achat des vaccins que pour l'organisation de cette campagne, mais aussi en partie par une augmentation des prestations sociales en nature. La consommation publique serait en revanche en recul en 2022 (-1,9 %), tirée à la baisse par une diminution de dépenses temporaires (dont les coûts de la vaccination, l'achat de matériel médical spécifique). En 2021 et 2022, les rémunérations publiques, qui représentent plus de la moitié de la consommation publique, devraient, en volume, rester plus ou moins stables pendant la période de prévision, malgré le double saut d'index attendu.

En 2021, la croissance des investissements publics serait particulièrement importante, aussi bien en Wallonie qu'en Belgique. Aux investissements déjà en cours (citons par exemple le Plan infrastructures et Mobilité pour tous en Wallonie, l'Oosterweel en Région flamande, la rénovation des tunnels et l'extension du métro à Bruxelles) sont venus s'ajouter les différents plans de relance visant à assurer le redémarrage de l'économie après la crise sanitaire. Tant au niveau fédéral que régional, des investissements publics importants sont programmés pour les années à venir, financés en partie par la Facilité européenne pour la reprise et la résilience (RRF). Au niveau wallon, le Plan de Relance de la Wallonie vient

compléter le Plan national pour la reprise et de résilience. Du côté de la Fédération Wallonie-Bruxelles, un large plan de rénovation des bâtiments scolaires vient d'être adopté. Au niveau fédéral, signalons que les investissements publics sont en plus soutenus par les investissements de la Défense nationale (dans le cadre de la vision stratégique 2030), d'Infrabel, mais aussi de la Régie des bâtiments.

Les programmes initiés en 2021 (ou précédemment) devraient être maintenus en 2022, ou même être encore amplifiés. Nous tablons donc sur une croissance des investissements publics de +9,9 % en 2021 et +1,5 % en 2022. Le niveau de formation brute de capital fixe reste donc très élevé en 2022, puisque nous ne prévoyons pas de recul après une croissance très importante en 2021.

L'année 2020 se solde par un déficit public exceptionnellement élevé. La pandémie a entraîné d'importantes dépenses, liées à la gestion de la crise et des coûts importants liés aux mesures de soutien aux agents économiques affectés, et une diminution marquée de certaines recettes.

Le redémarrage de l'économie en 2021 permettra aux recettes publiques de repartir à la hausse. Mais la prolongation des mesures de soutien à l'économie et la mise en place des plans de relance risquent d'accaparer plus que cette augmentation de recettes, de sorte que les déficits de certaines entités soient encore très élevés. Selon les perspectives économiques régionales 2021-2026 publiées en juillet dernier dans le cadre du projet Hermreg³¹, il faudrait attendre 2022 pour que les finances wallonnes s'améliorent nettement.

³¹ Cette publication est le fruit de la collaboration entre le Bureau fédéral du plan, l'IWEPs, l'IBSA et Statistiek Vlaanderen.

3.4

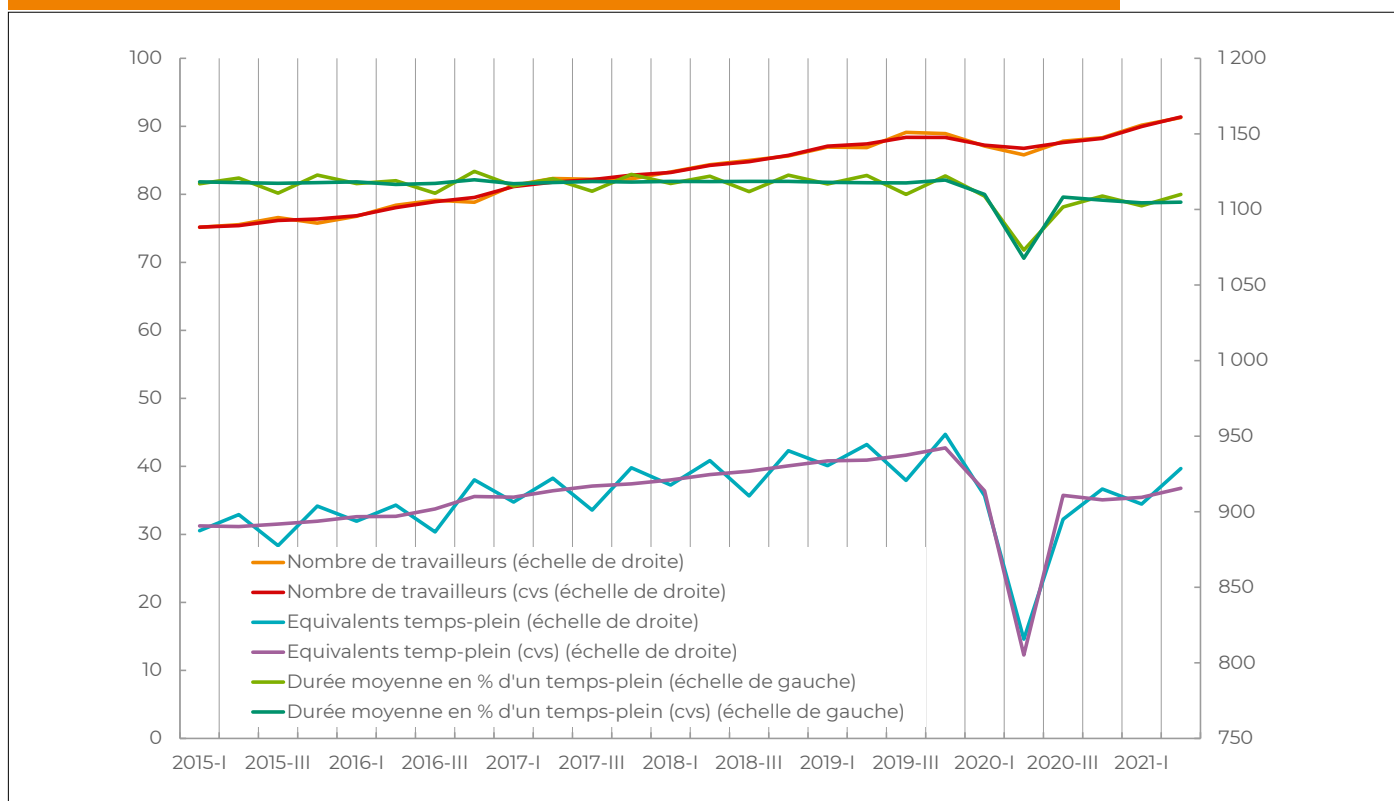
L'ÉVOLUTION DE L'EMPLOI

Emploi en progrès, volume de travail toujours en retrait

L'emploi poursuit actuellement le redressement entamé depuis le troisième trimestre 2020 : le taux de croissance à un trimestre d'écart du nombre de salariés assujettis à

l'ONSS (en moyenne trimestrielle et corrigé des variations saisonnières) a augmenté progressivement. Il est passé de +0,1 % et +0,3 % respectivement au troisième et quatrième trimestre 2020 à +0,5 % au premier puis +0,6 % au second trimestre 2021.

Graphique 3.18 – Emploi salarié en Wallonie en nombre de travailleurs et en ETP (échelle de droite, en milliers) et durée moyenne du travail en % d'un temps plein (échelle de gauche, en pourcentage) – (données brutes et cvs)

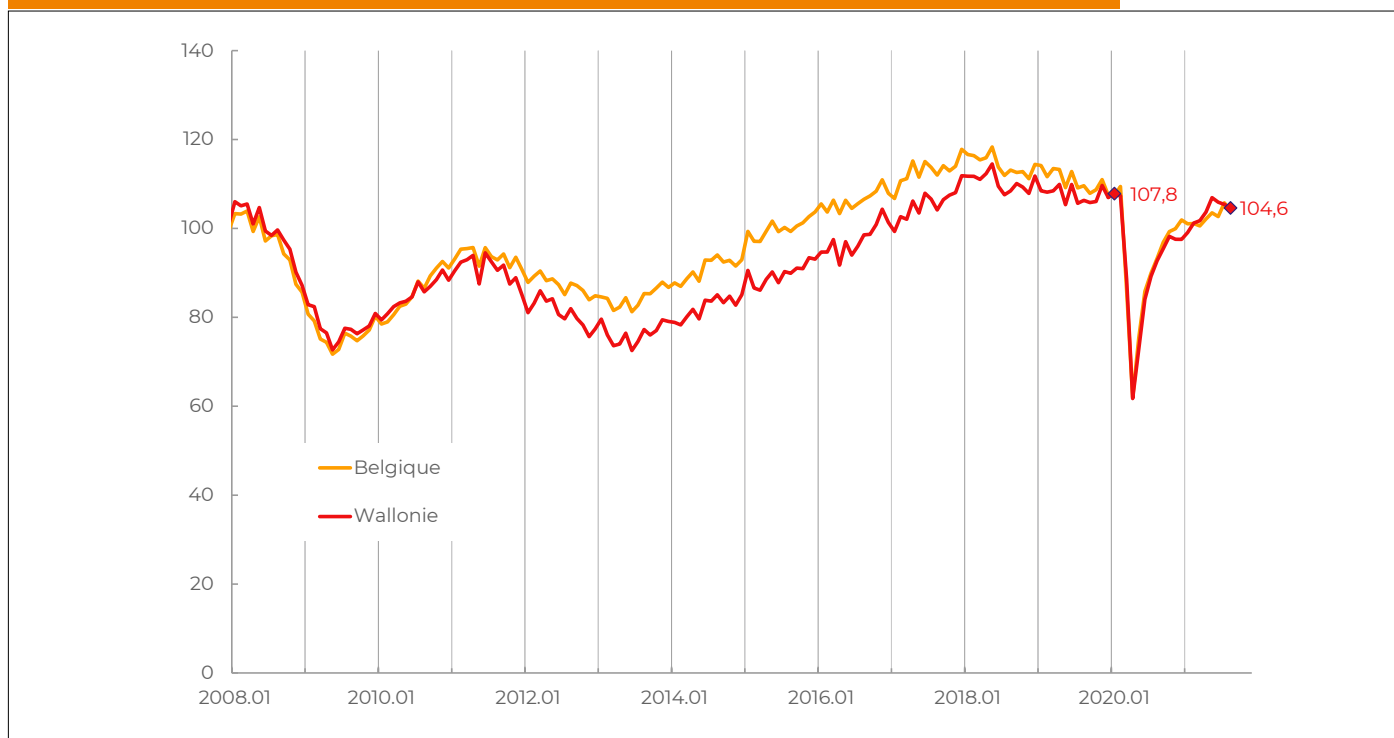


Source : ONSS – Calculs : IWEPS

Il est toutefois frappant de constater les divergences, tant en termes de profil que de niveau, entre la reprise de l'emploi en nombre de personnes et en volume. Ainsi, le nombre de salariés wallons était, au deuxième trimestre 2021, supérieur à son niveau d'avant la crise (1 158 000 contre 1 148 000 au

quatrième trimestre 2019 en moyennes trimestrielles corrigées pour les variations saisonnières). La chute observée au deuxième trimestre 2020 a également été relativement contenue (-0,3 % à un trimestre d'écart en moyenne trimestrielle cvs). Le profil du volume de travail est tout autre. La chute de

Graphique 3.19 – Indice du volume d’heures prestées dans l’intérim, en Wallonie (indice 100 = 2015, données cvs)



Source : Federgon – Calculs : IWEPS

deuxième trimestre 2020 a été très marquée (-11,9 % à un trimestre d'écart, données cvs) et traduit, dans une large mesure, la mise en chômage temporaire de nombreux travailleurs dont l'attachement à l'emploi a donc pu être préservé (comme nous l'argumentons dans l'encadré 3.3). Les sorties de l'emploi ont ainsi été largement gelées pour les salariés. En équivalent temps plein, la série de données corrigée pour les variations saisonnières révèle que le redressement s'est interrompu à l'automne 2020, vraisemblablement lors de la deuxième vague de l'épidémie, et que la série suit depuis une croissance lente qui n'a pas permis de récupérer le volume d'avant la crise (cf. graphique 3.18).

L'indice Federgon des heures prestées dans l'intérim donne des indications qualitativement similaires sur le fait que le volume de travail reste en retrait, quoique plus légèrement dans le cas de l'intérim, par rapport à son niveau d'avant la crise³¹.

Le niveau de PIB est également toujours estimé inférieur à son niveau d'avant la crise (de 2,8 % au deuxième trimestre 2021). L'emploi étant supérieur en nombre, la productivité par travailleur est forcément en retrait (de 3,4 % selon nos estimations). Cela s'explique donc principalement par un volume horaire qui reste inférieur.

Recours au chômage temporaire toujours important

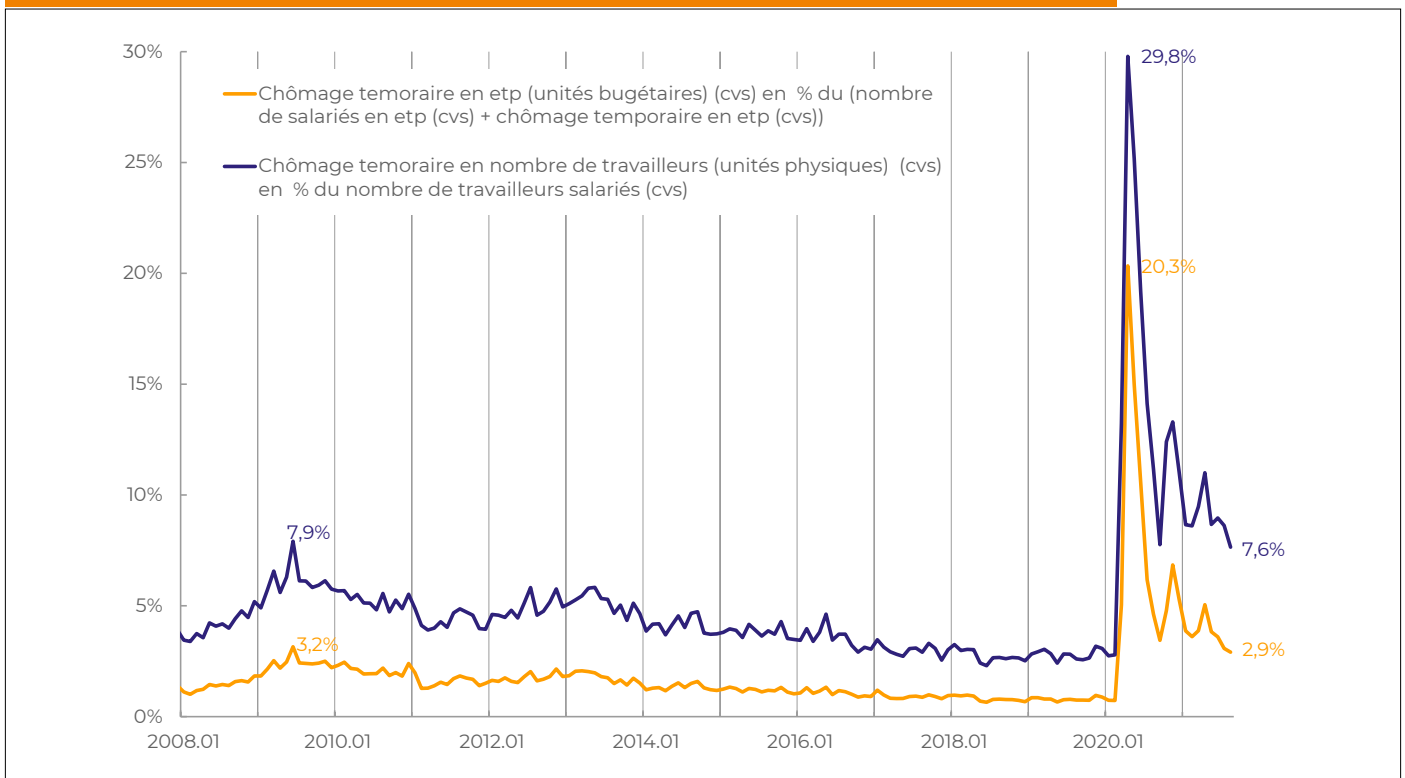
Le recours au chômage temporaire reste à un niveau anormalement élevé. Selon nos calculs³² le taux de chômage temporaire avoisine encore 3 % des équivalents temps plein en août 2021 et concerne 7,6 % des salariés. Ces niveaux sont comparables à ceux observés au pic connu lors de la crise de 2009 (3,2 % des ETP et 7,9 % des salariés en juin 2009).

Comme nous l'argumentons dans l'encadré 3.3, le chômage temporaire explique encore

³¹ Il est à noter que les travailleurs intérimaires ne sont éligibles au chômage temporaire qu'en cours de contrat. Certains travailleurs ont pu en bénéficier quand les mesures sanitaires les plus strictes étaient d'application. Il est toutefois peu vraisemblable que ce soit le cas à l'heure actuelle puisque l'essentiel des restrictions est levé et/ou prévisible.

³² Notre taux de chômage temporaire est un ratio construit sur la base de deux séries désaisonnalisées : le volume de chômage temporaire en ETP au numérateur et la somme de l'emploi effectif en ETP et du chômage temporaire en ETP au dénominateur.

Graphique 3.20 – Taux de chômage temporaire en Wallonie (lieu de domicile) selon le comptage en nombre de travailleurs et en ETP (données cvs)



Sources : ONEM et ONSS – Calculs : IWEPS

actuellement, sur le plan statistique, que le volume de travail reste faible alors que l'emploi a progressé en nombre de personnes. Il explique donc aussi pourquoi l'évolution du nombre de salariés et celle du volume de travail en ETP sont divergentes. En effet, les salariés en chômage

temporaire sont comptabilisés dans l'emploi mesuré en nombre de personnes (courbe rouge sur le graphique 3.18), alors qu'une heure de chômage temporaire fait baisser d'autant l'emploi en volume (courbe mauve sur le graphique 3.18).

Encadré 3.3 : Le chômage temporaire explique encore la faiblesse du volume de travail

Selon les données de volume d'emploi salarié les plus récentes (second trimestre 2021), le nombre d'équivalents temps plein reste 2,8 % inférieur à son niveau d'avant la crise (quatrième trimestre 2019, données désaisonnalisées). À nombre de postes donnés, la baisse du volume d'ETP peut soit résulter de la présence de chômage temporaire, soit d'une baisse de la durée individuelle moyenne du travail pour

d'autres motifs, tels qu'une utilisation accrue de formes d'emploi atypiques, comme le temps partiel ou le travail temporaire (le poste n'est pas occupé en permanence).

Le graphique 3.18 révèle que la durée moyenne effective du travail a subi une rupture lors de la crise, mais cette baisse inclut l'effet du chômage temporaire. Nous observons qu'au second trimestre 2021, la

durée moyenne effective du travail est de 78,8 % d'un temps plein, contre 82,1 % au dernier trimestre 2019 (données cvs), soit en baisse d'un peu plus de 3 points de pourcentage. Ce chiffre peut être directement comparé à la hausse du taux de chômage temporaire en équivalent temps plein (unités budgétaires) à cette même date par rapport à son niveau du dernier trimestre 2019, qui est de 3,3 points de pourcentage (taux de chômage temporaire en moyenne trimestrielle, données cvs). Par ailleurs, de manière à se référer au même trimestre dans le cycle saisonnier, nous pouvons comparer les différences à deux ans d'écart entre le volume

de l'emploi et le chômage temporaire en équivalent temps plein. Ainsi, entre le second trimestre 2019 et le second trimestre 2021, la Wallonie compte 18 609 salariés en moins, mais encore 30 562 chômeurs temporaires en plus en équivalent temps plein³³.

Ces deux éléments poussent à écarter la piste de la baisse de la durée individuelle moyenne du travail sur base « contractuelle » (temps partiel, travail temporaire) et à conclure que le recours au chômage temporaire explique vraisemblablement, dans les données disponibles les plus récentes, la totalité de la baisse du volume de travail.

Trois questions peuvent se poser.

Premièrement, quelles sont actuellement les causes de ce recours au chômage temporaire ?

Les secteurs d'activité encore impactés par les mesures sanitaires sont moins nombreux. L'événementiel est encore touché, mais les pénuries de main d'œuvre dans l'horeca manifestent une reprise nette des activités dans ce secteur. Les contraintes réglementaires auxquelles font face les entreprises sont donc réduites. Mais une partie du chômage temporaire peut toujours être imputable à la pandémie dans le cas de travailleurs mis en quarantaine et dont la présence physique est requise. Notons également que le chômage temporaire pour force majeure, catégorie dans laquelle se retrouvent les motifs « Corona », est aussi accessible suite aux inondations de juillet. Enfin, le recours au chômage économique classique était toujours nul en avril 2021³⁴. Compte tenu de la facilité d'accès au régime de force majeure, il n'est dès lors pas impossible que des entreprises confrontées à des difficultés, notamment d'approvisionnement, puissent en bénéficier. Les données dont nous disposons ne permettent pas de distinguer ces différents motifs.

Deuxièmement, que se serait-il passé en l'absence de ce dispositif ?

Sur le plan comptable, le chômage temporaire explique donc toute la baisse du volume d'emploi. Mais quels sont les mouvements sous-jacents ? Comment les employeurs auraient-ils géré la relative faiblesse du volume de travail en phase de reprise ? Aurait-on assisté à une recherche de flexibilité via un recours accru à l'emploi atypique (temps partiel, travail temporaire) ? Cette question ne peut malheureusement pas être documentée sur le plan statistique.

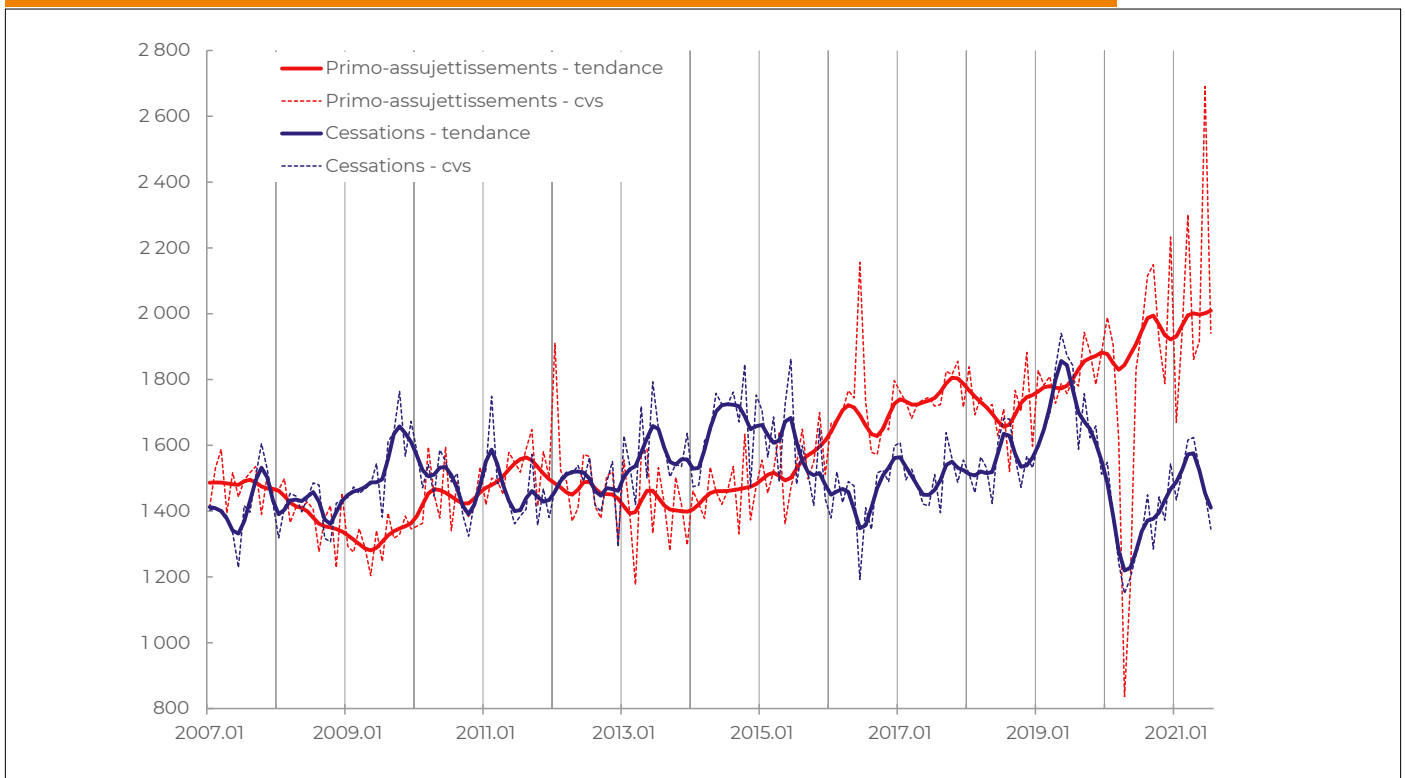
Enfin, à quoi doit-on s'attendre à l'extinction de la mesure ?

Si tous les emplois concernés par le chômage temporaire devaient être perdus, le nombre d'emplois (en nombre) serait encore inférieur au niveau du dernier trimestre 2019. Ce scénario est toutefois peu probable dans la mesure où, d'une part, certaines causes du chômage temporaire peuvent encore se résoudre et où, d'autre part, des difficultés de recrutement apparaissent dans de nombreux secteurs (voir plus bas). Si des transitions vers ces emplois

³³ Pour le chômage temporaire, on parle aussi d'unités budgétaires. Pour que les données soient comparables à celles de l'emploi, nous avons calculé une moyenne trimestrielle.

³⁴ Dernière date à laquelle les différents types de chômage temporaire sont distingués dans les données.

Graphique 3.21 – Principaux mouvements mensuels des assujettis à la TVA en Wallonie : personnes physiques et morales



Source : Statbel – Calculs : IWEPS

sont possibles, les pertes pourraient être compensées.

Notons que l'emploi indépendant a aussi été largement protégé par le droit passerele, le moratoire sur les faillites (qui a pris fin en janvier 2021) et d'autres mesures de protection dont les effets se font toujours ressentir. Selon les données de l'INASTI, en 2020, le nombre d'indépendants et aidants à titre principal en Wallonie a progressé de 3 256 personnes (entre les 31 décembre 2019 et 2020, soit une augmentation de +1,7 %)35, ce qui contraste fortement avec la contraction de l'activité cette même année. Comme dans le cas des salariés, ce sont vraisemblablement les sorties de l'emploi indépendant qui ont été moins nombreuses. Ce constat se vérifie à la lumière du graphique 3.21, qui montre que nous avons connu une période au cours de laquelle les

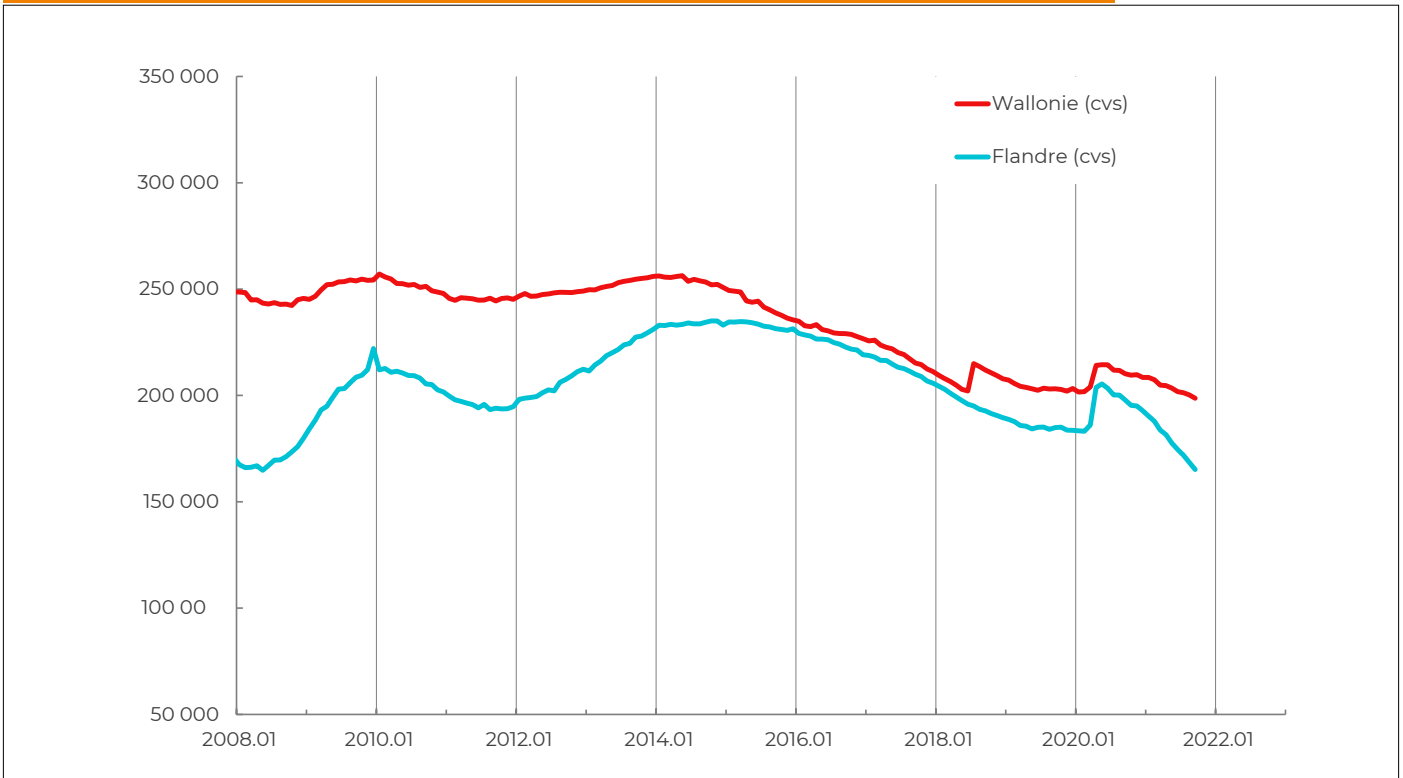
créations d'entreprises (somme des personnes physiques et morales) ont été inhabituellement supérieures aux destructions.

Chômage en baisse, mais composition modifiée

Le chômage est en nette baisse en Wallonie. Le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés (DEI) est aujourd'hui inférieur à ce qu'il était avant la crise. Le nombre de chômeurs complets indemnisés est également revenu à un niveau très proche de ce qu'il était en février 2020 (aux alentours de 130 000 en données cvs). Le graphique 3.22 illustre cette évolution en comparaison de la situation en Flandre. Nous observons que la baisse est encore plus prononcée au nord du pays où le nombre de DEI plonge. D'une manière générale, la pression sur les facteurs de production y est de plus en plus

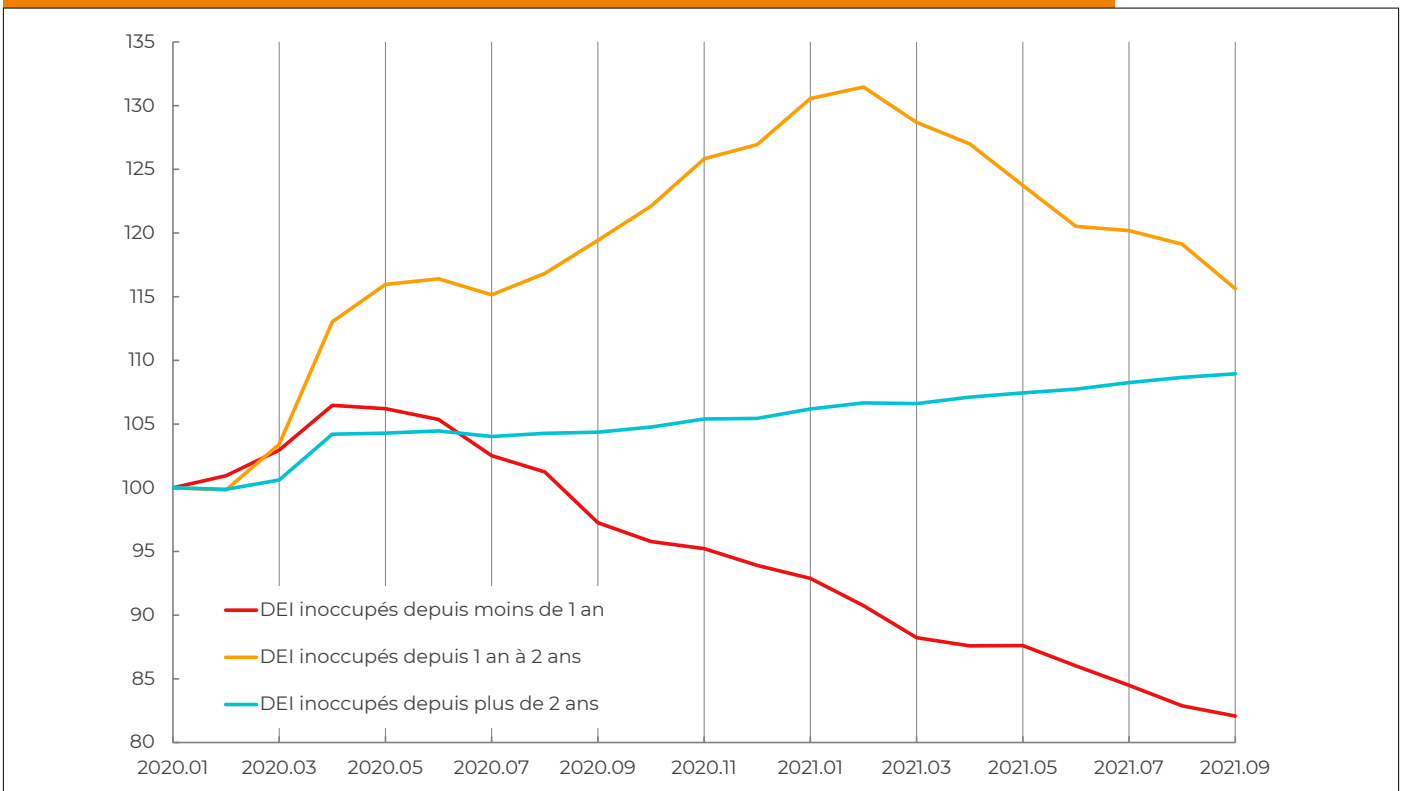
35 Si on comptabilise l'ensemble des indépendants et aidants c'est-à-dire également ceux qui le sont à titre complémentaire et après l'âge de la pension, l'augmentation est de +2,7 % soit 8 453 assujettis de plus par rapport à 2019.

Graphique 3.22 – Évolution du nombre de DEI en Wallonie et en Flandre



Sources : ONEM, FOREM et VDAB – Calculs : IWEPS

Graphique 3.23 – Évolution du nombre de DEI selon la durée d'inoccupation en indice, en Wallonie (indice 100 = janvier 2020, données cvs)



Sources : ONEM - FOREM - Calculs IWEPS

forte comme le révèle, par ailleurs, le taux d'utilisation des capacités industrielles qui y dépasse sa moyenne de long terme.

Cette évolution favorable s'accompagne d'une nuance importante. En effet, si l'on examine les évolutions du chômage selon la durée d'inoccupation, on constate une hausse continue du chômage de très longue durée (deux ans et plus). Puisque le chômage de courte durée (moins d'un an) subit une très forte pression à la baisse, la proportion de chômeurs de longue durée augmente. En période de croissance, ce phénomène est attendu. Les chômeurs de courte durée étant les plus proches de l'emploi, ce sont les premiers à bénéficier des opportunités d'embauche. La part du chômage de longue durée est donc plus grande. Dans le cas présent, c'est donc non seulement la part, mais aussi le nombre de chômeurs de longue durée, qui grandit. En effet, en février 2020, les chômeurs de plus d'un an représentaient 55 % des DEI. En septembre 2021, cette part a été portée à 62 % (données cvs). Le nombre de DEI de plus d'un an a cru de +11 % durant cette même période (données cvs).

La mise sous cloche du marché du travail pendant la crise explique ces évolutions. Les flux ont fortement ralenti, tant pour les entrées au chômage (grâce au chômage temporaire) que pour les sorties du chômage : selon Gosaert *et al.* (2021)³⁶, en Wallonie, les séparations ont été moins nombreuses de 2,1 % en 2020 par rapport à 2019 et les embauches sont en recul de 11,5 %. Les pertes d'emplois limitées expliquent que la hausse du chômage de courte durée au plus fort de la crise a été nettement inférieure à ce que l'on aurait pu craindre. Durant la crise, les embauches ont aussi fortement ralenti, de sorte que des chômeurs de courte durée, qui auraient trouvé un emploi en conjoncture « normale », sont restés coincés dans la demande d'emploi. Ces travailleurs sont venus gonfler la catégorie des demandeurs d'emploi de un à deux ans. Par la suite, la croissance a d'abord bénéficié aux demandeurs d'emploi de courte durée, selon une

logique de file d'attente inversée. Cette tendance a été très nette puisqu'on estime, en corrigeant pour les variations saisonnières, que les demandeurs d'emploi de courte durée sont actuellement 19 %³⁷ moins nombreux qu'avant la crise. Cela traduit le fait que la sélection opérée par les employeurs envers les profils les plus favorables est probablement plus nette qu'avant, ou que l'hétérogénéité entre demandeurs d'emploi s'est accrue : le manque d'opportunités d'embauche pendant la crise a probablement éloigné de nombreuses personnes du marché du travail, au risque de plonger certains dans la demande d'emploi de longue durée. C'est un facteur de risque pour la reprise dans la mesure où des pénuries de main-d'œuvre se manifestent.

Intensification des tensions

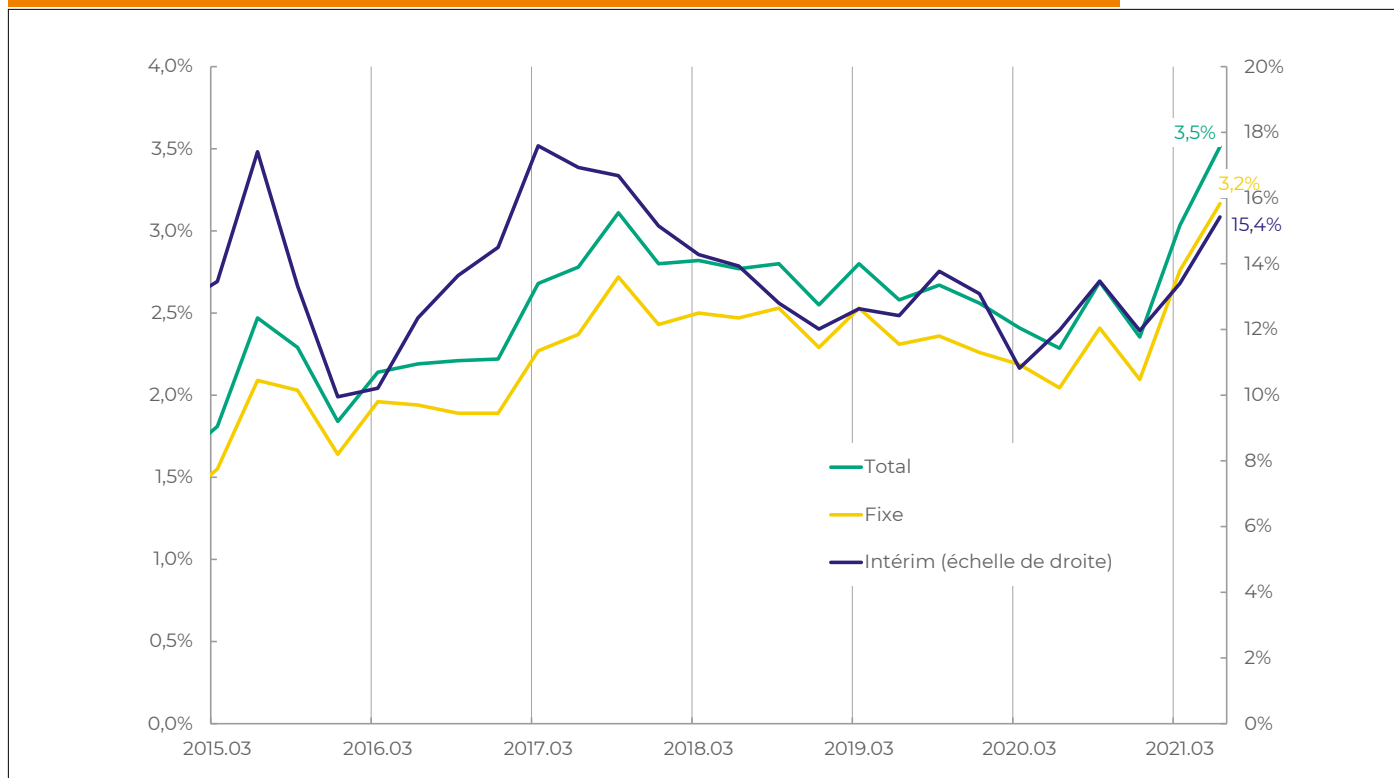
Le taux d'emplois vacants atteint un niveau record en Wallonie de 3,5 % au deuxième trimestre de cette année (particulièrement dans les secteurs de l'horeca et de la construction selon les données de l'enquête JVS de Statbel). Notons que, au regard de l'enjeu de la reconstruction suite aux inondations, les difficultés de recrutement dans le secteur de la construction constituent un facteur de risque important. Selon Statbel, au second trimestre 2021, la Wallonie comptait 3 700 postes vacants dans ce secteur (taux de 5,5 % d'emplois vacants).

Comme nous l'avons discuté plus haut, le nombre de chômeurs de courte durée est en net recul et se situe actuellement à un niveau historiquement bas d'environ 78 000 personnes. D'autres « réservoirs » de main-d'œuvre sont, par ailleurs, actuellement bloqués. Ceci explique la hausse des tensions sur le marché du travail : d'une part, comme déjà indiqué, des demandeurs de courte durée en 2020 ont glissé dans la demande d'emploi de longue durée et ont pu, pour certains, s'éloigner de l'emploi. D'autre part, de nombreux travailleurs sont encore en chômage temporaire. Ces personnes sont protégées dans le cadre de leur poste actuel et ne sont, pour la plupart,

³⁶ Gosaert, T., Vandekerckhove, T. & L. Struyven (2021), *Dynamique du marché du travail en temps de la deuxième vague de Covid-19* - Dynam-Reg Release 2020-Q4.

³⁷ Entre février 2020 et septembre 2021, données cvs.

Graphique 3.24 – Taux d'emplois vacants en Wallonie



Source : Statbel – Calculs : IWEPS

ni disponibles, ni en recherche d'emploi. Si, en l'absence des mécanismes de protection, leur poste s'était avéré non viable, ces travailleurs auraient pu occuper des emplois vacants, pour autant, bien entendu, que leurs compétences soient compatibles avec ces postes. La question de l'impact des mesures de soutien sur les créations et destructions de postes de travail se pose de manière qualitativement similaire sur la démographie des entreprises et des indépendants. Le graphique 3.21 révèle en effet que les destructions ont fortement baissé, alors que les créations se sont largement maintenues, vraisemblablement sous l'effet des mesures. Ainsi, parmi les bénéficiaires actuels du droit passerelle, certains auraient pu, en l'absence de ce dispositif, arrêter leur activité et intégrer la demande d'emploi.

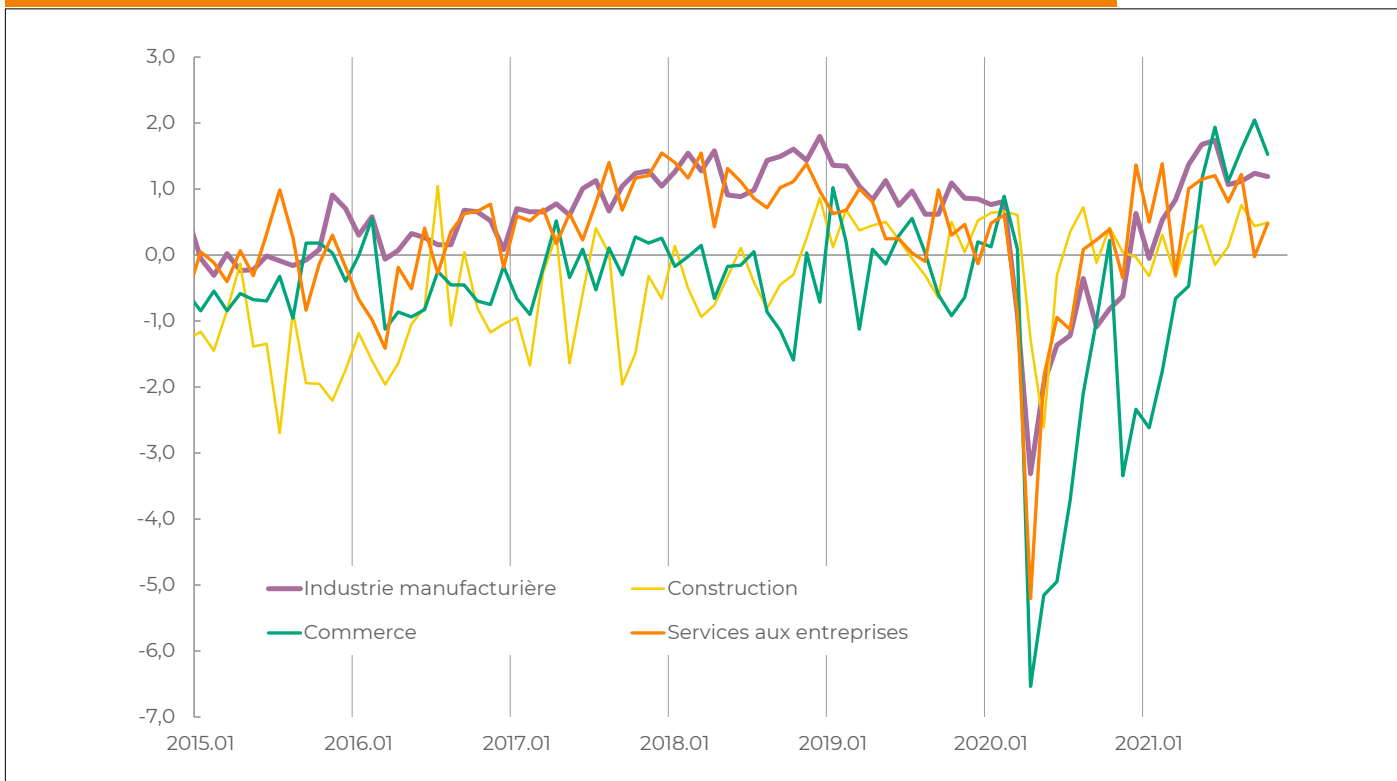
Quid de l'avenir proche ?

Les prévisions d'emploi à trois mois que formulent les chefs d'entreprise en Wallonie sont remontées au-delà de leur moyenne

de long terme dans tous les secteurs depuis mai 2021. Dans les services aux entreprises et la construction, elles sont assez fluctuantes mais comme dans les autres secteurs, elles sont largement au-dessus de cette moyenne en octobre 2021 (dernière donnée disponible), en particulier dans le commerce pour lequel la tendance à la hausse est plus nette.

Sur l'ensemble de l'année 2021, nous estimons ainsi que le maintien des mesures de soutien dans un contexte de reprise économique soutenue permettra une croissance de l'emploi relativement robuste, affichant +1,5 % en moyenne annuelle (soit une augmentation de 19 300 unités). Endéans l'année, c'est-à-dire entre le début et la fin de l'année 2021, 24 900 emplois seraient ainsi créés (création nette). Cette croissance de l'emploi serait soutenue tant pour les salariés, dont beaucoup sont encore protégés par le chômage temporaire, que pour les indépendants, dont une partie importante bénéficie encore du droit passerelle.

Graphique 3.25 – Prévisions d'emploi dans les enquêtes auprès des entreprises, en Wallonie (données cvs, moyennes centrées réduites)



Source : BNB

En 2022, la fin programmée de ces mesures et l'essoufflement de l'effet de rattrapage au niveau économique nous poussent à anticiper un léger recul de l'emploi dans la première moitié de l'année, tant pour les salariés que les indépendants, et une reprise en seconde partie. Comme discuté plus haut, l'enjeu du début de l'année 2022 sera donc la capacité d'absorption par les secteurs en pénurie et par la croissance du réservoir de main-d'œuvre qui pourrait apparaître suite à l'arrêt des mesures de soutien. Ce profil

temporel (légère contraction avant croissance) se justifie par le temps nécessaire au processus d'appariement sur le marché du travail et la possible reconversion de certains travailleurs.

Sur l'ensemble de l'année, l'emploi croîtrait de +0,7 % en moyenne annuelle (soit une augmentation de 9 200 unités par rapport à la moyenne de 2021) et augmenterait de 2 500 unités entre le 1^{er} janvier et le 31 décembre 2022.



Wallonie
Iweps

L'Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique (IWEPS) est un institut scientifique public d'aide à la prise de décision à destination des pouvoirs publics. Autorité statistique de la Région wallonne, il fait partie, à ce titre, de l'Institut Interfédéral de Statistique (IIS) et de l'Institut des Comptes Nationaux (ICN). Par sa mission scientifique transversale, il met à la disposition des décideurs wallons, des partenaires de la Wallonie et des citoyens, des informations diverses qui vont des indicateurs statistiques aux études en sciences économiques, sociales, politiques et de l'environnement. Par sa mission de conseil stratégique, il participe activement à la promotion et la mise en œuvre d'une culture de l'évaluation et de la prospective en Wallonie.

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



2021