



Une publication
des économistes de l'UCL

Juillet 2008 • Numéro 61

Perspectives économiques 2008-2009^{1,2}

Service d'analyse économique de l'IRES

Depuis près d'un an maintenant, l'économie belge est secouée par des vents contraires. Malgré cela, elle a fait preuve jusqu'à présent d'une assez bonne résilience eu égard aux chocs encaissés. Ceci fut encore confirmé au premier trimestre de 2008. Gare cependant aux excès d'optimisme ! Les évolutions récentes de l'environnement économique mondial et des indicateurs prospectifs de l'économie belge attestent davantage qu'il y a trois mois la perspective d'un ralentissement de l'économie en 2008 et en première partie de 2009.

1. Un début d'année tout en contraste

Au premier trimestre de cette année, l'économie belge a encore affiché de bonnes performances économiques. La croissance de l'activité s'est établie à 0,5 % par rapport au trimestre précédent, soit un chiffre comparable à celui du dernier trimestre 2007, et proche du niveau potentiel de croissance de l'économie belge. Du côté de la demande intérieure, la consommation des ménages a progressé de 0,5 % et ce malgré l'effet modérateur d'une inflation déjà élevée (3,8 % en moyenne au premier trimestre de 2008) sur le pouvoir d'achat des ménages. Les investissements des entreprises ont également soutenu la croissance, en progressant de 1,7 % par rapport au trimestre précédent. Le marché du travail a certes subi un ralentissement des créations nettes d'emplois (+ 13.000 unités), mais celui-ci intervient après une année exceptionnelle (+ 80.000 unités cumulées sur l'ensemble de l'année). Par ailleurs, la progression de l'emploi au premier trimestre a été suffisante pour que la réduction du nombre de chômeurs se poursuive. On notera par contre que les exportations n'ont que peu progressé (0,6 % par rapport au trimestre précédent), ce qui se reflète également dans la moindre progression de l'activité du secteur industriel, qui n'affiche qu'un taux de croissance de 0,1 % au premier trimestre de 2008 par rapport au trimestre précédent.

¹ Le contenu de cet article résume l'étude de conjoncture publiée par le Service d'analyse économique de l'IRES dans le numéro de juillet 2008 de *Analyses économiques et prévisions*. Des renseignements sur cette étude peuvent être obtenus sur www.uclouvain.be/3908.html.

² Dans l'ensemble de cet article, les symboles suivants sont utilisés : yoy = pourcentage de variation par rapport à l'année précédente, qoq = pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent, mom = pourcentage de variation par rapport au mois précédent.

**... Un début d'année
tout en contraste**

La croissance affichée par l'économie belge, tout comme celle d'autres économies européennes (l'Allemagne en tête), est d'autant plus marquante au premier trimestre que le contexte économique mondial n'était clairement pas propice à de telles performances. Dans notre précédente étude de conjoncture, nous signalions déjà que les suites de la crise financière, le ralentissement de l'économie américaine, la hausse des prix des matières premières et la dépréciation du dollar américain face à l'euro troublaient l'environnement économique mondial.

Pour justifier la résilience des économies européennes eu égard aux chocs encaissés, l'évolution structurelle de l'économie mondiale est souvent invoquée : les pays émergents prennent une place grandissante sur l'échiquier économique (et diplomatique) mondial, ce qui modifie fondamentalement les échanges commerciaux et de capitaux. Or, la croissance affichée par les pays émergents s'est encore avérée très robuste au premier trimestre de 2008. Si la forte croissance affichée par ces pays a une part de responsabilité dans la hausse des prix de matières premières, elle offre également de nouveaux débouchés à nos entreprises et stimule ainsi notre croissance économique. De même, les revenus supplémentaires engrangés par les pays exportateurs de pétrole profitent également aux exportations de la zone euro. Selon une récente étude de l'OCDE³, dans le cas de l'Allemagne, le gain en matière d'exportations équivaut au supplément payé pour les importations pétrolières.

Nous pensons que ces changements structurels continueront de stimuler à l'avenir l'activité des économies européennes. Cependant, en conclure que la croissance de celles-ci se maintiendra au niveau de celui du premier trimestre correspond, selon notre analyse, à un excès d'optimisme. D'une part, on a pu observer une dégradation supplémentaire du contexte économique mondial au cours des trois derniers mois. D'autre part, les effets de cette dégradation sur les différents agents économiques se marquent de plus en plus.

2. L'environnement économique demeure troublé ...

La crise financière liée aux prêts "*subprime*" représentait, il y a trois mois, un des problèmes majeurs auquel était confrontée l'économie mondiale. Depuis, force est de constater que cette crise n'a pas engendré de troubles supplémentaires. Certains signes peuvent même faire penser que la crise s'est quelque peu atténuée au cours des trois derniers mois. Un indicateur de cet état de fait est la diminution des primes de risques exigées sur les obligations privées par rapport aux obligations d'état. Alors qu'aux Etats-Unis, cette prime était encore, en mars, de 210 points de base (pb) pour les entreprises notées AAA, elle n'est plus que de 160 pb fin juin. Par ailleurs, la remontée des taux obligataires d'état indique une moindre fuite des investisseurs vers la qualité. Il ne faudrait cependant pas en oublier d'autres réalités qui rendent l'évolution future encore incertaine : les craintes restent nombreuses quant à de futures nouvelles dépréciations d'actifs par les banques américaines et européennes, et certains segments du marché monétaire, notamment en zone euro, ne reprennent toujours pas un niveau d'activité normal. On notera par ailleurs que sur les trois derniers mois, les marchés boursiers sont restés moroses. En particulier, les résultats trimestriels des banques n'ont pas été de nature à rassurer les marchés.

³ Voir *Perspectives économiques de l'OCDE*, juin 2008, encadré 1.3, p. 35.

... L'environnement économique demeure troublé ...

Une des raisons qui justifie les craintes quant à la santé des institutions financières est le fait que si, dans un premier temps, on pouvait craindre de possibles répercussions de la crise financière sur l'économie réelle, le phénomène tend à s'inverser progressivement, et c'est aujourd'hui le ralentissement économique qui menace la santé déjà fragilisée des banques. Ce problème se marque de manière aiguë aux Etats-Unis. En effet, le ralentissement américain s'est confirmé au cours du premier trimestre de cette année, si bien que l'économie américaine flirte à présent avec la récession. En particulier, le secteur de la construction résidentielle, à l'origine des déboires de l'économie américaine, ne se porte toujours pas bien. La demande d'habitations neuves demeure en forte baisse, alors que les ventes de maisons neuves ne cessent également de diminuer. En avril, elles sont tombées à leur niveau le plus bas depuis le début des années 1990. Le ralentissement économique se fait également ressentir sur le marché de l'emploi : au cours des cinq premiers mois de cette année, quelques 324.000 emplois nets ont été détruits aux Etats-Unis dans le secteur privé non agricole, faisant progresser le taux de chômage à 5,5 % en mai (4,9 % en décembre 2007). Parallèlement, les tensions inflationnistes se sont ravivées, diminuant d'autant le pouvoir d'achat des ménages américains.

Les tensions inflationnistes ne touchent pas uniquement les Etats-Unis, dans la mesure où leur origine se situe dans l'envolée des cours des matières premières et du pétrole en particulier. Au cours des trois derniers mois, la situation s'est nettement aggravée sur ce plan. Le cours moyen du pétrole a progressé de plus de 25 % par rapport au trimestre précédent, ce qui correspond à une augmentation sur un an de plus de 75 % ! La situation d'autres marchés de matières premières, dont les produits alimentaires, n'est pas très différente (seuls les cours des métaux se sont quelque peu repliés au cours des derniers mois). Les raisons justifiant les hausses des prix des matières premières sont liées tant à des facteurs fondamentaux (offre insuffisante, demande en forte croissance) qu'à des facteurs spéculatifs, sans qu'on puisse réellement en donner la mesure. Quelles qu'en soient les raisons, ces hausses stimulent l'inflation, qui atteint 4,1 % aux Etats-Unis en mai, et 4 % dans la zone euro en juin. On notera aussi que les tensions inflationnistes ne sont pas le seul fait des pays industrialisés : différents pays émergents connaissent des hausses de prix importantes, et même les pays producteurs de pétrole sont confrontés à une inflation élevée, suite au renchérissement des prix de leurs importations.

La hausse de l'inflation, même issue d'un choc externe, met par ailleurs les banques centrales dans une situation délicate : elles doivent demeurer vigilantes à ce que les anticipations d'inflation ne se relèvent pas, ce qui les incite à mener des politiques monétaires moins accommodantes. Leur marge de manœuvre est cependant ténue dans un contexte de ralentissement général de l'économie mondiale. Au cours des dernières semaines, les préoccupations d'inflation, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, ont d'ailleurs modifié les attentes des marchés financiers quant à la direction future des politiques monétaires. Ceci n'a pas empêché le cours du dollar de se déprécier davantage face à l'euro (le cours moyen de l'euro-dollar s'est déprécié de 4,1 % par rapport au trimestre précédent). Rappelons qu'un euro fort détériore la compétitivité des entreprises européennes face à leurs concurrents américains.

3. ... et les dommages causés à l'économie belge grandissent

Des vents contraires ont donc continué de souffler sur l'environnement extérieur de l'économie belge au cours des trois derniers mois. On peut même affirmer qu'ils se sont renforcés. Mais surtout, au-delà de la simple dégradation du contexte économique mondial, on a pu observer que les effets de celle-ci se font davantage sentir sur l'économie belge.

D'une part, la hausse des prix des produits pétroliers stimule fortement l'inflation, qui a atteint 5,8 % en juin, soit un niveau inconnu depuis plus de vingt ans. La hausse des prix de l'énergie fossile (carburants routiers, gaz et mazout de chauffage) contribue pour la moitié de ce chiffre d'inflation, alors que ces produits ne représentent que 7 % de l'indice général des prix à la consommation. Suite à l'évolution défavorable des cours mondiaux des matières premières, on notera par ailleurs que les prix des produits alimentaires transformés ont augmenté en juin de plus de 10 % sur un an. Ceci contribue, avec la hausse des tarifs de l'électricité, à la hausse de l'inflation sous-jacente, qui a atteint 3,3 % en juin. L'inflation élevée pèse sur le pouvoir d'achat des ménages, comme en attestent les enquêtes réalisées par la Banque nationale : le moral des consommateurs se détériore nettement. Leurs attentes concernant leurs capacités d'épargne ont atteint un niveau historiquement bas, ainsi que leur appréciation de la situation économique et de leur situation financière futures. Bien que nous supposions dans nos modèles de prévisions une stabilisation des cours pétroliers à l'horizon de 2009 à un niveau proche du niveau actuel, ainsi qu'une certaine modération salariale permettant d'éviter les effets de second tour importants, l'inflation restera élevée sur l'horizon de prévision. Elle devrait atteindre 4,9 % cette année, et elle retomberait à environ 3,1 % en 2009.

D'autre part, les entrepreneurs belges ressentent davantage qu'il y a trois mois la moindre croissance du commerce mondial, en raison du ralentissement américain. Un décalage s'était en effet installé en début d'année entre le moral en baisse des consommateurs et le maintien à un niveau appréciable du moral des entrepreneurs. Les enquêtes de conjoncture laissaient donc, jusqu'il y a peu, entrevoir une activité ferme des entreprises durant les prochains mois, soutenue notamment par la croissance des pays émergents. Néanmoins, la récente dégradation des enquêtes de conjoncture, particulièrement dans le secteur industriel, écarte peu à peu cette prévision optimiste : les perspectives de la demande à 3 mois se détériorent nettement, alors que l'appréciation du carnet de commandes étrangères reflète le ralentissement du commerce mondial. Dans le cas des entreprises européennes, nous pensons également que l'appréciation continue de l'euro face au dollar joue un rôle non négligeable dans la dégradation du climat des affaires. Il pourrait en être davantage à l'avenir : on peut en effet supposer que, jusqu'à présent, les entreprises ont pu comprimer leurs marges bénéficiaires pour maintenir leur position sur les marchés mondiaux. Cette capacité d'ajustement étant à présent écornée, l'impact de l'appréciation passée de l'euro devrait commencer à être ressenti plus durement. On notera enfin que la dégradation des perspectives du secteur industriel n'est pas un phénomène isolé à la Belgique. Il se marque également dans les indicateurs PMI au niveau européen, qui sont depuis deux mois passés en zone de contraction⁴. De même, les indicateurs IFO représentant le climat de confiance des industriels allemands se sont nettement dégradés au cours des derniers mois, au point de signaler un ralentissement conjoncturel.

⁴ Par construction, une valeur d'un indicateur PMI inférieure à 50 représente une contraction de l'activité.

... et les dommages causés à l'économie belge grandissent

Enfin, même si on a pu observer quelques éléments de normalisation suite à la crise financière, les conditions de financement tant des ménages que des entreprises demeurent moins favorables que l'année passée. Ceci devrait jouer un rôle modérateur tant sur l'investissement en logement des ménages que sur l'investissement productif des entreprises.

4. Dès lors, le scénario d'un ralentissement de l'économie belge se précise

L'évolution récente du contexte économique global ainsi que la transmission plus nette des effets négatifs de cette évolution sur l'économie belge nous confortent dans la perspective d'un ralentissement économique au moins au cours de la deuxième partie de cette année. Autant la demande intérieure que le commerce extérieur en seraient responsables. Ensuite, à la faveur d'un redressement de l'économie américaine et d'une croissance toujours soutenue des pays émergents, l'économie belge pourrait retrouver courant 2009 un rythme de croissance proche du potentiel.

Plus précisément, la consommation des ménages sera la principale préoccupation sur l'horizon de prévision. Elle progressera plus faiblement au cours des prochains trimestres qu'elle ne l'a fait en début d'année 2008. Sans surprise compte tenu de ce qui a été explicité ci-dessus, la consommation sera pénalisée par une progression particulièrement faible (0,3 %) du revenu disponible réel des ménages (que l'on peut assimiler à leur pouvoir d'achat). En effet, la progression du revenu disponible nominal (freinée par une moindre croissance de l'emploi mais soutenue par l'indexation forte des salaires), qui devrait s'établir à 5,2 %, sera presque entièrement consommée par l'inflation. Au prix d'une nouvelle diminution du taux d'épargne des ménages, la croissance de la consommation des ménages s'établirait alors à 1,2 % en 2008⁵. Elle serait donc réduite de moitié par rapport au chiffre de 2007. En 2009, la croissance du revenu disponible nominal, qui s'établirait à 4,6 %, sera moins amputée par l'inflation des prix à la consommation que nous anticipons, rappelons-le, à 3,1 %. Dès lors, le revenu disponible réel des ménages devrait progresser davantage qu'en 2008 (de 1,5 %), ce qui aura un effet bénéfique sur le rythme de croissance de la consommation qui s'établirait à 1,1 %. Cette progression inférieure au chiffre de 2008 s'explique en partie par un effet de seuil fortement négatif suite au repli prévu en 2008, le rythme de croissance trimestriel de la consommation étant lui plus important que cette année.

Dans un tel contexte, il n'est pas étonnant de prévoir une faible croissance de l'investissement en logement des ménages. D'autant plus que le durcissement des conditions de crédit et le ralentissement de la croissance des prix sur le marché secondaire ne devraient pas inciter les ménages à augmenter leurs dépenses d'investissements en logement. Plusieurs indicateurs prospectifs du secteur de la construction (permis de bâtir, enquêtes auprès des architectes) confirment cette prévision. Dès lors, nous prévoyons que les investissements résidentiels progresseront de 1,5 % cette année (contre 5,3 % en 2007) et de 0,5 % seulement en 2009.

⁵ On notera cependant que ce chiffre correspond à des rythmes de croissance très faibles de la consommation au cours des prochains trimestres, puisque l'acquis de croissance au terme du premier trimestre atteint déjà 1,1 %.

Perspectives internationales et financières

Cet encadré présente les éléments importants de l'environnement international et financier qui sous-tendent nos prévisions belges pour la période 2008-2009. Ces éléments sont chiffrés dans le tableau 1 ci-dessous.

Hypothèses fondamentales :

En 2008q2, le prix du baril de pétrole Brent a poursuivi sa marche en avant, pour finalement dépasser la barre des 140\$/baril à la fin du mois de juin. Le cours du baril de pétrole s'établit dès lors à 121\$ en moyenne en 2008q2, ce qui correspond à une hausse d'un peu plus de 25 % par rapport au trimestre précédent. Malgré certaines déclarations alarmistes quant à l'évolution future des cours pétroliers, nous considérons que le prix du baril de Brent devrait se stabiliser autour de 130\$ sur l'horizon de prévision.

Après un dernier abaissement du taux de politique monétaire en avril dernier, la phase d'assouplissement des conditions monétaires aux Etats-Unis, entamée en septembre 2007, a pris fin lors de la réunion de juin du Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine. Bien que la situation économique des Etats-Unis reste dégradée, les préoccupations d'inflation (qui atteint 4,1 % en mai) reviennent à l'avant plan. Nous anticipons que les taux directeurs américains resteront inchangés jusqu'à la fin de l'année. En 2009, la politique monétaire américaine devrait par contre se durcir, en raison du raffermissement attendu de la croissance et du relèvement récent des anticipations d'inflation.

La Banque centrale européenne a pour sa part maintenu son taux principal de refinancement à 4 %, et ce en dépit d'une inflation qui atteint 4 % en juin, soit un niveau largement supérieur à l'objectif de stabilité des prix de la BCE. Cependant, une hausse des taux de politique monétaire est attendue en juillet. Une nouvelle hausse devrait intervenir en fin d'année. Le niveau des taux directeurs resterait ensuite inchangé jusque fin 2009.

Les taux d'intérêt de long terme se sont légèrement relevés au cours des trois derniers mois, et ce des deux côtés de l'Atlantique. Une meilleure croissance que prévu en 2008q1, les pressions inflationnistes grandissantes et l'anticipation d'une politique monétaire moins accommodante en sont les principales raisons. L'hypothèse retenue dans notre scénario de base est que ce relèvement devrait se poursuivre, si bien que le rendement des emprunts publics à 10 ans atteindrait 4,2 % aux Etats-Unis en fin d'année et 4,8 % dans la zone euro (représentée par l'Allemagne). Fin 2009, il atteindrait 5,2 % aux Etats-Unis et 5,5 % dans la zone euro.

Après une nouvelle hausse en avril, le taux de change de l'euro face au dollar s'est stabilisé durant les deux derniers mois à un niveau élevé, proche de 1,56 \$/€. Compte tenu des évolutions prévues pour les taux de politique monétaire et de long terme des deux côtés de l'Atlantique, il devrait en être de même jusqu'à la fin de cette année. En 2009, par contre, à la faveur du redressement de l'économie américaine, l'euro devrait légèrement se déprécier, pour atteindre 1,40 \$/€ en fin d'année prochaine.

Points clés de l'environnement international :

Le commerce international, tel que mesuré par le CPB aux Pays-Bas à partir des importations mondiales de marchandises, a progressé de 2 % en 2008q1 par rapport au trimestre précédent, principalement en raison de la vigueur des pays émergents. Mais l'évolution de plusieurs indicateurs (OCDE, IFO, PMI) laisse entrevoir une moindre croissance en seconde partie de cette année, si bien que sur l'ensemble de 2008, le commerce international progresserait de 5,3 % (contre 5,8 % en 2007). La croissance du commerce mondial sera du même ordre en 2009.

En raison d'une demande intérieure atone en 2008q1, la croissance aux Etats-Unis n'a que faiblement progressé (0,2 % qoq) en début d'année. En particulier, le secteur de la construction reste morose, de même que le marché de l'emploi : 314.000 emplois ont été supprimés dans le secteur privé non agricole au cours de 5 premiers mois de l'année. La croissance américaine devrait rester modérée à l'avenir, même si certains éléments laissent entrevoir un raffermissement en seconde partie d'année, et surtout en 2009 à la faveur d'une amélioration pressentie du marché immobilier. La croissance annuelle moyenne du PIB américain est prévue à 1,1 % en 2008 et à 1,3% en 2009.

La croissance de l'économie de la zone euro s'est par contre maintenue à un bon niveau en 2008q1 (0,8 % qoq). Ce chiffre cache pourtant des disparités importantes entre les grands pays de la zone (la croissance s'établit à 1,5 % qoq en 2008q1 mais seulement à 0,3 % qoq en Espagne) et le fait que certains facteurs de croissance sont de nature temporaire. Compte tenu de la faible croissance aux Etats-Unis, de l'appréciation passée de l'euro et d'une inflation élevée, la croissance devrait retomber au cours des prochains trimestres. Ainsi, la croissance s'établira à 1,8 % en 2008, surtout en raison d'un acquis de croissance important après le premier trimestre. Le rythme de croissance de la zone euro reviendra à son potentiel en 2009, à la faveur d'un environnement économique plus serein. La croissance moyenne sera alors de 1,5 % l'année prochaine.

L'économie japonaise suit globalement un schéma identique : elle a connu un rebond de croissance (1 % qoq) en 2008q1 grâce à la demande intérieure et aux échanges extérieurs. Mais les indicateurs de confiance font clairement état d'un ralentissement prochain, dans un contexte où le problème de la déflation n'est pas encore entièrement réglé. L'économie nippone devrait croître à un rythme annuel moyen de 1,8 % cette année et de 1,6 % l'année prochaine.

Tableau 1.

Perspectives internationales
(pourcentage de variation par
rapport à l'année précédente, sauf
indications contraires)

Sources : CEE, AIECE, OCDE, FMI, INS
Prévisions : IRES

	2003	2004	2005	2006	2007	2008p	2009p
Produit intérieur brut							
Etats-Unis	2,5	3,6	3,1	2,9	2,2	1,1	1,3
Japon	1,5	2,7	1,9	2,4	2,0	1,8	1,6
Zone euro	0,8	1,8	1,6	2,9	2,6	1,8	1,5
Prix à la consommation							
Etats-Unis	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,7	2,6
Japon	-0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,7	0,4
Zone euro	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,4	2,3
Commerce mondial	6,0	11,1	7,5	8,4	5,8	5,3	5,3
Prix du pétrole¹ (\$ par baril)	28,8	38,2	56,3	65,6	72,7	119,3	130,0
Taux directeurs des banques centrales (fin de période)							
Etats-Unis ²	1,00	2,25	4,25	5,25	4,25	2,00	3,00
Zone euro ³	2,00	2,00	2,25	3,50	4,00	4,50	4,50
Taux d'intérêt à court terme⁴ (fin de période)							
Etats-Unis	1,10	2,40	4,45	5,30	5,00	2,90	3,30
Zone euro	2,10	2,15	2,45	3,65	4,80	5,10	4,80
Taux d'intérêt à long terme⁵ (fin de période)							
Etats-Unis	4,30	4,20	4,50	4,60	4,10	4,20	5,20
Allemagne	4,20	3,50	3,30	3,80	4,30	4,40	5,50
Taux de change Euro/US \$ (fin de période)	1,23	1,34	1,19	1,32	1,47	1,55	1,40

¹ Brent de Mer du Nord

² Taux d'intérêt sur les fonds fédéraux

³ Taux repo de la Banque centrale européenne

⁴ Euro-marché à 3 mois pour Etats-Unis, Euribor pour zone euro

⁵ Rendements des bonds d'Etat sur le marché secondaire (Etats-Unis : emprunts d'Etat à 10 ans; Allemagne : emprunts du secteur public de 7 à 15 ans)

**... Dès lors, le scénario
d'un ralentissement
de l'économie belge se précise**

La demande extérieure ne pourra malheureusement pas compenser la faiblesse de la consommation des ménages. Nous anticipons que la faible croissance des exportations au cours du dernier trimestre de 2007 et du premier trimestre de 2008 se poursuivra au moins en deuxième partie de cette année. Malgré la vigueur de la croissance des pays émergents, et la demande d'importations des pays producteurs de pétrole, il est inévitable que les ventes étrangères seront affectées par le ralentissement de l'activité mondiale. L'euro fort jouera également un rôle important. Les exportations ne progresseraient donc que de 2,9 % cette année. Si, comme nous l'anticipons, le redressement de l'économie américaine se confirme à l'aube de 2009, celui-ci pourrait redonner une impulsion au commerce mondial, et donc de manière indirecte aux exportations belges qui progresseraient alors de 3,3 % l'année prochaine. Compte tenu de nos prévisions d'importations (qui, elles, restent mieux orientées que celles des exportations à la faveur d'un euro fort), la contribution nette du commerce extérieur à la croissance sera nettement négative (- 0,5 point) en 2008, pour redevenir légèrement positive (+ 0,2 point) en 2009.

Tableau 2.

Prévisions de l'économie belge
(pourcentage de variation par rapport à l'année précédente, sauf indications contraires)

Sources : ICN; Belgostat, INS
Calculs et prévisions : IRES

	2003	2004	2005	2006	2007	2008p	2009p
PIB	1,0	2,7	2,0	2,9	2,8	1,6	1,4
Consommation privée	0,9	1,2	1,4	2,2	2,4	1,2	1,1
Consommation publique	2,1	1,8	-0,2	0,0	2,1	2,4	2,0
Investissement	-0,3	7,5	6,7	4,2	5,7	5,0	2,2
• Entreprises	-1,8	7,4	4,6	3,9	6,1	6,7	2,9
• Ménages	3,6	10,0	10,0	7,4	5,3	1,5	0,5
• Administrations	1,4	1,9	13,0	-3,2	3,5	3,2	2,0
Demande intérieure (hors variation des stocks)	1,0	2,6	2,1	2,1	3,0	2,3	1,5
Variations des stocks ¹	-0,2	0,1	0,3	1,1	0,6	-0,1	-0,2
Demande intérieure totale	0,8	2,7	2,4	3,2	3,6	2,2	1,3
Exportations de biens et services	2,9	6,3	4,1	2,6	3,8	2,9	3,3
Importations de biens et services	2,8	6,5	4,7	2,8	4,7	3,6	3,2
Exportations nettes ¹	0,2	0,1	-0,3	-0,1	-0,6	-0,5	0,2
Prix à la consommation	1,6	2,1	2,8	1,8	1,8	4,9	3,1
Indice "santé"	1,6	1,8	1,9	0,9	2,0	3,1	3,0
Revenu disponible réel des ménages	-1,2	-0,1	-0,2	2,8	3,4	0,3	1,4
Taux d'épargne des ménages ²	14,8	13,5	12,4	12,7	13,3	12,4	12,5
Emploi intérieur	0,0	0,7	1,2	1,2	1,7	1,3	0,7
Demandeurs d'emploi inoccupés	9,5	7,1	3,4	-1,4	-9,5	-4,5	-1,0
Taux de chômage ³	8,2	8,4	8,5	8,2	7,5	7,2	7,0
Solde net de financement des administrations publiques (en % du PIB)	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,2	-0,3	-0,7

¹ Contribution à la croissance du PIB

² En pourcentage du revenu disponible

³ Nombre total de chômeurs, en pourcentage de la population active; concept Eurostat

... Dès lors, le scénario d'un ralentissement de l'économie belge se précise

Les perspectives d'investissements des entreprises sont complexes à établir dans un tel contexte. A leur défaveur, on citera précisément l'anticipation d'un ralentissement des exportations (acté par les entrepreneurs dans les enquêtes de conjoncture), et le possible resserrement des conditions de financement des projets d'investissements, mais aussi la réduction des marges bénéficiaires des entreprises. Or, ces marges sont indispensables à l'autofinancement des projets d'investissement. A l'opposé, malgré un taux d'investissement très élevé et proche de son record historique, on notera que le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière reste élevé. S'il devait se maintenir au niveau actuel, il serait de nature à stimuler l'investissement. Par ailleurs, la vive concurrence sur les marchés mondiaux peut inciter les entreprises à mener des plans d'investissement de rationalisation, de même que la mise en place de normes anti-pollution stimule l'installation de nouveaux équipements. Compte tenu d'un effet de seuil particulièrement élevé pour cette année, le taux de croissance des investissements productifs atteindrait 6,7 % en 2008, ce qui demeure très élevé. La reprise du commerce mondial en 2009 soutiendrait encore l'investissement en 2009. Sa croissance serait alors de 2,9 %.

Le marché du travail souffrira de la moins bonne conjoncture. Le rythme des créations nettes d'emplois sera donc amené à diminuer au cours des prochains trimestres. On soulignera de plus qu'après une année 2007 exceptionnelle en matière de créations d'emplois, les entreprises veilleront à rétablir leurs gains de productivité. Par ailleurs, la hausse des coûts salariaux pour les entreprises, suite aux multiples indexations de cette année, pourrait avoir un effet modérateur sur l'emploi.

Les données très récentes en provenance du marché du travail n'augurent cependant pas un arrêt des créations nettes d'emplois à l'avenir : au cours du deuxième trimestre de cette année, le nombre de chômeurs a encore diminué en Belgique, même si ce fut à un rythme moins élevé qu'auparavant. Ainsi, en données désaisonnalisées, on compte 9.000 demandeurs d'emploi inoccupés de moins dans notre pays entre les mois de décembre 2007 et juin 2008 (la diminution atteignait un rythme de 12.000 unités entre juillet et décembre 2007)⁶. Les perspectives d'emploi tirées des enquêtes d'opinions restent par ailleurs bonnes, surtout dans les secteurs des services et de la construction. Enfin, il reste une marge de progression au système des titres-services qui, rappelons-le, a généré quelques 12.000 emplois nets en 2007 selon la Banque nationale. En tenant compte de ces éléments parfois divergents, nous considérons que le rythme des créations d'emplois reviendra à quelques 8.000 à 10.000 unités par trimestre jusqu'à la seconde moitié de 2009. De la sorte, l'emploi moyen progressera de 1,3 % cette année (ce chiffre important étant largement dû à l'effet de seuil lié à la forte croissance de l'emploi en fin d'année 2007), et permettra la diminution du nombre de chômeurs de 8.000 unités. Même si un regain de croissance est anticipé dès la première moitié de 2009, compte tenu de l'inertie de l'emploi, ce n'est qu'en seconde partie de l'année prochaine que le rythme de croissance des créations d'emplois dépasserait à nouveau la barre des 10.000 unités par trimestre. La croissance de l'emploi moyen n'atteindra cependant que 0,7 % l'année prochaine.

En conclusion, notre prévision de croissance du PIB en 2008 est inchangée par rapport à notre précédente étude de conjoncture. Nous prévoyons toujours une croissance de 1,6 % de l'activité, ce qui reflète un net ralentissement de l'économie par rapport à l'année 2007. Le rythme de croissance de l'économie belge

⁶ Les chiffres de chômage mentionnés dans le texte sont des données désaisonnalisées. Ils peuvent par conséquent différer significativement des chiffres officiels, qui sont bruts.

... Dès lors, le scénario d'un ralentissement de l'économie belge se précise

devrait revenir progressivement à son niveau potentiel dans le courant de l'année prochaine. Mais la croissance sur l'ensemble de l'année ne s'établira qu'à 1,5 %, en raison d'un effet de seuil défavorable en fin d'année 2008.

Dans le cadre des prévisions macroéconomiques qui viennent d'être présentées, et à politique budgétaire inchangée, les finances publiques belges clôtureraient l'année 2008 avec un déficit de 0,3 % du PIB. Ce déficit se creuserait en 2009, pour atteindre 0,7 % du PIB.

5. Appréciation des risques

Comme toute prévision, notre scénario comporte des risques, liés notamment aux hypothèses qui y sont associées. Ces risques sont de nature à réorienter notre scénario à la hausse ou à la baisse lors de prochaines révisions.

La situation économique des Etats-Unis nous semble représenter un premier risque, qui pourrait agir dans un sens positif comme négatif. Rappelons encore une fois que nous ne partageons pas l'idée d'un décrochage complet de la situation économique mondiale par rapport à la situation américaine. Une récession marquée de l'économie américaine serait donc, selon notre analyse, de nature à freiner très sensiblement les échanges mondiaux. Il faudrait par ailleurs compter dans pareille situation avec une dépréciation supplémentaire du dollar, toujours dommageable à la compétitivité des entreprises européennes. A l'inverse, si le regain de croissance de l'économie américaine devait intervenir plus tôt qu'anticipé, il fournirait une nouvelle impulsion au commerce mondial, et le ralentissement de l'activité belge serait de plus courte durée.

Les autres risques sont davantage de nature à réorienter notre scénario à la baisse :

- D'une part, une grande opacité demeure sur l'ampleur de la crise financière. Notre hypothèse actuelle, retenue par d'autres institutions, considère que la majorité des effets négatifs de la crise du "subprime" sur les institutions financières sont à présent connus. Si tel n'était pas le cas, que de nouvelles dépréciations d'actifs devaient être rendues publiques, et que le système financier devait subir de nouveaux troubles, l'économie mondiale en souffrirait particulièrement : les conditions de financement pourraient brusquement se tendre, sans que les autorités monétaires ne puissent intervenir avec la même vigueur que par le passé, compte tenu des risques inflationnistes actuels.
- D'autre part, l'évolution des prix des matières premières et leurs répercussions sur les taux d'inflation à l'échelle mondiale représente précisément un deuxième risque associé à notre scénario. Notre hypothèse de stabilisation des cours pétroliers correspond non pas seulement à une hypothèse technique, mais à la meilleure estimation que l'on puisse en faire compte tenu des éléments fondamentaux connus et des anticipations des marchés financiers. Ceci n'exclut pas que de nouveaux chocs interviennent à l'avenir. Une hausse marquée du prix du baril de pétrole par rapport au niveau actuel serait particulièrement dommageable à l'économie mondiale.
- Enfin, un risque particulier à la Belgique est celui d'une spirale inflationniste. Notre scénario inclut une certaine modération salariale, et ce malgré l'indexation automatique des salaires passée et à venir. Si tel n'était pas le cas, les entreprises seraient tentées de reporter la hausse importante de leurs coûts salariaux sur leurs

... Appréciation des risques

prix de vente. Ceci se traduirait alors par une inflation généralisée des prix à la consommation, générant de nouvelles indexations des salaires.

*Cette étude a été réalisée sous la direction de Vincent Bodart,
avec la collaboration de
Jean-François Carpentier, Anne Defourny, Hélène Latzer, Philippe Ledent,
Guy Legros et Vincent Scourneau. Tous les auteurs sont chercheurs à l'IRES.*

Directeur de la publication :
Vincent Bodart
Rédactrice en chef :
Muriel Dejemeppe
Comité de rédaction : *Paul Belleflamme,*
Vincent Bodart, Thierry Bréchet,
Muriel Dejemeppe, Frédéric Docquier,
Jean Hindriks, François Maniquet,
Marthe Nyssens
Secrétariat & logistique : *Anne Davister*
Graphiste : *Dominos*

Regards Économiques
IRES-UCL
Place Montesquieu, 3
B1348 Louvain-la-Neuve
<http://www.uclouvain.be/regardseconomiques>
regard-ires@uclouvain.be
tél. 010/47 34 26