

EDITORIAL¹

Depuis notre dernière analyse conjoncturelle, publiée il y a 3 mois, les conditions conjoncturelles en Belgique et à l'étranger se sont quelque peu améliorées. En Belgique, le climat des affaires s'est notamment redressé, l'opinion des entreprises belges sur le volume actuel et futur de leur activité étant aujourd'hui plus positive qu'elle ne l'était fin 2011. Malgré cela, les perspectives de croissance pour 2012 en Belgique demeurent très faibles. Notre analyse montre en effet que plusieurs facteurs empêcheront la croissance économique belge de se raffermir de façon significative en 2012. En conséquence, nous maintenons notre prévision d'une contraction - légère (- 0,2 %) - de l'activité économique belge en 2012.

Encadré 1. Résumé des prévisions

- Notre prévision de croissance du PIB belge en 2012 est de - 0,2 %.
- Après avoir augmenté de 34.400 unités en 2011, l'emploi devrait diminuer d'environ 2.600 unités en 2012.
- En baisse d'environ 12.000 unités en 2011, le nombre de chômeurs augmenterait d'environ 38.000 unités en 2012.
- De 3,5 % en 2011, l'inflation des prix à la consommation redescendrait à 2,9 % en 2012.
- En tenant compte des mesures budgétaires décidées par le gouvernement, le déficit budgétaire des administrations publiques serait réduit à 2,8 % du PIB en 2012.

Le printemps est-il aussi conjoncturel ?

Après une période de reprise économique sans grande intensité en 2009-2010, la conjoncture économique mondiale s'est à nouveau retournée début 2011. Toutes les zones économiques mondiales furent touchées par ce nouveau ralentissement de la croissance économique, en ce compris les pays émergents. L'Europe fut touchée particulièrement sévèrement, le PIB de la zone ayant reculé au dernier trimestre 2011. Dans de nombreux pays européens, l'emploi a reculé durant la seconde partie de 2011 et le taux de chômage a continué à grimper. Aux Etats-Unis, le ralentissement économique fut moins sévère. L'activité a en effet continué à progresser en 2011 mais à un rythme très modéré et insuffisant pour permettre une forte accélération des créations d'emplois. L'économie mondiale continue en fait à subir les conséquences de la *Grande Récession* de 2007-2008. Ainsi, rares sont les économies avancées qui, en ce début d'année 2012, ont retrouvé leur niveau de production antérieur à la crise. Les perspectives pour la suite de l'année semblent néanmoins plus positives. Des signes de redressement de la conjoncture économique mondiale sont en effet apparus au cours des derniers mois. Ils sont relativement bien marqués aux Etats-Unis mais on les observe aussi en Europe. Bien que ces signaux soient encore timides pour l'instant, nous considérons toutefois qu'ils confortent les prévisions de notre étude de janvier 2012 et qu'ils tendent à confirmer que l'activité économique, bien que toujours faible en ce début d'année, devrait progressivement se renforcer en cours d'année.

¹ Dans l'ensemble de cette publication, 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.

Les crises économiques associées à des crises bancaires ont des effets profonds et durables. Comme nous l'avons souligné dans notre étude précédente, en paraphrasant l'ouvrage consacré à l'histoire des crises financières des Professeurs Reinhart et Rogoff, «*This Time is Not Different*»¹, les ajustements «bilantaires» de l'économie, nécessaires, demandent du temps. Même si les ajustements sont toujours en cours, il semble toutefois que l'effort encore à mener devrait progressivement diminuer d'ampleur, pour les motifs que nous développons ci-dessous : le relèvement progressif du marché immobilier américain (bilan des ménages); la levée substantielle des incertitudes entourant la gestion des risques souverains en zone euro (bilans des institutions financières); et la plus grande crédibilité des programmes d'ajustement budgétaire (et de leur ampleur) aux Etats-Unis et surtout en Europe (bilans des Etats).

L'effondrement de l'immobilier américain aura clairement été un des facteurs déclencheurs de la crise en 2008. Outre la dispersion des pertes de richesse dans le monde via certains instruments financiers particulièrement sophistiqués (les produits «titrisés» entre autres), la chute du prix des habitations aura aussi lourdement réduit le patrimoine des ménages outre-Atlantique et les aura poussés à augmenter leur épargne, les contraignant par la même à réfréner leurs dépenses. Les premiers signaux d'une amélioration apparaissent aujourd'hui, avec une appréciation sensible de l'activité de construction résidentielle fin 2011. Compte tenu par ailleurs du relèvement significatif des créations d'emplois observé aux Etats-Unis en début d'année, ceci laisse penser qu'une dynamique vertueuse de reprise pourrait resurgir prochainement aux Etats-Unis, avec comme moteur principal la consommation et l'investissement des ménages.

Les bilans des institutions financières sont eux aussi en phase de rétablissement. C'est en Europe que la situation était la plus délicate, avec des incertitudes ayant trait tant à la solvabilité qu'à la liquidité des banques. Sur le plan de la solvabilité, le mode de répartition des pertes liées au défaut possible de certains Etats est resté longtemps incertain. Certaines banques sont lourdement exposées aux risques souverains et les doutes incessants sur leur capacité à gérer un défaut sans refinancement public contribuaient à un climat d'insécurité important. Le plan de restructuration de la dette grecque et la mise en place des fonds de secours européens (FESF- Fonds européen de stabilité financière – et MES - Mécanisme européen de stabilité) lèvent une part des incertitudes². Sur le plan de la liquidité, le marché interbancaire peine à retrouver un fonctionnement comparable à celui antérieur à 2008. La situation s'améliore toutefois. La Banque centrale européenne a en effet décidé d'octroyer des refinancements de long terme (3 ans) en décembre et février pour des montants non plafonnés. Ces opérations ont naturellement relâché les tensions relatives à la liquidité.

S'agissant du bilan des Etats, l'incertitude relative à la soutenabilité des finances publiques est en recul, en Europe particulièrement, grâce à la multiplication de plans dits d'austérité. Certains pays comme l'Allemagne ont ainsi vu leur ratio d'endettement déjà diminuer en 2011 par rapport à 2010. Si le ratio d'endettement n'est pas stabilisé partout, les trajectoires d'assainissement sont toutefois désormais plus prédictibles. Le débat relatif à l'impact de ces mesures sur la croissance à moyen terme, entre partisans d'une vision plus keynésienne (privilegiant les politiques anticycliques) et partisans d'une vision plus ricardienne (privilegiant les

¹ Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff (2008) "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises", NBER Working Papers n°13882.

² Des questions restent ouvertes sur l'éventuelle fusion des deux fonds (le FESF étant en principe de nature temporaire) et sur les montants garantis. Le FMI doit par ailleurs préciser d'ici peu la hauteur de son intervention dans ces fonds de secours.

politiques d'offre), n'en demeure pas moins vif et délicat.

Si l'assainissement des bilans nous semble être sur la bonne voie, les retombées positives que l'on peut escompter pour l'économie réelle ne devraient toutefois pas être immédiates. Bien qu'en hausse, la confiance demeure en effet fortement déprimée par rapport à ses moyennes historiques.

La forte perte de confiance des principaux acteurs économiques durant la seconde moitié de 2011 était précisément un des facteurs importants qui nous avaient amené, dans notre étude précédente, à réviser fortement à la baisse nos prévisions pour 2012. Il devenait en effet flagrant que les Etats n'avaient plus la capacité de poursuivre des politiques anticycliques de relance, trop coûteuses au vu des contraintes budgétaires; que les banques demeuraient extrêmement vulnérables aux moindres chocs, particulièrement dans un contexte où la nature du soutien de la BCE demeurait flou (ampleur des mesures dites non-conventionnelles); que les modalités de répartition des pertes en cas de restructuration de dettes souveraines n'étaient pas fixées, sachant que le défaut sur la dette grecque devenait imminent; enfin, que la croissance qui aurait permis d'accélérer le rétablissement de la situation tardait à s'affirmer.

Au cours des premiers mois de l'année sous revue, la confiance a commencé à se redresser, comme l'indiquent les résultats de nombreuses enquêtes de conjoncture (*IFO*, *PMI*, Commission européenne). Plus globalement, l'état de la conjoncture économique tend à s'améliorer. Premièrement, de nombreux indicateurs avancés (liés au secteur industriel principalement) sont apparus en hausse, qu'il s'agisse de la production industrielle mondiale, de l'indicateur mondial *IFO*, de l'indicateur *PMI* mondial pour l'industrie ou encore des données *CPB* sur les échanges internationaux de marchandises. Ensuite, l'évolution récente aux Etats-Unis du marché du travail, ainsi que les enquêtes sur les intentions d'embauches, actent une amélioration nette et une dynamique favorable. Enfin, l'Europe est également concernée par ce retournement, comme l'indique l'amélioration récente de l'opinion des industriels sur le niveau de leurs carnets de commandes et de la demande future. A ces éléments favorables, il faut ajouter des taux d'intérêt de long terme qui demeurent faibles tant en Europe qu'aux Etats-Unis. La hausse durant ces derniers mois des prix des matières premières, bien que potentiellement défavorables à la reprise, atteste indirectement d'un redressement immédiat ou imminent de la demande internationale.

Le redressement de la conjoncture économique mondiale demeure timide pour l'instant. S'il se confirme, il permet d'envisager un renforcement de l'activité au cours des prochains mois, mais étant donné les ajustements «bilantaires» qui sont toujours en cours, la croissance ne devrait redevenir soutenue que l'an prochain.

L'économie belge en récession au deuxième semestre 2011

En dépit d'un début d'année prometteur, 2011 s'est achevé pour la Belgique par deux trimestres de croissance négative du PIB, ce qui conduit à une croissance annuelle moyenne de 1,9 % en 2011. Le recul du 4^{ème} trimestre est attribuable à l'évolution des deux composantes les plus réactives à la conjoncture, à savoir l'investissement productif et les stocks. La frilosité des entreprises s'explique par la faiblesse des indicateurs de confiance (dans l'industrie mais également dans les services, la construction et chez les consommateurs) ainsi que par la diminution du taux d'utilisation des capacités de production. La contribution négative de la formation des stocks reflète une prévision de la demande qui tend à diminuer fin 2011. Les autres composantes du PIB (consommation privée, dépenses publiques, demande extérieure nette) ont soit stagné, soit faiblement contribué à la croissance.

Cette dégradation de l'activité en Belgique est conforme à la perte de confiance observée partout dans le monde.

Le marché du travail aura de même pâti du retournement conjoncturel, sans délai, avec une ampleur telle que le deuxième semestre aura donné lieu à des destructions nettes d'emplois, alors même que les régimes de «subsidiation» publique de l'emploi tournent à «plein régime» (titres-services, emplois *win-win*, chômage temporaire, crédit-temps à temps partiel, etc...).

Prévisions 2012 pour la Belgique

Comme ailleurs, des signaux positifs laissent entrevoir un raffermissement de l'activité économique belge en cours d'année. Le climat des affaires s'est ainsi redressé dans plusieurs secteurs, dont notamment l'industrie où les carnets de commandes recommencent à s'étoffer et les attentes de la demande future s'améliorent. Les résultats de l'enquête de mars auprès des consommateurs indiquent également un redressement du moral de ceux-ci. En dépit de ces évolutions positives, la confiance demeure faible en comparaison du passé. L'évolution des composantes du PIB dans les mois qui viennent devrait dès lors demeurer atone.

Tout d'abord, la consommation privée devrait reculer en 2012 (-0,2 %). La confiance des ménages est en effet toujours très faible au vu des dernières enquêtes. Aucun emploi net ne devrait par ailleurs être créé cette année, alors qu'il faut en général plus de 30.000 emplois nets pour stabiliser le taux de chômage. L'inflation toujours élevée du fait des nouvelles tarifications appliquées depuis janvier dans le transport, de l'augmentation des prix de l'énergie, et l'effet des taxes indirectes devrait de surcroît amputer le budget des ménages, dont le pouvoir d'achat diminuerait de 0,7 % en 2012. Tous ces éléments pèseront inéluctablement sur l'évolution de la consommation.

Ensuite, bien que les résultats de l'enquête de printemps sur les investissements révèlent des prévisions étonnamment optimistes pour 2012, nous considérons plutôt que les dépenses d'investissement des entreprises progresseront faiblement cette année (+ 1,3 %). Les principaux freins à l'investissement seront le faible niveau actuel des taux d'utilisation des capacités de production, combiné à l'absence d'une forte pression venant de la demande. La demande tend certes se raffermir depuis quelques mois, mais il faudra probablement attendre plusieurs mois de raffermissement avant que les entreprises ressentent à nouveau le besoin d'accroître leur appareil productif. Durant l'année sous revue, les investissements devraient donc se limiter au remplacement et à la modernisation des équipements, ce qu'indique également l'enquête de printemps sur les investissements dans l'industrie. Certaines entreprises risquent toutefois de devoir restreindre leurs dépenses en raison de critères d'octroi de crédit qui restent très sélectifs selon elles.

Quant à l'investissement résidentiel, étant donné le faible nombre de permis de bâtir octroyés en 2011, l'opinion défavorable des architectes sur le volume de leur activité future ainsi que l'inquiétude toujours forte des ménages sur l'évolution de leur situation financière, il devrait se contracter de façon marquée cette année (- 2,8 %).

Enfin, la croissance économique de l'année sous revue devrait être significativement ralentie par les mesures de réduction du déficit budgétaire adoptées par le nouveau gouvernement. Destiné à ramener le déficit budgétaire à 2,8 % du PIB en 2012, l'ajustement budgétaire programmé s'élève en effet à environ 14 milliards €, soit près de 4 % du PIB de 2011.

Grâce à l'amélioration de la conjoncture industrielle en Europe, les exportations belges devraient recommencer à progresser en 2012, après avoir reculé de mars à décembre 2011. En effet, la structure des échanges extérieurs de la Belgique est telle qu'environ 60 % des exportations industrielles sont des biens intermédiaires, ce qui positionne les entreprises belges en amont dans la chaîne de production. De la sorte, la Belgique réagit plutôt rapidement aux évolutions du cycle économique. La progression des exportations en 2012 devrait cependant être très modérée (+ 1,0 %), le raffermissement de l'activité dans les autres pays européens étant pour l'instant très modeste et le déficit de compétitivité de l'économie belge s'étant accru en 2011. Compte tenu que les importations belges augmenteraient de 1,1 % en 2012, la contribution nette des échanges extérieurs serait à nouveau légèrement négative (- 0,1 pt) cette année.

En résumé, il nous apparaît qu'en ce début d'année, les facteurs de croissance sont peu nombreux et faibles par rapport aux facteurs qui contraignent la croissance, si bien que le rythme trimestriel de croissance du PIB ne devrait redevenir positif que durant la seconde partie de l'année. En conséquence, nous maintenons notre prévision d'une décroissance du PIB (- 0,2 %) durant l'année sous revue.

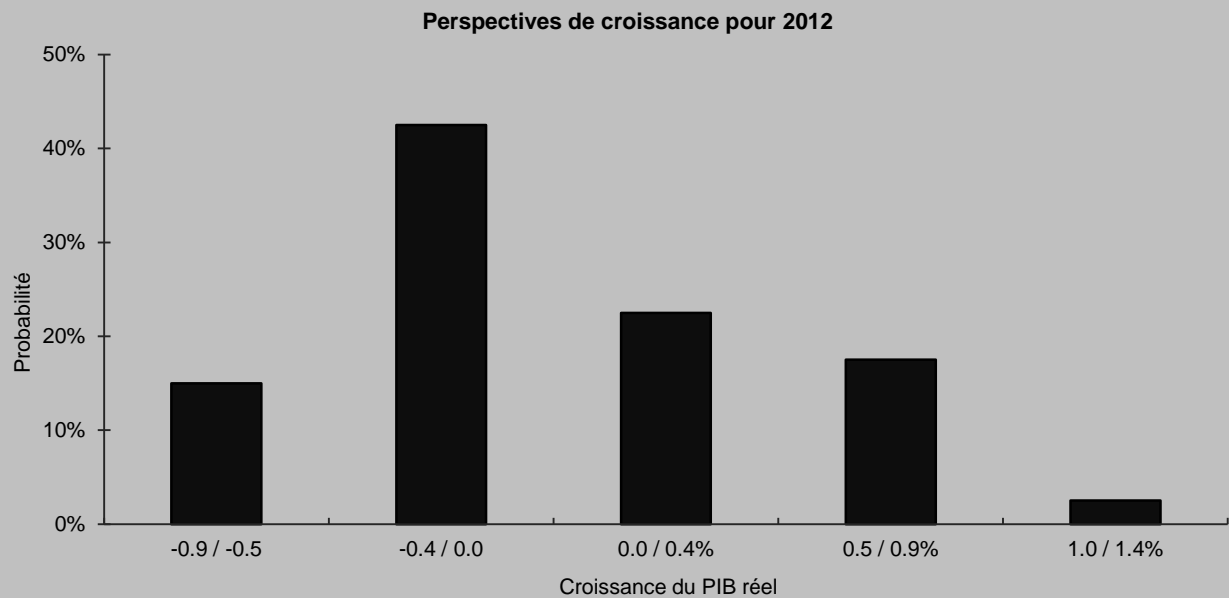
Dans ce contexte, la situation de l'emploi et du chômage devrait se détériorer à nouveau. Nous prévoyons en effet que la faiblesse de l'activité se répercutera sur l'évolution du volume de travail et quasi intégralement sur le nombre d'emplois. De plus, la durée du temps de travail étant déjà à un plancher, la productivité horaire étant de même fort basse, il est vraisemblable selon nous que la reprise de l'activité qui est prévue en seconde partie d'année sera dans un premier temps assurée par des gains de productivité et une hausse de la durée moyenne du temps de travail. Depuis début 2008, les mesures de «subsidiation» de l'emploi ont joué un rôle majeur dans la résilience du marché du travail. Au vu du contexte budgétaire difficile, il semble peu probable que de nouvelles mesures seront prises pour contrer les pertes d'emploi à venir. Nous prévoyons ainsi que l'emploi diminuera d'environ 2.600 unités endéans 2012. Le nombre de chômeurs augmenterait de 38.000 unités en 2012, ce qui porterait le chômage à plus de 8 % de la population active en fin d'année¹.

Le scénario de prévision qui vient d'être présenté est proche de celui développé dans notre précédente étude. L'appréciation des risques change toutefois sensiblement (cf. encadré 2). Alors que les risques défavorables étaient prépondérants dans notre étude de janvier, plusieurs facteurs d'incertitude semblent s'être atténués aujourd'hui. Le risque qu'un grand pays (comme l'Espagne ou l'Italie) fasse défaut demeure, mais l'appréciation de ce risque par les marchés est en recul comme le démontrent la diminution des primes de risque souverain et la baisse des prix des assurances défauts («*Credit Derivative Swaps*») pour de nombreux pays de la zone euro. De la même manière, la question de la restructuration grecque n'est plus d'actualité, et l'incertitude levée. Les risques de liquidité dans le chef des banques ont de même reculé grâce à deux opérations de refinancement orchestrées par la Banque centrale européenne, démontrant par là sa détermination à ne pas laisser la crise de confiance du marché interbancaire dégénérer en crise systémique. Enfin, compte tenu de l'amélioration en cours aux Etats-Unis et du relèvement de certains indicateurs liés à l'industrie, le redressement de l'activité économique pourrait être plus prompt que celui prévu dans notre scénario. A l'inverse, le risque que de nouvelles augmentations des prix pétroliers entravent le processus de reprise économique demeure bien présent.

¹ Selon la définition Eurostat.

Encadré. La prévision ... au-delà du chiffre de croissance du PIB

Comme c'est le cas pour beaucoup d'études conjoncturelles, le chiffre de croissance du PIB est sans aucun doute l'élément central autour duquel s'articule notre projection. Même s'il est particulièrement commode de pouvoir résumer nos perspectives économiques en un seul chiffre, une telle pratique a néanmoins pour défaut de ne pas rendre compte de manière chiffrée de l'incertitude qui entoure n'importe quelle prévision. En présentant notre prévision sous la forme de probabilités attribuées à différents intervalles de croissance du PIB, le graphique ci-dessous vise à combler cette lacune d'une manière simple *.



Source : IRES, Service d'analyse économique

* Les intervalles correspondent à ceux qui sont définis par la BCE dans son enquête sur la zone euro auprès des prévisionnistes professionnels.

Tableau 1. Perspectives internationales
(pourcentage de variation par rapport à l'année précédente, sauf indications contraires)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 ^P
Produit intérieur brut							
Etats-Unis	2,7	1,9	- 0,3	- 3,5	3,0	1,7	2,2
Japon	2,0	2,3	- 1,2	- 6,3	4,0	- 0,7	1,6
Zone euro	3,2	2,9	0,3	- 4,2	1,8	1,5	- 0,2
Prix à la consommation							
Etats-Unis	3,2	2,9	3,8	- 0,3	1,6	3,1	2,0
Japon	0,2	0,1	1,4	- 1,4	- 0,7	- 0,3	- 0,3
Zone euro	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,1
Commerce mondial	8,5	6,5	1,8	- 11,8	13,2	6,9	4,9
Prix du pétrole¹ (\$ par baril)	65,6	72,7	97,3	61,7	79,8	111,5	120,0
Taux directeurs des banques centrales (fin de période)							
Etats-Unis ²	5,25	4,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zone euro ³	3,50	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	1,00
Taux d'intérêt à court terme⁴ (fin de période)							
Etats-Unis	5,30	5,00	2,25	0,30	0,30	0,50	0,50
Zone euro	3,60	4,80	3,30	0,60	1,00	1,30	1,00
Taux d'intérêt à long terme⁵ (fin de période)							
Etats-Unis	4,60	4,10	2,40	3,60	3,30	2,00	2,90
Allemagne	3,80	4,30	3,20	3,10	2,90	1,90	2,50
Taux de change Euro/US \$ (fin de période)	1,32	1,47	1,34	1,43	1,32	1,30	1,32

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

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)

Tableau 2. Prévisions de l'économie belge
(pourcentage de variation par rapport à l'année précédente, sauf indications contraires)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 ^P
PIB	2,7	2,8	0,9	- 2,7	2,3	1,9	- 0,2
Consommation privée	2,0	1,7	1,9	0,8	2,3	0,8	- 0,2
Consommation publique	0,7	2,0	2,4	0,8	0,2	0,8	0,6
Investissement	2,3	6,1	2,2	- 8,1	- 0,8	5,2	0,6
• Entreprises	2,0	8,2	4,2	- 9,3	- 1,6	8,8	1,3
• Ménages	6,5	3,3	- 2,7	- 9,2	1,6	- 3,5	- 2,8
• Administrations	- 3,6	- 1,1	0,9	7,3	- 1,8	7,3	5,4
Demande intérieure (hors variation des stocks)	1,7	2,7	2,1	- 1,3	1,1	1,7	0,2
Variations des stocks ¹	0,6	0,0	- 0,4	- 0,5	0,1	0,4	- 0,3
Demande intérieure totale	2,3	2,7	1,7	- 1,8	1,2	2,1	- 0,1
Exportations de biens et services	5,5	5,2	1,8	- 11,3	9,9	4,8	1,0
Importations de biens et services	5,0	5,2	2,9	- 10,6	8,7	5,2	1,1
Exportations nettes ¹	0,5	0,2	- 0,8	- 0,9	1,2	- 0,1	- 0,1
Prix à la consommation	1,8	1,8	4,5	- 0,1	2,2	3,5	2,9
Indice "santé"	1,8	1,8	4,2	0,6	1,7	3,1	2,9
Revenu disponible réel des ménages	2,6	2,1	2,1	3,1	- 0,8	1,2	- 0,7
Taux d'épargne des ménages ²	16,0	16,6	17,0	18,8	16,5	16,7	16,3
Emploi intérieur	1,1	1,7	1,8	- 0,2	0,8	1,3	0,0
Demandeurs d'emploi inoccupés	- 1,4	- 9,5	- 5,2	9,8	2,3	- 3,7	5,8
Taux de chômage ³	8,3	7,5	7,0	7,9	8,2	7,2	7,6
Solde net de financement des administrations publiques (en % du PIB)	0,3	- 0,2	- 1,3	- 5,9	- 4,2	- 4,2	- 2,8

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

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

Louvain-la-Neuve, le 30 mars 2012