

EN BREF

Hypothèses fondamentales

Au moment de clôturer notre étude, le prix du baril de *Brent* était d'un peu moins de 70\$, soit un niveau proche de sa cotation il y a 3 mois. Dans la perspective d'une consolidation à l'avenir de la reprise économique mondiale en cours, les tensions sur les marchés du pétrole et des matières premières devraient progressivement être plus fortes. C'est la raison pour laquelle nos projections macroéconomiques sont établies en supposant que le prix du baril de Brent se situera à 75\$ fin 2009 et que la remontée se poursuivra en 2010 pour aboutir à un prix moyen de 80\$ sur l'ensemble de l'année prochaine.

Aux Etats-Unis comme dans la zone euro, les taux de politique monétaire n'ont pas été modifiés depuis notre étude de juillet, ce qui situe le taux directeur américain entre 0 % et ¼ % et le taux directeur de la BCE à 1 %. Malgré la reprise en cours, l'économie mondiale reste fragile et la croissance prévue pour 2010 ne devrait pas être très vigoureuse. Dans la mesure où, par ailleurs, la stabilité des prix ne nous semble pas menacée à court terme, il est attendu que les taux de politique monétaire resteront encore plusieurs mois à leur niveau actuel.

Malgré d'amples fluctuations au cours des trois derniers mois, les rendements des emprunts publics à 10 ans étaient, au moment de clôturer cette étude, pratiquement inchangés par rapport à leur niveau 3 mois plus tôt, soit 3,3 % aux Etats-Unis et 3,2 % dans la zone euro (représentée par l'Allemagne). Après cette pause, les rendements des emprunts publics devraient reprendre leur ascension à l'avenir. Les principaux déterminants de cette évolution anticipée sont l'amélioration des perspectives de croissance économique et une plus grande appétence des investisseurs pour le risque. Il est ainsi fait l'hypothèse que le rendement des emprunts publics à 10 ans atteindra, fin 2010, 4,8 % aux Etats-Unis et 4,0 % dans la zone euro.

Déjà en augmentation au cours du trimestre précédent, le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar a continué à s'apprécier au 3^{ème} trimestre. Au moment de clôturer cette étude, le taux de change €\$ était ainsi de 1,46, contre 1,41 à la fin juin. L'évolution future du taux de change €\$ nous paraît pour l'instant fort incertaine, dans la mesure où elle dépendra surtout de la vitesse à laquelle l'activité économique reprendra aux Etats-Unis et dans la zone euro. Pour l'élaboration de notre scénario macroéconomique de base, nous avons fait l'hypothèse d'un taux de change €\$ inchangé à son niveau de fin septembre sur l'ensemble de la période de projection.

Points clés de l'environnement international

Au 2^{ème} trimestre 2009, les échanges commerciaux internationaux se sont contractés à un rythme nettement plus faible que celui enregistré au 1^{er} trimestre et, selon différents indicateurs prospectifs, ils devraient recommencer à progresser à partir du 3^{ème} trimestre. Sur l'ensemble de l'année 2009, la croissance du commerce international devrait être fortement négative (- 12,8 %). Une croissance positive de 4,6 % est en revanche prévue pour 2010.

Les développements économiques récents confirment le redressement de l'économie américaine. La croissance américaine devrait ainsi redevenir positive au 3^{ème} trimestre et cette croissance devrait se maintenir sur l'ensemble de la

période de projection. En raison notamment de la forte dégradation du marché du travail et de la situation toujours fragile du système financier, la reprise ne devrait pas être très vigoureuse. Prévue à - 2,7 % en 2009, la croissance américaine attendrait +1,7 % en 2010.

Au 2^{ème} trimestre, le PIB japonais a progressé de 0,6 %, mettant fin à 5 trimestres consécutifs de baisse. Cette progression est essentiellement imputable à la demande étrangère. Alors que la demande intérieure apparaît toujours fragile, la croissance des prochains trimestres devrait continuer à être supportée par la demande mondiale, ainsi que par les plans de relance budgétaire du gouvernement. Nous prévoyons ainsi une croissance molle de 1,1 % pour 2010, après une décroissance attendue de 5,8 % en 2009.

Pour le 5^{ème} trimestre consécutif, le PIB de la zone euro a diminué au 2^{ème} trimestre 2009. Le recul est toutefois nettement moins important que les précédents. D'ailleurs, les perspectives s'améliorent. Les ménages et les entreprises sont ainsi moins déprimés qu'en début d'année, la demande extérieure commence à se raffermir, la phase de déstockage touche à son terme et les plans de relance produisent leurs effets. Dans ce contexte, la croissance devrait redevenir positive au 3^{ème} trimestre et la progression de l'activité devrait se poursuivre à l'avenir. La croissance annuelle du PIB devrait atteindre 0,7 % en 2010, contre - 4,3 % en 2009.

Au Royaume-Uni, bien que le PIB ait encore baissé de 0,7 % au 2^{ème} trimestre, le recul fut cependant moins sévère que celui des deux trimestres précédents. Les perspectives pour les prochains trimestres sont mitigées, en raison surtout de la détérioration marquée des déterminants de la demande intérieure. Nous prévoyons ainsi une croissance de seulement 1,1 % en 2010, après une décroissance de 4,4 % en 2009.

Repères pour l'économie belge

Au 2^{ème} trimestre 2009, le PIB belge a reculé de 0,3 %, soit un rythme de décroissance nettement moindre que celui enregistré au 1^{er} trimestre (- 1,7 % par rapport au trimestre précédent). Le redressement du climat des affaires et l'amélioration de la confiance des ménages tendent néanmoins à indiquer que la reprise a débuté. Ainsi, bien qu'encore très légèrement négative au 3^{ème} trimestre, la croissance devrait redevenir positive au 4^{ème} trimestre. Elle se maintiendrait et se renforcerait même progressivement en 2010, mais les rythmes de croissance prévus sur la période de projection seront modérés, en deçà de la croissance potentielle. Sur la période de projection, la croissance économique belge devrait surtout être supportée par les exportations et la formation des stocks. En moyenne annuelle, la croissance du PIB est prévue à - 3,1 % en 2009 et 0,7 % en 2010.

Le marché du travail s'est considérablement détérioré depuis le début de l'année. Environ 45.000 emplois ont été détruits au 1^{er} semestre et, en août, le nombre de personnes au chômage était en hausse de près de 12 % par rapport à août 2008. Malgré la reprise attendue de l'activité économique, les rythmes de croissance prévus seront trop faibles pour inverser la phase de dégradation du marché du travail. Ainsi, au total sur 2009 et 2010, près de 125.000 postes d'emploi devraient être supprimés, ce qui, sur les deux

années, le nombre de chômeurs – demandeurs d’emplois inoccupés – devrait augmenter d’environ 175.000 unités. Le taux de chômage devrait remonter de façon dramatique, pour atteindre 9,5 % de la population active fin 2010¹.

En septembre, le taux d’inflation générale était de - 1,2 %, contre - 1,1 % trois mois plus tôt. Sous les hypothèses de taux de change €\$ et de prix du pétrole mentionnées ci-dessus, l’inflation devrait redevenir positive à partir de décembre 2009 mais, étant donné les faibles rythmes de croissance prévus et les importantes capacités de production inutilisées qui subsisteront à l’avenir, l’inflation restera contenue en 2010. Pour 2009, le taux annuel moyen d’inflation est prévu à 0 %. Il se redresserait à 1,5 % en 2010.

En raison de la faiblesse de la croissance économique, de la forte hausse du chômage et de l’impact budgétaire des mesures prises par le gouvernement pour soutenir l’activité économique et le système bancaire, une importante dégradation des finances publiques belges est prévue sur la période de projection, qui se traduira par un déficit des administrations publiques de 5,6 % du PIB en 2009 et 6,1 % du PIB en 2010.

¹ Taux de chômage harmonisé Eurostat.

EDITORIAL

Les signes de reprise économique se sont multipliés au cours des derniers mois, lesquels nous ont amenés à revoir à la hausse nos prévisions de croissance pour 2009 et 2010. La croissance de l'économie belge atteindrait - 3,1 % en 2009 et 0,7 % en 2010, contre respectivement - 4,0 % et - 0,2 % dans notre projection de juillet. Cette prévision implique des rythmes trimestriels de croissance très modestes sur l'ensemble de la période de projection. En raison de la forte dégradation du marché du travail, d'une sous-utilisation importante des capacités de production et de conditions du crédit encore très restrictives, la reprise économique ne devrait en effet pas être très vigoureuse.

La reprise économique est amorcée...¹

La crise économique la plus grave observée depuis les années 30 semble toucher à sa fin plus rapidement que ce qui était anticipé, en partie grâce à l'efficacité des politiques monétaires et budgétaires très expansionnistes entreprises dans la plupart des économies. La production industrielle mondiale est de nouveau en hausse depuis le mois d'avril de cette année, principalement sous l'impulsion d'une reprise vigoureuse de la production dans les pays émergents asiatiques, alors qu'au sein des principales économies avancées, l'évolution de l'activité se situe toujours majoritairement en territoire négatif, mais les rythmes de contraction se sont très nettement tassés au cours des derniers mois. Ainsi, le PIB de la zone euro a reculé au 2^{ème} trimestre 2009 de seulement 0,1 % *qoq*, alors que le repli avait été de 2,5 % au 1^{er} trimestre 2009 et de 1,7 % au dernier trimestre 2008, tandis qu'aux Etats-Unis, il s'est inscrit en retrait de 0,3 % *qoq*, après une contraction de 1,7 % *qoq* au trimestre précédent. De plus, le développement récent des indicateurs d'activité atteste d'une amélioration sensible du climat conjoncturel ambiant, ce qui confirme le scénario de sortie de crise de l'économie mondiale. Pour preuve, l'indicateur PMI *JPMorgan* pour l'économie mondiale s'est affiché en août au-dessus du seuil critique de 50, ce qui n'était plus arrivé depuis mai 2008. Parallèlement, la plupart des résultats d'enquêtes menées auprès des entreprises et des ménages parmi les principales économies avancées affichent un regain d'optimisme, en particulier au niveau des anticipations concernant l'évolution économique future.

...sous l'effet des politiques expansionnistes et du restockage des entreprises

Etant donné l'amélioration récente du climat conjoncturel et surtout des anticipations, les entreprises ont commencé progressivement à inverser le processus de déstockage massif entamé au plus fort de la crise. Si le redémarrage du commerce international se confirme à l'avenir, il est attendu que la reconstitution des stocks des entreprises contribuera pleinement à la reprise de l'activité économique durant les prochains trimestres.

Par ailleurs, la mise en place effective des plans de relance économique prenant traditionnellement plusieurs trimestres, en particulier en ce qui concerne les dépenses d'investissement public, on peut s'attendre à ce que ceux-ci jouent encore un rôle conséquent dans la dynamique de croissance économique au cours des trimestres à venir. De plus, suivant les recommandations des organismes internationaux tels que le FMI et l'OCDE, peu de pays envisagent d'arrêter les programmes budgétaires de stabilisation macroéconomique avant que la reprise économique soit bien ancrée.

¹ Dans l'ensemble de cette publication, les symboles suivants sont utilisés : *yoq* = 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.

En outre, les banques centrales à travers le monde devraient poursuivre leurs politiques monétaires très accommodantes. L'inflation sous-jacente, qui était restée stable au cœur de la récession, est à présent en diminution un peu partout, s'établissant à 1,3 % *yoy* en août aux Etats-Unis ainsi que dans la zone euro, contre un chiffre plus proche des 2 % quatre mois plus tôt. L'inflation générale, quant à elle, s'inscrit même en territoire négatif depuis plusieurs mois, principalement en raison d'effets de base liés aux évolutions des prix de l'énergie. Ces effets de base devraient progressivement disparaître étant donné la remontée progressive du prix du baril de pétrole mais, en raison de la forte sous-utilisation des facteurs de production, il n'y aura que très peu de pressions inflationnistes sous-jacentes dans les prochains trimestres. Cette absence de pression inflationniste permettra selon nous à la Banque Centrale Européenne et à la FED de maintenir les taux directeurs à leur niveau actuel au moins jusqu'au milieu de l'année 2010, après quoi ceux-ci seraient progressivement relevés des deux côtés de l'Atlantique dans un contexte de reprise modérée de l'activité économique.

La croissance devrait toutefois rester très molle en raison de la poursuite de l'ajustement des capacités de production...

Néanmoins, il y a peu d'espoir de retrouver rapidement le régime de croissance vigoureuse qui caractérisait l'économie mondiale avant la récession économique. Dans le contexte actuel de sortie de récession sévère, on risque plutôt d'observer une évolution lente de l'activité économique pendant un certain temps. En effet, les mesures de relance budgétaire et le restockage des entreprises n'ont qu'un impact, par nature, temporaire sur l'activité économique et cela ne débouchera sur une reprise durable et vigoureuse de la croissance que s'ils trouvent échos au sein de la demande privée, que ce soit au niveau de la consommation et de l'investissement des ménages ou des investissements des entreprises. Or, les perspectives actuelles concernant les dépenses privées paraissent moroses.

D'un côté, les effets retardés de la crise économique sur l'emploi ainsi que les pertes de richesse subies par les consommateurs continueront à peser lourdement sur l'évolution des dépenses de consommation et d'investissement des ménages. A propos du marché du travail, le chômage a poursuivi son évolution à la hausse au cours des derniers mois dans les principales économies avancées, atteignant notamment 9,5 % de la population active en juillet dans la zone euro alors qu'il n'était que de 7,2 % à la fin de l'année 2007 et s'affichant à 9,5 % en août aux Etats-Unis, contre 4,9 % fin 2007. La hausse du chômage devrait se poursuivre encore durant plusieurs trimestres dans les principales économies étant donné le décalage traditionnel existant entre les évolutions de l'activité économique et de l'emploi.

D'un autre côté, les surcapacités de production importantes apparues dans le chef des entreprises suite à l'effondrement de la demande globale mettront du temps à se résorber, laissant entrevoir la perspective d'une période prolongée d'évolution très molle des dépenses d'investissement productif.

...et des conditions du crédit toujours historiquement tendues...

Par ailleurs, la situation dans laquelle se trouvent les bilans des institutions bancaires demeure très fragile. De ce fait, en dépit des assouplissements monétaires opérés par les principales banques centrales, les conditions de financement pour les agents privés restent globalement restrictives, même si elles ont eu tendance à s'améliorer récemment, ce qui, en conjonction de la dégradation de la rentabilité des firmes, constituera un frein pour l'ensemble des postes de la demande privée. A ce propos, plusieurs études empiriques ont montré que durant les épisodes de reprise économique qui suivent une récession s'accompagnant d'une crise bancaire et financière, les rythmes de crois-

sance sont en général beaucoup plus modérés que dans les cas de reprise qui suivent une récession économique traditionnelle¹.

...mais également en raison de la correction attendue des déséquilibres macro-économiques

Comme souligné par la plupart des économistes, dont certains macroéconomistes réputés², la crise économique ainsi que les dispositions nécessaires qui ont été mises en place par les autorités publiques pour y faire face ont mis à jour des déséquilibres macroéconomiques fondamentaux qui devront probablement être résorbés avant que l'économie mondiale ne revienne sur son sentier de croissance potentielle d'avant crise.

D'une part, la croissance énergique de la consommation des ménages américains, véritable moteur de l'économie mondiale dans la période précédant la récession, s'est appuyée sur un endettement excessif et une bulle immobilière, déclencheurs *in fine* de la crise économique mondiale. Ayant subi des pertes de richesse importantes, les consommateurs américains vont à l'avenir plus que probablement viser à se reconstituer un patrimoine, ce qui implique un niveau de consommation inférieur à ce qu'il était dans la période d'avant crise. Pour que l'activité économique mondiale retrouve son niveau d'avant crise, il faut donc trouver une autre source pour la demande globale. L'idéal pour mettre fin au déséquilibre fondamental de l'économie mondiale serait une augmentation de la demande intérieure dans les pays asiatiques, en tête desquels la Chine, ceux-ci ayant affiché jusqu'à présent des surplus commerciaux colossaux contribuant à l'apparition du déséquilibre. Exigeant un changement drastique de comportement des agents privés dans les pays concernés, cette modification de la structure de la demande mondiale est un processus long et difficile, en particulier sur le plan politique, ce qui ne permet pas d'envisager une issue à court terme.

D'autre part, les mesures budgétaires largement expansionnistes décidées par la plupart des gouvernements pour répondre à la crise, ont poussé l'endettement public à des niveaux parfois insoutenables étant donné la hausse attendue des coûts budgétaires liés au vieillissement des populations. Il ne fait pas beaucoup de doute que pour ramener l'endettement à un niveau plus soutenable, certaines mesures structurelles restrictives devront être mises en place à l'avenir. Étant donné l'ampleur de l'effort à consentir, celles-ci devraient viser non seulement à limiter les dépenses publiques mais également à augmenter les recettes fiscales, ce qui pèsera sur la croissance économique future.

D'ailleurs, l'incertitude quant à la durabilité et à la vigueur de la reprise économique se matérialise actuellement à travers le comportement des investisseurs sur certains marchés. En effet, ceux-ci restent très prudents, comme en attestent les rendements des bons d'états qui ne décrochent toujours pas de leurs planchers historiques malgré l'amélioration de la situation conjoncturelle.

La Belgique a suivi la tendance...

S'inscrivant dans ce contexte économique international moins défavorable, la contraction de l'activité s'est également nettement tassée en Belgique au 2^{ème} trimestre 2009, la croissance du PIB s'établissant à - 0,3 % *qoq* après avoir été de - 1,7 % *qoq* au 4^{ème} trimestre 2008 et au 1^{er} trimestre 2009. Hormis la consommation et l'investissement public, tous les postes de la demande ont

¹ Voir par exemple : Furceri D. and Mourougane A. (2009), "The effect of financial crises on potential output: new empirical evidence from OECD countries", OECD Economics Department Working Paper No. 699, May.
² Voir notamment les articles d'Olivier Blanchard et de Francesco Giavazzi publiés récemment dans : Finance and Development, International Monetary Fund, volume 46, numéro 3, September 2009.

reculé au 2^{ème} trimestre 2009 mais dans une ampleur nettement moindre que précédemment. En réalité, la majeure partie du recul du PIB est imputable au déstockage des entreprises.

...et devrait retrouver d'ici peu des rythmes de croissance positifs...

Outre le fait que le rythme de décroissance du PIB s'est atténué au 2^{ème} trimestre, d'autres éléments tendent à indiquer qu'un mouvement de reprise s'est amorcé au cours des derniers mois. La reprise étant surtout supportée par la demande mondiale, la confiance des entreprises industrielles, qui sont fortement exportatrices, s'est ainsi relevée au cours des derniers mois. Le redressement de la confiance concerne également les autres secteurs d'activité, de même que les consommateurs. La reprise devrait se consolider à l'avenir. Encore très légèrement négative au 3^{ème} trimestre, la croissance devrait ainsi redevenir positive au 4^{ème} trimestre. Cette croissance se maintiendrait et se renforcerait progressivement en 2010.

...sous l'effet de l'amélioration conjoncturelle mondiale...

La demande étrangère adressée aux entreprises belges devrait se raffermir dans les trimestres prochains. En effet, la production industrielle s'est déjà nettement redressée dans les pays émergents et la conjoncture industrielle s'est améliorée récemment dans la zone euro, principal marché d'exportation des produits industriels belges. L'amélioration de l'environnement commercial international se lit d'ailleurs à travers les enquêtes réalisées dans le secteur industriel, l'opinion des entreprises concernant le niveau de leurs carnets de commandes étrangères ayant commencé à se redresser depuis plusieurs mois. Nous prévoyons dès lors que les exportations recommenceront à progresser dès le 3^{ème} trimestre de 2009, à un rythme modéré mais qui devrait s'intensifier par la suite. Face aux améliorations des perspectives de débouchés, la production industrielle devrait également être alimentée par un mouvement de reconstitution des stocks de produits finis, les entreprises ayant fortement réduit ceux-ci durant la crise.

...alors que la reprise de la demande intérieure prendra plus de temps

La demande intérieure continuerait de souffrir de la poursuite de l'ajustement des capacités de production des entreprises, modérant de ce fait le rythme de progression de l'activité économique.

D'une part, le fait qu'une partie importante des capacités de production des entreprises soit actuellement inutilisée devrait plomber l'évolution future des dépenses d'investissement productif. La modération des dépenses d'investissement sera renforcée par la dégradation de la rentabilité des entreprises et les conditions du crédit toujours tendues. Selon nous, la contraction se poursuivra jusqu'au milieu de l'année 2010, après quoi la croissance des dépenses d'investissement redeviendrait légèrement positive à la faveur de la reprise plus vigoureuse de la demande globale. Cette perspective implique une croissance négative des investissements productifs sur les deux années de projection, de - 5 % en 2009 et - 2,5 % en 2010.

D'autre part, l'emploi continuera à se contracter sensiblement dans les trimestres à venir, en dépit de l'évolution plus positive de l'activité économique. Les destructions nettes d'emplois ont été importantes suite à la chute de l'activité rencontrée durant l'hiver 2008-2009, s'établissant à 23.500 unités au 1^{er} trimestre de 2009 et 20.000 au 2^{ème} trimestre, et les dernières statistiques du chômage indiquent clairement que la situation sur le marché du travail continue de se dégrader, avec une augmentation des demandeurs d'emploi inoccupés de près de 12 % *yoj* en août 2009. L'analyse macroéconomique nous amène à conclure que des pertes nettes d'emplois conséquentes auront encore lieu dans les tous prochains trimestres. En effet, il est établi que

l'emploi en Belgique réagit à l'évolution de l'activité économique avec plusieurs trimestres de retard¹. Les coûts d'embauche et de licenciement élevés incitent fortement les entreprises à conserver leurs effectifs en cas de ralentissement passager de l'activité, au prix d'une diminution parfois notable du temps de travail ou de la productivité horaire. Ce n'est que lorsque le ralentissement de l'activité tend à se prolonger que les entreprises se décident finalement à licencier une partie de leur personnel. Ce mécanisme de rétention de l'emploi est renforcé par les mesures de type chômage temporaire mises en place en vue de décharger temporairement les entreprises d'une partie de leurs coûts salariaux en cas de ralentissement sévère mais temporaire de leur production. Ainsi, au 2^{ème} trimestre 2009, le nombre de chômeurs temporaires était en augmentation de près de 125 % par rapport au même trimestre de 2008. En raison de ces mécanismes de rétention d'emploi, la reprise économique n'aura pas d'effets positifs immédiats sur l'emploi. Etant donné l'ampleur de la contraction économique passée et le recours intensif aux mesures transitoires qui a suivi, il est logique d'anticiper que, dans un scénario de reprise lente de l'activité, la demande de travail des entreprises n'augmentera que très faiblement dans un premier temps et que les besoins en main d'œuvre seront surtout assurés en réduisant le chômage économique et en relevant le temps de travail. La reprise de l'emploi risque également d'être freinée par le fait que la crise économique a eu un impact négatif important sur la rentabilité des entreprises, ce qui imposera des restructurations parfois importantes. Dans le courant de l'année 2010, au fur et à mesure que la reprise se revigorera, les pertes nettes d'emplois deviendraient progressivement plus limitées. Nous prévoyons 80.000 pertes d'emploi endéans l'année en 2009 et 44.000 en 2010. Combinée avec une prévision d'évolution de la population active de 0,4 % en 2009 et 0,6 % en 2010, les DEI augmenteraient de 176.000 unités entre la fin de l'année 2008 et la fin de l'année 2010.

Ces évolutions attendues sur le marché du travail seront préjudiciables pour la consommation des ménages. En effet, en plus de grever le revenu disponible des particuliers, les destructions d'emplois et le taux de chômage élevé minent le moral des ménages qui réagissent en gonflant leur épargne de précaution. Cette réaction explique qu'en 2009, en dépit d'une inflation nulle en moyenne et d'une croissance du pouvoir d'achat des particuliers de 1,4 %, la consommation privée se contracterait de 1 % sur l'ensemble de l'année, le taux d'épargne augmentant brusquement de 13 % en 2008 à 15,3 % en 2009. En 2010, en raison de la stabilisation des prix de l'énergie, l'inflation générale remonterait mécaniquement à 1,5 %, impliquant une croissance quasiment nulle du pouvoir d'achat. Pourtant, nous anticipons une croissance annuelle moyenne de 0,5 % de la consommation privée, en considérant que les ménages diminueront progressivement leur épargne de précaution au fur et à mesure de l'amélioration de la situation conjoncturelle.

L'investissement des ménages sera également mis à mal dans les prochains trimestres, en raison non seulement des évolutions négatives sur le marché du travail, mais également des conditions d'octroi de crédits qui paraissent toujours restrictives, en particulier au niveau des garanties exigées pour avoir accès à un financement. Le niveau faible des différents indicateurs dans le secteur est tel que nous n'entrevoions pas de reprise de l'activité d'ici la fin de l'année 2010, avec des rythmes trimestriels de contraction comparables à

¹ Voir Bodart V., Ledent P. et Shadman F., « Comment la croissance économique et le coût salarial déterminent-ils l'emploi en Belgique ? » *Regards Economiques* No 58, Mars 2008.

ceux observés récemment. D'après ce scénario, la croissance annuelle moyenne des investissements productifs serait de -2,2 % en 2009 et de -3,8 % en 2010.

En termes chiffrés, notre scénario implique un rythme annuel moyen de croissance du PIB de -3,1 % en 2009 et de 0,7 % en 2010.

Le déficit budgétaire atteindra 6,1 % du PIB en 2010

La forte contraction de l'activité économique en 2009, la hausse dramatique du chômage, de même que les mesures prises par le gouvernement belge pour soutenir l'activité économique et aider le secteur bancaire et financier, entraîneront une détérioration inquiétante de la situation des finances publiques. Ainsi, le déficit des administrations publiques passerait de 1,2 % du PIB en 2008 à 5,6 % du PIB en 2009 et irait jusqu'à 6,1 % du PIB en 2010. Ceci gonflerait le taux d'endettement de l'Etat qui s'établirait à 96,5 % du PIB en 2009 et 110 % en 2010.

Des facteurs de risques pèsent toujours sur notre scénario

Un certain nombre de risques entourent notre scénario central, le risque d'une croissance économique plus faible que prévu étant prédominant (graphique A).

Ainsi, notre scénario repose sur l'hypothèse que la situation du secteur bancaire et financier continuerait de se stabiliser dans les trimestres à venir. Or, une incertitude repose toujours à l'heure actuelle sur l'état de santé du secteur bancaire et il se pourrait que la situation de certaines grandes institutions soit plus compromise que prévu, notamment si les effets retours de la récession économique sur les bilans bancaires sont plus conséquents qu'anticipés. Dans ce cas, l'accès au crédit resterait très restrictif pour les agents privés, ce qui pèserait de manière significative et prolongée sur les dépenses de consommation et d'investissements.

Par ailleurs, le comportement de l'inflation dans les prochains trimestres constitue l'une des toutes grandes inconnues à l'heure actuelle.

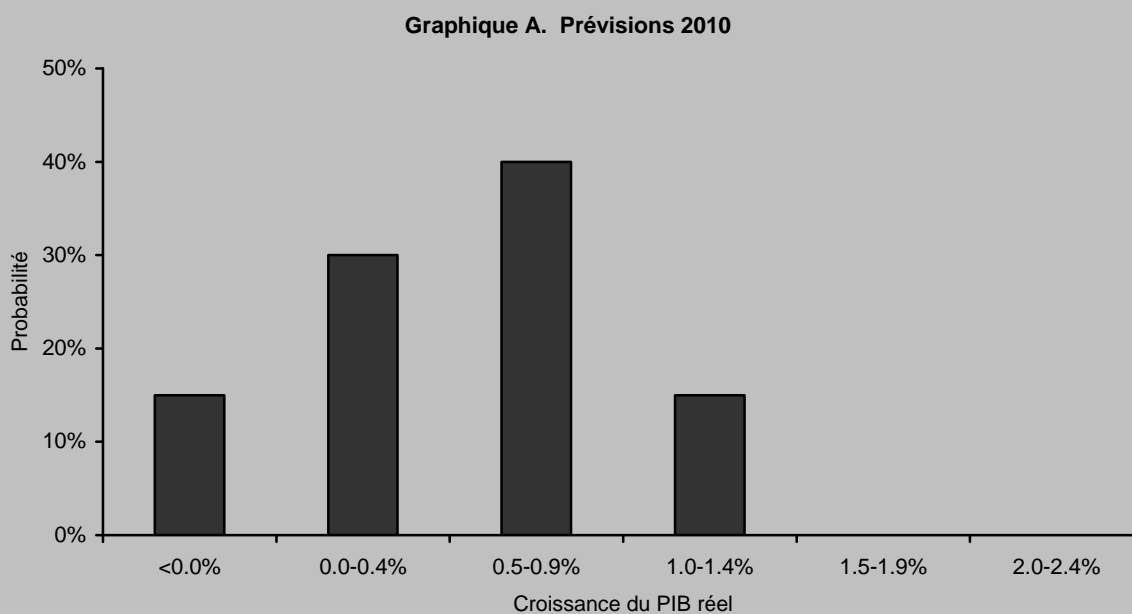
D'un côté, dopé par la reprise de l'activité économique mondiale, en particuliers dans les pays émergents, le prix du pétrole pourrait de nouveau atteindre rapidement des sommets, modérant significativement les rythmes de croissance de l'économie mondiale. Ceci pèserait sur les exportations belges et tempérerait la vigueur de la reprise.

D'un autre côté, la présence d'une importante sous-utilisation des capacités de production dans la plupart des économies avancées n'écarte pas le risque de voir apparaître une spirale déflationniste au sein de certaines d'entre elles. Ceci affecterait également très négativement les rythmes de croissance attendus de l'activité économique mondiale et limiterait le dynamisme des exportations belges dans les trimestres à venir.

Par contre, il se pourrait que la reprise économique en Belgique soit plus dynamique que ce que nous anticipons si les plans de relances entrepris dans les principales économies mondiales s'avéraient plus efficaces que prévu pour doper l'activité économique mondiale ou si les effets retardés du ralentissement économique sur l'emploi n'étaient pas aussi consistants que ce que nous prévoyons. Ce dernier cas de figure pourrait se présenter par exemple si de nouvelles décisions politiques visaient à étendre les mesures transitoires permettant aux entreprises d'amortir le ralentissement de l'activité.

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)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009 ^P	2010 ^P
Produit intérieur brut							
Etats-Unis	3,6	3,1	2,7	2,1	0,4	- 2,8	1,7
Japon	2,7	1,9	2,0	2,3	- 0,7	- 5,9	1,1
Zone euro	1,9	1,8	3,1	2,7	0,6	- 4,3	0,7
Prix à la consommation							
Etats-Unis	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	- 0,5	1,7
Japon	0,0	0,0	- 0,3	0,2	0,1	- 1,1	- 0,8
Zone euro	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	0,2	1,4
Commerce mondial	11,2	7,7	8,5	6,1	1,9	- 12,8	4,6
Prix du pétrole¹ (\$ par baril)	38,2	56,3	65,6	72,7	97,3	62,3	80,0
Taux directeurs des banques centrales (fin de période)							
Etats-Unis ²	2,25	4,25	5,25	4,25	0,00	0,00	1,00
Zone euro ³	2,00	2,25	3,50	4,00	2,50	1,00	1,00
Taux d'intérêt à court terme⁴ (fin de période)							
Etats-Unis	2,40	4,45	5,30	5,00	2,25	0,50	1,20
Zone euro	2,15	2,30	3,60	4,80	3,30	0,60	1,00
Taux d'intérêt à long terme⁵ (fin de période)							
Etats-Unis	4,20	4,50	4,60	4,10	2,40	3,50	4,80
Allemagne	3,70	3,30	3,80	4,30	3,20	3,30	4,00
Taux de change Euro/US \$ (fin de période)	1,34	1,19	1,32	1,47	1,34	1,46	1,46

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)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009 ^P	2010 ^P
PIB	2,8	2,2	3,0	2,6	1,0	- 3,1	0,7
Consommation privée	1,1	1,5	2,1	2,0	0,8	- 1,1	0,5
Consommation publique	1,8	0,4	0,1	2,4	2,1	2,1	1,6
Investissement	6,8	7,3	4,8	6,1	5,1	- 3,6	- 2,4
• Entreprises	6,5	5,2	5,6	8,5	7,1	- 5,0	- 2,5
• Ménages	9,8	10,0	7,9	1,3	1,0	- 2,2	- 3,8
• Administrations	0,5	15,5	- 10,6	3,4	1,5	5,1	3,1
Demande intérieure (hors variation des stocks)	2,4	2,4	2,2	3,0	2,0	- 1,0	0,1
Variations des stocks ¹	0,1	0,5	0,9	0,0	0,0	- 0,6	0,5
Demande intérieure totale	2,5	2,9	3,1	3,0	2,0	- 1,6	0,6
Exportations de biens et services	6,1	3,9	2,7	3,9	2,1	- 15,7	6,3
Importations de biens et services	6,0	4,9	2,7	4,4	3,3	- 14,3	6,1
Exportations nettes ¹	0,3	- 0,7	0,0	- 0,3	- 1,0	- 1,6	0,1
Prix à la consommation	2,1	2,8	1,8	1,8	4,5	0,0	1,5
Indice "santé"	1,6	2,2	1,8	1,8	4,2	0,6	1,2
Revenu disponible réel des ménages	- 0,3	0,4	2,7	2,5	0,1	1,4	0,0
Taux d'épargne des ménages ²	13,4	12,8	13,1	13,9	13,0	15,2	14,8
Emploi intérieur	0,7	1,2	1,4	1,8	1,6	- 0,9	- 1,3
Demandeurs d'emploi inoccupés	7,1	3,4	- 1,4	- 9,5	- 5,2	10,7	16,5
Taux de chômage ³	8,4	8,5	8,2	7,5	7,0	8,0	9,1
Solde net de financement des administrations publiques (en % du PIB)	0,0	- 2,3	0,3	- 0,2	- 1,2	- 5,6	- 6,1

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 2 octobre 2009