

Perspectives économiques 2009¹

En raison de l'aggravation de la crise financière, du recul de l'activité économique dans de nombreux pays avancés, et d'une dégradation particulièrement sévère des anticipations des ménages et des entreprises, les perspectives macroéconomiques pour la Belgique se sont fortement détériorées au cours des derniers mois. Par rapport à notre projection d'octobre 2008, le taux de croissance annuel moyen du PIB belge prévu pour 2009 a été très fortement révisé en baisse. Il s'établit à - 0,9 %, par rapport à la prévision d'une croissance positive de 0,8 % en octobre dernier.

Service d'analyse économique de l'IRES

1. L'aggravation de la crise financière plonge l'économie mondiale dans une crise économique profonde...

Au cours des derniers mois, les principaux facteurs de risque qui entouraient nos prévisions publiées en octobre se sont largement matérialisés, provoquant un ralentissement conjoncturel mondial d'une ampleur et d'une rapidité inconnues depuis plusieurs décennies.

D'une part, la faillite d'une grande banque d'investissement américaine à la fin du mois de septembre a précipité la crise financière dans une phase bien plus profonde que ce qui avait été anticipé, provoquant un véritable cataclysme déstabilisant l'ensemble du système financier international. A la suite de cet événement, les appréciations du risque présent au sein du secteur financier dans son ensemble se sont nettement relevées, ce qui a provoqué un assèchement des marchés interbancaires, dont a découlé la faillite ou quasi-faillite de la plupart des établissements les plus fragiles. Face à la menace grandissante de crise systémique du secteur bancaire, les pouvoirs publics n'ont eu d'autre choix que d'intervenir de façon massive en injectant de la liquidité sur les marchés financiers, en recapitalisant les institutions bancaires en difficulté et en accordant leur garantie pour les prêts interbancaires.

D'autre part, si l'on a pu supposer dans un premier temps que la crise financière aurait un impact limité sur l'activité économique réelle, étant donné notamment la croissance robuste de bon nombre d'économies émergentes dont les acteurs étaient peu exposés aux produits toxiques de la finance structurée, force est de constater que les répercussions des perturbations financières sur l'économie réel-

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 janvier 2009 de *Analyses économiques et prévisions*. Des renseignements sur cette étude peuvent être obtenus sur www.uclouvain.be/3908.html

... L'aggravation de la crise financière plonge l'économie mondiale dans une crise économique profonde

le sont à présent évidentes, provoquant des conséquences désastreuses pour l'ensemble des économies au niveau mondial. Comme témoins irréfutables de cette importante dégradation du contexte macroéconomique global, figurent les récessions, parfois sévères, déjà actées dans de nombreuses économies avancées. Parmi celles-ci figurent les Etats Unis², certains pays de la zone euro dont l'Allemagne et l'Italie, ainsi que le Japon. De plus, l'ensemble des indicateurs conjoncturels de référence, qu'ils concernent l'économie mondiale ou l'économie de certains pays avancés comme les Etats-Unis et la zone euro, se sont tous lourdement repliés sur les derniers mois d'observations. Ainsi, au niveau mondial, l'indicateur PMI *JPMorgan* s'est effondré en novembre à un plus bas historique et l'indicateur *IFO* est tombé en octobre à son niveau le plus bas depuis plus de 20 ans. En ce qui concerne les Etats-Unis, l'indicateur PMI pour l'industrie est tombé en novembre à son plus bas niveau depuis la récession de 1990-91, tandis qu'en zone euro l'indice PMI pour l'économie dans son ensemble est tombé à son plus bas niveau historique en décembre, à 38,3³. Une des conséquences bien visible de la dégradation de plus en plus marquée de la situation économique réelle se trouve dans les destructions d'emplois parfois très importantes d'ores et déjà enregistrées dans certaines économies industrialisées, qui ont pour effet de renforcer la crise. Ainsi, aux Etats-Unis, environ 2.000.000 emplois ont été supprimés en 2008 dans le secteur privé non agricole, les destructions d'emplois étant particulièrement impressionnantes depuis septembre. Pour ce qui est de l'Europe, la croissance de l'emploi a nettement ralenti en 2008, au point de devenir négative au 3^{ème} trimestre (- 0,1 % par rapport au trimestre précédent), et le taux de chômage, après avoir atteint un minimum de 7,2 % à la fin de l'année 2007, est remonté continuellement pour s'établir à 7,7 % en octobre 2008.

L'aggravation de la crise financière et la détérioration du climat conjoncturel sont deux phénomènes qui ont tendance à se renforcer mutuellement. Le ralentissement conjoncturel, s'il a bien été initialement induit par la crise financière et par l'impact négatif de celle-ci sur le financement et la confiance des agents économiques, revient à présent frapper avec force le secteur financier en occasionnant des difficultés grandissantes pour bon nombre d'entreprises et de particuliers à faire face à leurs engagements. Ceci contribue à exacerber l'aversion au risque observée dans l'ensemble du secteur financier, avec comme conséquences une chute dramatique des différentes bourses de valeurs, une ruée impressionnante des investisseurs sur les emprunts d'état et une montée en flèche des primes de risque exigées pour les obligations d'entreprises privées⁴.

Par ailleurs, le repli extrêmement brutal et sans précédent ces derniers mois du prix des matières premières, et en particulier du pétrole, atteste clairement de l'ampleur du ralentissement économique mondial que nous connaissons actuellement. Le corollaire de cette forte chute du prix des matières premières est évidemment une diminution franche des taux d'inflation dans la plupart des économies, ce qui constitue un amortisseur face au choc encaissé actuellement par l'économie réelle en permettant aux ménages de récupérer du pouvoir d'achat. Ainsi, le rythme de croissance annuel de l'indice général des prix à la consommation est retombé en novembre à 1 % aux Etats-Unis et à 2,1 % en zone euro

² A ce propos, le NBER a signalé dans une communication récente que, d'après ses critères internes définissant une récession, l'économie américaine était entrée en récession en décembre 2007.

³ Les indicateurs PMI sont construits de telle manière que le niveau 50 est le seuil critique entre une situation de récession (PMI <50) et une situation d'expansion (PMI >50). L'écart entre le niveau observé de l'indicateur et le seuil critique de 50 suggère l'ampleur de la récession ou de l'expansion.

⁴ A titre d'exemple, le rendement des obligations émises par des sociétés américaines cotées BBA a augmenté, au dernier trimestre, de 140 points de base par rapport au rendement des emprunts publics américains à 10 ans. Des évolutions similaires sont également observées dans la zone euro.

... L'aggravation de la crise financière plonge l'économie mondiale dans une crise économique profonde

contre un point haut de, respectivement 5,5 % et 4,1 % en juillet. Ce ralentissement marqué de l'inflation, combiné à des perspectives très pessimistes concernant l'activité économique durant les prochains trimestres, a permis aux principales banques centrales de par le monde de mettre en place des politiques monétaires de plus en plus accommodantes pour tenter de contrer le ralentissement conjoncturel sévère vécu actuellement, celles-ci étant rassurées sur la viabilité de leur engagement sur le front de la stabilité des prix à court et moyen termes. L'exemple d'assouplissement monétaire le plus frappant vient des Etats-Unis où, après avoir abaissé le taux objectif sur les fonds fédéraux de près de 200 pb au cours du dernier trimestre, repoussant celui-ci à quasiment 0 %, la Réserve fédérale américaine a également indiqué son intention d'acheter de grandes quantités de titres privés sécurisés, notamment ceux adossés à des créances hypothécaires, afin d'améliorer la liquidité au sein du système bancaire et de maintenir les taux d'intérêt à long terme à un bas niveau.

2. Les principaux pays avancés sont frappés par la crise économique

Dans ce contexte de dégradation sévère et rapide de l'environnement économique, la croissance des principales économies avancées a été affectée à des degrés divers.

Le *Japon* figure pour l'instant parmi les économies avancées les plus touchées par le ralentissement conjoncturel actuel, le PIB affichant une décroissance trimestrielle de - 0,5 % au 3^{ème} trimestre 2008, après avoir déjà connu une évolution largement négative au 2^{ème} trimestre (- 1 % par rapport au trimestre précédent). Cette décroissance conséquente trouve son origine aussi bien dans la faiblesse de la demande intérieure, notamment au niveau des investissements, que dans un repli de la demande extérieure, occasionné par l'appréciation historique du yen (à son plus haut niveau depuis 13 ans) et par la détérioration des conditions sur les principaux marchés d'exportation japonais. Même si le gouvernement japonais a décidé de l'implémentation d'un plan de relance d'un montant de 58 milliards d'euros, les perspectives pour l'économie nipponne restent pour le moins moroses, sur fond de perte de confiance marquée à la fois des ménages et des entreprises ainsi que de détérioration du marché du travail.

Au *Royaume-Uni*, la croissance du PIB s'est également inscrite en territoire négatif au 3^{ème} trimestre 2008 (- 0,3 % par rapport au trimestre précédent), l'ensemble des composantes du PIB contribuant à cette baisse, les dépenses publiques étant le seul poste de la demande qui a progressé au 3^{ème} trimestre. En raison notamment du dégonflement de la bulle immobilière, la baisse est particulièrement sensible au niveau des investissements. Pour ce qui concerne les perspectives économiques, les pertes d'emplois observées au 3^{ème} trimestre (- 0,3 % par rapport au trimestre précédent) ainsi que les perspectives d'emploi très négatives transparaissant dans les enquêtes de conjoncture réalisées dans l'ensemble des secteurs, combinées à une chute sans précédent de la confiance des ménages et des entreprises, exerceront un frein très important sur la croissance de la consommation et des investissements dans les trimestres à venir. Ceci sera également renforcé par le processus de dégonflement de la bulle immobilière qui suit toujours son cours.

En *zone euro*, la croissance du PIB fut négative au 3^{ème} trimestre 2008 (- 0,2 % par rapport au trimestre précédent), pour le deuxième trimestre consécutif, ce résultat étant la conséquence d'une baisse de la demande intérieure et des exportations. A côté de ces éléments, il est important de préciser que la formation des stocks, qui est une composante fortement volatile du PIB, a contribué positivement, et dans une proportion relativement importante, à la croissance du 3^{ème} trimestre : sans cette contribution, l'évolution du PIB aurait été nettement plus négative (- 0,5 % par rapport au trimestre précédent). Pour ce qui est des pers-

... Les principaux pays avancés sont frappés par la crise économique

pectives, le ralentissement du commerce international, les corrections sur les marchés boursiers et certains marchés immobiliers européens, les durcissements des conditions du crédit ainsi que les pertes d'emplois attendues et le climat d'incertitude dans lequel évoluent les agents économiques sont autant de facteurs qui pèseront fortement sur la croissance des prochains trimestres. D'ailleurs, les indicateurs d'opinion, issus des enquêtes auprès des consommateurs ou des producteurs, franchissent tous actuellement des records historiques à la baisse, et ce dans l'ensemble des pays de la zone.

La situation aux *Etats-Unis* est un peu plus équivoque. En effet, en apparence la croissance du PIB n'a pas autant souffert jusqu'à présent, celle-ci étant seulement légèrement négative au 3^{ème} trimestre 2008 (- 0,1 % par rapport au trimestre précédent), après avoir été encore relativement vigoureuse au deuxième trimestre (+ 0,8 % par rapport au trimestre précédent). Toutefois, la dynamique de la demande interne a clairement faibli au 3^{ème} trimestre, avec une forte diminution des dépenses de consommation (- 1 % par rapport au trimestre précédent) et de l'investissement résidentiel des ménages (- 6,1 % par rapport au trimestre précédent). Cette faiblesse fut en réalité compensée par une contribution largement positive des stocks à la croissance du PIB ainsi que par une augmentation des exportations et une contraction des importations. Outre la dégradation du marché de l'emploi et la baisse de confiance des industriels mentionnées précédemment, le durcissement des conditions du crédit ainsi que la poursuite attendue de la correction du marché immobilier devraient constituer autant de facteurs pesant négativement sur l'ensemble des postes de la demande intérieure durant les trimestres à venir. Les exportations seront quant à elles fortement affectées par l'extension de la crise économique aux pays émergents et par l'appréciation du dollar observée depuis la fin de l'été.

3. Les signes d'un fort ralentissement de l'économie belge sont de plus en plus tangibles...

Alors que l'activité économique dans la zone euro fut en baisse aux 2^{ème} et 3^{ème} trimestres 2008, le PIB belge est en revanche resté en progression durant cette période, comme il l'était déjà au 1^{er} trimestre. Le rythme d'expansion a néanmoins sensiblement faibli en cours d'année puisque, au 3^{ème} trimestre, le rythme trimestriel de croissance du PIB n'était plus que de 0,1 %, contre 0,4 % au 1^{er} trimestre. Du fait de ce ralentissement, la croissance du PIB sur un an est retombée à 1,2 % au 3^{ème} trimestre, contre 1,9 % au 1^{er} trimestre, et l'acquis de croissance à la fin du 3^{ème} trimestre était de 1,5 %.

Malgré une croissance encore positive au 3^{ème} trimestre, on relève toutefois une nette dégradation de la situation économique belge au cours des derniers mois, qui nous a conduit à réviser très fortement à la baisse notre prévision de croissance pour 2009. D'une part, la demande intérieure (hors formation des stocks) et les exportations ont reculé au 3^{ème} trimestre, de sorte que l'on doit le maintien d'un rythme de croissance positif uniquement à une forte augmentation de la formation des stocks qui, comme cela a déjà été dit, est une composante particulièrement volatile du PIB. D'autre part, l'activité dans l'industrie s'est contractée assez nettement (- 0,5 % par rapport au trimestre précédent) au 3^{ème} trimestre, tandis que l'activité dans les services a continué à décélérer. Enfin, les enquêtes de conjoncture menées par la Banque nationale de Belgique indiquent une détérioration sévère et inquiétante de la confiance des ménages et des entreprises. Ainsi, l'opinion des industriels sur le niveau de leurs carnets de commande et sur la demande anticipée est à son plus bas niveau depuis 15 ans. Il en va de même pour la confiance des ménages, en particulier leurs anticipations par rapport à l'évolution du chômage et de leur situation financière. Les intentions des ménages en matière d'achats importants se situent également à un niveau très défavorable.

4. ... confirmant le scénario d'une récession de l'économie belge en 2009

Au vu du contexte conjoncturel peu favorable qui vient d'être présenté et de l'évolution négative de plusieurs indicateurs prospectifs, nous anticipons une contraction significative du PIB belge au dernier trimestre 2008 et au moins durant la première partie de 2009. La contraction sera en partie provoquée par la détérioration très marquée de l'environnement économique international, plus particulièrement par la récession économique qui touche les pays européens qui sont les principaux partenaires commerciaux de la Belgique. En raison notamment de la dégradation des anticipations et du durcissement des conditions du crédit, la demande intérieure devrait également se contracter durant les prochains trimestres.

Malgré la forte incertitude qui prévaut actuellement, qui tient notamment aux difficultés que continue à connaître le secteur bancaire et financier, nous anticipons un début de reprise économique en fin d'année. On peut en effet espérer qu'à cet horizon, la situation du secteur bancaire et financier se sera améliorée. La reprise devrait également être appuyée par une forte diminution de l'inflation et par les plans de relance économique qui sont actuellement mis en place dans de nombreux pays. A ce stade, le rythme de croissance serait néanmoins encore très modeste.

Plus précisément, dans le contexte économique fortement perturbé dépeint ci-dessus, il faut s'attendre à une évolution négative des investissements productifs en 2009. La forte diminution des débouchés et la détérioration très marquée des anticipations devraient en effet entraîner une réduction drastique de l'effort d'investissement des entreprises. Ceci est d'autant plus probable que, après avoir consenti d'importants efforts d'investissement sur le passé récent, les entreprises pourraient se retrouver rapidement en surcapacité de production et stopper net toute dépense d'investissement productif. Par ailleurs, les conditions de financement, tant internes qu'externes, se sont nettement détériorées récemment et constitueront un frein supplémentaire sur les intentions d'investir émanant des firmes. Nous prévoyons ainsi une croissance annuelle moyenne des investissements productifs de - 4 % en 2009, après une croissance très favorable de 6,8 % en 2008.

Du fait de la détérioration de la situation du marché du travail, de la dégradation de la confiance et des pertes de richesse occasionnées par l'effondrement des cours boursiers, la consommation devrait également se contracter à l'avenir. Au niveau macroéconomique, le pouvoir d'achat des ménages devrait progresser de seulement 1,1 % en 2009, et cela surtout grâce à un fort repli de l'inflation dont le niveau annuel moyen est prévu à 1,1 % (contre 4,5 % en 2008). D'importantes pertes d'emplois sont en effet attendues en 2009 et la norme salariale fixée récemment ne prévoit pas de progression des salaires et traitements au-delà de l'indexation et des augmentations barémiques. Etant donné la déprime actuelle des ménages, telle qu'attestée par la forte baisse de l'indicateur de confiance des consommateurs de la BNB, qui indique notamment une augmentation de l'inquiétude concernant l'évolution de l'emploi, les faibles gains de pouvoir d'achat attendus en 2009 devraient surtout être utilisés par les ménages pour accroître leur épargne. Nous prévoyons par conséquent pour 2009 une diminution des dépenses de consommation privée de 0,1 % en rythme annuel moyen.

Les facteurs d'affaiblissement de la consommation privée affecteront également l'investissement des ménages en 2009, qui subira également les conséquences du durcissement des conditions du crédit. Cette évolution se dégage par ailleurs de certains indicateurs précurseurs, comme par exemple les crédits hypothécaires réalisés pour la construction de logements neufs qui affichent une baisse de 5 % sur les 8 premiers mois de 2009 par rapport à la même période de 2007. Selon nos prévisions, la croissance annuelle moyenne des investissements résidentiels s'établirait à - 0,1 % en 2009, après 1 % en 2008.

Durant les prochains trimestres, le fléchissement de la croissance des flux du commerce international et le recul de l'activité prévu dans la zone euro provo-

... confirmant le scénario d'une récession de l'économie belge en 2009

queront une contraction des échanges industriels intra-européens qui affectera sévèrement les exportations des entreprises belges, celles-ci étant traditionnellement spécialisées dans la production de biens intermédiaires et semi-finis. D'ailleurs, les enquêtes réalisées par la BNB indiquent que les industriels sont confrontés à une forte contraction de la demande en provenance de l'étranger et s'attendent à ce que leurs débouchés extérieurs empirent au cours des mois à venir. Etant donné le fort ralentissement de l'économie mondiale, la dépréciation récente de l'euro ne permettra pas d'éviter une baisse des exportations belges en 2009, d'autant plus que les principaux marchés d'exportation des industries belges sont situés en zone euro. Néanmoins, cette dépréciation, si elle se confirme et se prolonge comme nous le pensons, permettrait aux exportations belges de rebondir en cas de reprise mondiale fin 2009.

Au total, les évolutions de la demande que nous anticipons entraîneront une contraction du PIB belge de - 0,9 % (en rythme annuel moyen) en 2009, par rapport à un rythme de croissance prévu à 1,4 % en 2008.

Le ralentissement sévère de l'activité économique qui est anticipé devrait entraîner de nombreuses destructions nettes d'emplois en 2009. Les enquêtes de la BNB montrent ainsi, pour les derniers mois de 2008, une diminution très forte des intentions d'embauches dans tous les secteurs d'activité. L'activité dans le secteur de l'interim, que l'on tend à considérer comme un indicateur précurseur de l'évolution de l'emploi, a également nettement faibli au cours des mois récents (- 7,1 % en octobre, par rapport à octobre 2007). Les conséquences du ralentissement économique actuel sur l'emploi nous semblent par ailleurs aggravées par le fait que, au premier semestre de 2008, les créations d'emplois ont encore été importantes alors que la croissance économique commençait à se tasser. Il en a découlé une détérioration de la productivité dans les secteurs de l'industrie et des services, que les entreprises pourraient à présent vouloir compenser. Notons par ailleurs que la croissance de l'activité dans les titres services a nettement ralenti et qu'elle ne devrait plus soutenir la progression de l'emploi en 2009 comme c'était le cas sur le passé récent. L'emploi net pourrait déjà diminuer au 4^{ème} trimestre 2008, comme le suggère le net ralentissement du rythme de décréue du chômage depuis octobre. D'après notre scénario, le volume de l'emploi devrait diminuer en net de 25000 unités en 2009, après une progression très soutenue en 2008, à hauteur de 41000 unités. Sous l'hypothèse d'une croissance de la population active de 0,6 %, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés augmenterait de 35000 à 40000 unités en 2009, ceci faisant suite à une baisse d'environ 30000 unités en 2008.

Notre scénario macroéconomique implique une forte détérioration de la situation des finances publiques en 2009. A politique inchangée, mais en tenant compte du plan de relance économique établi par le gouvernement sortant et évalué à 0,6 % du PIB, nous prévoyons un déficit des finances publiques belges de 2,5 % en 2009.

5. Appréciation des facteurs de risque

Inhérents à tout exercice de prévision, plusieurs facteurs font planer un risque sur notre scénario de base. Dans le cas présent, les facteurs relevés indiquent principalement le risque d'une croissance économique plus faible que prévue dans notre projection.

Tout d'abord, notre scénario repose sur l'hypothèse d'une stabilisation de la situation sur les marchés financiers et immobiliers ainsi que dans le domaine bancaire dans le courant de l'année 2009, ce qui permettrait à la croissance de l'économie réelle de retrouver un peu de souffle à partir de la deuxième partie de l'année. Or, il se pourrait très bien que les troubles actuels sur les marchés financiers et immobiliers mettent plus de temps que prévu à disparaître, avec de nouvelles

... Appréciation des facteurs de risque

baisses des valeurs mobilières et immobilières ainsi qu'une nouvelle poussée de l'incertitude, ce qui provoquerait une croissance de l'activité encore plus négative que prévu en raison des phénomènes bien connus d'effet de richesse négatif sur la consommation, de difficulté de financement des entreprises et de baisse de confiance généralisée des différents agents économiques. La croissance serait également affectée si de nouveaux troubles devaient amener les banques à durcir davantage les conditions d'octroi de crédit aux ménages et aux entreprises. En effet, actuellement, le resserrement du crédit opéré par les institutions bancaires se matérialise par une sélection beaucoup plus stricte des prêts ainsi que par une augmentation des primes de risque exigées, mais celles-ci pourraient très bien décider de limiter davantage ou même de stopper carrément toute activité de prêt si leurs problèmes de liquidité devaient s'aggraver. Les difficultés qu'éprouveraient alors les ménages et les entreprises à se financer auraient des conséquences très néfastes pour l'économie.

Ensuite, il existe un risque important de voir apparaître des surcapacités de production conséquentes dans le chef de certaines entreprises qui ont engagé de lourdes dépenses d'investissements productifs et qui ont fortement embauché ces dernières années. Si cette situation devait se vérifier dans les mois à venir, on peut craindre que ces entreprises, dans un contexte de ralentissement prolongé de l'activité, arrêteront brutalement leurs dépenses d'investissement et procéderont très probablement à de nombreux licenciements.

Enfin, il n'est pas garanti que les politiques de relance mises en place en Belgique et plus généralement en Europe auront les effets économiques attendus. La crise de confiance et la dégradation des anticipations jouent en effet un rôle majeur dans le déroulement actuel de la crise économique et, dans ce contexte, des mesures qui encouragent les agents économiques à accroître leurs dépenses risquent d'avoir peu d'impact. Par ailleurs, en raison des difficultés budgétaires futures que risque d'impliquer le vieillissement de la population, la dégradation de la situation des finances publiques provoquée par la crise économique et les plans de relance pourraient en fait avoir pour conséquence d'aggraver l'inquiétude des ménages qui pourraient comprimer leurs dépenses plus que prévu.

ENCADRÉ**Hypothèses fondamentales**

Les hypothèses importantes qui sous-tendent notre projection pour 2009 sont présentées dans cet encadré. Elles sont chiffrées dans le tableau 1 ci-dessous.

- La dégradation brutale et sévère des perspectives économiques mondiales a provoqué une chute spectaculaire du prix du pétrole et des principales matières premières durant le dernier trimestre 2008. Alors que le baril de Brent était coté à 145\$ le baril à la mi-juillet, au moment de clôturer cette étude, il ne valait plus que 45\$, après être tombé à près de 30\$ à la fin décembre. Dans la mesure où l'activité économique mondiale devrait continuer à se détériorer en 2009, notre scénario macro-économique est bâti sur l'hypothèse d'un prix moyen du pétrole de 45\$ en 2009.
- En réaction à l'aggravation des difficultés sur les marchés financiers et à la détérioration rapide des conditions économiques, les banques centrales ont assoupli de façon importante les politiques monétaires. Aux Etats-Unis, le taux objectif sur les fonds fédéraux est tombé à quasiment 0 % et dans la zone euro, il a été abaissé à 2,5 %. Compte tenu de l'ampleur du ralentissement économique actuel, lequel a entraîné un recul important de l'inflation au cours des derniers mois, il est attendu que les politiques monétaires resteront accommodantes en 2009. L'hypothèse ainsi retenue est que les taux directeurs resteront à leur niveau actuel aux Etats-Unis en 2009 et qu'ils diminueront à 1,5 % dans la zone euro en début d'année.

... Hypothèses fondamentales

• La dégradation des perspectives économiques a également eu pour effet d'amener à des niveaux historiquement bas les rendements des emprunts publics à long terme. Aux Etats-Unis et dans la zone euro, le rendement des emprunts d'état à 10 ans se situait ainsi à respectivement 2,4 % et 3,0 % au moment de clôturer cette étude. Etant donné une forte augmentation de l'aversion des investisseurs pour le risque, le coût du capital pour les entreprises privées les plus risquées n'a en revanche que très peu faibli et demeure ainsi élevé. Dans le contexte actuel de crise économique et financière, notre scénario prévoit que les rendements des emprunts publics se maintiendront à un bas niveau en 2009.

• Après être tombé à 1,25\$ à la mi-novembre, le taux de change de l'euro a entamé soudainement une nouvelle phase d'appréciation suite à la forte baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Au moment de clôturer notre étude, le taux de change €/ \$ était coté à 1,37\$. Dans la perspective d'un abaissement des taux directeurs de la BCE début 2009, il nous paraît peu probable que l'euro s'apprécie davantage à l'avenir. L'hypothèse ainsi retenue est un taux de change €/ \$ à 1,30\$ en moyenne en 2009.

Tableau 1. Hypothèses et 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	2,9	2,8	2,0	1,3	-1,1
Japon	1,5	2,7	1,9	2,0	2,4	0,1	-0,8
Zone euro	0,8	1,8	1,7	2,9	2,6	1,0	-0,8
Prix à la consommation							
Etats-Unis	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	0,5
Japon	-0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	1,1	0,2
Zone euro	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,2	1,3
Commerce mondial	6,1	11,2	7,7	8,5	6,1	3,2	2,3
Prix du pétrole¹ (\$ par baril)	28,8	38,2	56,3	65,6	72,7	97,3	45,0
Taux directeurs des banques centrales (fin de période)							
Etats-Unis ²	1,00	2,25	4,25	5,25	4,25	0,00	0,00
Zone euro ³	2,00	2,00	2,25	3,50	4,00	2,50	1,50
Taux d'intérêt à court terme⁴ (fin de période)							
Etats-Unis	1,10	2,40	4,45	5,30	5,00	2,30	1,00
Zone euro	2,10	2,15	2,30	3,60	4,80	3,30	1,80
Taux d'intérêt à long terme⁵ (fin de période)							
Etats-Unis	4,30	4,20	4,50	4,60	4,10	2,40	3,50
Allemagne	4,20	3,70	3,30	3,80	4,30	3,20	3,50
Taux de change Euro/US \$ (fin de période)	1,23	1,34	1,19	1,32	1,47	1,40	1,20

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)

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

	2003	2004	2005	2006	2007	2008p	2009p
PIB	1,0	2,8	2,2	3,0	2,6	1,4	-0,9
Consommation privée	0,9	1,1	1,5	2,1	2,0	0,9	-0,1
Consommation publique	2,1	1,8	0,4	0,1	2,4	2,0	1,6
Investissement	-0,6	6,8	7,3	4,8	6,1	4,5	-2,5
Entreprises	-2,4	6,5	5,2	5,6	8,5	6,8	-4,0
Ménages	3,8	9,8	10,0	7,9	1,3	1,1	-0,1
Administrations	0,9	0,5	15,5	-10,6	3,4	-3,7	3,5
Demande intérieure (hors variation des stocks)	0,9	2,4	2,4	2,2	3,0	2,0	-0,3
Variations des stocks ¹	0,0	0,1	0,5	0,9	0,0	0,5	-0,3
Demande intérieure totale	0,9	2,5	2,9	3,1	3,0	2,5	-0,6
Exportations de biens et services	3,0	6,1	3,9	2,7	3,9	2,4	-2,6
Importations de biens et services	3,0	6,0	4,9	2,7	4,4	3,7	-2,3
Exportations nettes ¹	0,1	0,3	-0,7	0,0	-0,3	-1,1	-0,3
Prix à la consommation	1,6	2,1	2,8	1,8	1,8	4,5	1,1
Indice "santé"	1,5	1,6	2,2	1,8	1,8	4,2	2,3
Revenu disponible réel des ménages	-1,1	-0,3	0,4	2,7	2,5	0,1	1,1
Taux d'épargne des ménages ²	14,8	13,4	12,8	13,1	13,9	13,0	14,1
Emploi intérieur	0,0	0,7	1,3	1,4	1,8	1,5	-0,2
Demandeurs d'emploi inoccupés	9,5	7,1	3,4	-1,4	-9,5	-5,3	7,5
Taux de chômage ³	8,2	8,4	8,5	8,2	7,5	7,0	7,6
Solde net de financement des administrations publiques (en % du PIB)	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,3	-0,8	-2,5

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

Cette étude a été réalisée sous la direction de Vincent Bodart,
 avec la collaboration de
 Jean-François Carpentier, Hélène Latzer, Guy Legros, Vincent Scourneau et Géraldine Thiry.
 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 a le soutien financier
du Fonds de la Recherche Scientifique - FNRS.

IRES-UCL

Place Montesquieu, 3

B1348 Louvain-la-Neuve

<http://www.uclouvain.be/regardseconomiques>

regard-ires@uclouvain.be

tél. 010/47 34 26

