

Projections économiques pour la Belgique – Printemps 2008

Introduction

À l'instar de la zone euro, la Belgique a enregistré une croissance robuste ces deux dernières années, proche de 3 p.c. L'environnement a toutefois commencé à s'assombrir durant la seconde moitié de 2007, de sorte que dans ses projections de décembre 2007⁽¹⁾, la Banque tablait sur une progression du PIB de 1,9 p.c. en 2008. Depuis lors, la détérioration des facteurs extérieurs s'est avérée plus importante que prévu initialement, sous l'effet notamment de l'intensification des tensions financières et du retournement rapide du cycle immobilier dans différents pays. L'économie américaine, en particulier, est engagée dans un ralentissement conjoncturel marqué, ce qui pèse sur le dynamisme des échanges internationaux. En outre, les matières premières, surtout le pétrole, ont encore renchéri. Dans la zone euro, ces hausses ont certes été partiellement amorties par l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis, mais cette dernière grève les possibilités d'exportations.

Ce contexte défavorable ne semble pas appelé à se dénouer rapidement. Il pèse dès lors sur les perspectives économiques de la Belgique pour 2008 et 2009. Eu égard à l'ampleur des chocs, le ralentissement serait toutefois relativement modéré, la situation fondamentalement saine de l'économie permettant de les amortir partiellement. Les données récentes pour la Belgique indiquent d'ailleurs que la décélération de l'activité a été initialement modeste à la fin de l'année écoulée et au début de 2008. En revanche, l'inflation s'est fortement accélérée, sous l'effet direct des prix de l'énergie et des produits alimentaires.

Cet article présente les projections macroéconomiques de la Banque pour 2008 et 2009. Réalisées dans le cadre d'un exercice semestriel des banques centrales de l'Eurosystème, dont les résultats pour la zone euro sont obtenus par agrégation des résultats pour les différentes économies nationales⁽²⁾, ces projections sont établies sur la base d'un ensemble d'hypothèses communes quant à l'économie internationale et à l'évolution des taux d'intérêt, des cours de change ou des prix des matières premières. Elles dépendent également d'hypothèses propres à l'économie belge pour les variables dont l'évolution est en grande partie déterminée de manière discrétionnaire par les agents économiques. C'est par exemple le cas des accords salariaux issus des négociations entre les partenaires sociaux et des décisions des pouvoirs publics en matière budgétaire.

S'agissant des coûts salariaux horaires dans le secteur privé, les indications actuellement disponibles quant aux perspectives en Allemagne, en France et aux Pays-Bas et quant à l'appréciation de l'évolution en Belgique sont encore très fragmentaires et incertaines. Selon l'hypothèse technique prise en compte dans cet exercice, un accroissement de l'ordre de 3,2 p.c. a été retenu pour 2009.

Les chiffres des finances publiques sont établis en tenant compte, tant pour les revenus que pour les dépenses, des seules mesures déjà décidées et des réalisations récentes. À un horizon plus éloigné, ils résultent principalement de l'effet endogène de l'environnement macroéconomique sur les recettes et d'une variation des dépenses basée sur les évolutions historiques. Les nouvelles actions des pouvoirs publics qui pourraient être arrêtées dans le courant des prochains mois n'ont pas été anticipées dans le cadre de cet exercice. Le cas échéant, elles pourraient

(1) BNB (2007), *Projections économiques pour la Belgique – Automne 2007*, Revue économique, décembre.

(2) Les projections pour la zone euro sont publiées dans le Bulletin mensuel de la BCE de juin.

affecter à leur tour les projections pour l'ensemble de l'économie.

Le premier chapitre est consacré à l'environnement international. Il comprend un résumé des projections de l'Euro-système pour la zone euro et une présentation des principales hypothèses. Les trois chapitres suivants examinent de manière détaillée la situation récente et les projections pour l'économie nationale. Ils portent respectivement sur l'activité, l'emploi et les principales composantes de la dépense (chapitre 2) – dont les évolutions sont décrites, conformément à l'usage de l'Euro-système, sans tenir compte des effets spécifiques liés à la saisonnalité et aux irrégularités de calendrier –, les prix et les coûts salariaux (chapitre 3) et les résultats en matière de finances publiques (chapitre 4). Enfin, les principaux facteurs de risque afférents aux projections font l'objet d'une discussion dans le dernier chapitre, comprenant aussi une synthèse des résultats d'autres institutions.

1. Environnement international

1.1 L'économie mondiale

Après quatre années de croissance soutenue, l'économie mondiale est engagée en 2008 dans une phase de ralentissement sensible, sous l'effet des tensions financières persistantes, des corrections sensibles sur certains marchés immobiliers et du renchérissement généralisé des matières premières. Ces facteurs sont largement interdépendants, et la dissipation de leurs effets n'interviendrait que progressivement durant la seconde partie de l'année et en 2009. Ainsi, selon les prévisions de la Commission européenne, le rythme d'expansion du PIB mondial, hors zone euro, reviendrait de 5,1 p.c. en 2007 à 4,2 p.c. en 2008 et 4 p.c. en 2009.

Portant initialement sur les prêts hypothécaires dits *sub-prime* aux États-Unis, les tensions financières se sont rapidement étendues à d'autres marchés et ont affecté des institutions bancaires de part et d'autre de l'Atlantique. Les incertitudes quant à la localisation des risques et à l'importance de l'exposition des contreparties ont altéré le fonctionnement des marchés monétaires, creusant des différentiels de taux importants entre les prêts garantis et non garantis, malgré les injections de liquidités auxquelles les banques centrales ont procédé. En dépit d'une légère baisse des rendements des obligations d'État, privilégiées par les investisseurs à la recherche de placements sûrs, les conditions de financement se sont également resserrées pour les sociétés non financières et les particuliers. Dans ce contexte, les indices boursiers se sont inscrits en baisse

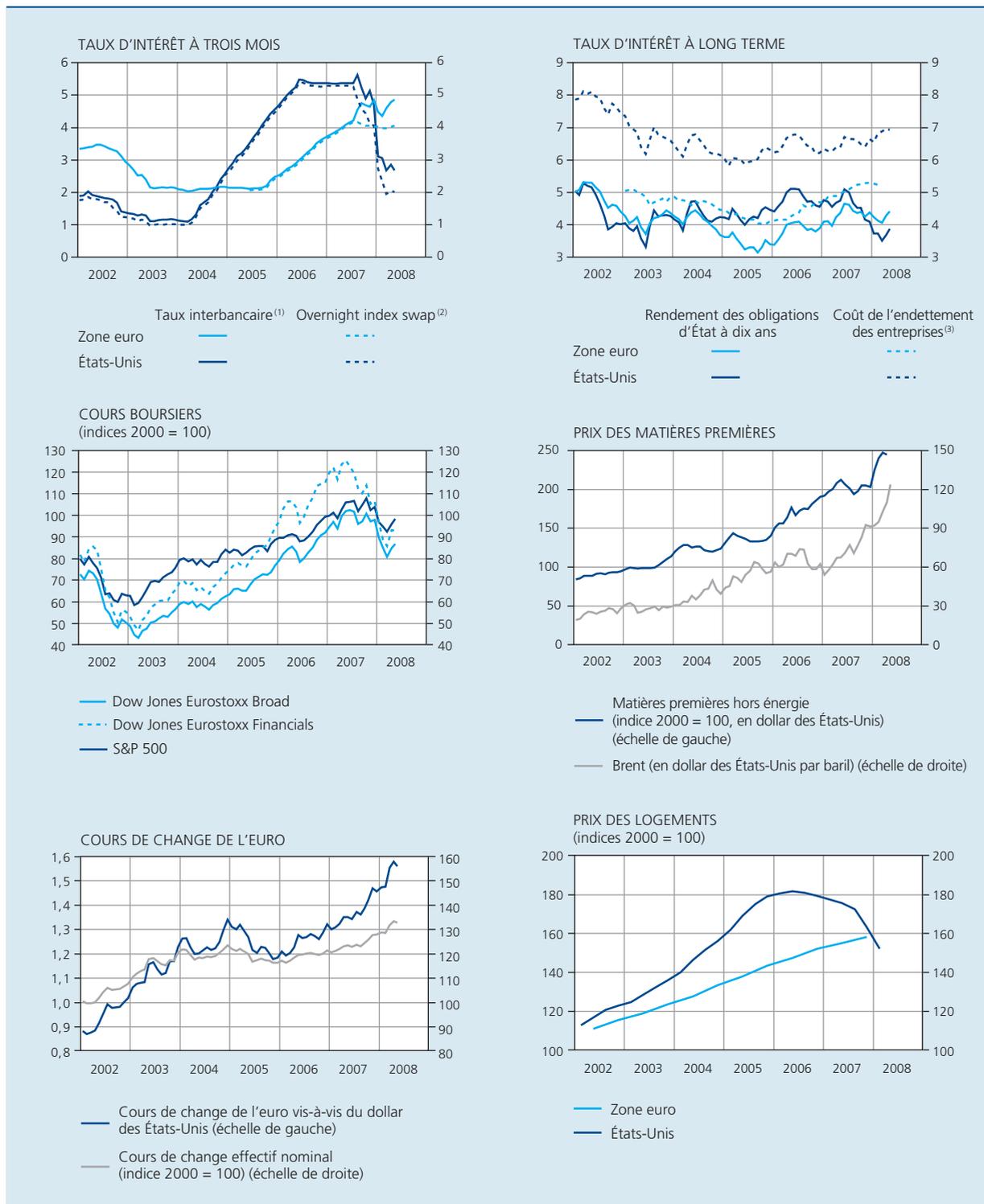
à partir de l'été 2007, en particulier ceux regroupant les actions des institutions financières. Le recul de la valorisation des banques complique à son tour, le cas échéant, le redressement de la structure du bilan de celles qui sont obligées d'acter des provisions à la suite de la dépréciation d'actifs ou de reprendre dans leurs portefeuilles de crédit des activités logées précédemment dans des véhicules spécialisés.

Les tensions financières se sont fait jour à la suite du retournement du cycle immobilier. D'abord circonscrit à un recul de l'activité de la construction résidentielle aux États-Unis, celui-ci s'est étendu au cours des derniers mois à l'ensemble de l'économie. Dans d'autres pays également – comme le Royaume-Uni ou, au sein de la zone euro, l'Espagne et l'Irlande –, la tendance à la hausse rapide des prix de l'immobilier a pris fin, ce qui donne lieu à une décélération, voire un repli, des investissements en logements et, en fonction de l'importance des effets de richesse, pèse sur la consommation privée.

Poursuivant une tendance amorcée en 2003, les prix des matières premières ont continué d'augmenter à un rythme accéléré au début de 2008. Exprimés en dollars des États-Unis, les cours du pétrole se sont accrus de 63 p.c. durant la période de douze mois s'achevant en avril 2008 et ceux des matières premières agricoles de 59 p.c. Fondamentalement, ils sont soutenus par une demande robuste, notamment en provenance des pays émergents, alors que les possibilités d'élargir l'offre sont limitées. En outre, le niveau élevé des cotations sur les marchés internationaux s'explique sans doute en partie par le fait que les matières premières constituent une alternative pour certains investisseurs, face à la baisse du dollar et aux turbulences financières. Toutefois, compte tenu de l'importance des facteurs structurels, les prix de ces produits devraient se maintenir à un haut niveau, comme l'indiquent les cotations à terme.

Ces trois forces ont donné lieu à une détérioration généralisée des perspectives économiques. L'ampleur de celle-ci varie toutefois d'une économie à l'autre, selon leur sensibilité directe aux évolutions financières et immobilières et, de manière indirecte, leur proximité économique avec les économies les plus exposées. Le recul conjoncturel est particulièrement marqué aux États-Unis, où les informations récentes indiquent qu'il serait plus important et plus long que prévu précédemment. En effet, l'incidence de la contraction des investissements en logements et des déboires des marchés financiers se propage au marché du travail, entraînant une remontée du taux de chômage. Ce mouvement, accompagné d'une accélération de l'inflation, de même que les effets de richesse associés au recul des prix des actifs financiers et immobiliers, pèsent

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTIONS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS, IMMOBILIERS ET DES MATIÈRES PREMIÈRES
(moyennes mensuelles)



Sources : BCE, Bloomberg, Réserve fédérale, Standard & Poor's.

- (1) Taux des dépôts interbancaires sans garantie (Euribor pour la zone euro, Libor pour les États-Unis).
- (2) Taux fixe payé par la contrepartie d'un contrat *swap* de taux d'intérêt qui perçoit le taux variable pour un terme de trois mois (Eonia pour la zone euro, taux effectif des fonds fédéraux pour les États-Unis).
- (3) Pour la zone euro : taux des crédits bancaires aux sociétés non financières (enquête MIR) ; pour les États-Unis : rendement des obligations d'entreprise de notation BAA (Moody's).

sur la consommation privée. Malgré le soutien de la politique monétaire et des réductions d'impôts décidées pour 2008, la croissance du PIB aux États-Unis n'atteindrait selon la CE que 0,9 p.c. en 2008 et 0,7 p.c. en 2009, contre encore 2,2 p.c. en 2007, et quelque 3 p.c. ou plus les années précédentes.

Quoique moins prononcé, un ralentissement interviendrait aussi dans les autres principales économies, en partie sous l'effet des mêmes causes – comme au Royaume-Uni, où la croissance du PIB reviendrait de 3 p.c. en 2007 à 1,7 p.c. en 2008 et 1,6 p.c. en 2009 –, en partie via le moindre dynamisme des échanges internationaux. Ainsi, si elles n'ont jusqu'ici guère été affectées par les turbulences financières, les économies émergentes d'Asie ne seraient pas totalement épargnées. Avec une croissance prévue comprise entre 9 et 10 p.c. en Chine, de l'ordre de 8 p.c. en Inde, ou de 7 p.c. en Russie, soutenue par la demande intérieure, ces économies continueraient

toutefois d'apporter une contribution prépondérante à l'expansion de l'activité mondiale. La Russie, comme les autres pays producteurs, bénéficie par ailleurs de l'accroissement des prix des matières premières.

Indépendamment des actions concertées visant à assurer la liquidité des marchés monétaires, les différences quant à l'ampleur attendue du ralentissement de l'activité ont donné lieu à une réaction différenciée en matière de politique monétaire. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a abaissé, à partir de septembre 2007, le taux cible des fonds fédéraux de 5,25 à 2 p.c. le 30 avril 2008. Depuis l'automne 2007, la Banque d'Angleterre a diminué à trois reprises son taux principal de 25 points de base, jusqu'à le ramener à 5 p.c. le 10 avril 2008. Pour sa part, depuis juin 2007, le Conseil des gouverneurs de la BCE a maintenu à 4 p.c. le taux directeur de l'Eurosystème, compte tenu de l'accélération de l'inflation et des risques y afférents.

TABLEAU 1 PROJECTIONS POUR LES PRINCIPALES ZONES ÉCONOMIQUES HORS ZONE EURO

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2007	2008	2009
	Réalisations	Projections	
PIB en volume			
Monde, hors zone euro	5,1	4,2	4,0
dont:			
États-Unis	2,2	0,9	0,7
Japon	2,0	1,2	1,1
Royaume-Uni	3,0	1,7	1,6
Chine	11,9	10,0	9,1
Inde	8,4	8,0	8,0
Russie	8,1	7,3	7,0
Brésil	5,4	4,6	4,3
<i>p.m. Commerce mondial, hors zone euro</i>	7,3	6,6	6,3
Inflation⁽¹⁾			
États-Unis	2,8	3,6	1,6
Japon	0,1	0,7	0,6
Royaume-Uni	2,3	2,8	2,2
Taux de chômage⁽²⁾			
États-Unis	4,6	5,4	6,2
Japon	3,9	4,0	4,2
Royaume-Uni	5,2	5,4	5,7

Source : CE (prévisions de printemps, avril 2008).

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

1.2 Projections de l'Eurosystème pour la zone euro

S'appuyant sur le dynamisme de la demande extérieure, sur la vigueur des investissements et sur l'amélioration du marché du travail, le PIB de la zone euro a progressé de 2,7 p.c. en termes réels en 2007, soit un taux dépassant, comme l'année précédente, la croissance potentielle de l'économie. Pour sa part, mesurée sur la base de l'IPCH, l'inflation s'est établie à 2,1 p.c. en moyenne sur l'ensemble de l'année. Sous l'effet conjugué de la hausse des prix des produits énergétiques et de celle des prix des produits alimentaires, une très vive accélération est toutefois survenue à partir de septembre 2007, portant l'inflation à 3,6 p.c. en mars 2008.

Un ralentissement conjoncturel s'est amorcé à la mi-2007, l'évolution de l'activité s'avérant néanmoins encore résistante, y compris au premier trimestre de 2008. Une décélération plus sensible de la croissance est cependant attendue au milieu de l'année, provenant de l'ensemble des catégories de dépenses. Sur le plan extérieur, l'évolution des exportations serait affectée par le moindre dynamisme du commerce international et par l'effet défavorable sur la compétitivité de l'appréciation de l'euro puisque, entre avril 2007 et avril 2008, le cours de l'euro a gagné quelque 17 p.c. par rapport au dollar des États-Unis ou à la livre anglaise. Sur le plan intérieur, la détérioration des perspectives de la demande et la hausse des coûts de financement externe devraient provoquer un ralentissement des investissements des entreprises et

amplifier celui déjà en cours des investissements en logements, particulièrement en Espagne ou en Irlande. Enfin, la hausse marquée de l'inflation pèsera sur le pouvoir d'achat des ménages et, partant, sur la consommation privée. Un renforcement graduel de la demande et de l'activité interviendrait dans le courant de 2009, à mesure que les effets des différents freins actuellement à l'œuvre se dissipent.

Pour sa part, l'inflation demeurerait élevée en 2008, reflétant l'hypothèse du maintien à un haut niveau des cotations du pétrole et des produits agricoles sur les marchés internationaux. La contribution actuellement inhabituellement importante des composantes énergétiques et alimentaires à la variation annuelle de l'indice des prix devrait dès lors s'estomper au début de 2009. De son côté, la progression des coûts salariaux unitaires serait plus vive que les années précédentes, en raison d'une augmentation plus rapide des rémunérations par personne et du ralentissement conjoncturel de la productivité. Cet effet serait toutefois en partie compensé par un rétrécissement des marges bénéficiaires des entreprises.

Au total, selon les projections de l'Eurosystème, la croissance du PIB dans la zone euro s'établirait entre 1,5 et 2,1 p.c. en 2008, et entre 1 et 2 p.c. en 2009, après avoir atteint 2,7 p.c. en 2007. L'inflation passerait de 2,1 p.c. en 2007 à un taux compris entre 3,2 et 3,6 p.c. en 2008, avant de revenir à un niveau compris entre 1,8 et 3 p.c. en 2009.

TABLEAU 2 PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME
 (pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	Zone euro			p.m. Belgique		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Inflation (IPCH)	2,1	3,2 – 3,6	1,8 – 3,0	1,8	4,1	2,3
PIB en volume	2,7	1,5 – 2,1	1,0 – 2,0	2,8	1,6	1,5
dont:						
Consommation privée	1,6	1,1 – 1,5	0,9 – 2,1	2,4	1,1	1,3
Consommation publique	2,1	1,3 – 2,3	1,2 – 2,2	2,1	2,5	1,8
Investissements	4,7	1,3 – 3,5	-0,4 – 2,8	5,7	4,0	1,8
Exportations	5,7	3,5 – 6,3	2,4 – 5,6	3,8	3,5	3,8
Importations	5,2	2,9 – 6,3	2,2 – 5,6	4,6	4,5	3,8

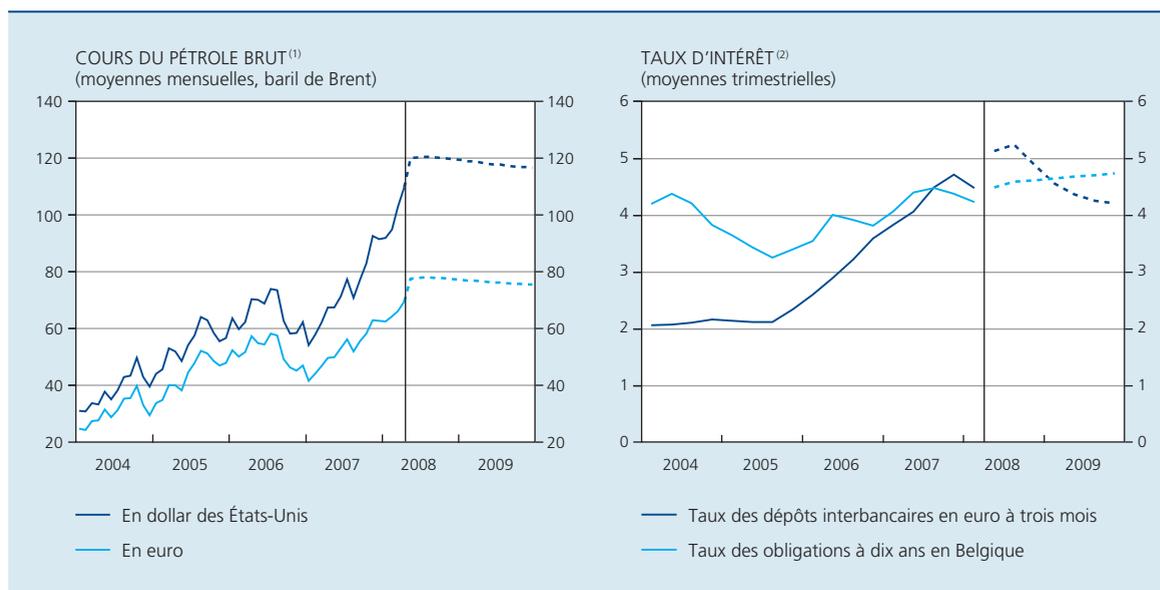
Sources: BCE, BNB.

Encadré 1 – Hypothèses de l'Eurosystème

Les projections économiques de l'Eurosystème pour la zone euro, et celles de la Banque qui y correspondent pour la Belgique, sont établies sur la base des hypothèses techniques suivantes :

- les taux d'intérêt retenus sont fondés sur les anticipations des marchés. En moyenne annuelle, les taux des dépôts interbancaires en euro à trois mois passeraient de 4,3 p.c. en 2007 à 4,9 p.c. en 2008, puis reviendraient à 4,3 p.c. en 2009. Cette évolution est affectée par les *spreads* apparus à partir d'août 2007 par rapport au taux directeur de la BCE. Les taux des obligations d'État s'inscriraient en hausse progressive, atteignant en moyenne 4,3 p.c. en 2007, 4,5 p.c. en 2008 et 4,7 p.c. en 2009. Par rapport à l'évolution des taux des obligations sans risque, les hypothèses de coût de financement des investissements des entreprises et des ménages intègrent un supplément de respectivement quelque 40 et 70 points de base, reflétant l'élargissement des *spreads* observé à cet égard depuis août 2007 ;

HYPOTHÈSES RELATIVES À L'ÉVOLUTION DU COURS DU PÉTROLE ET DES TAUX D'INTÉRÊT



Source : BCE.

(1) Évolution effective jusqu'en avril 2008, hypothèse à partir de mai 2008.

(2) Évolution effective jusqu'au premier trimestre de 2008, hypothèse à partir du deuxième trimestre de 2008.

- les cours de change bilatéraux de l'euro sont maintenus constants à leur valeur de la mi-mai 2008, à savoir, pour la monnaie américaine, 1,54 dollar pour un euro. Cela représente une appréciation de 12 p.c. par rapport à 2007 ;
- conformément à l'évolution des prix implicites reflétés par les contrats à terme, les cours du baril de Brent sur les marchés internationaux devraient atteindre, en moyenne, 113,3 dollars en 2008 et 117,7 dollars en 2009, contre 72,7 dollars en 2007 ;
- la croissance en termes réels des marchés à l'exportation de la Belgique, mesurée comme la somme pondérée des importations en volume des partenaires commerciaux, y compris ceux de la zone euro, reviendrait de 5 p.c. en 2007 à 4,3 p.c. en 2008. Elle atteindrait de nouveau 4,7 p.c. en 2009 ;
- les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro augmenteraient de 1,6 p.c. en 2008 et de 1,4 p.c. en 2009 ;



- comme de coutume selon les conventions de l'Eurosystème, les résultats des finances publiques sont calculés en tenant compte de l'environnement macroéconomique et des mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment précisées.

HYPOTHÈSES LIÉES AUX PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

	2007	2008	2009
	(moyennes annuelles)		
Taux des dépôts interbancaires en euro à trois mois	4,3	4,9	4,3
Taux de l'obligation à dix ans en Belgique	4,3	4,5	4,7
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis ...	1,37	1,54	1,54
Cours du pétrole (en dollar des États-Unis par baril)	72,7	113,3	117,7
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	5,0	4,3	4,7
Prix des concurrents à l'exportation	0,4	-0,2	1,5
dont: concurrents de la zone euro	1,3	1,6	1,4

Source: BCE.

2. Activité, emploi et demande en Belgique

2.1 Évolution de l'activité et de l'emploi

Comme dans la zone euro, l'activité économique en Belgique, qui a crû de 2,8 p.c., est demeurée vigoureuse en 2007. Le ralentissement de la progression du PIB observé au second semestre à la suite de la détérioration de l'environnement extérieur s'est avéré moins sensible que prévu, la croissance continuant de fluctuer entre 0,5 et 0,7 p.c. sur une base trimestrielle. Même si cette dernière aurait légèrement reculé au premier trimestre de 2008, l'évolution de l'activité est demeurée relativement robuste compte tenu de l'affaiblissement croissant de l'environnement international, de l'appréciation de l'euro et du renchérissement des matières premières et des produits alimentaires.

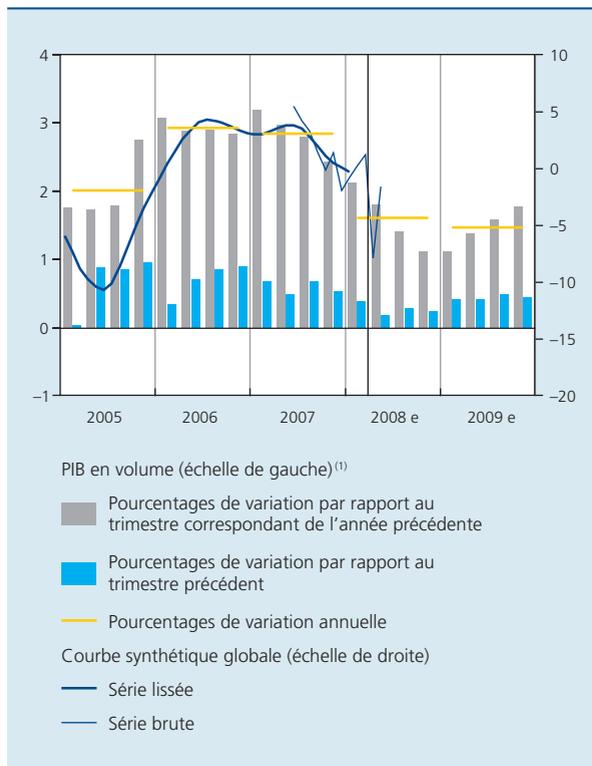
L'activité économique a dans une large mesure évolué parallèlement à la confiance des chefs d'entreprise, qui, même si elle s'est effritée par rapport au pic atteint en juin 2007, est demeurée supérieure à sa tendance de long terme. Comme le montre la poursuite de la tendance à

la baisse de la confiance des chefs d'entreprise, le ralentissement de la croissance devrait se marquer davantage à partir du deuxième trimestre de 2008, en raison de la nouvelle détérioration de l'environnement extérieur, à laquelle l'activité économique réelle réagirait avec un certain décalage. En conséquence, la croissance du PIB attendue pour 2008 a été ajustée à la baisse de 0,3 point de pourcentage par rapport à l'estimation d'automne, ce qui l'a ramenée à 1,6 p.c.

À mesure que les facteurs de décélération s'atténueraient dans le courant de 2008, avant de pratiquement disparaître en 2009, la croissance économique se rétablirait progressivement et reviendrait à un rythme proche de son potentiel à la fin de cette seconde année. Ce redressement serait toutefois toujours masqué par un léger effet de niveau défavorable en ce qui concerne la croissance annuelle pour 2009, qui s'élèverait à 1,5 p.c.

Sous l'effet du renforcement de l'activité, mais également du succès rencontré par le système des titres-services, le rythme des créations d'emplois s'est de nouveau accéléré en 2007, atteignant 0,5 p.c. au dernier trimestre et 1,7 p.c. en moyenne annuelle. Au total, 73.000 emplois

GRAPHIQUE 2 ACTIVITÉ ET INDICATEUR DE CONJONCTURE
(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

additionnels ont été créés en 2007, parmi lesquels 11.600 grâce aux titres-services; il s'agit de la plus vive expansion depuis 2000, qui – il est vrai – avait été une année exceptionnelle.

Eu égard à l'évolution de l'activité et au fait que l'emploi y réagit habituellement avec un certain retard, celui-ci progresserait de 1,3 p.c. en 2008 et de 0,7 p.c. en 2009. Ceci représente un accroissement net cumulé de 85.000 postes de travail ou, compte tenu du travail frontalier, une progression du nombre de personnes occupées de 88.000 unités sur l'ensemble des deux années.

En dépit de ce rythme plus faible, la création d'emplois demeurerait supérieure à l'augmentation de l'offre de travail. Avec un taux d'activité quasi stable, celle-ci se monterait à environ 66.000 unités au cours de la période 2008-2009. Nonobstant le ralentissement économique, le chômage continuerait donc de reculer au cours de la période couverte par les projections – de 22.000 unités selon les estimations –, même si la baisse se réduirait sensiblement en 2009. Le taux de chômage harmonisé, exprimé en pourcentage de la population active, reviendrait ainsi de

7,5 p.c. en 2007 à 6,8 p.c. en 2009, tandis que le taux d'emploi, calculé en rapportant le nombre de personnes occupées à la population en âge de travailler, passerait de 62 à 62,3 p.c.

En raison du ralentissement de la croissance de l'activité, la hausse de la productivité par travailleur enregistrerait une forte diminution cyclique et reviendrait à 0,3 p.c. à peine en 2008. En dépit du redressement de la productivité, qui passerait à 0,8 p.c. en 2009, cette dernière demeurerait inférieure à sa moyenne de long terme. Le caractère cyclique de la productivité s'explique par le fait que, en période de ralentissement conjoncturel, les employeurs choisissent généralement de maintenir le niveau de leurs effectifs.

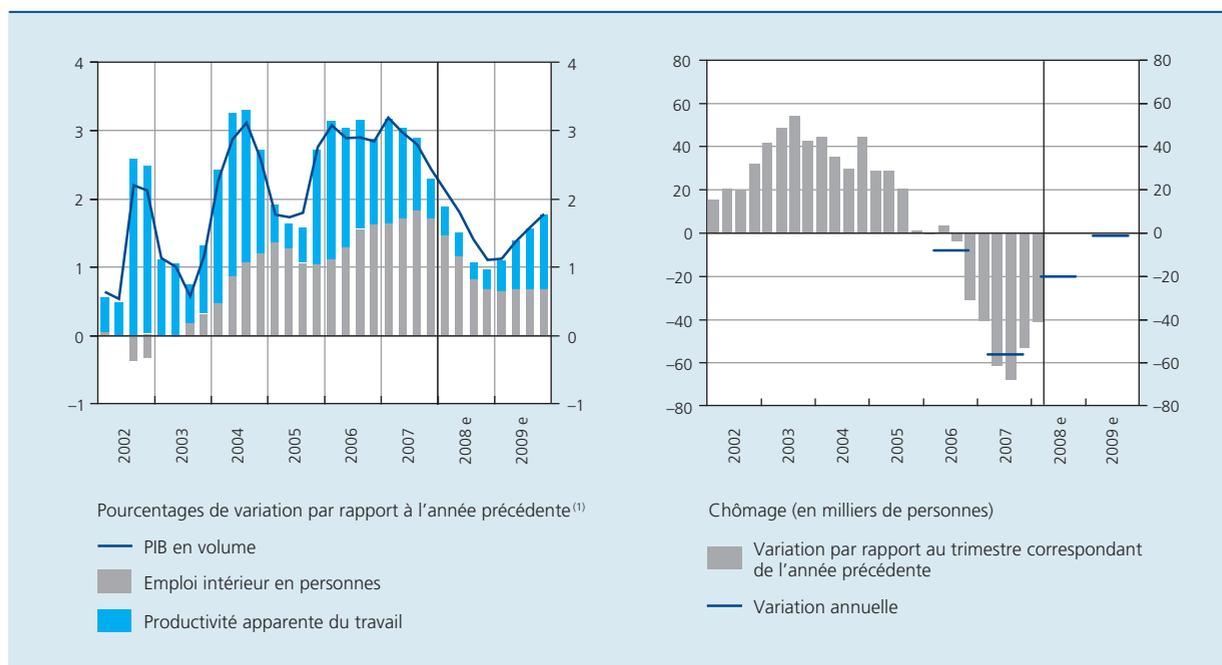
2.2 Principales catégories de dépenses

Si l'ensemble des dépenses intérieures avaient soutenu le dynamisme des deux dernières années, elles devraient toutes enregistrer une certaine décélération en 2008 et en 2009. Ainsi, la contribution des dépenses intérieures hors stocks reviendrait de 2,9 points de pourcentage en 2007 à respectivement 2 et 1,5 points les deux années suivantes. De même, la variation des stocks ne devrait plus contribuer qu'à hauteur de 0,4 point de pourcentage à la croissance en 2008, avant d'être neutre en 2009. Pour leur part, les exportations nettes de biens et services pèseraient à nouveau sur la croissance en 2008, dans une mesure comparable à celle observée en 2007, soit -0,7 point de pourcentage; elles seraient néanmoins neutres en 2009.

Après s'être graduellement redressées en 2006 et en 2007, les exportations de biens et services s'inscriraient en repli dans le courant de 2008, en ligne avec la dégradation de l'environnement international, avant de se relever par la suite. Cette reprise serait toutefois écornée par les effets différés qu'exerce l'appréciation récente de l'euro sur la compétitivité en matière de prix des producteurs européens. Au total, la progression en volume des exportations atteindrait 3,5 p.c. en 2008 et 3,8 p.c. en 2009. Pour leur part, les importations en volume progresseraient en 2008 à un rythme aussi soutenu qu'en 2007, proche de 4,5 p.c., en raison d'un effet de base lié à la vigueur de la demande intérieure en 2007. Dans la foulée de la décélération de cette dernière, la croissance des importations se limiterait à 3,8 p.c. en 2009.

Tant les investissements des entreprises que ceux des particuliers concourraient au recul sensible de la formation brute de capital fixe au cours de la période couverte par les projections.

GRAPHIQUE 3 EMPLOI ET CHÔMAGE



Sources : ICN, ONEM, BNB.

(1) Données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier.

TABLEAU 3 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

(données corrigées des effets de calendrier, moyennes annuelles; variations en milliers de personnes à un an d'intervalle, sauf mention contraire)

	2005	2006	2007	2008 e	2009 e
Population en âge de travailler	43,7	62,6	65,8	54,2	43,8
Population active	71,5	47,1	18,7	37,2	28,6
<i>p.m. Taux d'activité harmonisé⁽¹⁾</i>	66,7	66,5	67,1	67,1	67,1
Emploi national	51,7	55,3	74,3	57,4	31,0
<i>p.m. Taux d'emploi harmonisé⁽¹⁾</i>	61,1	61,0	62,0	62,3	62,3
Travailleurs frontaliers	0,6	2,6	1,7	1,5	1,4
Emploi intérieur	51,1	52,7	72,6	55,8	29,6
Indépendants	7,8	7,8	14,0	15,6	12,0
Salariés	43,3	44,9	58,7	40,2	17,6
Secteur des administrations publiques	9,9	3,2	4,9	1,6	1,9
Secteur privé	33,4	41,7	53,7	38,7	15,7
Demandeurs d'emploi inoccupés	19,8	-8,2	-55,7	-20,1	-2,4
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé⁽²⁾</i>	8,4	8,2	7,5	6,9	6,8

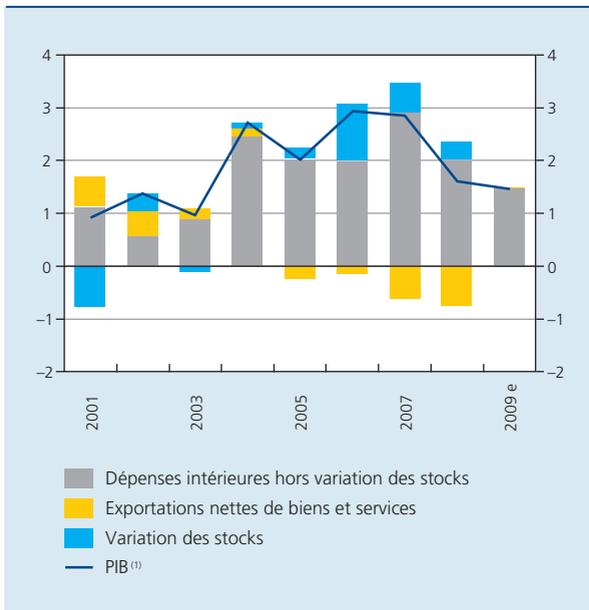
Sources : CE, ICN, ONEM, BNB.

(1) Pourcentages de la population en âge de travailler (15-64 ans).

(2) Pourcentages de la population active. Cette série correspond aux résultats de l'enquête sur les forces de travail, ajustés mensuellement, conformément à la méthodologie Eurostat, au moyen des données administratives nationales.

GRAPHIQUE 4 PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

(données en volume corrigées des effets de calendrier ; contribution à la variation du PIB, points de pourcentage, sauf mention contraire)

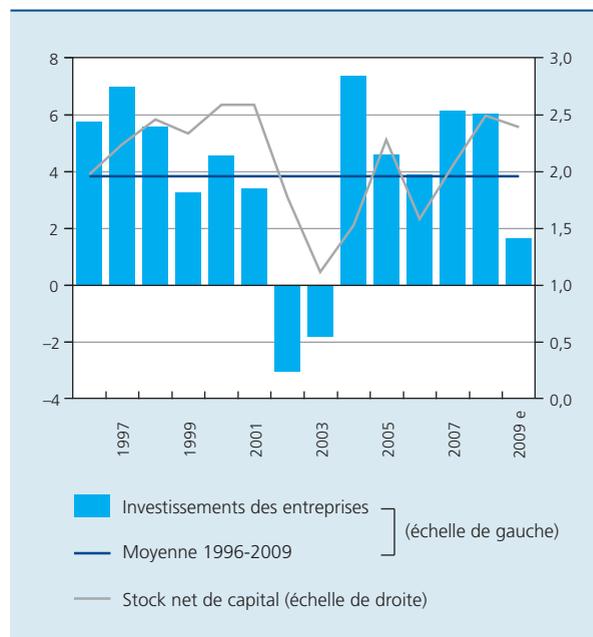


Sources : ICN, BNB.

(1) Pourcentages de variation annuelle.

GRAPHIQUE 6 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET STOCK NET DE CAPITAL

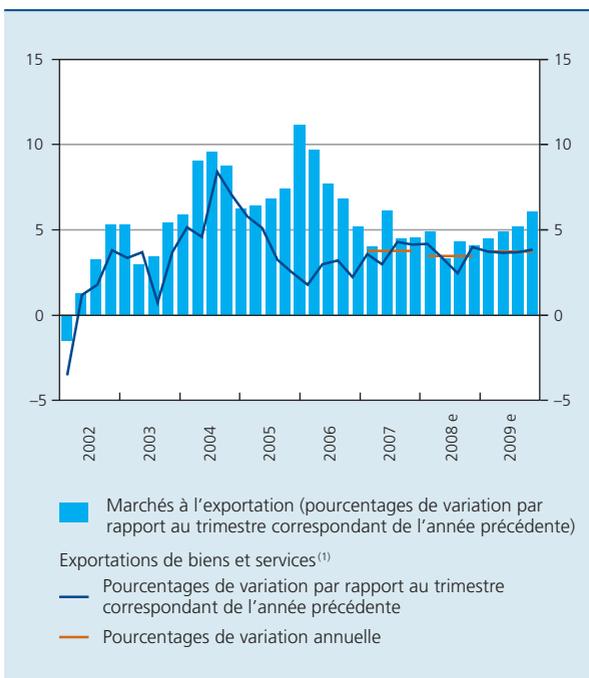
(données en volume corrigées des effets de calendrier, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

GRAPHIQUE 5 MARCHÉS À L'EXPORTATION ET EXPORTATIONS DE BIENS ET SERVICES

(données en volume corrigées des variations saisonnières)



Sources : BCE, ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

Les investissements des entreprises diminueraient sous l'effet conjugué du ralentissement de l'activité économique et de la détérioration des perspectives de la demande. Par ailleurs, le nouveau durcissement des conditions de financement externe induit par la hausse des taux d'intérêt à long terme pèserait quelque peu sur les investissements, bien que les conditions d'octroi de crédits ne semblent pas être de nature à freiner la demande de crédits bancaires, comme l'encadré 2 le démontre. De plus, en dépit de l'expansion moindre de la demande finale, les entreprises disposent toujours d'amples ressources internes. Mesurées sur la base de l'excédent brut d'exploitation, ces dernières passeraient de 23,7 p.c. du PIB à respectivement 24,1 et 24,2 p.c. du PIB en 2008 et en 2009.

Globalement, ces facteurs devraient exercer un effet de ralentissement sur les investissements des entreprises dès le début de 2008. Sous l'impulsion du dynamisme soutenu que ceux-ci ont affiché à la fin de 2007 et du degré élevé d'utilisation des capacités de production, leur croissance devrait atteindre 6 p.c. en 2008 avant de revenir à 1,6 p.c. en 2009. Grâce à l'expansion dynamique des investissements au cours des dernières années, le stock net de capital continuerait toutefois de s'accroître à un rythme relativement élevé.

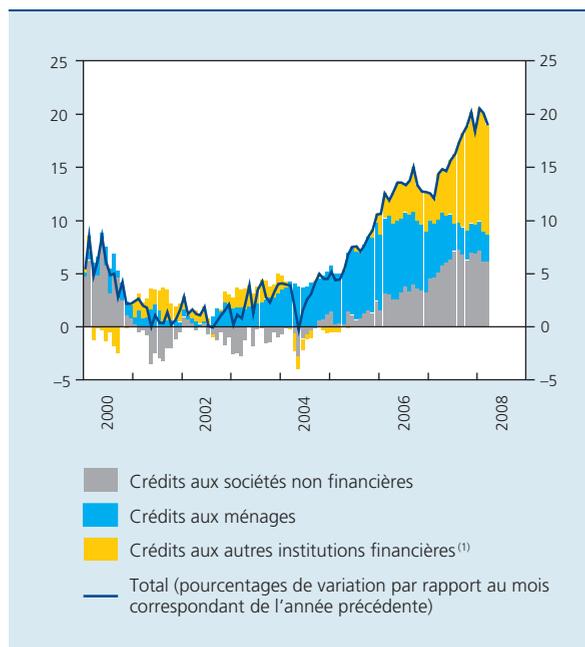
Encadré 2 – Les conditions de crédit en Belgique

Les difficultés que traversent certaines institutions financières de part et d'autre de l'Atlantique ont avivé la crainte d'une restriction, voire d'un assèchement, du crédit aux sociétés non financières ou aux ménages. Ce possible canal de diffusion des tensions financières à l'économie réelle exacerberait sensiblement l'acuité et la durée du ralentissement conjoncturel. Dans ce contexte, cet encadré tire les principaux enseignements de l'analyse des diverses sources d'informations pour la Belgique, tant en matière de crédits (à partir des états comptables périodiques des établissements de crédit (schéma A) et des centrales des crédits aux entreprises et aux particuliers), que de situation des principaux établissements de crédit belges ainsi que de taux et de conditions de crédit des banques (enquêtes MIR sur les taux d'intérêt à la clientèle et *Bank Lending Survey* sur les conditions d'octroi de crédits et enquêtes du même type auprès des entreprises).

Tout d'abord, il convient de constater que, à l'instar de ce qui est observé dans l'ensemble de la zone euro, la croissance des crédits des banques belges au secteur privé résident est demeurée robuste au premier trimestre de 2008, avec un taux de quelque 20 p.c. par rapport à la même période de l'année précédente, en particulier ceux à destination des entreprises et des autres intermédiaires financiers. Il n'y a cependant pas d'indication que la dynamique a résulté d'un comportement de *frontloading* de la part des entreprises – qui les aurait incitées à anticiper leurs emprunts en prévision de projets d'investissements, tant que les facilités de crédit sont disponibles –, ou de tirage excessif sur les lignes de crédit existantes, ou encore d'un effet de substitution lié à d'éventuelles difficultés rencontrées pour lever des fonds sur les marchés des capitaux.

CRÉDITS OCTROYÉS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES AU SECTEUR PRIVÉ RÉSIDENT

(contribution à la variation du crédit bancaire total, points de pourcentage,
sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Comprend les institutions financières non monétaires, les auxiliaires financiers, les compagnies d'assurances et les fonds de pension.



SITUATION FINANCIÈRE DES EMPRUNTEURS ET CONDITIONS D'OCTROI DES CRÉDITS BANCAIRES EN BELGIQUE

INDICATEURS DE RENTABILITÉ ET DE SOLVABILITÉ DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES (médiane de la population globale, pourcentages)



Rendement des fonds propres (échelle de gauche)

— Petites entreprises⁽²⁾

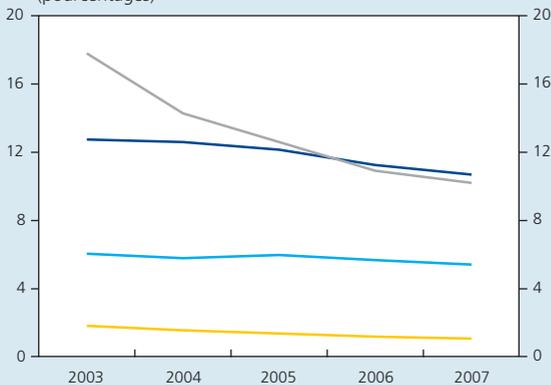
— Moyennes et grandes entreprises⁽²⁾

Fonds propres sur passif total (échelle de droite)

- - - Petites entreprises⁽²⁾

- - - Moyennes et grandes entreprises⁽²⁾

INDICATEURS DE SOLVABILITÉ DES MÉNAGES (pourcentages)



Nombre de crédits défaillants non régularisés rapporté au total des crédits en cours

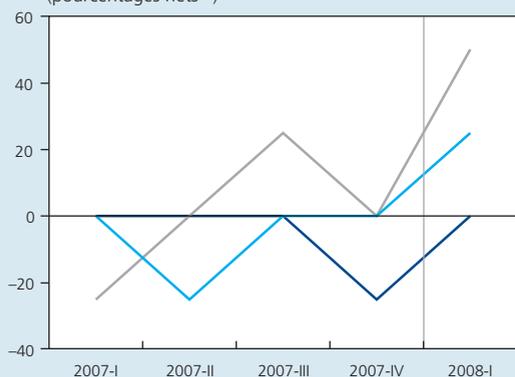
— Prêts à tempérament

— Ventes à tempérament

— Ouvertures de crédit

— Crédits hypothécaires

CONDITIONS GLOBALES D'OCTROI DE CRÉDITS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET AUX MÉNAGES (pourcentages nets⁽³⁾)

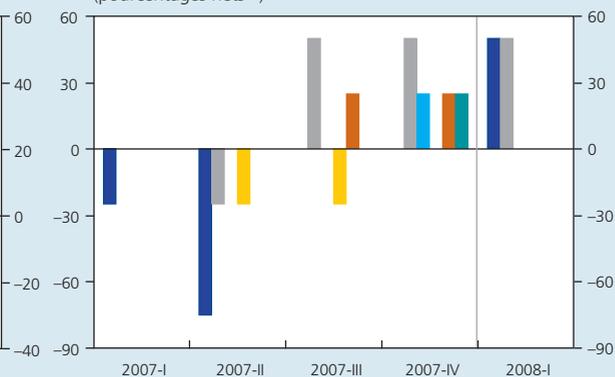


— Crédits aux PME

— Crédits aux grandes entreprises

— Crédits hypothécaires aux ménages

PRINCIPAUX CRITÈRES D'OCTROI DE CRÉDITS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES (pourcentages nets⁽³⁾)



■ Marges sur l'ensemble des prêts

■ Marges sur les prêts les plus risqués

■ Montant du prêt

■ Garanties exigées

■ Clauses dans les contrats de crédit

■ Durée

Source : BNB.

(1) Les valeurs des indicateurs en 2007 sont obtenues en appliquant à la population globale les pourcentages de variation entre 2006 et 2007 des valeurs calculées pour un échantillon constant d'entreprises.

(2) Les entreprises qui remettent leurs comptes annuels selon le schéma abrégé sont considérées comme des petites entreprises ; celles qui remettent un schéma complet sont des moyennes ou des grandes entreprises.

(3) Solde en pourcentage des réponses des établissements de crédit à l'enquête sur la distribution du crédit, indiquant le degré de durcissement ou d'assouplissement (-) des conditions globales ou des principaux critères d'octroi de crédits.

Si les banques belges ont continué à octroyer d'importants volumes de crédits au secteur privé, c'est notamment parce qu'elles ont jusqu'à présent relativement bien résisté aux turbulences financières. Elles ont certes été confrontées au resserrement de la liquidité sur les marchés des prêts interbancaires non garantis ainsi que sur d'autres segments des marchés financiers. Leur dépendance à ces canaux de financement est cependant tempérée par l'importance des dépôts de la clientèle et par le fait qu'elles détiennent un large portefeuille de titres de la dette publique pouvant être mobilisés en garantie. Malgré une détérioration de leurs ratios de rentabilité au cours du second semestre de 2007 – les données provisoires indiquent la poursuite de cette tendance au premier trimestre de 2008 – la position financière globale des banques belges est demeurée relativement favorable dans une perspective historique.

La situation financière globale des emprunteurs est également demeurée saine en 2007. En dépit d'une hausse de leur endettement, les entreprises non financières ont continué à afficher des niveaux élevés de rentabilité, de liquidité et de solvabilité. Quant aux ménages, malgré la hausse de leur endettement liée au net renchérissement de l'immobilier depuis le début de la décennie, leur position financière demeure également favorable, comme l'indiquent notamment les bas taux de défaut sur l'encours de leurs crédits.

Par conséquent, la probabilité que les banques belges adoptent, dans les mois à venir, une politique de crédits particulièrement restrictive à l'encontre du secteur privé, en raison de contraintes en capital ou d'une forte détérioration du bilan des emprunteurs, peut être considérée comme faible.

Si un resserrement significatif du crédit devait néanmoins se matérialiser, il pourrait affecter de manière plus prononcée les grandes entreprises. Ce constat émane des enquêtes successives auprès des banques, portant sur les conditions d'octroi de crédits, réalisées depuis l'éclatement de la crise, ainsi que de l'enquête sur les investissements menée par la Banque en novembre 2007 auprès d'un échantillon de firmes emprunteuses. Toutefois, les grandes entreprises, à l'inverse des ménages et des firmes de plus petite taille, disposent de sources de fonds alternatives pour couvrir leurs besoins de financement.

Il ressort des mêmes enquêtes que les banques ont fait quasi exclusivement usage d'un élargissement des marges, et en particulier celles sur les prêts les plus risqués, pour resserrer leurs conditions. Le durcissement d'autres critères d'octroi, tels que les garanties exigées ou le montant du crédit, n'a que peu été évoqué par les banques dans le contexte actuel. Tenant compte des données disponibles jusqu'en mars 2008, il apparaît que l'augmentation des marges est demeurée assez limitée depuis l'émergence des tensions financières, en août 2007, tandis que leur niveau est resté faible jusqu'à la mi-2007.

Comme indiqué dans l'encadré relatif aux hypothèses de l'Eurosystème, ces différents enseignements ont été pris en compte lors de l'élaboration des projections, en relevant le coût du crédit des investissements des entreprises de 40 points de base par rapport au taux des emprunts publics, et celui des investissements des ménages de 70 points de base.

À la différence des investissements des entreprises, les investissements en logements ont, avec une hausse de 5,3 p.c., déjà amorcé un ralentissement en 2007, après avoir enregistré en moyenne un rythme de croissance exceptionnel de 9,2 p.c. par an entre 2004 et 2006. Concomitamment au recul du nombre de permis de bâtir délivrés et des prêts hypothécaires accordés, leur progression reviendrait à respectivement 1,5 et 0,2 p.c. en 2008 et en 2009. Alors que les investissements en logements bénéficiaient encore du soutien du revenu disponible réel

des particuliers en 2007, il devrait en être autrement sur l'horizon des prévisions du fait de la moindre progression de celui-ci. Par ailleurs, les taux d'intérêt à long terme atteindraient à la fin de la période des projections leur niveau le plus élevé depuis la mi-2002, lorsque l'expansion du marché du logement a débuté. Le recul des investissements en logements est également imputable aux hausses de prix moins prononcées sur le marché secondaire et s'inscrit dans le cadre du retournement du cycle du marché de l'immobilier résidentiel au niveau mondial,

TABEAU 4 REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2005	2006	2007 e	2008 e	2009 e
Revenu primaire brut	2,8	3,9	5,7	4,5	3,7
dont :					
Salaires et traitements	3,2	4,5	5,3	4,7	3,8
Rémunérations par personne	1,9	3,2	3,6	3,6	3,3
Emploi	1,2	1,3	1,6	1,1	0,5
Revenus non salariaux	1,8	2,5	6,6	3,9	3,5
Transferts courants ⁽¹⁾	3,0	-1,4	8,2	4,9	2,6
dont :					
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine	4,1	-0,3	4,0	5,1	2,5
Revenu disponible brut	2,7	5,2	5,1	4,4	3,9
<i>p.m. En termes réels</i> ⁽²⁾	0,0	2,7	3,3	0,1	1,6
Dépenses de consommation	4,1	4,6	4,3	5,6	3,8
Taux d'épargne ⁽³⁾	12,2	12,5	13,2	12,2	12,4

Sources : ICN, BNB.

(1) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, à l'exclusion des transferts en nature.

(2) Données déflatées au moyen du déflateur des dépenses de consommation finale des particuliers.

(3) Épargne brute, en pourcentage du revenu disponible brut, ces deux agrégats s'entendant y compris la variation des droits des ménages sur les fonds de pension.

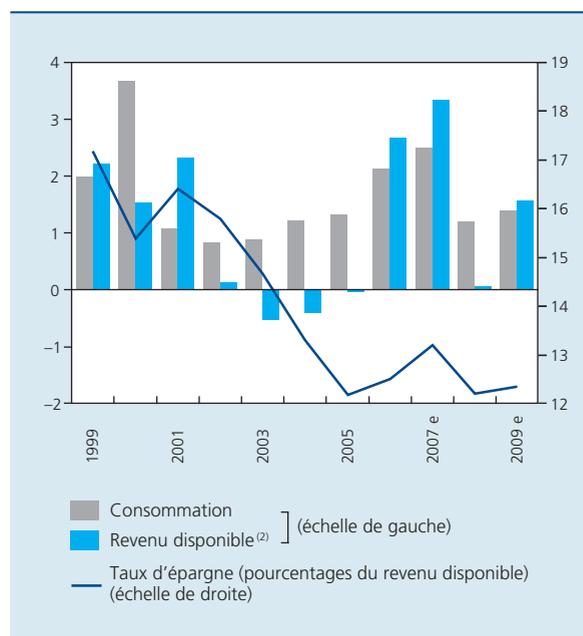
lequel pèse également sur la confiance des chefs d'entreprise du secteur de la construction.

En 2008, l'évolution des dépenses de consommation privée incorpore l'incidence mécanique à la baisse – estimée à 0,3 point de pourcentage – du transfert au début de cette année de la couverture des petits risques en matière de soins de santé des indépendants du secteur privé vers le secteur public. En termes de comptabilité nationale, ce transfert se traduit par un glissement des dépenses de consommation privée vers les dépenses de consommation publique. Le ralentissement prévu de la consommation privée reflète toutefois surtout la nette décélération du pouvoir d'achat des particuliers. Ainsi, après avoir progressé de 6 p.c. sur l'ensemble des deux années précédentes, et de façon particulièrement vive en 2007, le revenu disponible réel n'augmenterait au total que de 1,7 p.c. au cours de la période couverte par les projections. En conséquence, après deux années de croissance aux alentours de 2,3 p.c., la consommation privée afficherait une décélération sensible en 2008, progressant à peine de 1,1 p.c. Elle se raffermerait légèrement en 2009, pour croître de 1,3 p.c.

Les revenus primaires des particuliers subiraient l'influence du ralentissement graduel du rythme de hausse des rémunérations des salariés. Celui-ci trouverait essentiellement son origine dans le moindre dynamisme de la

GRAPHIQUE 7 CONSOMMATION, REVENU DISPONIBLE ET TAUX D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS

(pourcentages de variation en volume par rapport à l'année précédente⁽¹⁾, sauf mention contraire)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des effets de calendrier.

(2) Données déflatées au moyen du déflateur des dépenses de consommation finale des particuliers.

TABLEAU 5 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

(données en volume corrigées des effets de calendrier ; pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2005	2006	2007	2008 e	2009 e
Dépenses de consommation des particuliers	1,4	2,2	2,4	1,1	1,3
Dépenses de consommation des administrations publiques	-0,2	0,0	2,1	2,5	1,8
Formation brute de capital fixe	6,7	4,2	5,7	4,0	1,8
Logements	10,1	7,4	5,3	1,5	0,2
Administrations publiques	13,0	-3,2	3,5	-3,8	9,2
Entreprises	4,6	3,9	6,1	6,0	1,6
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,2	1,1	0,6	0,4	0,0
<i>p.m. Total des dépenses intérieures</i>	2,3	3,2	3,6	2,4	1,5
Exportations nettes de biens et services ⁽¹⁾	-0,2	-0,1	-0,6	-0,7	0,0
Exportations de biens et services	4,1	2,6	3,8	3,5	3,8
Importations de biens et services	4,7	2,8	4,6	4,5	3,8
PIB	2,0	2,9	2,8	1,6	1,5

Sources : ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

création d'emplois, en particulier en 2009. En effet, la progression annuelle nominale des rémunérations par personne dans l'ensemble de l'économie serait, pour sa part, largement supérieure à 3 p.c. sur l'horizon des projections. Considérés globalement, les transferts nets des particuliers aux autres secteurs devraient pour leur part augmenter moins rapidement qu'en 2007.

Si une décélération s'observe en termes nominaux, le pouvoir d'achat se trouvera en 2008 cependant surtout contraint par l'accélération de l'inflation, mesurée au moyen du déflateur des dépenses de consommation privée. Les ménages devraient cependant amortir l'incidence de la progression moindre de leur pouvoir d'achat sur leurs dépenses de consommation, en ramenant leur taux d'épargne à un niveau proche de celui qui a précédé le rebond de 2007. Il s'établirait ainsi à 12,2 p.c. du revenu disponible en 2008 et 12,4 p.c. en 2009, contre 13,2 p.c. en 2007.

Après s'être stabilisées en 2005 et 2006, les dépenses de consommation des administrations publiques ont affiché en 2007 une croissance de l'ordre de 2 p.c., rythme qu'elles devraient maintenir sur l'horizon des projections. En 2008, elles enregistreraient même une accélération en raison de l'évolution des dépenses de santé. De leur côté, les investissements publics se contracteraient de 3,8 p.c. en 2008, à la suite de ventes de bâtiments publics, comptabilisées comme des désinvestissements des administrations publiques, et du creux dans le cycle électoral des investissements

des pouvoirs locaux. L'année suivante, ils augmenteraient de 9,2 p.c.

3. Prix et coûts

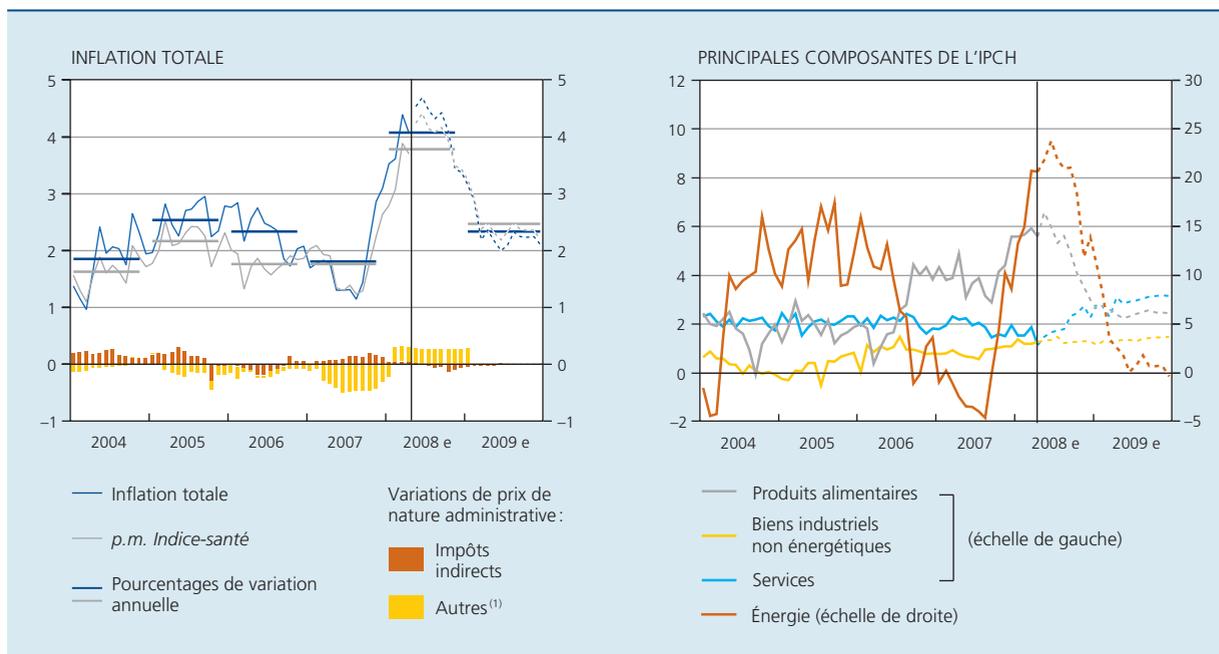
Alors qu'elle avait été presque constamment inférieure à 2 p.c. pendant les douze mois précédents, l'inflation en Belgique s'est fortement accélérée à partir du quatrième trimestre de 2007, atteignant 4,4 p.c. en mars 2008. Comme expliqué en détail par ailleurs dans cette Revue⁽¹⁾, cette accélération résulte exclusivement du renchérissement des produits alimentaires – en particulier des biens alimentaires transformés – et de l'énergie, principalement en raison de l'augmentation des cotations de ces produits sur les marchés internationaux. En outre, la hausse des tarifs de distribution et de transport de l'électricité et du gaz contribue pour 0,3 point de pourcentage à l'inflation totale à partir de février 2008.

Selon les projections actuelles, la contribution inhabituellement importante des composantes des produits alimentaires et énergétiques à l'accroissement annuel des prix à la consommation devrait se maintenir à ce haut niveau pendant les prochains mois, avant de se résorber rapidement au début de 2009. En effet, les hypothèses retenues dans le cadre de cet exercice tablent sur une stabilisation,

(1) *Inflation et indexation en Belgique : causes et éventuelles conséquences de l'actuelle accélération de l'inflation*, Revue économique de la Banque nationale de Belgique, juin 2008.

GRAPHIQUE 8 INFLATION

(IPCH, pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



Sources : CE, BNB.

(1) Incidence sur l'inflation totale, en points de pourcentage, des variations de prix liées aux mesures relatives à la redevance radiotélévision et aux modifications de tarification dans les industries de réseau.

à un niveau certes élevé, proche de celui observé à la mi-mai 2008, des cours du pétrole et des matières premières agricoles sur les marchés internationaux. En conséquence, l'inflation totale passerait de 1,8 p.c. en 2007 à 4,1 p.c. en 2008, avant de revenir à 2,3 p.c. en 2009. Pour sa part, l'indice-santé, qui est utilisé comme référence pour l'indexation des salaires et des prestations sociales ainsi que pour celle des loyers, augmenterait de 3,8 p.c. en 2008 et de 2,5 p.c. en 2009.

L'accroissement marqué de l'inflation totale au cours des derniers mois cache des évolutions plus contenues pour les autres composantes de l'IPCH : durant les quatre premiers mois de 2008, l'inflation était de 1,3 p.c. pour les biens industriels non énergétiques et de 1,5 p.c. pour les services. Une certaine accélération est toutefois attendue pour les deux composantes, en dépit de l'effet modérateur que continuent d'exercer l'appréciation de l'euro et l'intensité de la concurrence internationale. Elle résulterait, outre de la disparition des effets à la baisse induits par le recul important des prix de la téléphonie mobile durant l'été 2007, de l'effet indirect des chocs des prix des matières premières et de l'incorporation progressive de l'accroissement des coûts salariaux observé l'année précédente et prévu pour l'année courante. En conséquence, la tendance sous-jacente de l'inflation s'établirait à 2,2 p.c. en 2009.

En effet, la variation des coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé est estimée à respectivement 2,9 et 3,4 p.c. en 2007 et en 2008, contre une augmentation annuelle moyenne de 0,6 p.c. sur la période 2002-2006. Cette hausse importante est due à la fois au fléchissement de la productivité du travail – déjà sensible en 2007, en raison de la nette augmentation de l'emploi dans le secteur privé, et encore renforcée en 2008, à la suite du ralentissement conjoncturel –, et à la progression plus rapide des coûts salariaux horaires. L'importance de ces deux facteurs se réduirait en 2009, de sorte que la croissance des coûts salariaux par unité produite reviendrait à 2,4 p.c.

L'accélération du rythme de hausse des coûts salariaux horaires en 2007 et en 2008 s'inscrit dans le contexte des pressions qui s'exercent sur certains segments du marché du travail, dans la foulée de la haute conjoncture. En outre, deux facteurs temporaires ont renforcé l'augmentation des coûts salariaux horaires en 2007, à savoir l'avancement du moment de versement du pécule de vacances dû au terme d'un contrat de travail et le paiement d'indemnités de licenciement dans le cadre de la restructuration d'entreprises importantes, à concurrence de quelque 0,6 point de pourcentage au total. Même si ces facteurs exercent un effet inverse sur l'évolution des

TABLEAU 6 INDICATEURS DE PRIX ET COÛTS

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2005	2006	2007 e	2008 e	2009 e
IPCH	2,5	2,3	1,8	4,1	2,3
Indice-santé	2,2	1,8	1,8	3,8	2,5
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽¹⁾	1,4	1,6	1,9	2,4	2,2
Coûts salariaux dans le secteur privé:					
Coûts salariaux par heure prestée	2,3	2,9	3,7	3,5	3,2
Cotisations sociales patronales ⁽²⁾	-0,3	-0,2	0,1	-0,4	
Salaires bruts	2,6	3,0	3,5	4,2	
dont: indexations	2,1	1,8	1,6	3,2	
Productivité du travail ⁽³⁾	1,5	1,5	0,8	0,1	0,8
Coûts salariaux par unité produite	0,7	1,3	2,9	3,4	2,4

Sources: CE; ICN; SPF Emploi, travail et concertation sociale; BNB.

(1) Mesurée au moyen de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et produits énergétiques.

(2) Contribution à la variation des coûts salariaux consécutivement aux modifications des taux de cotisation implicites, points de pourcentage.

(3) Valeur ajoutée en volume par heure prestée par les travailleurs salariés et les indépendants.

coûts salariaux en 2008, ils ne sont toutefois pas suffisants pour compenser l'incidence élevée de l'indexation. Ainsi, selon les indications actuellement disponibles pour 2007 et les évolutions prévues pour 2008, les coûts salariaux horaires progresseraient de 7,3 p.c. sur l'ensemble des deux années, soit sensiblement plus que la norme établie à 5 p.c. De la sorte, le handicap vis-à-vis des trois principaux pays voisins – Allemagne, France et Pays-Bas – se creuserait encore.

Pour 2009, la croissance de 3,2 p.c. des coûts salariaux horaires retenue dans le cadre de cet exercice correspond essentiellement à l'effet attendu de l'indexation, celle-ci réagissant avec un certain décalage à l'accélération, en 2008, de l'inflation mesurée par l'indice-santé. Cette hypothèse repose sur une évolution modérée des salaires, facteur déterminant pour l'apaisement prévu de l'inflation et pour la poursuite attendue des créations d'emplois.

4. Finances publiques

4.1 Solde de financement

Selon des données provisoires publiées par l'ICN en mars 2008, les finances publiques belges ont enregistré un léger déficit de 0,2 p.c. du PIB en 2007. Dans le contexte macroéconomique décrit ci-dessus, ce déficit se creuserait pour atteindre 0,3 p.c. du PIB en 2008 et 0,8 p.c. en 2009.

Les charges d'intérêts de l'ensemble des administrations publiques influenceraient pourtant favorablement l'évolution du solde budgétaire. Elles diminueraient en effet de 0,1 p.c. du PIB tant en 2008 qu'en 2009. Cette diminution s'explique exclusivement par la poursuite de la réduction du taux d'endettement. Pour sa part, le taux implicite moyen applicable à la dette publique augmenterait légèrement, les projections se fondant sur des taux du marché supérieurs à ceux de 2007. L'influence de cette hausse des taux du marché sur le taux implicite demeure toutefois limitée en raison de la faible part des titres de la dette à court terme et du fait que les prêts à long terme arrivés à échéance peuvent toujours être refinancés à des taux d'intérêt moins élevés.

Les facteurs non récurrents, dont l'incidence sur le solde budgétaire serait légèrement moins négative en 2008 qu'en 2007, amélioreraient également quelque peu les comptes des administrations publiques. Ces facteurs relèveraient le solde de financement de 0,1 p.c. du PIB en 2008. Ils n'exerceraient pratiquement aucun effet en 2009.

À l'inverse, la conjoncture pèserait sur l'évolution du solde budgétaire. En effet, les projections reposent, comme indiqué plus haut, sur un ralentissement de l'activité économique en 2008 et sur une croissance du PIB également inférieure à la croissance tendancielle en 2009.

TABLEAU 7 COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2005	2006	2007	2008 e	2009 e
Recettes	49,4	48,8	48,6	48,5	48,2
dont : recettes fiscales et parafiscales	44,3	44,0	43,8	43,7	43,4
Dépenses primaires	47,5	44,5	44,9	45,0	45,4
Solde primaire	1,9	4,3	3,7	3,5	2,8
Charges d'intérêts	4,2	4,0	3,8	3,7	3,6
Solde de financement	-2,3 ⁽⁴⁾	0,3	-0,2	-0,3	-0,8
Variations du solde de financement	-2,3	2,6	-0,5	-0,1	-0,6
dues à des variations					
des charges d'intérêts	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1
des composantes conjoncturelles ⁽²⁾	-0,4	0,5	0,5	-0,3	-0,1
croissance du PIB	-0,2	0,4	0,4	-0,2	-0,3
effets de composition	-0,2	0,1	0,2	-0,1	0,2
des facteurs non récurrents	-2,8	2,8	-0,9	0,1	0,0
du solde primaire structurel ⁽³⁾	0,4	-0,9	-0,3	0,0	-0,5
<i>p.m. Objectifs des programmes de stabilité</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,3</i>

Sources: ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP).

(2) Selon la méthodologie décrite dans Bouthevillain C., Ph. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano et M. Tujula (2001), *Cyclically adjusted balances: an alternative approach*, ECB Working Paper Series, n° 77 (septembre). Pour une description plus didactique de la méthodologie, voir l'encadré 6 *Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles: méthode de calcul utilisée dans le cadre du SEBC* du Rapport 2003 de la BNB (Tome 1), pp. 90-91.

(3) Solde corrigé de l'influence de la conjoncture et des facteurs non récurrents.

(4) Abstraction faite de l'incidence de la reprise par le Fonds de l'infrastructure ferroviaire de la majeure partie de la dette de la SNCB lors de la restructuration de cette dernière le 1^{er} janvier 2005, les comptes des administrations publiques se seraient clôturés par un excédent de 0,1 p.c. du PIB en 2005.

Corrigé de l'influence de la conjoncture et des facteurs non récurrents, l'excédent primaire baisserait de 0,6 p.c. du PIB entre 2007 et 2009. La détérioration du surplus primaire structurel résulterait à la fois d'une baisse des recettes et d'une politique légèrement expansionniste en matière de dépenses.

Toutefois, il convient de noter que les projections tiennent uniquement compte des mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment détaillées. Elles n'intègrent pas l'effet de décisions qui pourraient encore être prises, à l'occasion notamment de contrôles budgétaires en 2008 et de l'établissement des budgets de 2009. À cet égard, les projections montrent que d'importantes mesures supplémentaires sont nécessaires afin de réaliser les objectifs fixés dans le programme de stabilité d'avril 2008, à savoir un équilibre budgétaire en 2008 et un excédent de 0,3 p.c. du PIB en 2009, lequel atteindrait 1 p.c. du PIB en 2011.

4.2 Recettes

Les recettes des administrations publiques exprimées en pourcentage du PIB reculeraient en 2008 comme en 2009, de respectivement 0,1 et 0,3 p.c. du PIB.

Cette baisse est principalement imputable aux mesures structurelles, dont les retombées devraient se chiffrer à 0,2 p.c. du PIB chacune des deux années. Les prélèvements sur les revenus du travail seraient de nouveau abaissés grâce à l'introduction au 1^{er} janvier 2008 d'un système de bonus lié aux résultats, dont le traitement fiscal est avantageux, au relèvement à partir du 1^{er} juillet 2008 du montant exonéré d'impôt pour les activités professionnelles ainsi qu'à l'extension en 2008, et surtout à la généralisation en 2009, de la réduction forfaitaire de l'impôt des personnes physiques pour les activités professionnelles déjà appliquée en Région flamande. Par ailleurs, l'élargissement, au cours des dernières années, de la déduction fiscale pour investissements économiseurs d'énergie exerce une incidence négative sur les enrôlements de l'impôt des personnes physiques.

TABLEAU 8 MESURES STRUCTURELLES EN MATIÈRE DE RECETTES PUBLIQUES

(millions d'euros, sauf mention contraire; variation par rapport à l'année précédente)

	2008 e	2009 e
Impôts	-526	-658
Relèvement du montant exonéré d'impôt pour les activités professionnelles	-75	-150
Intervention accrue dans les investissements économiseurs d'énergie	-79	0
Réduction d'impôt en Région flamande	-50	-375
Introduction d'un système de bonus lié aux résultats	-100	-100
Suppression progressive du prélèvement compensatoire des accises sur les véhicules diesel	-104	0
Déductibilité fiscale des véhicules de société	85	30
Autres	-203	-63
Cotisations de sécurité sociale	-30	0
Total	-556	-658
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>
<i>p.m. Augmentation des cotisations sociales des indépendants (en raison de l'assurance obligatoire contre les petits risques en matière de soins de santé)</i>	<i>340</i>	<i>0</i>

Sources: Documents budgétaires, ONSS, SPF Finances, BNB.

Enfin, les recettes publiques sont aussi négativement influencées par la suppression progressive de la taxe compensatoire d'accises sur les voitures diesel, qui entre dans sa dernière phase en 2008. Les réductions de charges seraient cependant partiellement compensées par la généralisation au 1^{er} avril 2008 de la mesure subordonnant la déductibilité des véhicules de société pour l'impôt des sociétés à l'émission de CO₂ ainsi que par la redéfinition de la base imposable de la taxe sur les capacités de production inutilisées des centrales électriques.

L'allègement de la pression fiscale s'explique également en partie par la disparition de l'incidence des mesures transitoires qui avaient gonflé les recettes en 2007, telles que le régime fiscal temporaire pour les réserves immunisées d'impôts et l'avancement du moment de la perception des cotisations sociales sur le pécule de vacances anticipé versé par l'employeur au terme d'un contrat de travail. Les glissements structurels au niveau macroéconomique influenceraient également l'évolution des recettes des administrations publiques. Les revenus du travail, qui sont soumis à une pression fiscale relativement plus forte, devraient présenter une progression tendancielle moins vive que le PIB. Ces effets seraient toutefois compensés en 2008 du fait de la croissance du précompte professionnel plus importante que celle des revenus du travail, en raison de l'accélération de l'inflation. L'indexation annuelle des barèmes utilisés pour le calcul du précompte professionnel se base en effet sur l'indexation moyenne de l'année

précédente. En 2009, le ralentissement attendu de l'inflation exercerait un effet inverse.

Il convient enfin de tenir compte du relèvement en 2008 des cotisations sociales des travailleurs indépendants, attendu que l'assurance contre les petits risques en matière de soins de santé est devenue obligatoire pour eux. Ce facteur technique n'exercerait qu'un effet net limité sur le solde de financement des administrations publiques étant donné que les prestations sociales augmenteraient quasiment du même montant.

4.3 Dépenses primaires

Les dépenses primaires, qui s'étaient élevées à 44,9 p.c. du PIB en 2007, augmenteraient quelque peu pour atteindre respectivement 45 et 45,4 p.c. du PIB en 2008 et en 2009. Mesurées en volume, les dépenses primaires progresseraient ainsi de 1,2 et 2,5 p.c. au cours de ces deux mêmes années. Corrigées de l'influence de la conjoncture, des facteurs non récurrents et des effets de l'indexation, elles enregistreraient une croissance de 2 et 2,2 p.c.

La hausse des dépenses prévue en 2008 résulte d'évolutions différentes dans les sous-secteurs qui composent les administrations publiques. Au niveau du pouvoir fédéral, la croissance corrigée des dépenses primaires serait assez robuste. Les mesures en faveur de l'emploi,

notamment du travail en équipe, qui sont comptabilisées comme des subsides conformément au SEC 95, devraient encore progresser mais à un rythme moins soutenu qu'en 2007. Dans le même temps, l'augmentation des dépenses de la sécurité sociale demeurerait vive, en raison de l'évolution attendue des dépenses de soins de santé et des dépenses de pensions. Ces dernières devraient en effet être influencées par un ensemble de mesures, en application notamment du pacte de solidarité entre les générations. Au niveau des communautés et régions, par contre, les dépenses progresseraient à un rythme assez modéré, légèrement inférieur à celui de la croissance potentielle. Enfin, les dépenses des pouvoirs locaux resteraient pratiquement inchangées en 2008, en raison de la réduction des investissements qui se produit habituellement les deux années succédant aux élections communales et provinciales, en l'occurrence celles de 2006.

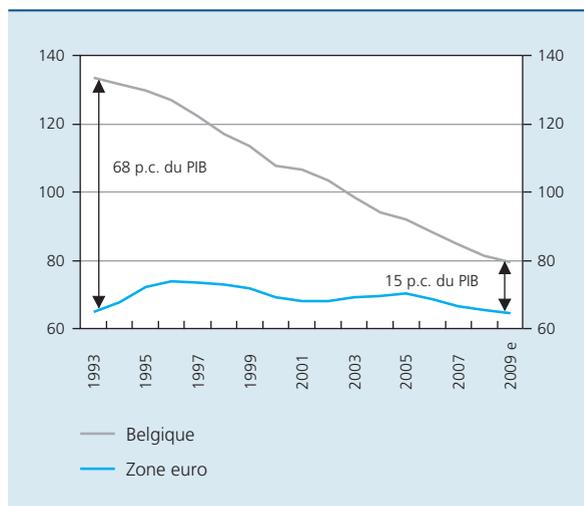
L'estimation du rythme de la hausse des dépenses primaires en 2009 est malaisée puisqu'il n'y a pas encore de budget disponible. Toutefois, les projections intègrent d'ores et déjà un ensemble de mesures de relèvement d'allocations sociales, qui ont notamment été prises dans le cadre du pacte de solidarité entre les générations et qui alourdiront les dépenses de la sécurité sociale. La croissance des dépenses du pouvoir fédéral serait relativement modérée, en conséquence de l'arrivée à maturité des mesures jusqu'ici décidées en matière de réduction du précompte professionnel. S'agissant des communautés et régions, ces projections se basent largement sur les évolutions observées dans le passé. Les dépenses des pouvoirs locaux devraient renouer avec une croissance proche de leur rythme tendanciel, les investissements connaissant alors habituellement une recrudescence.

4.4 Endettement

Depuis 1993, lorsque la dette publique avait atteint son niveau le plus élevé, à 133,5 p.c. du PIB, le taux d'endettement de l'ensemble des administrations publiques a reculé de manière ininterrompue. À la fin de 2007, il s'élevait encore à 84,8 p.c. du PIB.

En dépit des déficits budgétaires prévus pour 2008 et 2009, le taux d'endettement continuerait à baisser ces deux années. À la fin de 2008, il atteindrait 81,4 p.c. du PIB. En 2009, il reculerait de nouveau pour s'établir à 79,5 p.c. du PIB. Ainsi, l'écart entre le taux d'endettement de la Belgique et la moyenne de la zone euro reviendrait à environ 15 points de pourcentage du PIB à la fin de la période couverte par les projections.

GRAPHIQUE 9 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

5. Appréciation des facteurs de risque

À l'instar de celles publiées par la BCE pour la zone euro, les nouvelles projections de la Banque pour la Belgique indiquent que l'économie essuierait durant toute l'année 2008 et, par inertie, en 2009, les effets des chocs importants émanant de l'environnement mondial. L'aggravation de ces chocs au cours des six derniers mois explique d'ailleurs la révision à la baisse, à hauteur de 0,3 point de pourcentage par rapport à l'estimation de l'automne 2007, de la croissance du PIB attendue pour 2008. Néanmoins, en dépit de leur ampleur, le ralentissement de l'activité demeurerait somme toute modéré. Pour sa part, l'évolution des prix a subi de plein fouet le renchérissement des matières premières au quatrième trimestre de 2007, entraînant une révision à la hausse de 1,2 point de pourcentage de l'inflation en Belgique, mais l'incidence de ce facteur devrait s'estomper au début de 2009.

Ce scénario est toutefois subordonné aux hypothèses retenues tant pour l'économie mondiale que pour la Belgique. À cet égard, les incertitudes demeurent nombreuses, tant il est malaisé de déterminer si les multiples manifestations des tensions financières s'aggraveront encore ou se résorberont rapidement. Aux États-Unis, notamment, la gravité et la durée du ralentissement de la demande intérieure sont difficiles à prévoir. Dans le passé, on a pu observer que l'économie américaine se redressait rapidement après un choc adverse mais, cette fois, les chocs affectent directement et simultanément l'ensemble des agents – les institutions financières et les ménages ainsi que, par ricochet, les

TABLEAU 9 COMPARAISON DES PRÉVISIONS POUR LA BELGIQUE
 (pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	PIB réel		Inflation ⁽¹⁾		Solde budgétaire ⁽²⁾		Date de publication
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	
BNB – Printemps 2008	1,6	1,5	4,1	2,3	-0,3	-0,8	juin 2008
<i>p.m. Automne 2007</i>	1,9	<i>n.</i>	2,9	<i>n.</i>	-0,3	<i>n.</i>	décembre 2007
Bureau fédéral du Plan (BFP)	1,7	1,7	3,8	2,0	-0,3	-0,8	mai 2008
FMI	1,4	1,2	3,1	1,9	-0,3	-0,7	avril 2008
CE	1,7	1,5	3,6	2,3	-0,4	-0,6	avril 2008
OCDE	1,7	1,7	3,7	2,0	-0,3	-0,9	juin 2008
Belgian Prime News	1,7	1,9	3,0	2,0	-0,3	-0,2	mars 2008
Consensus Economics	1,8	2,0	2,9	1,9	<i>n.</i>	<i>n.</i>	mai 2008
Economist's Poll	1,7	1,7	2,9	1,9	<i>n.</i>	<i>n.</i>	mai 2008
<i>p.m. Réalisations 2007</i>		2,8		1,8		-0,2	

(1) IPCH, sauf BFP: déflateur de la consommation finale privée.

(2) Pourcentages du PIB.

sociétés non financières –, ce qui pourrait atténuer l'effet des mesures fiscales ou monétaires de soutien. En outre, les prix des matières premières pourraient encore grimper au delà des niveaux actuels. Les perspectives en la matière ne sont en effet guère ancrées, comme en témoigne le fait que les marchés répercutent presque complètement les variations des prix *spot* sur tout l'horizon des cotations à terme.

Les statistiques disponibles les plus récentes, qui portent sur le premier trimestre de 2008, révèlent que l'évolution de l'activité est demeurée robuste dans la zone euro. La plupart des prévisionnistes expliquent cette résistance par la situation fondamentalement saine des économies européennes et par le fait que les turbulences financières n'influenceraient en moyenne que modérément l'économie réelle, et ce au travers d'un élargissement des *spreads* pour le crédit bancaire. Il importe toutefois de s'assurer que des effets néfastes plus prononcés ne se matérialiseront pas dans les prochains trimestres, avec un décalage plus long que celui pris en compte initialement.

S'ils venaient à se concrétiser, ces facteurs de risque tendraient à grever les perspectives de croissance. Par effet de retour, ils contribueraient à réduire les pressions inflationnistes, mais celles-ci dépendent aussi de l'évolution des prix des matières premières. En Belgique, de manière spécifique, l'hypothèse retenue pour les salaires suppose une évolution modérée des salaires

en 2009 et, implicitement, sur l'ensemble de la période en principe couverte par les prochains accords entre les partenaires sociaux, après la hausse plus vive que dans les pays voisins observée en 2007 et prévue en 2008. À défaut, l'inflation se maintiendrait à un niveau plus élevé que celui retenu dans les projections et le risque d'une détérioration durable de la compétitivité et de l'emploi pèserait sur l'économie.

De manière plus générale, la capacité de résistance aux chocs de l'économie ne pourra être préservée et consolidée que si elle s'adosse à des politiques budgétaires et économiques structurellement saines, offrant des perspectives stables de développement aux entreprises et aux ménages.

Comme celles de la Banque, les prévisions récentes des autres institutions annoncent elles aussi deux années de croissance modérée du PIB, supposant un renforcement graduel de l'économie en 2009. Faute de nouvelles mesures, cet environnement macroéconomique conduirait à un élargissement du déficit budgétaire en 2009. S'agissant de l'évolution des prix à la consommation, toutes les prévisions tablent sur le caractère temporaire de la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie, ce qui ramènerait l'inflation vers 2 p.c. en moyenne en 2009. Les différences inhabituellement importantes dans l'estimation du taux d'inflation prévu en 2008, de 2,9 à 4,1 p.c., s'expliquent pour leur part en grande partie par la dispersion des hypothèses retenues pour le cours du pétrole.

TABLEAU 10 COMPARAISON DES HYPOTHÈSES

	2008					2009				
	BNB	CE	FMI	BFP	OCDE	BNB	CE	FMI	BFP	OCDE
Marchés à l'exportation	4,3	5,1	n.	5,6	5,4	4,7	4,7	n.	5,3	5,3
Pétrole (en dollars par baril) . .	113,3	101,2	95,5	101,5	113,2	117,7	100,0	94,5	100,2	120,0
Taux à court terme	4,9	4,3	4,0	4,3	4,5	4,3	3,8	3,6	3,8	4,1
Taux à long terme	4,5	n.	n.	4,0	4,3	4,7	n.	n.	3,8	4,4
Dollar par euro	1,54	1,55	1,47	1,55	1,54	1,54	1,57	1,48	1,54	1,56

Annexe

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE: SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2005	2006	2007	2008 e	2009 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB en volume	2,0	2,9	2,8	1,6	1,5
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	2,0	2,0	2,9	2,0	1,5
Exportations nettes de biens et services	-0,2	-0,1	-0,6	-0,7	0,0
Variation des stocks	0,2	1,1	0,6	0,4	0,0
Prix et coûts					
Indice des prix à la consommation harmonisé	2,5	2,3	1,8	4,1	2,3
Indice-santé	2,2	1,8	1,8	3,8	2,5
Déflateur du PIB	2,5	2,0	1,6	3,3	2,6
Termes de l'échange	-0,3	-0,5	0,3	-0,6	0,0
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé	0,7	1,3	2,9	3,4	2,4
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé	2,3	2,9	3,7	3,5	3,2
Productivité horaire dans le secteur privé	1,5	1,5	0,8	0,1	0,8
Marché du travail					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers d'unités)	51,1	52,7	72,6	55,8	29,6
Taux de chômage harmonisé ⁽¹⁾ (p.c. de la population active) ...	8,4	8,2	7,5	6,9	6,8
Revenus					
Revenu disponible réel des particuliers	0,0	2,7	3,3	0,1	1,6
Taux d'épargne des particuliers (p.c. du revenu disponible)	12,2	12,5	13,2	12,2	12,4
Finances publiques⁽²⁾					
Solde de financement (p.c. du PIB)	-2,3	0,3	-0,2	-0,3	-0,8
Solde primaire (p.c. du PIB)	1,9	4,3	3,7	3,5	2,8
Dette publique (p.c. du PIB)	92,1	88,2	84,8	81,4	79,5
Compte courant (selon la balance des paiements, p.c. du PIB)	2,6	2,7	1,9	0,4	0,4

Sources: CE, DGSEI, ICN, BNB.

(1) Série ajustée (Eurostat).

(2) Selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP).