

Projections économiques pour la Belgique – Automne 2013

Introduction

Après le net ralentissement de l'activité qui a marqué le printemps de 2011, la Belgique a connu une période relativement longue au cours de laquelle, trimestre après trimestre, l'économie n'a pratiquement pas crû, et s'est même par moments contractée. Les précédentes projections d'automne de la Banque, ainsi que les projections plus récentes de printemps, publiées en juin 2013, indiquaient que cette conjoncture atone ferait place à une reprise progressive à partir du printemps de 2013. Les statistiques économiques actuellement disponibles paraissent en tout cas confirmer cette prévision : selon les premières estimations de l'ICN, l'activité s'est clairement accrue au deuxième et au troisième trimestres de 2013. Cette évolution est essentiellement attribuable à la consommation privée, aux investissements des entreprises et aux exportations, qui semblent même s'être redressés un peu plus fortement ou plus rapidement qu'estimé précédemment.

Ces développements sont naturellement indissociables de ceux observés dans le reste de l'Europe et dans le monde. Alors que l'économie mondiale paraît progresser un peu plus lentement que ce que l'on prévoyait dans les projections de printemps, la conjoncture s'est, comme attendu, améliorée dans la zone euro au cours de la période récente. Ainsi, au deuxième trimestre de cette année, la croissance de l'activité dans l'ensemble de la zone euro est redevenue positive pour la première fois depuis le dernier trimestre de 2011. Il est toutefois à noter que, dans certains pays importants, tels que l'Allemagne et la France, la croissance a, dans une certaine mesure, été positivement influencée par des facteurs temporaires liés, entre autres, aux conditions climatiques. Cela explique également en partie pourquoi la croissance dans la zone euro s'est quelque peu essoufflée au troisième trimestre.

Plus généralement, l'activité s'est clairement inscrite en hausse dans les pays avancés depuis le début de 2013, influençant ainsi favorablement les flux commerciaux, ce dont profitent aussi les exportateurs belges. Sur le plan intérieur, l'augmentation des dépenses, surtout celles de consommation privée, a été de pair avec l'amélioration notable de la confiance tant des producteurs que des consommateurs depuis le printemps de cette année. Il y a dès lors peu de doute quant au fait que la reprise tient en partie à des effets de confiance.

La confiance semble également regagner peu à peu les marchés financiers, qui naviguent, depuis quelques mois déjà, dans des eaux plus calmes. Ainsi, en dépit de la hausse récente liée à la perspective d'une fin progressive des politiques monétaires particulièrement accommodantes, surtout aux États-Unis, le niveau des taux d'intérêt à long terme reste extrêmement faible. Par ailleurs, les inquiétudes persistantes quant au dénouement de la crise de la zone euro ou à la soutenabilité de l'endettement de plusieurs économies n'ont pas donné lieu à une nouvelle forte hausse des taux. Il convient toutefois de noter que le recul rapide de l'inflation dans la zone euro pousse les taux d'intérêt réels à la hausse. Par ailleurs, les principaux marchés boursiers ont eux aussi poursuivi leur redressement, après les pertes essuyées durant les années précédentes.

Dans ce contexte, les présentes projections sont globalement fort proches de celles publiées dans la Revue économique de juin 2013. On table toujours sur une reprise relativement régulière ; l'activité afficherait un taux de croissance moyen de 0,3% au cours des prochains trimestres, ce qui reste inférieur au rythme de croissance moyen qui prévalait avant la grande récession. Cela étant, la croissance du PIB en volume a, pour cette année, été très légèrement revue à la hausse, de moins de 0,2 point

de pourcentage, par rapport à la croissance nulle estimée dans les projections de printemps. L'estimation de la croissance pour l'année prochaine demeure néanmoins inchangée à 1,1 %. Il s'agit là de la résultante de deux forces opposées. Cette croissance quelque peu plus soutenue observée durant les derniers trimestres de cette année donne lieu à un effet de niveau favorable sur la croissance annuelle de 2014, ce qui se traduit notamment par une contribution accrue de la consommation privée. Cet effet est cependant totalement annihilé par deux facteurs spécifiques. D'une part, la croissance en volume des dépenses publiques a été nettement revue à la baisse par rapport aux projections de juin. Cela s'explique principalement par un large éventail de mesures qui ont été adoptées après la date de clôture des prévisions de printemps par le pouvoir fédéral ainsi que par les régions et les communautés lors de l'élaboration des budgets pour 2014. Ces mesures sont commentées plus en détail à la section 5. D'autre part, les hypothèses techniques et externes communes, sur lesquelles reposent les prévisions de l'Eurosystème et dont les principales sont décrites dans l'encadré figurant au premier chapitre du présent article, sont en général plus défavorables que celles sur lesquelles s'appuyaient les estimations de juin 2013. La révision à la baisse de la croissance des débouchés et le niveau plus élevé des taux d'intérêt pèsent, entre autres, sur les exportations et sur les investissements.

Malgré les signes timides de redressement de l'économie belge, la situation sur le marché du travail demeure inquiétante. Comme d'ordinaire en début de phase de reprise, la création d'emplois suit toujours l'évolution de l'activité avec un net retard. En effet, la croissance de l'activité est d'abord soutenue par une augmentation de la productivité horaire du travail et du nombre moyen d'heures ouvrées. Par conséquent, en dépit d'une révision à la hausse limitée par rapport aux projections de printemps, le niveau de l'emploi demeurerait pratiquement inchangé jusqu'à la fin de l'année, et ne progresserait très graduellement qu'au début de l'année prochaine. Cela implique également que le taux de chômage augmenterait encore quelque peu l'année prochaine.

L'inflation, qui a également fortement reculé en Belgique, ne s'accélérait guère en 2014 selon les projections actuelles. Cela s'explique en partie par l'évolution des composantes relativement volatiles du niveau des prix et, plus particulièrement, par le nouveau repli attendu du cours du pétrole, mais aussi par la faiblesse de l'inflation sous-jacente, qui resterait bien en deçà des 2 % sur l'ensemble de la période de prévision. La maîtrise des coûts salariaux visant à réduire le handicap salarial vis-à-vis des pays voisins devrait y contribuer.

Enfin, sous l'effet des mesures de consolidation supplémentaires, le déficit budgétaire serait, l'année prochaine, nettement inférieur à ce qui avait été prévu dans les projections de printemps, même s'il ne devrait guère diminuer par rapport au niveau atteint en 2013, à savoir 2,8 % du PIB. Il resterait donc largement supérieur à l'objectif fixé dans le programme de stabilité le plus récent, y compris après l'intégration des budgets initiaux pour 2014. Il convient toutefois de rappeler à cet égard que, conformément aux règles applicables aux exercices de projection réalisés par l'Eurosystème, il est seulement tenu compte des mesures qui ont été formellement décidées par les pouvoirs publics – ou dont l'approbation est très vraisemblable – et dont les modalités sont connues de manière suffisamment précise au moment de la clôture de l'exercice. En outre, les estimations de l'incidence budgétaire de certaines mesures, telles que celles relatives à la lutte contre la fraude, peuvent s'écarter des montants inscrits dans le budget. Les projections ont été clôturées le 22 novembre 2013. Elles ne tiennent dès lors pas compte des mesures visant à améliorer la compétitivité de la Belgique qui ont été annoncées par le gouvernement fédéral le 29 novembre 2013. À l'exception de la baisse du taux de TVA sur la consommation d'électricité, ces mesures n'entreraient cependant en application qu'après la période couverte par les projections.

1. Environnement international et hypothèses

1.1 Économie mondiale

Sur l'ensemble de l'année 2013, l'expansion de l'activité mondiale s'est, contrairement aux hypothèses formulées au printemps, encore quelque peu ralentie. Cela s'explique par le recul inattendu de la croissance observé dans les pays émergents, en raison d'une demande intérieure moins dynamique dans ces régions et, également, d'un repli de la demande extérieure. La croissance y est toutefois restée nettement plus élevée que dans les pays avancés. Dans ces derniers, l'ajustement des bilans, tant du secteur privé que du secteur public, a continué de peser sur l'activité économique. Aux États-Unis, notamment, il s'est produit un ralentissement marqué qui a été principalement dû à la forte contraction budgétaire au cours de l'année. Dans d'autres grandes économies, en revanche, la croissance s'est accélérée, soutenue par une politique monétaire toujours très accommodante, qui a même encore été assouplie dans certains cas, comme dans la zone euro et au Royaume-Uni. Dans l'ensemble, les conditions financières sont demeurées favorables à l'activité économique, en dépit d'une détérioration durant les mois d'été.

L'activité mondiale a évolué de façon inégale au cours de 2013. Elle s'est d'abord quelque peu essoufflée au début de l'année. Cela est principalement imputable au net fléchissement de la croissance dans les pays émergents, du fait d'une plus faible activité en Chine et dans les pays d'Europe centrale et de l'Est. Dans les pays avancés, l'on a observé une reprise de la croissance, après un léger tassement à la fin de 2012, mais l'expansion est demeurée très modeste. Des doutes sont dès lors apparus quant au caractère durable de la reprise économique mondiale qui semblait s'être amorcée au second semestre de 2012, sous l'impulsion de plusieurs mesures de politique économique prises à partir de l'été de 2012. Ces doutes étaient notamment dus aux nouvelles turbulences dans la zone euro et à la publication de chiffres économiques défavorables aux États-Unis, en Chine et dans la zone euro. La confiance des chefs d'entreprise s'est érodée, mais le calme qui s'était installé sur les marchés financiers durant l'été de 2012 s'est maintenu.

Cette période de calme relatif sur les marchés financiers a pris fin au mois de mai, lorsqu'une nouvelle période de volatilité a débuté, au moment où la banque centrale américaine a annoncé qu'elle pourrait réduire cette année encore le volume des achats de titres (*tapering*). Cette annonce a constitué un signal important, qui a entraîné une réévaluation des actifs sur les principaux marchés. La correction s'est avérée la plus significative dans les pays émergents, où les actifs ont été mis sous forte pression, les investisseurs ayant réduit leurs positions. Ce mouvement n'était pas uniquement la conséquence du durcissement des conditions financières mondiales, mais résultait également des perspectives de croissance plus favorables dans les pays avancés et plus faibles dans les pays émergents, ce qui a entraîné une fuite de capitaux au départ de ces derniers. C'est en effet principalement dans les pays avancés que la croissance de l'activité économique s'est accélérée au deuxième trimestre.

À partir de la fin du mois d'août, l'on a observé une stabilisation et ensuite même une certaine reprise sur les marchés des actifs des pays émergents, dans le contexte de la publication de meilleurs chiffres pour l'économie chinoise et d'un apaisement des inquiétudes relatives à l'incidence du *tapering* de la Réserve fédérale. Les marchés financiers des pays avancés ont également retrouvé leur calme à partir du mois de septembre, après les décisions de la banque centrale américaine, lors de ses réunions de septembre et octobre, de maintenir sa politique inchangée, estimant que la reprise économique n'était pas encore assez avancée pour relâcher la politique accommodante et qu'il subsistait encore trop d'incertitudes. Ces dernières concernaient principalement la politique budgétaire des États-Unis, où l'impasse politique semblait totale

en septembre et durant la première moitié d'octobre. Ce n'est qu'à la mi-octobre qu'un accord a été trouvé sur le prolongement de la compétence du pouvoir fédéral en matière de dépenses – après la fermeture de plusieurs services publics pendant environ deux semaines –, ainsi que sur une suspension temporaire du plafond de la dette fédérale jusqu'au 7 février 2014. Sur la base des informations disponibles, il semble que la croissance de l'activité économique mondiale se soit de nouveau accélérée au troisième trimestre.

À la fin de novembre 2013, les cours des matières premières étaient généralement inférieurs à ceux relevés un an auparavant. Depuis le printemps, ces cours ont évolué de manière divergente: les matières premières

TABLEAU 1 PROJECTIONS POUR LES PRINCIPALES ZONES ÉCONOMIQUES

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

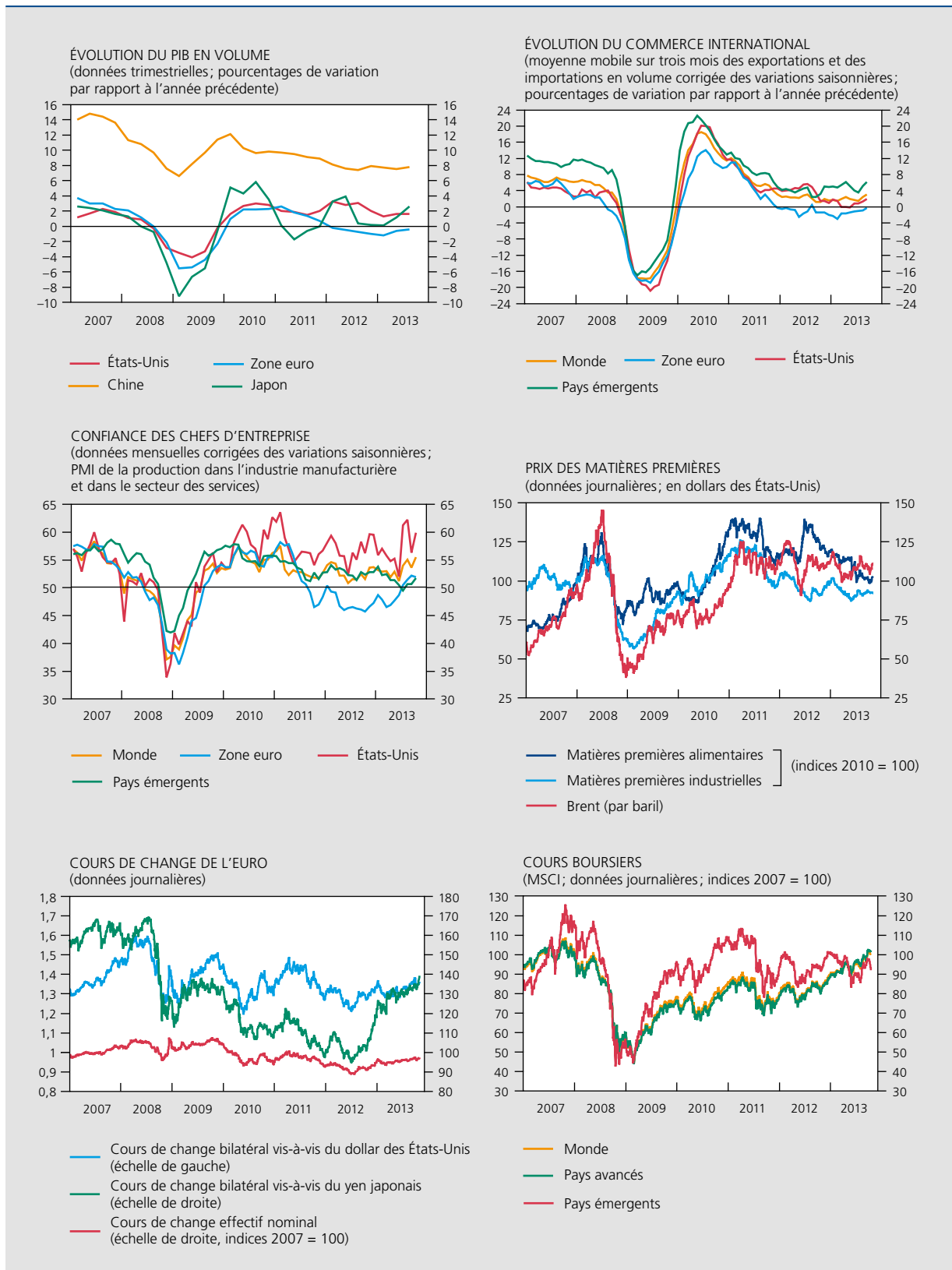
	2012	2013	2014
	Réalisations	Projections	
PIB en volume			
Monde	3,1	2,8	3,6
dont:			
Pays avancés	1,4	1,1	2,1
États-Unis	2,8	1,6	2,6
Japon	2,0	2,1	2,0
Union européenne	-0,4	0,0	1,4
Pays émergents	4,9	4,5	5,0
Chine	7,8	7,5	7,4
Inde	3,8	2,9	4,0
Russie	3,4	1,9	3,0
Brésil	0,9	2,2	2,5
<i>p.m. Importations mondiales ..</i>	<i>2,0</i>	<i>2,8</i>	<i>5,2</i>
Inflation⁽¹⁾			
États-Unis	2,1	1,5	1,9
Japon	0,0	0,3	2,6
Union européenne	2,6	1,7	1,6
Chine	2,6	3,0	3,0
Taux de chômage⁽²⁾			
États-Unis	8,1	7,5	6,9
Japon	4,3	4,0	3,9
Union européenne	10,5	11,1	11,0

Sources: CE, FMI.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION CONJONCTURELLE MONDIALE ET DÉVELOPPEMENTS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET DES MATIÈRES PREMIÈRES



Source : Thomson Reuters Datastream.

alimentaires ont vu leurs baisses de prix se poursuivre, essentiellement en raison de l'augmentation de l'offre. En revanche, les cours des matières premières les plus sensibles à la conjoncture (pétrole brut et matières premières industrielles) ont augmenté sous l'effet de la reprise de l'activité. La hausse la plus marquée a concerné les cours du pétrole, notamment sous l'influence de l'incertitude géopolitique liée à la situation en Afrique du Nord et au Moyen-Orient. Par la suite, l'accord visant à démanteler les armes chimiques de la Syrie sous la surveillance des Nations unies, et le rapprochement entre l'Iran et les États-Unis, ont donné lieu, au cours du mois de septembre, à un relâchement des tensions et à une baisse des prix. À la fin novembre, le cours du pétrole brut de type Brent était à 111 dollars le baril, soit un niveau comparable à celui enregistré à la fin de 2012. L'inflation des prix à la consommation a poursuivi sa tendance baissière entamée au second semestre de 2011, notamment grâce au recul des prix des matières premières. Le cours de change effectif nominal de l'euro s'est renforcé à partir d'avril, en raison notamment de la forte appréciation vis-à-vis du yen japonais et, dans une moindre mesure, vis-à-vis du dollar américain.

Dans ce contexte, les prévisions de croissance mondiale pour 2013 et 2014 ont été légèrement revues à la baisse. Les prévisions d'automne de la CE font état d'une expansion très modeste du PIB mondial, de 2,8 % cette année, soit le niveau le plus bas enregistré depuis le début de la reprise économique qui a suivi la grande récession. En 2014, l'activité s'accélérait à la fois dans les pays avancés et dans les pays émergents, même si la progression serait plus marquée dans le premier groupe. Cette évolution attendue tient à l'incidence plus limitée de quelques déséquilibres et par la plus faible contraction budgétaire dans plusieurs de ces pays. Dans les pays émergents, la croissance devrait rester bien supérieure à celle des pays avancés, malgré un fort ralentissement par rapport aux années antérieures à la récession. Il subsiste des écarts importants au sein de ces deux groupes. La croissance demeurerait plus vigoureuse en dehors de l'Europe, mais les différences avec les autres grands pays avancés se réduiraient nettement par rapport aux années précédentes. Ces différences de croissance s'amenuiseraient également dans la zone euro. La tendance à la baisse de l'inflation observée au cours des dernières années s'interromprait en 2014, sous l'effet de la reprise de l'activité. Le taux de chômage se réduirait en 2014 dans les économies les plus importantes, avec un premier recul dans l'UE depuis la fin de la grande récession.

Encadré – Hypothèses retenues pour les projections

Les projections macroéconomiques pour la Belgique décrites dans le présent article sont issues d'un exercice commun propre à l'Eurosystème pour la zone euro. Cet exercice repose sur une série d'hypothèses techniques et de pronostics quant à l'évolution de l'environnement international, arrêtés d'un commun accord par les institutions participantes, à savoir la BCE et les banques centrales nationales de la zone euro.

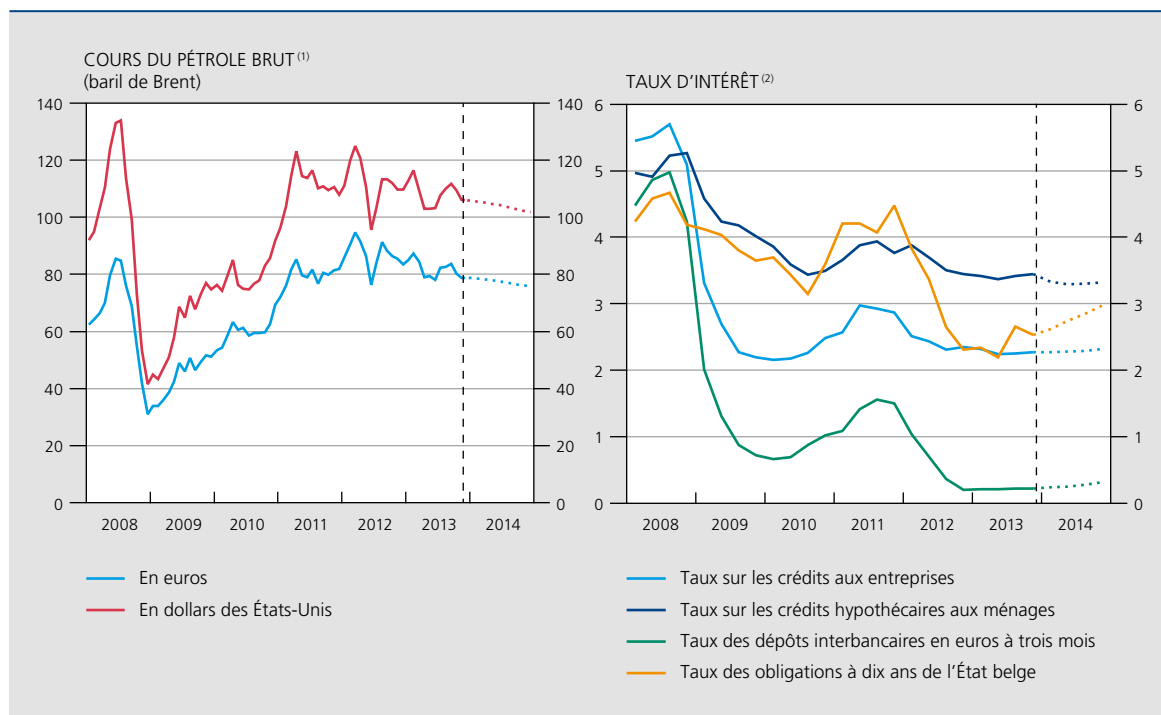
Les projections s'appuient notamment sur des cours de change figés aux niveaux moyens observés durant les dix derniers jours ouvrables précédant la clôture des hypothèses, le 14 novembre 2013. S'agissant du dollar des États-Unis, le cours de change s'établissait à 1,34 dollar pour 1 euro. Ce niveau est légèrement supérieur à la moyenne de 1,29 dollar pour 1 euro en 2012 et de 1,32 dollar pour 1 euro au cours des trois premiers trimestres de 2013.

En ce qui concerne les cours du pétrole, il est tenu compte, comme à l'accoutumée, des anticipations des marchés reflétées dans les contrats à terme conclus sur les marchés internationaux. À la mi-novembre 2013, cet indicateur laissait entrevoir une baisse progressive du cours du baril de Brent sur l'horizon de projection, de 109,8 dollars au troisième trimestre de 2013 à une moyenne de 102,2 dollars au dernier trimestre de 2014.

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés observées à la mi-novembre 2013. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois, qui avait atteint un niveau inhabituellement bas, d'à peine 22 points de base au troisième trimestre de 2013, ne se redresserait que dans une mesure très limitée pour atteindre 32 points de base au dernier trimestre de 2014. Sur l'ensemble de l'année, cela reviendrait à une hausse d'à peine 5 points de base par rapport à la moyenne de 2013. La hausse des taux d'intérêt à long terme devrait être un peu plus prononcée, leur niveau atteignant environ 3 % au dernier trimestre de 2014.



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



Source : BCE.

(1) Réalisations jusqu'au 14 novembre 2013, hypothèses à partir du 15 novembre 2013.

(2) Réalisations jusqu'au troisième trimestre de 2013, hypothèses à partir du quatrième trimestre de 2013.

L'évolution attendue des taux appliqués par les banques sur les crédits d'investissement des entreprises et sur les crédits hypothécaires aux particuliers prend toutefois en compte la transmission généralement observée par rapport aux taux de marché. Dans le cadre des exercices de prévision de l'Eurosysteme, les taux appliqués par les banques de chaque pays sont modélisés comme une fonction des taux de marché auxquels ils sont le plus étroitement liés, et leurs projections sont basées sur celles de ces taux de référence. Ainsi, en Belgique, l'on constate que, depuis le début de la crise financière (et plus particulièrement de la crise des dettes publiques), les taux des crédits hypothécaires sont dans une large mesure influencés par ceux des swaps à dix ans de l'Euribor, plutôt que par ceux des obligations publiques. En revanche, les taux appliqués sur les crédits aux entreprises dépendent généralement de taux à échéances plus courtes.

À la fin de 2013, le taux hypothécaire moyen devrait s'établir à un peu moins de 3,5 %, soit un niveau légèrement plus faible que l'année précédente. En 2014, ce taux devrait continuer à diminuer, de quelque 15 points de base, en dépit de l'augmentation attendue des taux des obligations d'État. Le taux moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, devrait rester lui aussi à peu près inchangé en 2014. Sur l'ensemble de la période de projection, le niveau nominal des taux reste donc très bas, tant pour les particuliers que pour les entreprises.

Une autre hypothèse importante concerne l'évolution des marchés étrangers pertinents pour la Belgique. Dans le courant de 2012, les importations de ses partenaires commerciaux ont fortement ralenti. Sur l'ensemble de l'année, les marchés à l'exportation ont augmenté d'à peine 1,2 % en volume (alors que la hausse était encore de 5 % en 2011). Le recul a été le plus marqué pour les débouchés au sein de la zone euro, dont la demande d'importations en volume a même accusé une légère baisse. La croissance des marchés à l'exportation ne devrait

atteindre que 1,2 % en 2013, malgré une reprise de la conjoncture hésitante en cours d'année. Les marchés au sein de la zone euro devraient à nouveau à peine progresser en termes réels, et la demande d'importations des débouchés situés en dehors de la zone euro devrait continuer à ralentir. En 2014, le commerce mondial devrait poursuivre son mouvement de reprise, et la croissance des marchés à l'exportation devrait à nouveau s'inscrire en hausse pour s'établir à 4 %. Cette dernière hypothèse constitue une légère révision à la baisse par rapport à celles retenues pour les prévisions de la Banque datant de juin 2013.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par la croissance des débouchés, mais aussi par l'évolution des parts de marché, et donc par la compétitivité de la Belgique. Parmi les aspects de la compétitivité liés aux coûts, l'évolution des prix pratiqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation revêt une certaine importance. Cette évolution est orientée à la baisse depuis le dernier trimestre de 2012 : en 2013, les prix appliqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation devaient baisser de 1,5 %, alors qu'en 2012, ils avaient encore augmenté de 3,8 % par rapport à l'année précédente. En 2014, l'on prévoit des prix presque inchangés, avec une hausse limitée à 0,3 %. Par rapport aux projections de printemps, l'évolution des prix a subi une forte révision à la baisse (d'environ un point de pourcentage pour chacune des deux années), ce qui est entre autres lié à la forte appréciation de l'euro, telle que mesurée sur la base des taux de change effectifs réels.

Il va de soi que l'évolution des marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique est indissociable de la croissance économique mondiale. Ainsi, les projections supposent que la croissance mondiale en dehors de la zone euro, qui a, selon les dernières estimations, continué à baisser pour s'établir à 3,3 % en 2013, sera de 3,9 % en 2014. Ce chiffre se fonde sur une poursuite de l'amélioration de la conjoncture aux États-Unis, où l'activité devrait progresser de manière beaucoup plus dynamique en 2014 qu'en 2013, mais tient également compte d'un net ralentissement conjoncturel au Japon. Toutefois, la principale incertitude concerne l'hypothèse relative aux marchés émergents asiatiques, qui représentent plus d'un quart de la production mondiale : pour ces pays, les projections de l'Eurosystème supposent une croissance à nouveau supérieure à 6 % en 2014. Cela implique que le ralentissement de la croissance observé en Chine en 2013 est temporaire et n'est donc pas annonciateur d'une période de ralentissement structurel. L'on suppose par ailleurs que les inquiétudes liées au fait que les politiques monétaires devraient devenir moins accommodantes dans les pays avancés ne déstabiliseront pas l'économie des pays émergents.

HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2012	2013	2014
	(moyennes annuelles)		
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis ...	1,29	1,33	1,34
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	112,0	108,2	103,9
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	0,6	0,2	0,3
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	3,0	2,4	2,8
Taux sur les crédits aux entreprises	2,4	2,3	2,3
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages	3,6	3,4	3,3
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	1,2	1,2	4,0
Prix des concurrents à l'exportation	3,8	-1,5	0,3

Source : BCE.

1.2 Estimations pour la zone euro

Selon les projections d'automne de l'Eurosystème, la reprise qui s'est amorcée dans le courant de 2013 dans la zone euro devrait s'intensifier progressivement à compter du dernier trimestre de 2013. L'activité serait portée à la fois par le renforcement de la demande intérieure et de la demande extérieure. La première, qui constituerait le principal moteur de la croissance en 2014, serait plus particulièrement soutenue par une baisse de l'incertitude, par le caractère accommodant de la politique monétaire, par la faiblesse de l'inflation et par des conditions de crédit moins restrictives. La nécessité de poursuivre le désendettement dans bon nombre de pays, tant pour les administrations publiques que dans le secteur privé, continue toutefois de peser sur les perspectives de croissance. En définitive, l'activité dans la zone euro se contracterait encore de 0,4 % en 2013, avant d'afficher en 2014 – après deux années consécutives de recul – une croissance annuelle positive, quoiqu'encore relativement limitée, d'un peu plus de 1 %.

Après avoir atteint un niveau inhabituellement bas à l'automne de 2013, l'inflation repartirait elle aussi graduellement à la hausse. Compte tenu de la faiblesse de son point de départ, elle devrait toutefois encore se limiter à 1,1 % sur l'ensemble de l'année 2014. Elle

serait du reste ralentie par l'évolution des prix des produits énergétiques, dans l'hypothèse évoquée plus haut d'un repli des cours du pétrole en 2014. De même, l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire l'inflation abstraction faite de l'évolution volatile des prix des produits énergétiques et des produits alimentaires, resterait, avec un niveau de 1,3 %, particulièrement faible et bien en deçà de la valeur de référence pour l'IPCH de 2 % utilisée dans le cadre de la politique monétaire de la zone euro. Cela est lié au fait que la pression des coûts d'origine intérieure resterait encore modérée durant la première phase de reprise de l'activité.

Les créations d'emplois présenteraient, comme d'ordinaire, un certain retard par rapport à la reprise de l'activité: ce n'est que dans le courant de 2014 que l'affermissement de la croissance devrait se traduire par un gain net en termes de postes de travail. Aussi, le taux de chômage progresserait encore sensiblement en 2013 pour dépasser 12 % et ne diminuerait que très légèrement l'année suivante. Le déficit budgétaire moyen dans la zone euro baisserait de 0,5 % du PIB environ, tant en 2013 qu'en 2014, affichant encore 2,6 % du PIB en 2014, en raison de la poursuite de la consolidation budgétaire et de la conjoncture qui devrait devenir progressivement plus favorable.

TABLEAU 2 PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME POUR LA ZONE EURO
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2012	2013 e	2014 e
PIB en volume	-0,6	-0,4	1,1
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL	-1,4	-0,6	0,7
Dépense de consommation finale des administrations publiques	-0,6	0,1	0,3
Formation brute de capital fixe	-3,9	-3,0	1,6
Exportations de biens et de services	2,7	1,1	3,7
Importations de biens et de services	-0,8	-0,1	3,5
Inflation (IPCH)	2,5	1,4	1,1
Inflation sous-jacente ⁽¹⁾	1,5	1,1	1,3
Emploi	-0,6	-0,8	0,2
Taux de chômage ⁽²⁾	11,4	12,1	12,0
Besoin (-) ou capacité de financement des administrations publiques ⁽³⁾	-3,7	-3,2	-2,6

Source: BCE.

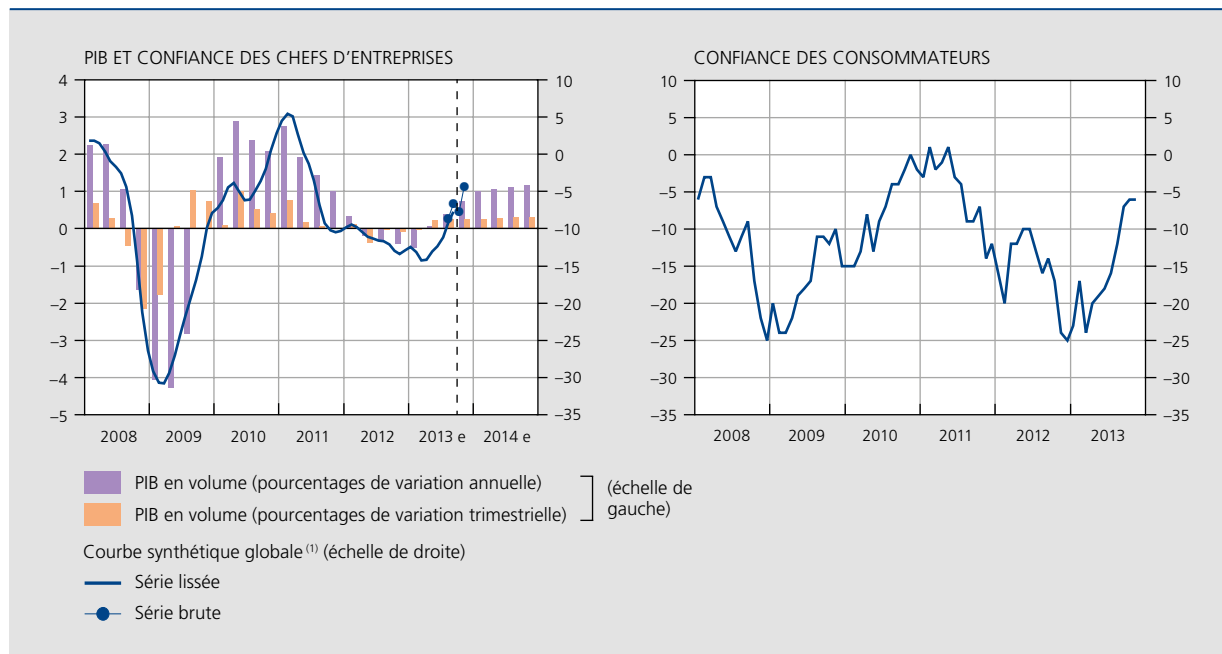
(1) Mesurée au moyen de l'IPCH hors produits alimentaires et produits énergétiques.

(2) Pourcentages de la population active.

(3) Pourcentages du PIB.

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DU PIB ET DES INDICATEURS DE CONFIANCE

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, sauf mention contraire)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des variations saisonnières.

2. Activité et demande

Comme cela était attendu dans les dernières prévisions d'automne et de printemps de la Banque, la longue période caractérisée par des taux de croissance pratiquement nuls ou négatif, qui avait débuté au second semestre de 2011, semble avoir pris fin au printemps de cette année. Au deuxième et au troisième trimestres de 2013, l'activité a, selon les premiers comptes trimestriels de l'ICN, clairement progressé, respectivement de 0,2 et 0,3 %. Le taux de croissance trimestriel positif encore limité observé en Belgique au deuxième trimestre de 2013 concorde avec les évolutions dans les autres pays de la zone euro, qui semblent également avoir connu un retournement conjoncturel au printemps, comme le montre le fait que l'économie de la zone euro a crû pour la première fois depuis le dernier trimestre de 2011, en l'occurrence de 0,3 %. La croissance dans la zone euro est toutefois retombée à 0,1 % au troisième trimestre, notamment en raison de la disparition des facteurs spécifiques qui avaient supporté les croissances française et allemande au deuxième trimestre.

L'amélioration de la conjoncture en Belgique se reflète également dans le retournement observé dans l'industrie, le secteur d'activité le plus sensible aux

fluctuations de la conjoncture intérieure ou internationale : au deuxième trimestre de 2013, la valeur ajoutée de l'industrie a, pour la première fois depuis le dernier trimestre de 2010, augmenté par rapport au trimestre précédent et a poursuivi sa hausse au trimestre suivant. S'agissant des composantes de dépenses, le retour à une croissance positive a été principalement soutenue par la consommation privée, les exportations et, dans une moindre mesure, les investissements des entreprises. Ces composantes spécifiques de la demande totale semblent même progresser plus rapidement ou plus fortement qu'attendu dans les prévisions de printemps de la Banque. En revanche, au cours des trois premiers trimestres, la croissance a été freinée par la diminution, en volume, des investissements publics et des investissements en logements des particuliers. Ces deux éléments, dont le premier est essentiellement lié au cycle électoral traditionnel des investissements des pouvoirs locaux, expliquent aussi pourquoi l'activité dans le secteur de la construction est actuellement en net retrait par rapport à l'évolution générale de la conjoncture.

La reprise de la conjoncture, en particulier les rebonds évoqués plus haut de la consommation privée, des exportations et des investissements des entreprises, s'inscrit dans le contexte d'une forte amélioration de la confiance des

producteurs et des consommateurs. D'après les enquêtes de la Banque, ces deux indicateurs de confiance ont très fortement progressé depuis le printemps de 2013. Ainsi, après un creux à la fin de 2012 qui a été plus ou moins comparable au niveau atteint lors de la grande récession, la confiance des consommateurs est, depuis quelques mois, à nouveau supérieure à sa moyenne de long terme. La progression de la confiance semble toutefois en perte de vitesse au quatrième trimestre. En octobre, la confiance des producteurs est légèrement retombée, avant d'afficher une nouvelle amélioration en novembre, de sorte qu'elle est à présent sensiblement supérieure à sa moyenne de long terme.

Les prévisions actuelles de la Banque reposent sur l'hypothèse d'une poursuite de la reprise avec, au quatrième trimestre, une croissance à nouveau nettement positive. Cette hypothèse se fonde entre autres sur les estimations disponibles à la date de clôture des prévisions, des modèles de prévision à court terme, ou modèles de *now casting*, utilisés par la Banque. Globalement, la croissance annuelle pour 2013 s'établirait, selon la prévision actuelle, à 0,2 %, soit une légère révision à la hausse par rapport aux prévisions de printemps. Cette révision découle de celle des comptes nationaux pour 2012 et, surtout, de la croissance un peu plus élevée qu'escompté aux deuxième et troisième trimestres de 2013. La croissance annuelle reste encore très limitée, étant donné que les taux de croissance positifs observés à partir du deuxième trimestre sont en partie neutralisés par l'effet de niveau négatif dû à la contraction dans le courant de 2012.

L'année prochaine, au vu des taux de croissance trimestriels qui continueraient à s'établir aux environs de 0,3 % durant toute l'année, l'amélioration de la conjoncture se traduirait toutefois par une hausse de la croissance annuelle. D'après les projections, l'activité augmenterait de 1,1 % en 2014. Bien que cette prévision demeure inchangée par rapport à celle du printemps, la croissance en 2014 serait davantage soutenue par la consommation privée – ce qui est principalement imputable aux effets de niveau de la reprise plus vigoureuse en 2013 – et dans une moindre mesure par les dépenses des administrations publiques en raison des réductions de dépenses supplémentaires annoncées dans les budgets pour 2014.

En ce qui concerne la contribution du commerce international à la croissance, les exportations nettes représenteraient une part d'environ 0,5 point de pourcentage de la croissance en 2013, en raison de la baisse modérée, en volume, des importations et de la hausse, encore plus limitée, des exportations. Il s'agit de la même contribution qu'en 2012, mais elle incorpore toutefois une faible révision à la hausse par rapport aux prévisions de printemps (qui tablaient encore sur une stagnation des exportations), étant donné la croissance légèrement positive des exportations. En Belgique, une contribution positive des exportations nettes est d'ailleurs caractéristique d'un début de reprise. En 2014, les importations et les exportations progresseraient, selon les prévisions actuelles, dans des proportions quasi équivalentes, ce qui ramènerait la contribution des exportations nettes à la croissance à un niveau pratiquement nul.

TABEAU 3 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)

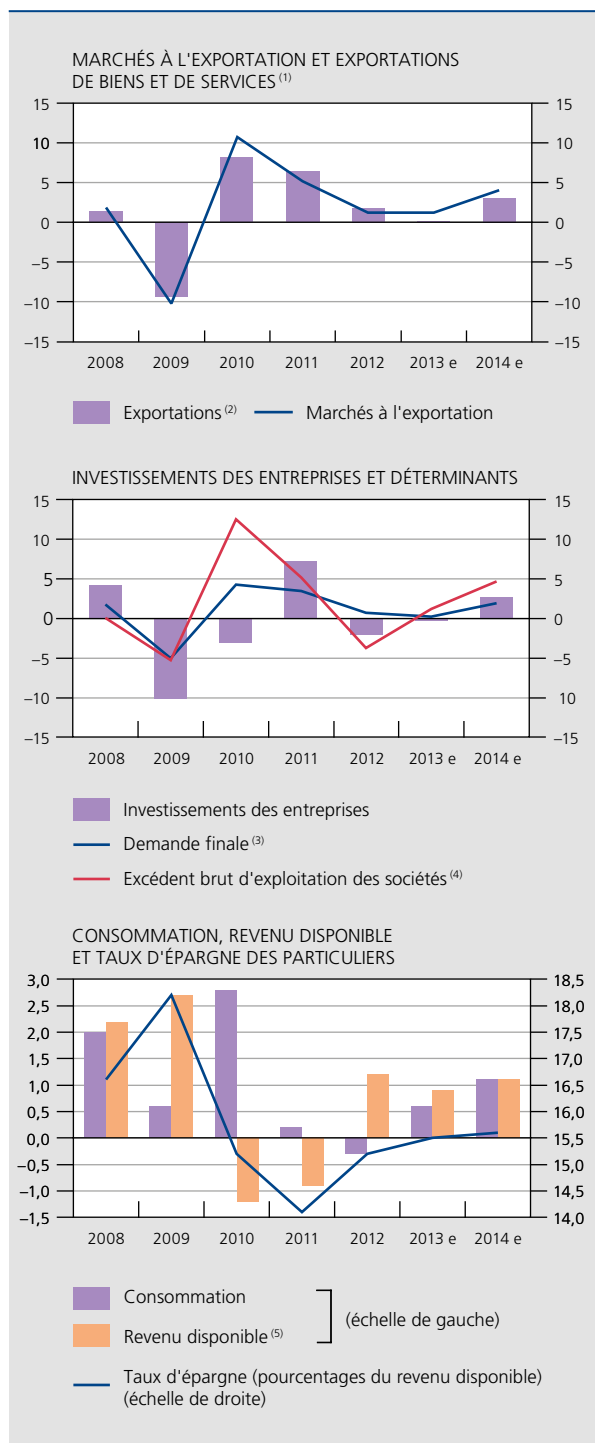
	2010	2011	2012	2013 e	2014 e
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL	2,8	0,2	-0,3	0,5	1,1
Dépense de consommation finale des administrations publiques	0,6	0,7	1,4	0,7	1,1
Formation brute de capital fixe	-1,1	4,1	-2,0	-2,3	1,4
des administrations publiques	-2,1	7,1	2,4	-9,4	-2,8
en logements	3,6	-3,2	-3,2	-4,5	-0,7
des entreprises	-3,1	7,3	-2,1	-0,3	2,8
<i>p.m. Dépenses intérieures, hors variation des stocks</i>	<i>1,4</i>	<i>1,1</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>1,1</i>
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,3	0,9	-0,4	-0,3	0,0
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	0,6	-0,3	0,5	0,5	0,0
Exportations de biens et de services	8,1	6,4	1,8	0,1	3,1
Importations de biens et de services	7,5	6,9	1,3	-0,5	3,1
Produit intérieur brut	2,3	1,8	-0,1	0,2	1,1

Sources: ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB par rapport à l'année précédente, points de pourcentage.

GRAPHIQUE 3 PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES ET DÉTERMINANTS

(pourcentages de variation; données en volume, sauf mention contraire)



Source: BNB.

(1) Données corrigées des variations saisonnières.

(2) Données corrigées des effets de calendrier.

(3) Hors variation des stocks.

(4) Données en valeur.

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

Pour les deux années, la croissance des exportations est quelque peu inférieure à l'augmentation de la croissance des débouchés, puisque l'on suppose dans les projections que la Belgique continuera à perdre des parts de marché. L'évolution annuelle de ces parts de marché est assez volatile, et les exportateurs belges ont vu, d'après les comptes nationaux et les statistiques disponibles sur la croissance de la demande d'importations des partenaires commerciaux, leurs parts de marché s'accroître au cours de certaines années, qui ont souvent été caractérisées par une conjoncture mondiale faible, comme en 2009, 2011 et 2012. Mesurée sur une période un peu plus longue, l'économie belge doit toutefois faire face à une perte tendancielle de parts de marché, largement imputable à des écarts de compétitivité pouvant s'expliquer tant par des facteurs liés aux coûts que par des facteurs hors coûts. Selon les premières observations, les parts des entreprises belges sur les marchés à l'exportation se réduiraient à nouveau en 2013 et les prévisions actuelles indiquent que cela devrait également être le cas en 2014. Cette perte demeurerait toutefois plus limitée, au cours de ces deux années, que la moyenne de long terme, en raison de l'évolution relativement favorable, supposée dans les prévisions, du coût du travail par unité produite, qui sera examinée à la section 4. C'est surtout grâce aux récentes mesures qui visent à limiter l'augmentation des salaires et qui constituent une première impulsion en vue de réduire l'écart de compétitivité avec les pays voisins, mais aussi grâce à une nette accélération de la croissance des salaires dans ces derniers, par exemple en Allemagne, que les coûts du travail en 2014 progresseraient moins rapidement en Belgique que dans l'ensemble de la zone euro. La réduction de l'écart salarial devrait soutenir la croissance des exportations, même si ses effets ne devraient se manifester pleinement qu'à plus long terme.

La demande intérieure (hors variations des stocks) demeurerait inchangée en volume en 2013. Les taux de croissance positifs enregistrés dès le deuxième trimestre devraient en effet être intégralement neutralisés par l'effet de niveau du ralentissement marqué de la demande intérieure dans le courant de 2012. La hausse de la demande se poursuivra toutefois en 2014, où la croissance moyenne devrait s'élever à 1,1 %. Il s'agit d'un rythme de croissance comparable à celui de 2011 mais encore sensiblement inférieur à ceux enregistrés préalablement à la grande récession.

À cet égard, la consommation privée devrait à nouveau être le principal moteur de la croissance. Après avoir baissé en termes réels à la fois en 2011 et en 2012 durant une période exceptionnellement longue, elle a enregistré dès le début de 2013 une reprise qui devrait se traduire pour cette année par une croissance annuelle à nouveau clairement positive, laquelle, d'après les prévisions actuelles,

devrait doubler en 2014. La reprise de la consommation privée proviendrait à la fois de la nouvelle hausse, bien qu'encore modeste, du revenu disponible réel des particuliers et par la dissipation progressive de l'incertitude macroéconomique.

En ce qui concerne le premier de ces deux éléments, la croissance des revenus enregistrée en 2013 est davantage soutenue qu'en 2012 par la distribution secondaire des revenus, qui devrait être marquée par une nouvelle diminution en termes réels des transferts nets aux pouvoirs publics, en dépit des hausses relativement significatives des impôts sur le revenu et sur le patrimoine. La croissance réelle du revenu du travail retomberait toutefois à un niveau très bas, en raison de la modération salariale et de la baisse de l'emploi décrite à la section 3. La croissance réelle des autres revenus primaires, comme ceux sur le patrimoine, progresserait toutefois par rapport à 2012, du fait notamment de l'accroissement du patrimoine des particuliers et de la légère hausse des taux d'intérêt à long terme. Au total, le revenu disponible réel progresserait en 2013 d'environ 1%. La croissance devrait être comparable en 2014, avec une croissance du revenu du travail qui dépasserait à peine celle de 2013.

S'agissant de l'incertitude économique, le taux d'épargne des ménages, qui était retombé à un niveau exceptionnellement bas après la fin de la grande récession en 2011, est reparti à la hausse en 2012. Alors qu'en 2013, notamment d'après les comptes des secteurs actuellement disponibles, la propension à épargner augmenterait

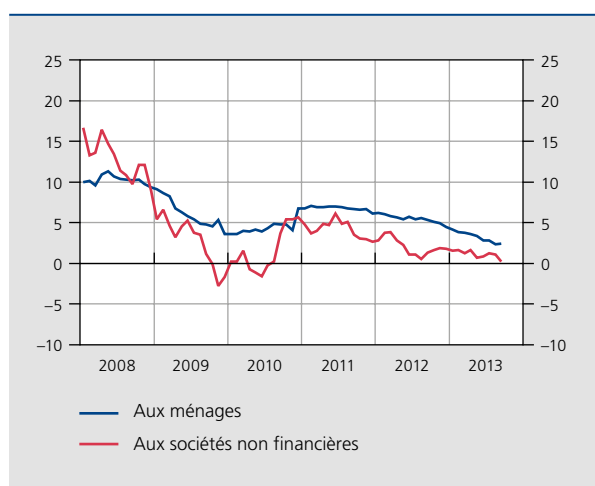
encore légèrement, les prévisions actuelles tablent sur un niveau inchangé pour 2014, en dépit de la part croissante dans le revenu disponible des revenus financiers, qui sont traditionnellement davantage épargnés, et de la hausse escomptée, sur la base de la croissance des taux d'intérêt réels, du rendement sur l'épargne. Cette évolution attendue est liée à l'amélioration de la confiance, qui donne lieu à une réduction progressive de l'épargne de précaution des ménages. Elle peut aussi tenir à des contraintes de liquidité qui font en sorte que, pour de nombreux ménages, les augmentations de revenus se traduisent par une hausse des dépenses de consommation.

Contrairement à la consommation privée, les investissements en logements devraient à nouveau enregistrer une croissance réelle (très) négative en 2013, et ce pour la troisième année consécutive, ce qui illustre le caractère encore très fragile de la confiance des ménages quant aux perspectives de revenus à plus long terme. En outre, le resserrement des conditions de crédit pourrait aussi vraisemblablement jouer un rôle, de même que la hausse des taux hypothécaires réels et l'incertitude liée au transfert aux régions du traitement fiscal des emprunts hypothécaires. La croissance des crédits hypothécaires a par ailleurs poursuivi son ralentissement en 2013, tout en restant positive. Malgré la reprise attendue de ces investissements en logements dans le courant de 2014, la croissance moyenne demeurerait négative pour l'année 2014.

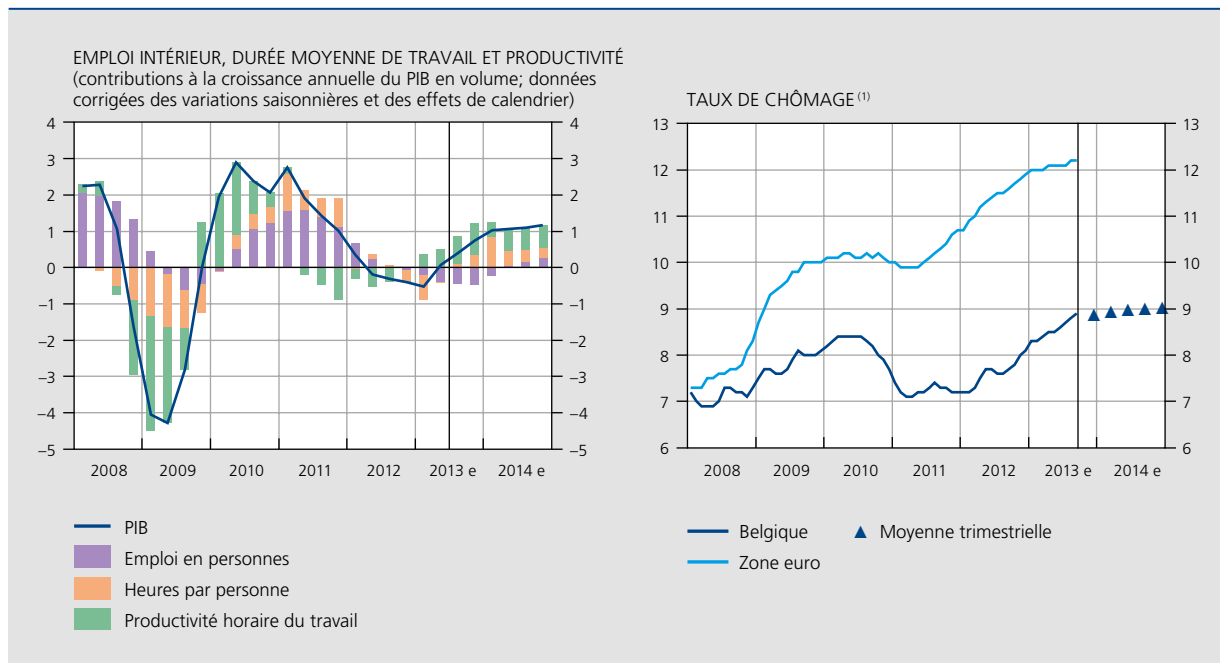
Les investissements des entreprises en volume ont pour leur part renoué avec une croissance positive depuis le premier trimestre de 2013, bien que la croissance annuelle reste légèrement négative à cause de l'effet de niveau. Ces investissements continueraient de croître à un rythme soutenu au cours de la période couverte par les projections et afficheraient en 2014 une croissance annuelle légèrement inférieure à 3%. La reprise des investissements des entreprises tient bien entendu à l'amélioration des perspectives de la demande dans un contexte de redressement conjoncturel. À cela s'ajoute le fait que le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière a recommencé à augmenter aux deuxième et troisième trimestres de 2013, bien qu'il se situe toujours clairement en deçà de sa moyenne de long terme. L'amélioration de l'excédent brut d'exploitation, après sa forte contraction en 2012, libère par ailleurs les possibilités de financement interne des entreprises, tandis que, d'après l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*), les conditions de crédit aux entreprises se sont assouplies au premier trimestre.

Malgré les efforts de consolidation, la consommation publique devrait continuer de croître en termes réels. Le

GRAPHIQUE 4 CRÉDITS ACCORDÉS PAR LES BANQUES RÉSIDENTES AUX MÉNAGES ET AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES
(données en fin de trimestre, pourcentages de variation à un an d'écart)



Source : BNB.



Sources : CE, ICN, ONEM et BNB.

(1) Taux de chômage harmonisé en pourcentage de la population active.

rythme de croissance chuterait à près de 0,7 % en 2013, notamment en raison de la nécessité de ramener le déficit budgétaire en dessous du seuil de 3 % du PIB, mais se redresserait l'année suivante pour atteindre un peu plus de 1 %, un rythme par ailleurs proche de la croissance de la consommation privée. En outre, les investissements publics diminueraient fortement en termes réels en 2013, ce qui n'est pas inhabituel pour une année consécutive à des élections locales, et poursuivraient leur baisse en 2014.

3. Marché du travail

L'emploi réagit généralement avec un certain décalage aux évolutions de l'activité économique. Ainsi, alors que le PIB s'était contracté en 2012, l'emploi avait encore quelque peu progressé en moyenne annuelle. La reprise de l'activité en 2013 ne s'est pas non plus traduite par une croissance concomitante de l'emploi; ce dernier reculerait de 0,4 % cette année. Ce n'est qu'en 2014 que l'on observerait de nouvelles créations nettes d'emplois, mais qui resteraient modestes, de l'ordre de 0,1 %.

En effet, la demande croissante devrait, dans un premier temps, être absorbée par une productivité accrue du travail ainsi que par une augmentation des heures ouvrées par travailleur. Cela étant, la création d'emplois a été

revue modérément à la hausse en comparaison des projections de printemps (qui tablaient encore sur un léger repli de l'emploi intérieur en 2014).

Après la chute historique de la durée moyenne de travail en 2009, à la suite d'un recours intensif des employeurs au chômage temporaire et à certaines mesures de crise, les heures ouvrées par personne ne sont, selon les estimations pour 2013, pas encore revenues à leur niveau d'avant la crise. Les mécanismes de rétention de main-d'œuvre ont été moins utilisés lors du ralentissement conjoncturel de 2012. Outre le tassement moins prononcé de l'activité, deux raisons au moins peuvent être invoquées : d'une part, les entreprises disposaient de moins de réserves financières au sortir de la grande récession et, d'autre part, les conditions d'utilisation du chômage temporaire ont été durcies, une contribution de responsabilisation ayant été instaurée.

Compte tenu de la diminution très limitée des heures moyennes, la baisse du volume total de travail en 2013 trouve principalement son origine dans les destructions d'emplois, qui seraient plus nombreuses qu'en 2009. Cette réaction tardive de l'emploi s'explique aussi en partie par le fait que certains soutiens à la demande de main-d'œuvre qui avaient été renforcés en 2010 sont arrivés à échéance. En particulier, au deuxième trimestre de 2013,

le nombre de bénéficiaires du système Activa win-win est revenu à zéro. Dans le même temps, plusieurs programmes de licenciement collectif, annoncés précédemment dans le cadre de restructurations ou de fermetures d'entreprises, sont devenus effectifs. Compte tenu de la longueur des procédures qui les accompagnent, l'impact de ces licenciements collectifs devrait encore influencer les chiffres de l'emploi en 2014.

Dans le contexte du redressement économique attendu, les entreprises devraient d'abord amener leur personnel à augmenter ses heures de travail et rétablir leur niveau de productivité avant de procéder à de nouveaux engagements. En 2014, les heures ouvrées par personne gonfleraient donc, tandis que l'emploi en personnes ne progresserait que timidement. La variation positive du volume total de travail serait donc essentiellement attribuable à l'allongement des horaires des travailleurs en place. La reprise de l'activité se marquant davantage en 2014, la productivité horaire croîtrait toutefois de nouveau au même rythme que l'année précédente.

Le repli de l'emploi en 2013 serait concentré au sein des salariés des branches sensibles à la conjoncture, et on ne

devrait guère enregistrer de créations nettes d'emplois tout au long de 2014. Au contraire de ce qui avait été observé lors de la grande récession, la branche « administration publique et enseignement » serait elle aussi touchée, dans un contexte de consolidation budgétaire à différents niveaux de pouvoir. En revanche, comme les années précédentes, la branche largement subventionnée des « autres services » (surtout les soins de santé et l'action sociale) devrait contribuer à l'élargissement des effectifs.

D'autres emplois subventionnés, tels ceux exercés dans le cadre du système des titres-services, devraient continuer de soutenir la création d'emplois. Cependant, leur rythme de croissance ne devrait plus être aussi rapide qu'en 2008-2009, en raison, notamment, des effets de saturation progressive de la demande et des hausses successives du prix des chèques.

Comme les années précédentes, le travail indépendant soutiendrait également l'évolution de l'emploi, affichant un taux de croissance proche de 1% en 2013 et en 2014, ce qui représente entre 6 000 et 7 000 travailleurs supplémentaires.

TABLEAU 4 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

(moyennes annuelles, données corrigées des effets de calendrier, sauf mention contraire)

	2009	2010	2011	2012	2013 e	2014 e
	(pourcentages de variation)					
PIB	-2,8	2,3	1,8	-0,1	0,2	1,1
Volume de travail	-1,3	1,0	2,1	0,2	-0,4	0,5
Emploi intérieur en personnes	-0,2	0,7	1,4	0,2	-0,4	0,1
	(variations en milliers de personnes)					
Emploi intérieur	-8,8	30,2	63,4	9,4	-17,4	2,5
Salariés	-13,3	23,9	53,7	0,5	-24,1	-3,2
dont:						
Branches sensibles à la conjoncture	-38,1	2,8	31,9	-6,0	-31,5	-13,3
Administration publique et enseignement ..	13,8	6,7	3,7	-0,6	-1,6	-1,8
Autres services	11,0	14,4	18,1	7,1	9,1	11,9
Indépendants	4,5	6,3	9,7	8,9	6,7	5,7
Travailleurs frontaliers	1,1	0,8	-0,1	1,1	0,2	0,0
Emploi total	-7,7	31,1	63,2	10,5	-17,2	2,5
Demandeurs d'emploi inoccupés	50,6	13,7	-19,8	14,4	23,5	19,4
Population active	42,9	44,7	43,4	25,0	6,4	22,0
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé⁽¹⁾</i>	8,0	8,4	7,2	7,6	8,7	9,1

Sources: CE, ICN, ONEM, BNB.

(1) Pourcentages de la population active (15-64 ans), données non corrigées des effets de calendrier.

Au total, l'emploi intérieur devrait régresser de 17 400 personnes en 2013 et augmenter de 2 500 l'année suivante. Sous l'effet de la contraction de la demande de main-d'œuvre et de son incidence dissuasive sur l'offre de travail, la population active croîtrait d'environ 6 000 personnes en 2013, soit un rythme beaucoup moins soutenu que les années précédentes. Cette décélération permettrait d'amortir les conséquences du recul de l'emploi sur le chômage. La nouvelle aggravation du chômage serait surtout prononcée en 2013, avec 23 500 demandeurs d'emploi supplémentaires. Avec 19 400 personnes de plus en 2014, la barre des 600 000 chômeurs serait frôlée. Le taux de chômage harmonisé des 15-64 ans poursuivrait ainsi sa progression, jusqu'à atteindre un niveau moyen de 9,1 % en 2014, soit le taux le plus élevé depuis 1998.

4. Prix et coûts

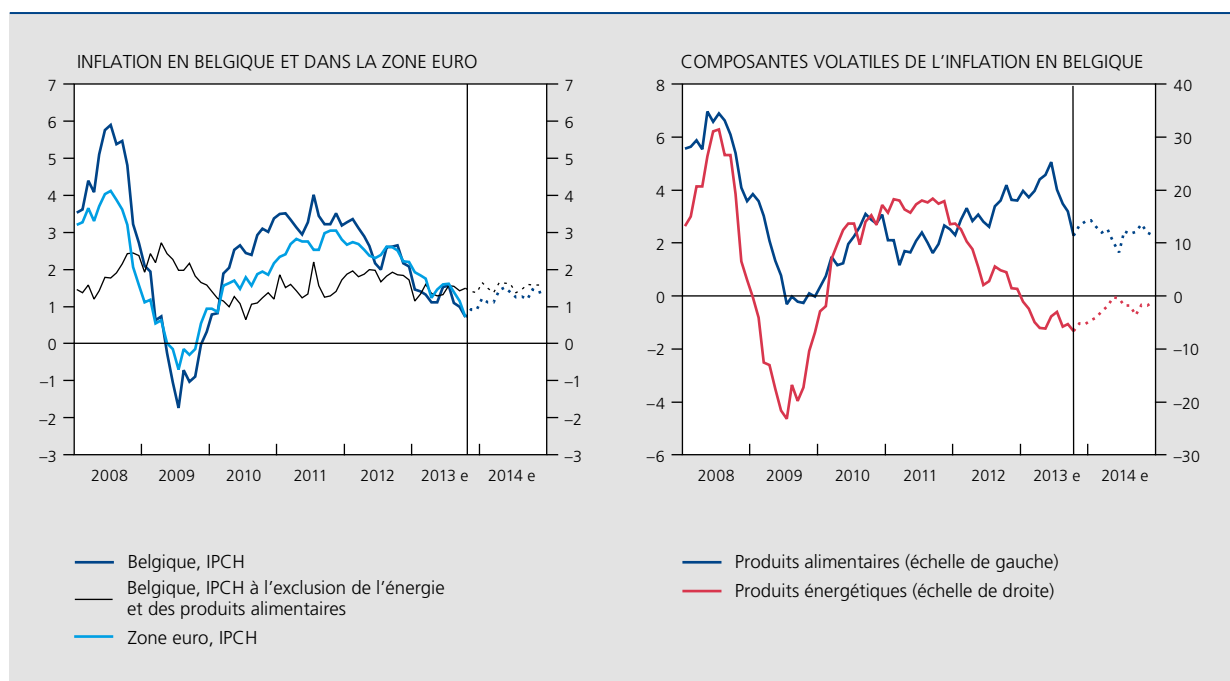
Selon les projections actuelles, l'inflation des prix à la consommation mesurée par l'IPCH s'établirait en Belgique à 1,2 % en 2013 – contre 1,4 % dans la zone euro – et à 1,3 % en 2014. Ces rythmes d'augmentation des prix se sont fortement affaiblis par rapport aux années précédentes, puisque que l'inflation s'était chiffrée à 3,4 % en 2011 et à 2,6 % en 2012.

Liée notamment aux développements des coûts des entreprises, et à leurs politiques de prix – et donc aussi au contexte concurrentiel –, la tendance sous-jacente de l'inflation contribue à ce ralentissement puisqu'elle devrait revenir à 1,4 % en moyenne sur l'ensemble de l'année 2013 et à 1,5 % en 2014. Cette situation est également la conséquence du fait que les relèvements de taxes indirectes dans les services observés en janvier 2012 n'ont plus eu d'influence à partir de 2013, alors qu'ils avaient expliqué en partie l'accélération, à 1,9 % en moyenne, de la tendance sous-jacente en 2012.

Cependant, la décélération de l'inflation totale découle avant tout de l'évolution des prix des produits énergétiques, qui s'affichent en baisse à un an d'écart depuis le début de l'année 2013. Les projections actuelles tablent sur une régression de 4,7 % en 2013 par rapport à 2012, année durant laquelle ces prix avaient encore grimpé de 6 % en moyenne. Même si l'ampleur de la contraction devrait progressivement se réduire, des taux de croissance négatifs à un an d'écart sont encore attendus en 2014, où ces prix devraient reculer de 2,5 % en moyenne.

Ces fluctuations sont imputables, d'une part, aux cotations des produits pétroliers sur les marchés internationaux et au comportement de l'euro face au dollar des

GRAPHIQUE 6 INFLATION
(IPCH, pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



Sources: CE, BNB.

TABEAU 5 INDICATEURS DE PRIX ET DE COÛTS
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2009	2010	2011	2012	2013 e	2014 e
IPCH	0,0	2,3	3,4	2,6	1,2	1,3
Indice-santé	0,6	1,7	3,1	2,7	1,3	1,4
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽¹⁾	2,1	1,1	1,5	1,9	1,4	1,5
Déflateur du PIB	1,2	2,1	2,0	1,9	1,6	1,5
Coûts salariaux dans le secteur privé						
Coûts salariaux par heure ouvrée	2,7	0,9	2,4	3,7	2,1	1,1
dont indexation	2,5	0,5	2,7	2,8	1,9	1,3
Productivité du travail ⁽²⁾	-1,5	1,3	-0,2	-0,7	0,4	0,6
Coûts salariaux par unité produite	4,3	-0,4	2,6	4,4	1,7	0,6

Sources : CE, ICN, SPF Emploi, Travail et Concertation sociale, BNB.

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

(2) Valeur ajoutée en volume par heure ouvrée par les travailleurs salariés et les indépendants.

États-Unis, et, d'autre part, aux changements survenus sur les marchés du gaz et de l'électricité. Le cours du baril de Brent devrait ainsi légèrement se replier sur l'ensemble de l'année 2013, les projections actuelles anticipant une moyenne de 108 dollars le baril en 2013, contre 112 en 2012. Parallèlement, le taux de change de l'euro face au dollar passerait à 1,33, contre 1,29 en 2012. La combinaison d'un cours du Brent moins élevé et d'un euro plus fort accentuerait la diminution du cours du pétrole en euros en 2013 par rapport à 2012. Par ailleurs, après le gel des indexations à la hausse des tarifs du gaz et de l'électricité entre avril et décembre 2012, plusieurs fournisseurs ont annoncé d'importantes réductions de leurs tarifs à partir de janvier 2013, dans un contexte de concurrence accrue. En outre, compte tenu de nouvelles dispositions légales, les formules d'indexation pour les contrats à prix variables ne peuvent dorénavant plus reposer que sur les cotations boursières des marchés européens du gaz et de l'électricité, et ne peuvent donc plus se référer au prix du pétrole.

Au contraire de l'énergie, les produits alimentaires voient quant à eux leurs prix croître plus rapidement qu'en 2012, ce qui atténue le ralentissement de l'inflation totale. Plus particulièrement, ce sont les prix des produits alimentaires non transformés qui expliquent cette accélération en 2013 puisqu'ils devraient rebondir de 4,5 % en moyenne à la suite des conditions d'offre défavorables liées aux mauvaises conditions météorologiques locales pour les fruits et les légumes. À partir de 2014, le renchérissement à un an d'écart devrait redevenir plus modéré, nos projections tablant sur un taux de croissance moyen de 2 %.

L'évolution des coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé devrait revenir à 1,7 % en 2013 et à 0,6 % en 2014, après avoir atteint un pic de 4,4 % en 2012. Cette dégradation de la compétitivité-coût observée en 2012 tenait au développement défavorable tant de la productivité du travail que des coûts salariaux horaires. Les perspectives pour 2013 et 2014 sont quant à elles avantageusement influencées par le redressement graduel des gains de productivité du travail, ainsi que par le ralentissement de la hausse des coûts salariaux, laquelle devrait s'établir à 2,1 % en 2013 et à 1,1 % en 2014, contre 3,7 % en 2012. Il en découle que la compétitivité-coût des entreprises belges par rapport à celles des trois principaux partenaires de la Belgique, à savoir l'Allemagne, la France et les Pays-Bas, devrait tendre vers une amélioration en 2013 et, surtout, en 2014.

L'indexation des salaires demeure le principal déterminant de l'évolution des coûts salariaux. Après s'être accru de 3,1 % en 2011 et de 2,7 % en 2012, l'indice-santé, qui sert de référence pour l'indexation des salaires, augmenterait, selon les projections, de 1,3 % en 2013 et de 1,4 % en 2014. Un des changements apportés en janvier 2013 au calcul de l'indice-santé, à savoir la prise en compte de l'effet baissier des soldes, contribue ponctuellement à ce tassement en 2013. Néanmoins, compte tenu des décalages dans l'application des mécanismes d'indexation par les différentes commissions paritaires, l'ajustement automatique des salaires engendrera encore en 2013 des hausses plus importantes, même si l'inflation s'inscrit en recul depuis la fin de 2012. En 2014, cet effet se concrétisera dans l'essoufflement sensible de la progression des salaires. En effet, outre l'indexation, l'hypothèse retenue

pour l'évolution des coûts salariaux horaires dans le secteur privé en 2013 et en 2014 prend en considération un gel des salaires conventionnels réels, comme prévu dans les dispositions du projet d'accord interprofessionnel pour la période 2013-2014 imposé par le gouvernement. L'évolution des autres facteurs de formation des salaires serait légèrement positive en 2013, mais quelque peu négative en 2014, principalement en raison de l'incidence des baisses de cotisations sociales.

5. Finances publiques

5.1 Recettes, dépenses et solde de financement

D'après les données les plus récentes, l'on s'attend à ce que les finances publiques clôturent l'année 2013 sur un déficit de 2,8 % du PIB. En 2014, dans le contexte macroéconomique décrit ci-dessus, ce déficit devrait demeurer stable.

Les recettes publiques, exprimées en pourcentage du PIB, devraient progresser de 0,5 point de pourcentage en 2013 et, ensuite, baisser de 0,2 point de pourcentage.

La nouvelle hausse du ratio des recettes en 2013 s'explique surtout par des mesures fiscales structurelles.

Il s'agit notamment de la poursuite de l'harmonisation de la fiscalité sur les revenus mobiliers, à 25 %, de la hausse de la taxation sur les plus-values et sur les primes d'assurance-vie, de l'adaptation du taux de référence pour le calcul de la déduction des intérêts notionnels, de l'augmentation des accises sur le tabac et sur l'alcool, ainsi que du durcissement des règles en matière de TVA sur les biens d'investissement à usages tant professionnel que privé. L'influence positive des facteurs qui ne sont que de nature temporaire serait globalement comparable en 2013 à celle qu'ils ont exercée en 2012. En effet, les recettes attendues entre autres de la régularisation fiscale devraient globalement compenser les recettes exceptionnelles de l'année passée issues du paiement tardif de la rente nucléaire de 2011 et de la perception avancée de la taxe sur les primes d'assurance-vie. S'agissant des recettes non fiscales et non parafiscales, les remboursements par *post* de subsides accordés par le passé et par l'UE d'un excédent de droits de douane perçus constituent des éléments positifs non récurrents.

En 2014, les recettes fiscales et parafiscales devraient rester orientées à la hausse, à la faveur de plusieurs mesures. Ainsi, les recettes à l'impôt des personnes physiques augmenteraient à la suite, notamment, de la suppression de la déduction pour une partie des investissements réalisés en vue d'économiser l'énergie. En outre, les recettes seraient augmentées par la taxe dite d'équité (*fairness*

TABLEAU 6 COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

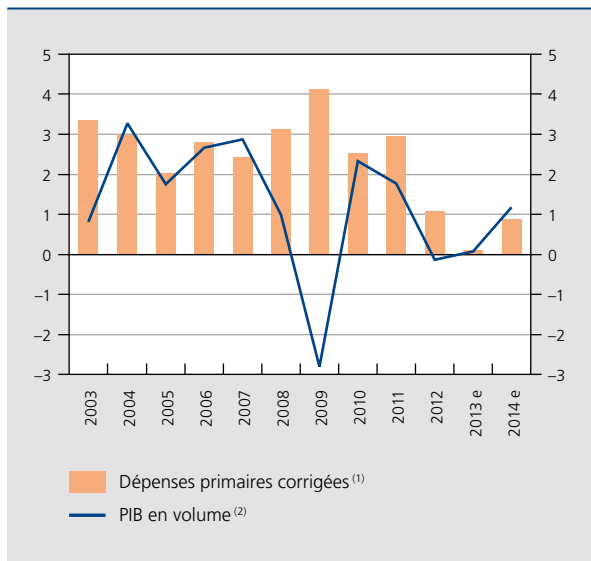
	2011	2012	2013 e	2014 e
Ensemble des administrations publiques				
Recettes	49,6	51,0	51,4	51,2
Recettes fiscales et parafiscales	43,6	44,8	45,3	45,5
Autres	6,0	6,2	6,2	5,7
Dépenses primaires	50,0	51,6	51,0	50,9
Solde primaire	-0,4	-0,6	0,4	0,3
Charges d'intérêts	3,3	3,4	3,1	3,0
Besoin (-) ou capacité de financement	-3,7	-4,0	-2,8	-2,8
<i>p.m. Effet des facteurs non récurrents</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,1</i>
Solde de financement par sous-secteur				
Pouvoir fédéral	-3,4	-3,4	-2,7	-2,6
Sécurité sociale	0,0	-0,1	0,1	0,0
Communautés et régions	-0,2	0,0	0,0	-0,1
Pouvoirs locaux	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1

Sources: ICN, BNB.

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

GRAPHIQUE 7 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PIB

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

(1) Dépenses primaires déflatées par l'IPCH et corrigées de l'incidence des facteurs conjoncturels, non récurrents et budgétairement neutres, ainsi que de l'effet de l'indexation. Ce dernier est l'effet découlant de l'écart entre l'indexation effective des rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales, d'une part, et l'augmentation de l'IPCH, d'autre part.

(2) Données corrigées des effets de calendrier.

tax), d'application pour certaines sociétés dont les bénéfices distribués sont supérieurs à la base d'imposition de l'impôt des sociétés, par l'instauration de la TVA sur les honoraires des avocats, et par d'autres mesures, notamment en matière d'accises. En revanche, les recettes non fiscales et non parafiscales devraient s'inscrire en net recul du fait de la disparition, en 2013, des recettes non récurrentes et de la diminution des indemnités versées par le secteur financier pour les injections de capitaux et les garanties octroyées par les pouvoirs publics, qui ont en partie été réduites.

Les dépenses primaires avaient progressé en 2012 pour atteindre un niveau à considérer sur le plan historique comme particulièrement élevé, entre autres en raison de la recapitalisation de Dexia. En 2013, ces dépenses devraient, en pourcentage du PIB, se contracter, de 0,5 point de pourcentage, mouvement baissier qui devrait se poursuivre en 2014, à hauteur de 0,1 point de pourcentage. Corrigées de l'incidence des facteurs non récurrents et conjoncturels et des effets de l'indexation, les dépenses primaires exprimées en volume se stabiliseraient en 2013, avant d'augmenter de 0,9 % l'année suivante. L'évolution structurelle des dépenses publiques s'inscrirait alors légèrement en dessous de la croissance du PIB réel.

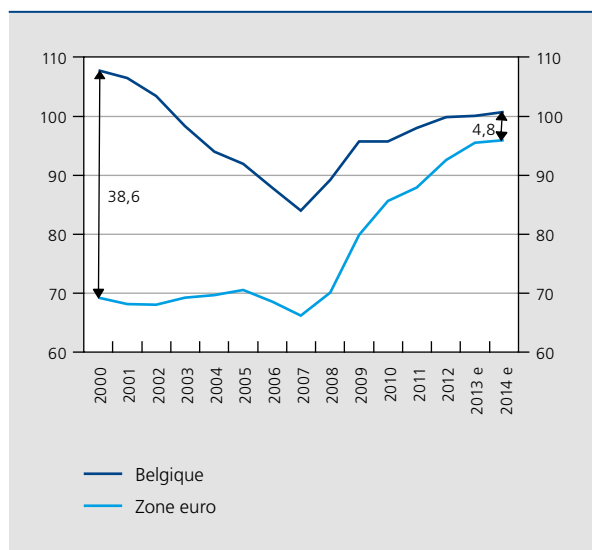
La stagnation, en termes réels, des dépenses primaires corrigées attendue globalement pour 2013 masque des évolutions divergentes selon les sous-secteurs. Au niveau du pouvoir fédéral, les dépenses se stabiliseraient en termes réels. Les dépenses de sécurité sociale s'alourdiraient de 0,9 % ; cette progression, très limitée comparée à l'augmentation moyenne de ces dernières années, serait imputable à la modération des dépenses de soins de santé. À l'inverse, les communautés et régions, de même que les administrations locales, verraient leurs dépenses baisser de respectivement 0,4 et 1,5 %. La diminution des dépenses des pouvoirs locaux s'expliquerait notamment par le reflux des investissements publics traditionnellement constaté l'année suivant les élections communales et provinciales.

Les projections relatives à 2014 indiquent une contraction de 1,9 % des dépenses réelles corrigées du pouvoir fédéral. Les dépenses de la sécurité sociale s'inscriraient pour leur part en hausse de 2 %, soit un rebond plus soutenu qu'en 2013, mais toujours inférieur à la moyenne observée dans le passé. Les dépenses des communautés et régions, de même que celles des pouvoirs locaux, s'accroîtraient de respectivement 1,4 et 0,1 %.

Les charges d'intérêts exerceraient à nouveau une influence favorable sur le solde budgétaire. En effet, après avoir légèrement augmenté en 2012, leur poids en pourcentage du PIB devrait repartir à la baisse en 2013 et 2014, à la suite de la diminution du taux d'intérêt implicite de la dette publique.

Les déficits publics, tels qu'ils ressortent des projections, sont plus élevés que ceux visés par le gouvernement fédéral, de 2,5 % du PIB pour 2013 – en y incluant une marge de sécurité par rapport à l'objectif de 2,7 % du PIB exigé par le Conseil Ecofin du 21 juin 2013 – et de 2,1 % du PIB pour 2014. Pour 2013, les recettes estimées par les présentes projections sont inférieures à celles figurant dans le budget des pouvoirs publics, ce qui induit un effet de niveau pour 2014, et l'on s'attend, pour les pouvoirs locaux, à un déficit plus important que ne le prévoit le budget. De plus, conformément à la méthodologie suivie pour les projections de l'Eurosysteme, il n'est pas tenu compte des mesures budgétaires insuffisamment précisées. Cette restriction vaut notamment pour la sous-utilisation des crédits relativement importante postulée dans plusieurs budgets pour 2014, ainsi que pour une grande partie des recettes attendues des mesures de lutte contre l'évasion fiscale et la fraude à la sécurité sociale. Enfin, le gouvernement prévoit que les communautés et régions, ainsi que les administrations locales, présenteront un excédent conjoint de 0,1 % du PIB en 2014, alors que les estimations font état d'un déficit de 0,1 % du PIB.

GRAPHIQUE 8 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO (pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

5.2 Dette publique

Le taux d'endettement des administrations publiques belges devrait atteindre 100,1% du PIB à la fin de l'année 2013, soit 0,3 point de pourcentage de plus que l'année précédente. Ces chiffres ne tiennent pas compte d'éventuelles mesures supplémentaires visant à respecter l'objectif du gouvernement fédéral de maintenir le taux d'endettement sous la barre des 100 % du PIB. Depuis 2007, la dette publique belge se serait ainsi élargie de 16,1 points de pourcentage. Au cours de la même période, la hausse du ratio de la dette devrait toutefois être nettement plus marquée dans les autres pays européens. Dès lors, l'écart entre les taux d'endettement de la Belgique et de la zone euro devrait une nouvelle fois se resserrer.

En 2013, l'accroissement du taux d'endettement belge résulterait essentiellement de l'évolution des facteurs endogènes. Ceux-ci devraient induire une augmentation de la dette de 1,1 point de pourcentage du PIB. Leur incidence négative s'inscrirait toutefois en léger recul par rapport à 2012, principalement en raison de l'amélioration du surplus primaire. Pour 2013, cet élément positif ne devrait cependant pas permettre de compenser le repli de la croissance du PIB nominal. L'amélioration du surplus primaire demeurerait donc insuffisante pour stabiliser le ratio de la dette publique.

Les facteurs exogènes, ainsi appelés parce qu'ils ont un impact sur la dette mais pas sur le solde de financement, devraient exercer en 2013 une influence positive de 0,8 point de pourcentage du PIB sur l'endettement. Les prêts accordés dans le cadre du FESF, de même que les injections de capital dans le MES, devraient contribuer à relever le ratio d'endettement, tandis que le montant des primes d'émission et d'amortissement, le remboursement de KBC et les ventes de Royal Park Investments et Fortis Banque devraient très largement contrebalancer cet effet haussier.

En 2014, le ratio de la dette devrait atteindre 100,8% du PIB, ce qui représente une progression de 0,7 point de pourcentage du PIB par rapport à 2013. Celle-ci serait presque exclusivement imputable à l'évolution des facteurs exogènes, parmi lesquels les prêts accordés par le FESF et les injections de capital dans le MES, mais aussi une série de facteurs résultant de la gestion de la Trésorerie⁽¹⁾. Les facteurs endogènes devraient quant à eux avoir une incidence légèrement négative sur l'endettement. Selon ces projections, l'amélioration de la croissance nominale du PIB et le niveau du solde primaire ne sont pas encore suffisants pour éviter l'effet boule de neige de la dette publique.

6. Appréciation des facteurs de risque

Les projections actuelles de la Banque restent proches des prévisions des autres institutions, qui tablent également sur une croissance de l'activité de l'ordre de 1% pour l'année prochaine. La forte convergence des différentes prévisions macroéconomiques ne peut toutefois pas détourner l'attention des grandes incertitudes qui entourent de telles projections. Les risques semblent, de manière générale, toujours orientés à la baisse.

Ainsi, plusieurs facteurs sont toujours susceptibles de miner la reprise mondiale. Il y a d'abord l'incertitude persistante quant à la politique budgétaire américaine et, en particulier, la nécessité d'y ramener la croissance des dépenses sur une trajectoire plus soutenable. À cela s'ajoute la perspective de la fin progressive d'une politique monétaire particulièrement accommodante aux États-Unis et, éventuellement, dans d'autres zones. À titre d'exemple, les projections macroéconomiques pour le Royaume-Uni ont récemment été revues sensiblement à la hausse, ce qui – selon les orientations prospectives adoptées par la Banque d'Angleterre – pourrait impliquer un resserrement

(1) Il s'agit du coût de rachat des *buy-backs*, de l'impact des primes d'émission – les primes d'émission exceptionnelles enregistrées en 2012 et 2013 ont permis de diminuer le taux d'endettement au moment de leur réalisation, mais auront une incidence à la hausse sur ce taux en 2014 – et de la différence entre intérêts sur base transactionnelle et de caisse.

TABLEAU 7 COMPARAISON AVEC LES ESTIMATIONS DES AUTRES INSTITUTIONS

(croissance annuelle du PIB en volume, en pourcentage)

Institution	Dernières prévisions			Prévisions précédentes		
	Date de publication	2013	2014	Date de publication	2013	2014
Bureau fédéral du Plan	Septembre 2013 ⁽¹⁾	0,1	1,1	Mai 2013 ⁽²⁾	0,2	1,2
Belgian Prime News	Septembre 2013	0,0	1,0	Juin 2013	0,1	1,2
FMI	Octobre 2013	0,1	1,0	Avril 2013	0,2	1,2
Consensus Economics	Octobre 2013	0,0	0,9	Juin 2013	0,0	1,0
CE	Novembre 2013	0,1	1,1	Mai 2013	0,0	1,2
OCDE	Novembre 2013	0,1	1,1	Mai 2013	0,0	1,1
BNB	Décembre 2013	0,2	1,1	Juin 2013	0,0	1,1

(1) Budget économique.

(2) Perspectives économiques 2013-2018.

monétaire plus rapide. Du reste, cette incertitude quant à l'orientation de la politique monétaire dans les économies avancées peut, par la voie des flux de capitaux, peser encore davantage sur les perspectives de croissance des économies émergentes. En outre, beaucoup de ces pays doivent faire face à des défis structurels importants, si bien que la croissance pourrait s'avérer plus faible qu'estimé actuellement. Par exemple, les changements nécessaires du modèle de croissance chinois pourraient, au cours d'une période de transition, exercer une influence plus négative sur la croissance de l'activité. Enfin, en ce qui concerne la zone euro, le processus de désendettement, nécessaire dans bon nombre de pays, est loin d'être achevé. La reprise y demeure très fragile et pourrait également être ralentie par une certaine lassitude des réformes dans plusieurs pays, ainsi que par la recrudescence de l'incertitude quant à la soutenabilité de l'endettement (privé et public) et aux évolutions institutionnelles qui y serait associées. Bien que la reprise dans la zone euro et dans d'autres économies avancées prévue par les précédentes estimations semble se poursuivre, il n'en demeure donc pas moins que d'importants risques baissiers subsistent.

À l'échelon purement national, les risques baissiers semblent surtout liés à l'évolution de la compétitivité relative et à la persistance des effets de confiance favorables. S'agissant du premier point, l'un des éléments clés tient à la mesure dans laquelle la maîtrise actuelle des coûts salariaux se poursuivra en 2014, comme cela est attendu dans les présentes projections, et pourra donner lieu à une réduction de l'écart salarial avec les principaux pays partenaires. Il convient toutefois de garder à l'esprit que les coûts salariaux ne constituent qu'un aspect du

différentiel de compétitivité. Si l'évolution de la compétitivité en Belgique s'avérait moins favorable que prévu, ce qui dépend bien entendu des évolutions dans les autres pays, les pertes de parts de marché pourraient s'aggraver, occasionnant un ralentissement de la croissance des exportations et de l'activité, qui ne serait cependant perceptible qu'à court ou à moyen terme.

S'agissant des effets de confiance, l'on peut par exemple noter que la stabilisation du taux d'épargne des ménages, telle que prévue dans les présentes projections, dépend clairement d'une poursuite de la baisse de l'incertitude. Une plus grande incertitude quant aux perspectives de revenus à moyen terme, induite par exemple par une reprise plus lente de l'emploi, pourrait donner lieu à une hausse de l'épargne de précaution. De la même manière, une incertitude plus importante des producteurs quant aux perspectives en matière de demande pourrait freiner la reprise des investissements des entreprises ou de l'emploi. La confiance des consommateurs, des investisseurs et des employeurs belges dépend naturellement en grande partie des perspectives conjoncturelles internationales, mais des facteurs purement nationaux, tels que l'incertitude relatives à la politique budgétaire, peuvent également jouer un rôle. À l'inverse, une croissance mondiale plus robuste pourrait aussi entraîner des effets de confiance positifs plus marqués, susceptibles d'induire une reprise de la demande intérieure plus rapide que ce que prévoient les projections. Enfin, les élections fédérales et régionales de mai 2014, et la période de formation des gouvernements qui suivra, pourraient également constituer un facteur d'incertitude.

Annexe

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE: SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2010	2011	2012	2013 e	2014 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB en volume	2,3	1,8	-0,1	0,2	1,1
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	1,4	1,1	-0,2	0,0	1,1
Exportations nettes de biens et services	0,6	-0,3	0,5	0,5	0,0
Variation des stocks	0,3	0,9	-0,4	-0,3	0,0
Prix et coûts					
Indice des prix à la consommation harmonisé	2,3	3,4	2,6	1,2	1,3
Indice-santé	1,7	3,1	2,7	1,3	1,4
Déflateur du PIB	2,1	2,0	1,9	1,6	1,5
Termes de l'échange	-1,6	-1,3	-0,2	-0,4	0,6
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé	-0,4	2,6	4,4	1,7	0,6
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé	0,9	2,4	3,7	2,1	1,1
Productivité horaire dans le secteur privé	1,3	-0,2	-0,7	0,4	0,6
Marché du travail					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes)	30,2	63,4	9,4	-17,4	2,5
Volume total de travail ⁽¹⁾	1,0	2,1	0,2	-0,4	0,5
Taux de chômage harmonisé ⁽²⁾ (pourcentages de la population active)	8,4	7,2	7,6	8,7	9,1
Revenus					
Revenu disponible réel des particuliers	-1,2	-0,9	1,2	0,9	1,1
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	15,2	14,1	15,2	15,5	15,6
Finances publiques⁽³⁾					
Solde de financement (pourcentages du PIB)	-3,7	-3,7	-4,0	-2,8	-2,8
Solde primaire (pourcentages du PIB)	-0,4	-0,4	-0,6	0,4	0,3
Dette publique (pourcentages du PIB)	95,7	98,0	99,8	100,1	100,8
Compte courant (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB)					
	1,9	-1,1	-2,0	-1,7	-1,1

Sources: CE, DGSIE, ICN, BNB.

(1) Nombre total d'heures ouvrées dans l'économie.

(2) Pourcentages de la population active (15-64 ans), données non corrigées des effets de calendrier.

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

Banque nationale de Belgique
Société anonyme
RPM Bruxelles – Numéro d'entreprise: 0203.201.340
Siège social: boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles
www.bnb.be



Éditeur responsable

Jan Smets

Directeur

Banque nationale de Belgique
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

Luc Dufresne

Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be