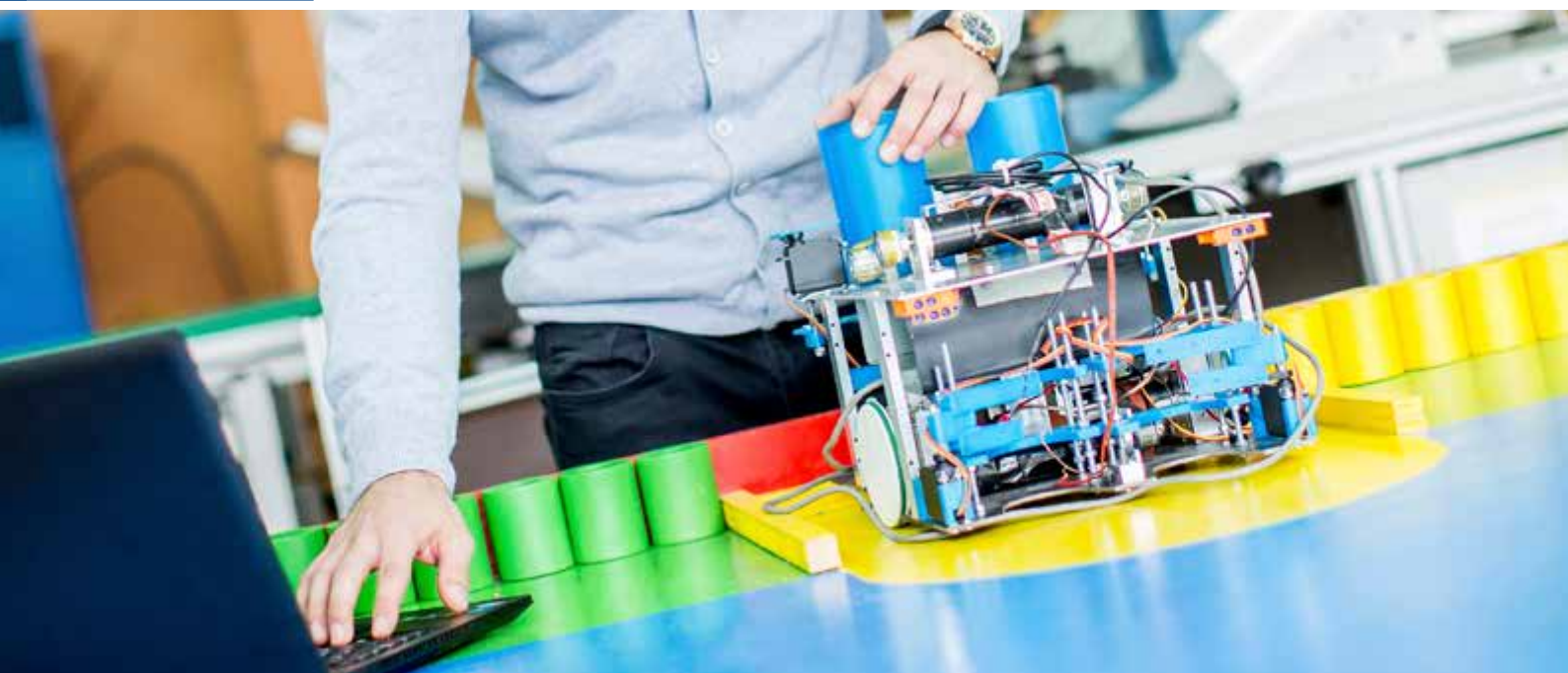


Projections économiques pour la Belgique



Décembre 2016

© Banque nationale de Belgique

Tous droits réservés.

La reproduction de cette publication, en tout ou en partie, à des fins éducatives et non commerciales est autorisée avec mention de la source.

ISSN 1372-3162

Projections économiques pour la Belgique – Automne 2016

Introduction

Selon les dernières estimations, la croissance annuelle de l'économie mondiale se tasserait encore quelque peu en 2016 en comparaison du rythme déjà modéré qu'elle affichait un an auparavant. En outre, l'année écoulée a une nouvelle fois été émaillée de plusieurs chocs, qui se sont soldés par des périodes de volatilité importante sur les marchés financiers. L'un des faits les plus saillants a été l'issue inattendue du référendum sur le Brexit mené au Royaume-Uni le 23 juin, soit immédiatement après la publication des précédentes projections de printemps de la Banque. L'éventualité que l'une de ses principales économies quitte l'UE a en effet amené bon nombre d'institutions internationales et nationales à craindre une révision à la baisse des perspectives de croissance au Royaume-Uni et, par la voie des échanges commerciaux et de l'incertitude macroéconomique accrue, également dans les autres pays de l'UE et à travers le monde. Au vu de la part de la valeur ajoutée qui peut être attribuée à la demande finale britannique, la Belgique est, par ailleurs, après l'Irlande, le pays de la zone euro le plus vulnérable à un fléchissement de la croissance outre-Manche.

Pour autant, l'économie mondiale s'est montrée étonnamment robuste: la croissance mondiale n'a pas poursuivi son ralentissement au second semestre et semble même s'être légèrement redressée depuis l'été. Ce constat est dû avant tout à l'amélioration de la situation dans les économies émergentes et à l'atténuation des craintes les concernant. Ainsi, certains pays, à l'instar de la Russie et du Brésil, semblent émerger peu à peu de la profonde récession dans laquelle ils s'étaient enlisés. Par ailleurs, à en croire les statistiques officielles, le difficile processus de rééquilibrage de l'économie chinoise reste associé à une croissance toujours vigoureuse et relativement stable, et le risque d'un atterrissage brutal semble réduit, même si

cette situation tient en partie à une croissance du crédit qui peut s'avérer insoutenable à terme. Qui plus est, les signaux émanant de certaines économies avancées restent favorables. Aux États-Unis, l'économie et le marché du travail continuent de progresser, faisant sensiblement grimper les salaires moyens, tandis que l'économie japonaise, après la contraction de fin 2015, continue d'afficher une croissance modérée positive cette année. Dans la zone euro, l'économie a continué de croître à un rythme lent, mais constant, de 0,3 % par trimestre, suivant ainsi à peu de choses près les projections de printemps de l'Eurosystème. À noter également que les écarts de croissance entre chaque pays semblent se resserrer sensiblement. Ainsi, au troisième trimestre de 2016, l'ensemble des pays de la zone euro présentaient déjà, entre autres, des taux de croissance positifs.

Enfin, même le référendum sur le Brexit a en fin de compte peu influé sur la croissance britannique qui, à ce stade, comme l'attestent les premières statistiques relatives à la croissance au troisième trimestre, a à peine reflué après ce dernier en comparaison du trimestre précédent et demeure par ailleurs supérieure à celle de la zone euro. Ce constat ne peut cependant pas être dissocié de l'ajustement de la politique monétaire et de la dépréciation de la livre sterling qui s'en est suivie, ainsi que de la dissipation assez rapide de l'incertitude politique. De même, les projections actuelles portant sur l'avenir proche sont à présent nettement moins sombres qu'au lendemain du référendum. L'incertitude entourant la tournure que prendront in fine les relations du Royaume-Uni avec l'UE reste naturellement justifiée et il y a fort à croire qu'une sortie effective de l'UE conjuguée à de plus grandes restrictions aux échanges commerciaux et à la circulation des personnes, pèseront, toutes autres choses restant égales par ailleurs, sur la croissance tant réelle que potentielle. Ceci vaut d'ailleurs plus généralement pour toute réorientation vers un protectionnisme et un isolationnisme accrus.

Un facteur positif qui a élargi l'assise de la croissance mondiale et l'a renforcée dans le courant de 2016 est la reprise, certes toujours modeste, des flux commerciaux. Ces derniers étaient, en effet, retombés en début d'année 2016 à un seuil historiquement bas, leur accroissement demeurant largement en deçà de celui de l'activité mondiale. Ce repli était en partie attribuable à des facteurs cycliques, même si l'élasticité moindre du commerce à la croissance trouve également son origine dans des évolutions présentant une nature plus structurelle, comme l'importance grandissante, dans l'économie mondiale, des économies émergentes, qui présentent une intensité en commerce plus faible, ainsi que dans l'essoufflement de la dynamique liée à l'allongement des chaînes de valeur mondiales et à la libéralisation du commerce. Même si le rapport entre la croissance de la demande d'importations et le PIB mondial hors zone euro demeurerait encore nettement en retrait de l'élasticité unitaire, il se serait toutefois quelque peu accru en 2016, à la faveur notamment de la demande d'importations relativement plus intense d'une série d'économies avancées. D'après les hypothèses communes actuelles retenues pour les estimations de l'Eurosystème, dont les principales concernant la Belgique sont présentées dans l'encadré 1 du présent article, l'intensité en commerce de la croissance continuerait d'augmenter continuellement pour renouer d'ici 2018 avec un niveau plus normal de l'ordre de 1. S'il s'agit du niveau qui prévalait entre 2013 et 2014, il demeurerait cependant, sous l'effet des facteurs structurels susvisés, nettement inférieur au niveau moyen qui pouvait être observé au cours des précédentes décennies.

Les dernières estimations de l'Eurosystème dans lesquelles s'intègrent les projections d'automne qui font l'objet du présent article ont, par ailleurs, été clôturées le 24 novembre, soit en plein cœur d'une nouvelle période de volatilité faisant suite au scrutin américain du début du mois de novembre. L'incertitude relative à la politique qui sera menée dans ce pays, notamment sur les plans budgétaire et commercial, s'est en effet sensiblement intensifiée. Dans le courant du mois de novembre, les taux d'intérêt du marché se sont de fait vivement appréciés, non seulement aux États-Unis, mais aussi en Europe et ailleurs. Bien qu'on puisse en principe s'attendre à des retombées néfastes sur les investissements – et, partant, sur la croissance –, l'élévation semblait ici provenir en premier lieu des attentes du marché selon lesquelles une politique budgétaire expansive outre-Atlantique fera grimper l'inflation et la croissance, ce qui s'est également reflété dans l'appréciation des cours boursiers américains. Conformément aux règles applicables aux exercices de projection, le scénario de base retenu aux fins des estimations de l'Eurosystème ne peut toutefois pas préjuger d'éventuels ou de probables choix politiques à venir, qui, en l'occurrence, induiraient de possibles risques à la hausse sur la croissance mondiale à court terme. Dans le

même temps, il est évident que les chocs politiques et une plus grande incertitude entourant la conduite de la politique économique accroissent l'éventuelle marge d'erreur entourant ces estimations. Les estimations actuelles de l'Eurosystème courent par ailleurs pour la première fois jusqu'en 2019. Cette période de trois ans correspond à l'horizon temporel utilisé aux fins des tests de résistance menés dans le cadre du contrôle prudentiel des établissements financiers. Il va cependant sans dire que plus les projections macroéconomiques portent sur un avenir éloigné, plus leur marge d'incertitude augmente.

Selon les nouvelles projections de l'Eurosystème, l'activité dans la zone euro continuerait de s'accroître à un rythme assez modéré, quoique relativement constant, de quelque 1,6 % à 1,7 % sur la période couverte par les projections. Compte tenu de l'ajustement, par solde, plutôt limité des hypothèses communes, les perspectives de croissance demeurent dès lors, pratiquement inchangées en comparaison des prévisions établies par la BCE en septembre 2016. Les indicateurs à court terme continuent d'ailleurs de prévoir pour l'avenir proche une croissance orientée à la hausse à partir du quatrième trimestre de 2016. L'inflation dans la zone euro augmenterait elle aussi, sous l'influence du renchérissement du prix des produits pétroliers et de l'augmentation de la pression à la hausse des coûts d'origine intérieure, même si elle demeurerait toujours inférieure à 2 % en 2019.

S'agissant de la Belgique, l'estimation de la croissance pour l'année 2016 a été ramenée à 1,2 %, soit un léger ajustement qui s'explique exclusivement par une révision à la baisse par l'ICN de la croissance trimestrielle au début de l'année. Comme les années précédentes, la croissance pour 2016 resterait en retrait par rapport à celles des pays voisins et de l'ensemble de la zone euro. À en croire les comptes trimestriels actuels, ce constat s'explique principalement par une consommation moindre des administrations publiques et des ménages. De fait, la politique de modération salariale menée récemment s'intègre dans un train de mesures nécessaires afin de rétablir la compétitivité-coût et renforcer la croissance à plus long terme, mais elle est également susceptible de peser sur les dépenses à court terme. À la faveur d'une augmentation plus vigoureuse de la consommation des ménages, soutenue par une forte progression des revenus, l'activité devrait toutefois à nouveau s'accélérer dès 2017 et se rapprocher ainsi du rythme de la croissance de la zone euro. Les estimations de la croissance pour 2017 et 2018 ont par ailleurs fait l'objet d'un très léger ajustement, de moins de 0,1 point de pourcentage en moyenne, en comparaison des dernières projections de printemps. Les retombées négatives des hypothèses communes moins favorables ont en effet été en grande partie compensées par une croissance estimée

plus robuste des investissements privés et par une incidence légèrement plus grande des gains de compétitivité sur les exportations dans le courant de 2017, à en juger notamment par les dernières statistiques disponibles.

Le marché du travail continue de présenter une reprise vigoureuse et le taux d'emploi au premier semestre a même été légèrement supérieur à ce qu'escomptaient les projections de printemps de la Banque. Il y a peu de doute que cette croissance sera renforcée par les mesures politiques adoptées récemment, en particulier la modération salariale, qui allège quelque peu le coût de la main-d'œuvre, ainsi que par une série de réformes structurelles du marché du travail. Ces mesures se reflètent également dans le net accroissement de l'intensité en travail de la croissance. Les présentes projections postulent toutefois que, en dépit des nouvelles réformes du marché du travail annoncées en octobre, ces incitants supplémentaires sont appelés à refluer peu à peu et que le rapport entre la croissance de l'emploi et celle de l'activité reviendra progressivement à un niveau plus proche des moyennes historiques. De ce fait, la croissance de la productivité, qui apparaît même négative en 2016, devrait elle aussi repartir à la hausse. De manière générale, durant les trois années sur lesquelles s'étend la période 2017-2019, plus de 120 000 nouveaux postes de travail devraient encore être créés. Même si la population active continue de s'accroître, cette évolution permettra de ramener le taux de chômage à 7,6 %, soit un résultat qui reste légèrement supérieur au niveau qui pouvait être observé juste avant la grande récession.

L'inflation a continué d'augmenter au cours des derniers mois, avoisinant 2 % en base annuelle, à la faveur essentiellement de l'élévation des cours énergétiques jusqu'alors au plus bas. Bien que les chiffres mensuels présentent une variation plus marquée, les estimations actuelles pour l'horizon de projection prévoient que, exprimés en moyennes annuelles, ceux-ci demeurent globalement stables à ce niveau de 2 %. Certes, l'élargissement des marges bénéficiaires des entreprises, qui était particulièrement sensible en 2015 et en 2016, compensant largement l'incidence baissière de la modération salariale sur l'inflation, devrait s'étioler, mais les coûts salariaux augmenteront progressivement en contrepartie. Le saut d'index est en effet arrivé à son terme au printemps dernier. En l'absence d'une norme salariale centrale pour la période 2017-2019, les présentes projections, à l'instar de celles de printemps, suivent par ailleurs l'hypothèse technique selon laquelle la croissance salariale conventionnelle progresserait de 1 % en 2018 dans le contexte d'une pénurie grandissante de main-d'œuvre sur le marché du travail et d'une productivité en hausse, une hypothèse qui a également été prolongée jusqu'en 2019. De manière générale, l'écart d'inflation avec le reste de la zone euro devrait se resserrer, mais demeurer positif en 2019.

Enfin, pour ce qui concerne les finances publiques, le déficit budgétaire devrait tout juste atteindre les 3 % du PIB en 2016. Il refluerait toutefois en 2017, mais ne varierait guère plus par la suite. Les gains d'intérêts additionnels, estimés à 0,4 % du PIB de 2017 à 2019, seraient en effet contrebalancés par un nouvel assouplissement structurel de la politique budgétaire, qui tient principalement au fait que les réductions de charges supplémentaires prévues en 2018 et en 2019 dans le cadre du tax shift n'ont toujours pas été intégralement financées. À la fin de la période couverte par les projections, le déficit serait de 2,3 %, soit un niveau encore bien éloigné de l'objectif d'un budget en équilibre en termes structurels. D'ici 2019, la dette publique reviendrait à peine sous le niveau qu'elle affichait l'année dernière. À cet égard, il convient toutefois de rappeler que, conformément aux règles applicables aux exercices de projection réalisés par l'Eurosystème, il est tenu compte exclusivement 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. Par ailleurs, les estimations de l'incidence budgétaire de certaines mesures, telles celles relatives à la lutte contre la fraude, s'écartent des montants inscrits au budget.

1. Environnement international et hypothèses

1.1 Économie mondiale

Au cours de l'année 2016, la croissance de l'économie mondiale est dans l'ensemble demeurée modérée, dans un environnement frappé d'incertitudes multiples. Après un démarrage en demi-teinte, certains signes d'accélération de l'activité se sont fait jour au second semestre, notamment grâce à une consommation privée vigoureuse. Soutenues par des politiques monétaires accommodantes et par la faiblesse des prix de l'énergie, les économies avancées ont fait montre d'une certaine résilience, en dépit des craintes générées par le Brexit. Dans les économies émergentes et les pays exportateurs de matières premières, l'activité est modestement et graduellement repartie à la hausse, après avoir atteint un point bas vers la fin de 2015. Les divergences entre pays sont néanmoins restées marquées.

Comme attendu, à la suite de l'adoption d'un nouveau modèle de croissance considéré comme plus durable, la progression de l'économie chinoise s'est à nouveau légèrement tassée. Se stabilisant aux alentours de 6,7 %, elle est cependant demeurée robuste et bien en phase avec

la fourchette cible officielle comprise entre 6,5 et 7%. Le gonflement de la production a continué d'être favorisé par des mesures de relance et par une progression soutenue du crédit. Comme en témoignent le dynamisme de la consommation et le glissement progressif de l'activité de l'industrie vers les services, le rééquilibrage de l'économie en faveur d'une croissance interne s'est poursuivi, et ce sans difficultés majeures. L'activité économique dans les pays exportateurs de matières premières est globalement restée pénalisée, précisément par la transition en cours de l'économie chinoise et par le bas niveau des cours des matières premières. Le Brésil s'est enfoncé dans une profonde récession, aggravée par une crise politique qui a sévèrement amputé la confiance. Le ralentissement de l'activité semble toutefois doucement se dissiper, dans le contexte d'un récent renchérissement des matières premières et d'un nouveau raffermissement des exportations porté par la dépréciation passée du réal. L'économie russe, plombée par les sanctions internationales infligées en réaction au conflit ukrainien et par la chute des prix pétroliers, a manifesté des signes de stabilisation après la remontée des prix du brut. Enfin, en Inde, la croissance économique est restée solide, sur fond d'amélioration des termes de l'échange, de baisse de l'inflation et de plusieurs réformes favorables au climat des affaires. Le pays enregistre toujours la croissance la plus vive parmi les grandes économies mondiales.

Après qu'elle s'était affaiblie en début d'année, l'économie américaine s'est ressaisie au troisième trimestre. Le redressement de la croissance a très nettement reflété l'envol des exportations et, dans une moindre mesure, l'élargissement des stocks accumulés ainsi que le rebond des dépenses publiques fédérales. Bien qu'en recul, la progression des dépenses de consommation est restée sensible, demeurant le principal moteur de l'activité. Elle a notamment été induite par le renforcement continu de l'emploi et par les hausses de salaires. Le taux de chômage est en effet revenu sous la barre des 5%, tandis que le salaire horaire a enregistré vers la fin de l'année sa plus forte progression depuis 2009.

Au Japon, l'activité a connu une nette embellie au premier trimestre de l'année avant de décélérer quelque peu. L'économie a dans l'ensemble poursuivi sur la voie d'une croissance modérée, soutenue par une consommation résiliente dans le contexte d'une amélioration progressive de l'emploi et des revenus. La croissance économique nipponne a aussi bénéficié de conditions financières très favorables et de mesures de soutien gouvernementales. Elle a cependant pâti du repli de la demande émanant des économies émergentes et de l'appréciation du yen, deux facteurs qui ont grevé les exportations.

Au Royaume-Uni, l'issue inattendue du référendum sur le Brexit mené le 23 juin n'a pour l'heure pas significativement pesé sur la croissance, qui s'est à peine repliée au troisième trimestre. De même, les perspectives pour l'avenir proche sont déjà nettement moins sombres que celles issues des premières analyses fournies par plusieurs institutions. En témoigne notamment la sensible révision à la hausse des estimations de la croissance de la Banque d'Angleterre pour cette année et la suivante, dévoilée dans son *Inflation Report* de novembre 2016, en comparaison de l'édition d'août. Cette évolution tient assurément en partie à l'ajustement de la politique monétaire et à la dissipation assez rapide de l'incertitude politique. Cependant, la question des effets macroéconomiques à plus long terme reste entière. L'incertitude qui plane sur les relations futures entre l'UE et le Royaume-Uni pourrait peser sur les investissements et la création d'emploi. La vive dépréciation de la livre sterling vis-à-vis de l'euro au second semestre de l'année risque en outre de freiner davantage la demande extérieure de la zone euro, le Royaume-Uni étant l'un de ses principaux partenaires commerciaux. Enfin, la sortie effective de l'UE et les plus grandes restrictions qui toucheront les échanges commerciaux et la circulation des personnes pèseront inéluctablement, toutes autres choses restant égales par ailleurs, sur la croissance tant réelle que potentielle du Royaume-Uni et de ses partenaires commerciaux.

Dans la zone euro même, l'activité a affiché une vive progression en début d'année, notamment grâce à certains effets temporaires, avant de se contracter quelque peu, comme l'avaient anticipé les précédentes projections de l'Eurosystème. La croissance trimestrielle du PIB est ainsi retombée de 0,5% au premier trimestre à 0,3% au cours des deux suivants. La consommation privée, soutenue par une amélioration graduelle de la situation sur le marché du travail, est restée le principal moteur de la croissance. S'appuyant sur des conditions de financement favorables, les investissements ont eux aussi apporté une contribution positive, tandis que les exportations ont été bridées par l'inertie du commerce mondial.

À l'exception possible de la Grèce, qui a accusé une chute notable de ses exportations nettes dans le contexte de contrôles des capitaux toujours en place, l'ensemble des pays de la zone euro ont participé à la croissance économique de cette dernière en 2016. Les écarts entre les États se sont en général réduits. Parmi les grands pays, l'Allemagne a bénéficié d'une consommation intérieure et d'une création d'emplois toujours robustes, même si la croissance s'est sensiblement ralentie en cours d'année. En Italie et en France l'économie a repris son souffle après une belle progression en début d'année. La croissance s'est toutefois à nouveau inscrite en positif au troisième trimestre. En revanche, l'Espagne a tout au long de

l'année poursuivi sur la voie d'une reprise vigoureuse, portée par la consommation intérieure et les exportations.

Après avoir atteint un creux en avril, l'inflation dans la zone euro s'est peu à peu raffermie. À 0,5 % en octobre, elle est cependant demeurée très inférieure à l'objectif proche de 2 % défini par la BCE. La hausse de l'inflation a en outre, dans une large mesure, reflété l'inflation moins négative des produits énergétiques, en ligne avec le redressement des cours du pétrole. L'inflation sous-jacente, à savoir à l'exclusion des prix des produits alimentaires et énergétiques, a pour sa part légèrement reflué en cours d'année, témoignant d'une dynamique de formation des prix et des salaires toujours atone. Elle s'établissait à 0,8 % en octobre, contre 1,0 % en janvier. Dans les mois qui viennent, l'inflation totale devrait continuer de grimper, sous l'influence d'effets de base positifs des prix de l'énergie.

Les flux commerciaux mondiaux, eux aussi exprimés en pourcentage de l'accroissement de l'activité, sont retombés à un seuil absolu au début de l'année 2016. Outre par l'importance croissante, dans le PIB mondial, des économies émergentes, qui présentent toujours une intensité en commerce moins prononcée, ainsi que par d'autres facteurs structurels tels que l'essoufflement de la dynamique de la libéralisation du commerce et de l'allongement des chaînes de valeur mondiales, ce repli s'explique également par une série d'éléments conjoncturels spécifiques. La faiblesse des investissements est ainsi considérée comme un facteur majeur à l'origine de ce tassement. La transition de la Chine vers une économie axée sur la consommation et sur les services – et donc moins tributaire des importations de matières premières et de machines –, tout comme la baisse des dépenses en capital des pays exportateurs de produits de base joueraient à ce titre un rôle prépondérant. Cela étant, le commerce laisse entrevoir quelques signes de reprise au deuxième semestre de 2016, à la faveur surtout du renforcement de la demande d'importations dans plusieurs économies avancées.

Les marchés financiers ont affronté une première série de turbulences en début d'année, sur fond de nouvelles craintes quant à la croissance dans les pays émergents et à la rentabilité du secteur bancaire. Parallèlement à l'embellie des perspectives de croissance mondiale, les investisseurs ont néanmoins rapidement retrouvé de l'appétence pour le risque, ce qui a réduit la volatilité, soutenu les prix des actifs et comprimé les primes de risque. Le sentiment envers les économies émergentes s'est également amélioré dans un environnement de taux bas anticipé sur une période prolongée dans les économies avancées, d'une diminution des inquiétudes relatives à la croissance chinoise et d'une évolution favorable des cours des matières premières. Le retour des flux de capitaux vers ces pays s'est accompagné

d'une nette remontée des bourses et d'une appréciation de leurs devises. À la fin de juin, les marchés ont réagi vigoureusement au vote en faveur d'un retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne. Tandis qu'une vague d'optimisme avait dopé les prix des actifs au cours des jours précédents, le résultat inattendu du référendum a fait dégringoler les cours boursiers et a compressé les rendements sans risque. Dans le même temps, la livre sterling a lourdement chuté, tandis que le dollar des États-Unis et le yen japonais se sont appréciés. Bien que la réaction initiale ait été vive, les remous se sont estompés dès lors que les banques centrales se sont déclarées prêtes à fournir des liquidités en suffisance et à adopter, si nécessaire, de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire. La dissipation des tensions s'est ensuite poursuivie dans un contexte de redressement timide des perspectives de l'économie mondiale. La livre sterling est néanmoins restée déprimée et, à la suite de la réévaluation de la trajectoire future des politiques monétaires, les rendements des titres souverains sont demeurés proches de leur plancher historique.

Sur le marché des changes, l'euro est, en moyenne, resté assez stable face au dollar des États-Unis. Le statu quo décidé par la Réserve fédérale, après avoir relevé ses taux directeurs en décembre 2015, a pesé sur un hypothétique renforcement du dollar. L'euro s'est en revanche légèrement raffermi en termes effectifs, notamment du fait de sa nette appréciation par rapport à la livre sterling, qui a plus que contrebalancé le repli vis-à-vis des autres monnaies.

Alors qu'ils étaient tombés sous les 30 dollars à la mi-janvier, les cours du pétrole ont sensiblement grimpé tout au long du premier semestre, dépassant la barre des 50 dollars dans le courant de l'été. Au second semestre, les prix pétroliers ont affiché une plus grande volatilité. Après avoir atteint un pic au début d'octobre, ils sont temporairement revenus en deçà des 50 dollars. Portée par une production record des pays de l'OPEP et par un gonflement de la production russe, l'offre est restée abondante, tandis que la demande s'est contractée, à la fois dans les économies avancées et dans les pays émergents. À la suite de l'accord sur une baisse de la production des pays de l'OPEP, les cours sont toutefois nettement repartis à la hausse à la fin de novembre. De manière générale, les cours des matières premières hors énergie ont modestement augmenté au premier semestre de l'année, avant de se stabiliser. Le renchérissement enregistré est directement à mettre en rapport avec le rebond des prix de l'énergie, lesquels constituent un intrant majeur pour les productions tant industrielle qu'agricole.

Vers la fin de l'année, le résultat imprévu des élections américaines du 8 novembre a généré diverses secousses, sur les marchés financiers comme sur ceux des changes

et des matières premières. La perspective d'un large programme d'investissements dans les infrastructures et de coupes d'impôts, préconisés par le candidat élu, a globalement profité aux marchés d'actions. Les bourses américaines ont progressé et ont affiché de nouveaux records. Face au risque inflationniste d'un tel plan de relance budgétaire dans une situation de quasi-plein emploi pour l'économie américaine et, dès lors, à la perspective de voir la Réserve fédérale relever plus promptement ses taux directeurs, les investisseurs se sont en revanche détournés des marchés obligataires. Les rendements des bons du Trésor américain se sont sensiblement redressés durant la semaine qui a suivi l'élection, le taux à dix ans gagnant plus de 40 points de base. La hausse des taux outre-Atlantique s'est propagée aux autres régions du monde, en ce compris la zone euro et les économies

émergentes. Compte tenu du risque accru de fuite des capitaux, la remontée des taux d'intérêt a même été globalement plus prononcée dans ces dernières. Sur le marché des changes, le dollar s'est apprécié, notamment vis-à-vis de certaines devises émergentes, tel le peso mexicain ou le réal brésilien.

Le résultat inattendu des élections américaines a donc indéniablement bousculé les marchés. Plus généralement, l'incertitude entourant, principalement, les politiques budgétaire et commerciale qui seront menées à l'avenir outre-Atlantique s'est nettement avivée. Les éventuels changements de cap radicaux en la matière sont susceptibles d'avoir des retombées majeures sur les croissances américaine et mondiale et élargissent dès lors les marges d'incertitude concernant les présentes projections d'automne.

TABEAU 1 PROJECTIONS POUR LES PRINCIPALES ZONES ÉCONOMIQUES
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

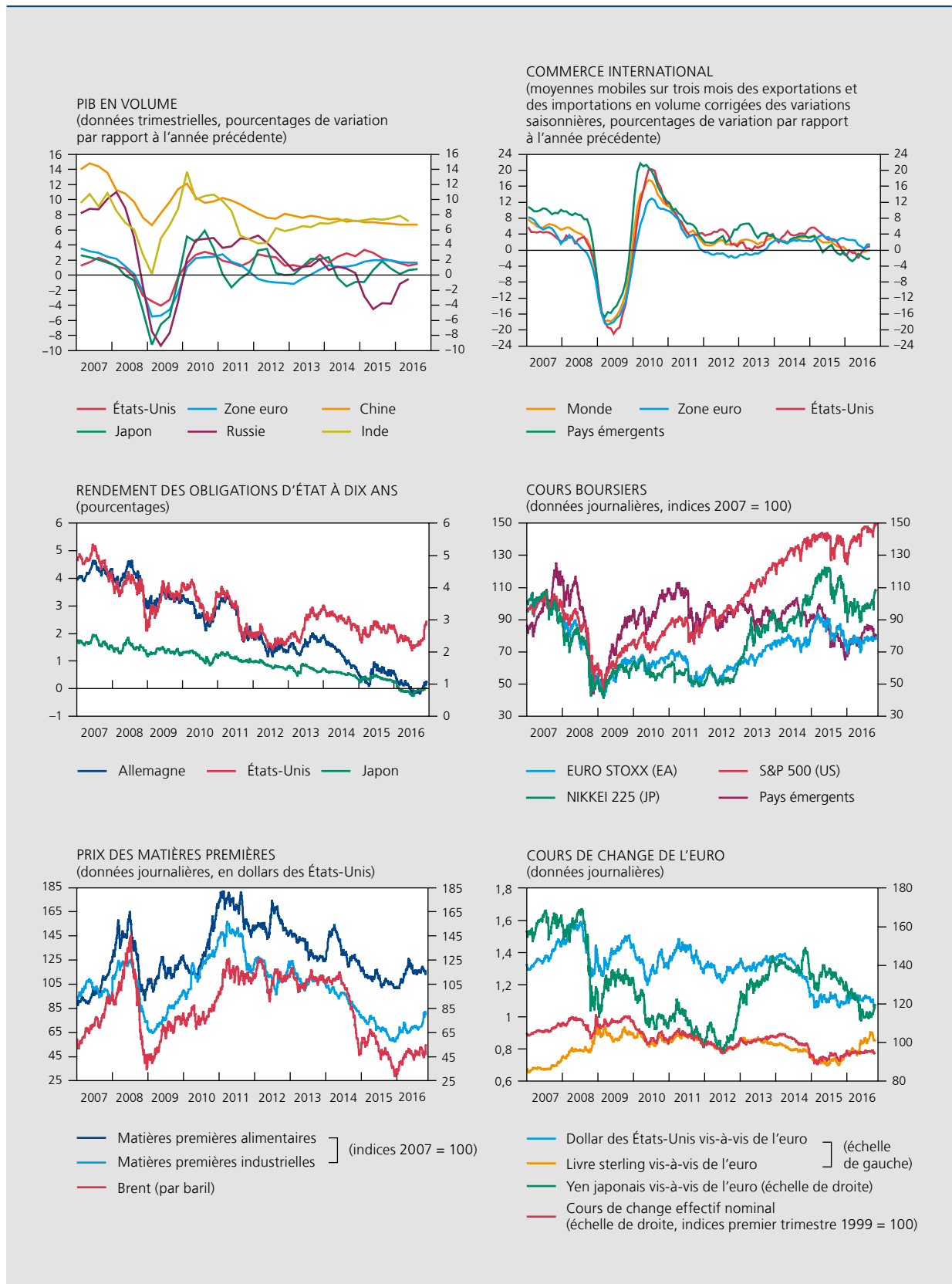
	2015	2016 e	2017 e	2018 e
PIB en volume				
Monde	3,1	2,9	3,3	3,6
dont:				
Pays avancés	2,1	1,7	2,0	2,3
États-Unis	2,6	1,5	2,3	3,0
Royaume-Uni	2,2	2,0	1,2	1,0
Japon	0,6	0,8	1,0	0,8
Zone euro	1,5	1,7	1,6	1,7
Pays émergents	3,8	4,0	4,5	4,6
Chine	6,9	6,7	6,4	6,1
Inde	7,6	7,4	7,6	7,7
Russie	-3,7	-0,8	0,8	1,0
Brésil	-3,9	-3,4	0,0	1,2
<i>p.m. Importations mondiales</i>	2,6	1,9	2,9	3,2
Inflation⁽¹⁾				
États-Unis	0,1	1,2	1,9	2,2
Japon	0,8	-0,3	0,3	1,0
Zone euro	0,0	0,2	1,2	1,4
Chine	1,5	2,1	2,2	2,9
Taux de chômage⁽²⁾				
États-Unis	5,3	4,9	4,7	4,5
Japon	3,4	3,1	3,0	2,9
Zone euro	10,9	10,0	9,5	9,1

Source : OCDE.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE ET DÉVELOPPEMENTS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET DES MATIÈRES PREMIÈRES



Sources : CPB Wereldhandelsmonitor, OCDE, Thomson Reuters Datastream.

Encadré 1 – Hypothèses retenues pour les projections

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

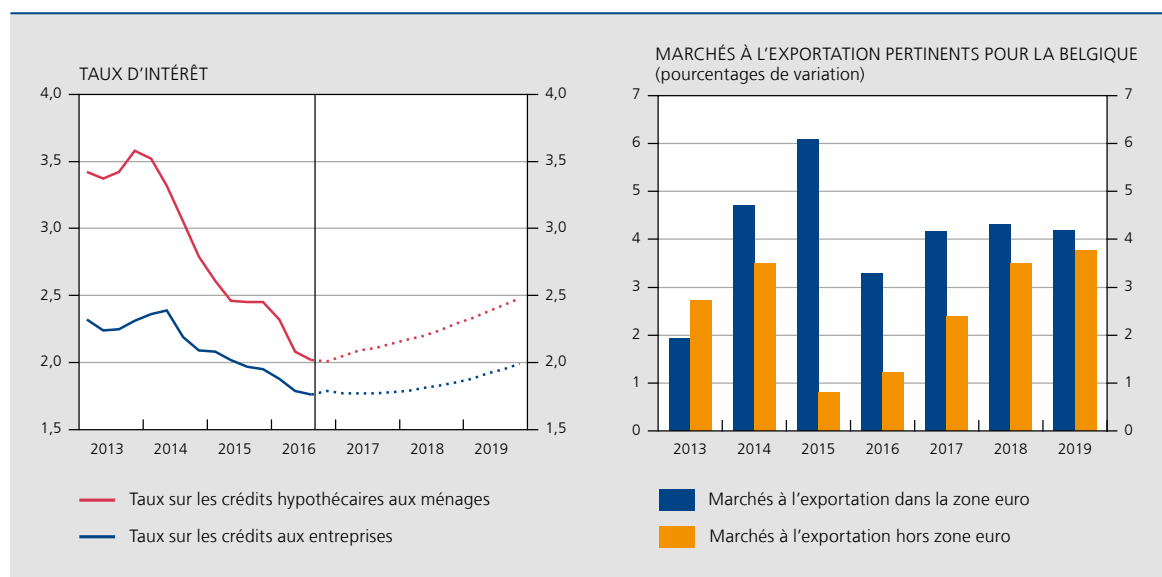
S'agissant des cours de change à venir, les projections s'appuient sur l'hypothèse selon laquelle ceux-ci resteront figés sur l'ensemble de la période de projection aux niveaux moyens observés durant les dix derniers jours ouvrables précédant la clôture des hypothèses, soit le 18 novembre 2016. Pour le dollar des États-Unis, ce cours de change s'établissait à 1,09 dollar pour 1 euro. Il convient de noter que, dans la foulée des élections américaines, le dollar a entre-temps continué de s'apprécier.

En ce qui concerne les futurs cours du pétrole, il est tenu compte, comme à l'accoutumée, des anticipations des marchés telles qu'elles se reflètent dans les contrats à terme conclus sur les marchés internationaux. Après les reculs notables amorcés à l'automne de 2014, le cours du baril de Brent a amorcé un nouveau mouvement nettement orienté à la hausse depuis le début de 2016. Les marchés s'attendaient, à la mi-novembre 2016, à voir le cours du baril de Brent poursuivre progressivement sa hausse à l'horizon des projections : de 43 dollars en moyenne en 2016 à 55 dollars environ en 2019. Ce constat est, pour la période 2017-2018, proche des hypothèses établies dans le cadre des projections de printemps.

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés observées à la mi-novembre 2016. Au second semestre de 2016, le taux des dépôts interbancaires à trois mois s'est établi à quelque -30 points de base et ne redeviendrait positif qu'à la fin de la période des projections. Le niveau du taux d'intérêt à long terme sur les obligations publiques en Belgique afficherait une progression plus soutenue, passant de 0,2 % au troisième trimestre de 2016 à 1,3 % en moyenne en 2019.

TAUX D'INTÉRÊT ET CROISSANCE EN VOLUME DES MARCHÉS À L'EXPORTATION

(pourcentages)



Source : Eurosystème.

L'évolution attendue des taux appliqués par les banques sur les crédits d'investissement aux entreprises et sur les crédits hypothécaires aux particuliers peut cependant diverger quelque peu de celle des taux de marché. Ainsi, en raison de la politique monétaire particulièrement accommodante de la BCE et de l'abondante liquidité qui en découle, le taux hypothécaire moyen est historiquement bas, et il ne devrait suivre le mouvement haussier du taux du marché à long terme que progressivement: ce taux passerait de 2 % environ à la mi-2016 à 2,5 % à la fin de l'horizon des projections. La progression du taux moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, serait plus faible sur la période de projection: en 2019, il ressortirait en moyenne à 1,9 %, soit un niveau à peine supérieur à celui de 2016.

Bien que les perspectives relatives à la croissance économique mondiale, hors zone euro, ne se soient pas tellement assombries depuis les projections de printemps publiées en juin de 2016, la récente atonie du commerce international évoquée précédemment a donné lieu à une nouvelle révision à la baisse de l'importance des échanges commerciaux dans la croissance mondiale en 2016 et 2017. Cette situation grève principalement la croissance des marchés étrangers en dehors de la zone euro, qui, après un plus bas historique en 2015, devrait également rester très limitée en 2016 et 2017. Au total, la croissance des marchés étrangers pertinents pour les exportateurs belges devrait continuer de s'affermir constamment au cours de la période de projection pour atteindre 4 % en moyenne en 2019.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par la croissance de ces marchés de débouchés étrangers, mais également par le développement des parts de marché, et donc, par la compétitivité de la Belgique. Parmi les aspects de la compétitivité liés aux coûts, les fluctuations des prix pratiqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation occupent une place de choix. Avec un cours de change estimé constant, le raffermissement de l'inflation, dans la zone euro mais aussi ailleurs, ouvre la voie pour les prochaines années à une nouvelle pression haussière sur les prix chez les concurrents des exportateurs belges.

HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2016	2017	2018	2019
	(moyennes annuelles)			
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis	1,11	1,09	1,09	1,09
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	43,1	49,3	52,6	54,6
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	-0,26	-0,27	-0,18	-0,01
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	0,5	0,8	1,1	1,3
Taux sur les crédits aux entreprises	1,8	1,8	1,8	1,9
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages	2,1	2,1	2,2	2,4
	(pourcentages de variation)			
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	2,4	3,4	4,0	4,0
Prix des concurrents à l'exportation	-3,3	2,1	2,1	1,9

Source: Eurosystem.

Globalement, l'ajustement des hypothèses par rapport à celles des dernières projections de printemps pour la période allant jusqu'en 2018 exerce une incidence plutôt négative sur les prévisions de croissance pour la Belgique. L'influence négative de l'évolution moins favorable des marchés des débouchés n'est en effet que partiellement compensée par la dépréciation de l'euro.

1.2 Estimations pour la zone euro

Les estimations de croissance des projections d'automne de l'Eurosystème sont très proches des précédentes projections tant de la BCE (septembre 2016) que de l'Eurosystème (juin 2016). Sur l'ensemble de la période de projection, l'économie de la zone euro devrait croître à un rythme relativement constant de 1,6 à 1,7 %. Le recul limité observé les deux dernières années est notamment imputable à un ralentissement de l'économie allemande, où des resserrements de l'offre sur le marché du travail devraient progressivement peser davantage sur la croissance. Par rapport aux dernières estimations de la BCE, les présentes projections d'automne comportent une révision minimale à la hausse de l'estimation de croissance pour la zone euro pour 2016 et 2017, en dépit de l'adaptation, certes mineure, des hypothèses techniques et internationales communes susceptibles en principe d'abaisser la croissance en raison de la hausse du taux du marché à long terme et d'une légère perte de dynamisme de la demande extérieure. En effet, les perspectives à court terme continuent d'indiquer, entre autres sur la base des indicateurs de confiance, un net rebond de la croissance économique à la fin de 2016 et au début de 2017.

La croissance reste soutenue par des conditions de base favorables, comme un euro relativement bon marché et un faible niveau des taux d'intérêt, qu'a contribué à favoriser la

politique monétaire. La faiblesse de la demande extérieure pèse encore actuellement sur la contribution à la croissance des exportations nettes, mais elle est compensée par une forte augmentation de la demande intérieure, portée non seulement par la consommation privée mais également par les investissements. Au fur et à mesure du redressement de la croissance et du commerce au niveau mondial sur la période de projection, les exportations de la zone euro progressent elles aussi à nouveau davantage, ce qui contrebalance largement le ralentissement de la consommation des ménages et des administrations publiques.

Au cours de la période couverte par les projections, l'inflation devrait fortement augmenter, même si elle devrait demeurer légèrement inférieure à 2 % à la fin de 2019. Bien que cette augmentation soit en partie déterminée par le retournement de la composante énergétique, qui, en raison de l'évolution récente et attendue du cours du pétrole, ne devrait plus peser sur la croissance des prix à partir de 2017, l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire l'inflation abstraction faite de ses composantes volatiles, enregistrerait également un net rebond: d'ici 2019, elle doublerait quasiment par rapport au niveau actuel inférieur à 1 %. Cette progression reflète principalement l'accélération des salaires dans un contexte d'embellie sur le marché du travail.

En effet, au cours de la période récente, l'emploi a fortement augmenté: par rapport à la croissance de l'activité,

TABEAU 2 PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME POUR LA ZONE EURO
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e
PIB en volume	1,7	1,7	1,6	1,6
Dépenses de consommation finale des ménages et des ISBL	1,7	1,5	1,5	1,4
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	2,0	1,3	1,1	1,1
Formation brute de capital fixe	3,0	3,1	3,1	2,7
Exportations de biens et de services	2,7	3,7	3,9	4,0
Importations de biens et de services	3,3	4,1	4,3	4,1
Inflation (IPCH)	0,2	1,3	1,5	1,7
Inflation sous-jacente ⁽¹⁾	0,9	1,1	1,4	1,7
Emploi intérieur ⁽¹⁾	1,4	1,1	0,8	0,8
Taux de chômage ⁽²⁾	10,0	9,5	9,1	8,7
Besoin (-) ou capacité de financement des administrations publiques ⁽³⁾	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2

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.

la reprise récemment observée sur le marché du travail est même plus marquée que ce qu'auraient pu laisser prévoir les élasticités historiques. Bien que des glissements conjoncturels vers des secteurs d'activité plus intensifs en main-d'œuvre aient notamment joué un rôle dans ce redressement, il est avant tout le fruit de la diminution des coûts salariaux et de réformes structurelles dans certains pays. Selon les estimations, l'intensité en emploi de la croissance devrait se réduire progressivement, à mesure que disparaîtra l'incidence de ces récentes mesures sur la création d'emplois. Néanmoins, elles exerceraient un effet durable sur l'emploi, qui, même après 2016, devrait croître de près de 0,9% en moyenne par an. Cela signifie également que le taux de chômage baisserait fortement, même si, en 2019 également, son niveau devrait encore être légèrement supérieur à celui d'avant la grande récession.

Enfin, le déficit budgétaire moyen de la zone euro diminuerait fortement pour retomber à 1,2% du PIB en 2019. Cette amélioration est exclusivement attribuable à l'embellie conjoncturelle et, surtout, à la poursuite de la réduction des charges d'intérêts liée à la faiblesse inhabituelle des taux. Après l'assouplissement enregistré en 2016, qui est en grande partie imputable à une hausse des dépenses liées à l'accueil des réfugiés dans certains pays, l'orientation de la politique budgétaire demeurerait relativement neutre. Le ratio de la dette publique continuerait de baisser, à un rythme toutefois lent, pour se situer à la fin de 2019 à un niveau inférieur de plus de 6 points de pourcentage au sommet atteint en 2014.

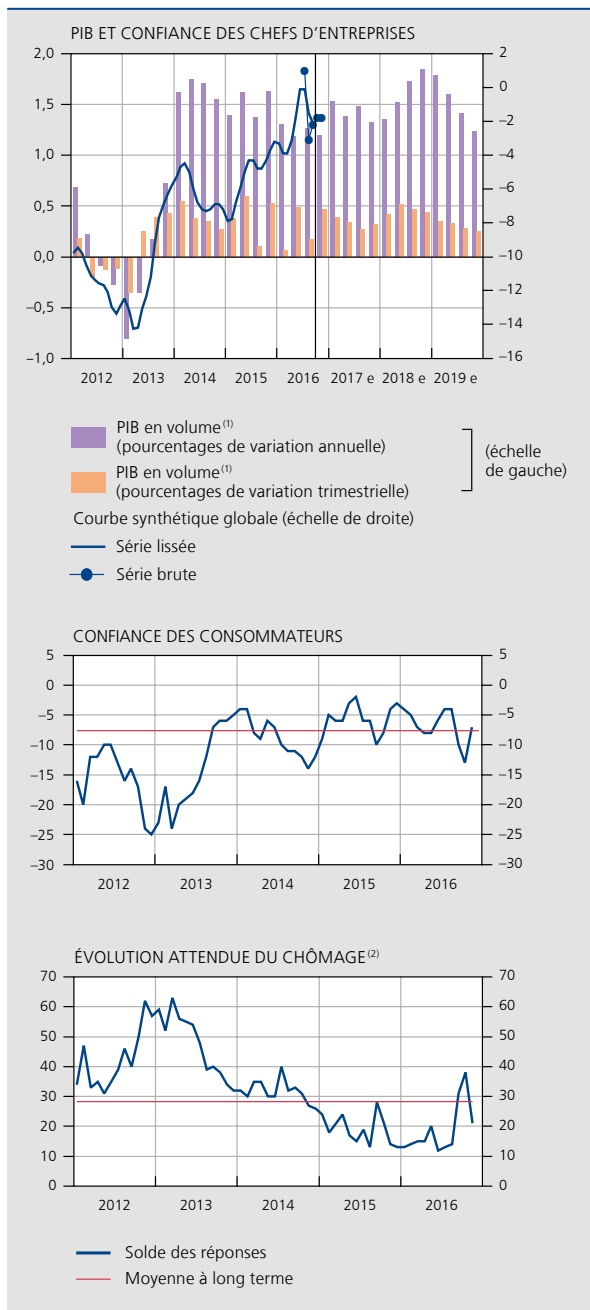
2. Activité et demande

Selon les statistiques trimestrielles actuelles, l'activité économique a suivi en 2016 un schéma relativement erratique. Par rapport à une estimation antérieure de l'ICN ayant servi de point de départ pour les projections de printemps, la croissance trimestrielle des trois premiers mois de l'année a récemment dû être revue à la baisse pour s'établir à 0,1% à peine. L'activité a cependant affiché une accélération de 0,5% au deuxième trimestre, soit un niveau supérieur à celui de l'estimation des projections de printemps. La croissance s'est ensuite à nouveau ralentie au troisième trimestre, de manière plus marquée que ne le prévoient les projections de printemps, pour atteindre 0,2%. Sur les trois trimestres considérés, la croissance a essentiellement été alimentée par une forte expansion des investissements des entreprises et en logements, tandis que la consommation des ménages s'est montrée moins dynamique. S'agissant de la production, l'ensemble des principales branches d'activité a contribué à la croissance, bien que cette dernière puisse essentiellement être imputée à la hausse d'activité dans les services marchands.

S'agissant de l'estimation à court terme de la croissance, il semble que la situation esquissée par les indicateurs de confiance ne soit de prime abord pas aussi univoque. Tandis que la confiance des entrepreneurs belges s'est quelque peu affaiblie durant l'été, tout en demeurant nettement supérieure à la moyenne de long terme, et a affiché une reprise depuis septembre, la confiance des consommateurs a, dans un premier temps, bien plus reculé cet automne pour s'établir à son niveau le plus bas depuis deux ans environ. Ce recul provient pour l'essentiel de la composante de l'enquête auprès des consommateurs qui sonde les attentes des répondants en matière de chômage et ne peut donc être dissocié des multiples annonces de fermeture et de restructuration d'entreprises synonymes de nombreuses pertes d'emploi intervenues aux mois de septembre et d'octobre, ainsi qu'à la surmédiation dont elles ont fait l'objet. Toutefois, le pessimisme des ménages ne cadre pas avec la situation réelle sur le marché du travail, où les suppressions d'emplois annoncées sont inférieures au nombre d'emplois créés. Par ailleurs rien n'indique que le marché du travail se soit fortement détérioré depuis l'été, comme l'atteste d'ailleurs la croissance de l'emploi qui est demeurée vigoureuse au troisième trimestre de 2016. Conformément aux attentes, les derniers chiffres montrent du reste que la confiance des consommateurs s'est à nouveau fortement raffermie en novembre. Les modèles de prévision immédiate (modèles de nowcasting) utilisés par la Banque font dès lors état d'un rebond de la croissance au dernier trimestre de 2016. Dans ce contexte, l'estimation à court terme pour ce trimestre demeure donc proche de 0,4%, conformément aux projections de printemps, et la croissance annuelle pour l'année 2016 serait finalement de 1,2%. Cette révision à la baisse de la croissance annuelle par rapport aux projections de printemps étant intégralement imputable à la révision statistique précitée pour le premier trimestre.

La croissance économique estimée sur une base annuelle devrait ensuite remonter à 1,4% en 2017, et à 1,6% en 2018. Par rapport aux projections de printemps, il s'agit d'une légère révision à la baisse pour 2017; un constat partiellement imputable au caractère moins favorable à la croissance des hypothèses communes, telles qu'exposées à l'encadré 1. Ainsi, les hypothèses relatives à l'environnement international et, partant, aux marchés des débouchés belges, sont particulièrement moins favorables qu'escomptées en juin. Par ailleurs, certaines mesures budgétaires annoncées récemment pèsent, dans des proportions limitées, sur les prévisions de croissance de 2017 essentiellement en raison d'une consommation publique plus faible. L'incidence de ces facteurs est toutefois partiellement annulée par les perspectives à court terme, qui demeurent relativement favorables grâce

GRAPHIQUE 2 PIB ET INDICATEURS DE CONFIANCE



Sources : ICN, BNB.

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

(2) Une hausse est le signe d'une évolution moins favorable tandis qu'une baisse est le signe d'une évolution plus favorable.

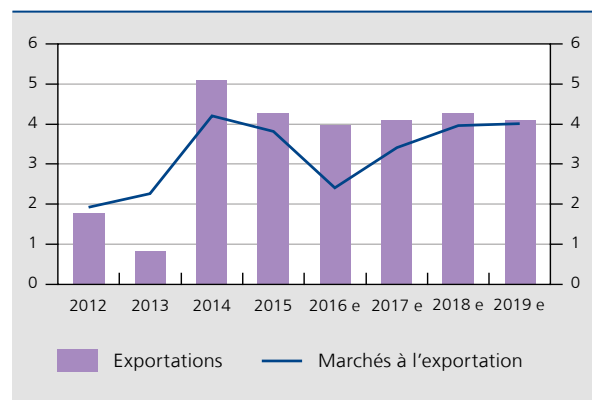
notamment à une forte croissance des investissements privés. En outre, l'estimation des gains de parts de marché à l'exportation a été légèrement revue à la hausse sur la base des dernières statistiques. Pour la première fois, les actuelles projections d'automne comprennent également une estimation pour l'année 2019, qui doit bien entendu être interprétée avec toute la prudence nécessaire en raison de la grande incertitude inhérente aux estimations

macroéconomiques à plus long terme. Ainsi, en 2019, la croissance ne devrait plus poursuivre sa progression, mais plutôt s'affaiblir quelque peu, pour s'établir à 1,5 %, en raison du profil relativement plat de la croissance des marchés à l'exportation de la Belgique et de l'impact dégressif des améliorations récentes en matière de compétitivité-coût, à mesure des remontées plus soutenues de la croissance salariale. De surcroît, cette année-là, la croissance sera également légèrement freinée par le recul post-électoral des investissements locaux. De plus, la croissance économique devrait également être quelque peu ralentie à la fin de la période de projection par des restrictions du côté de l'offre, notamment sur certains segments du marché du travail.

Comme cela a été le cas récemment, la demande intérieure constituera le principal moteur de la croissance au cours des prochaines années. La contribution à la croissance de la demande intérieure (hors variation des stocks) demeurera en effet quasiment stable pour les trois ans à venir, à 1,5 point de pourcentage. De manière générale, les contributions des exportations nettes devraient quant à elles être relativement faibles durant la période de projection, bien que cette année constitue une exception (apparente). En 2016, les exportations nettes devraient en effet encore contribuer à la croissance de l'activité à hauteur de 0,9 point de pourcentage, mais cet état de fait est essentiellement imputable aux données statistiques déjà disponibles pour les trois premiers trimestres. Les comptes trimestriels actuels indiquent de fait que les exportations pour cette période ont été soutenues par des gains de parts de marché substantiels sur les marchés des débouchés étrangers, essentiellement en dehors de la zone euro. Les projections montrent toutefois que ces gains importants devraient progressivement se réduire pour

GRAPHIQUE 3 EXPORTATIONS ET MARCHÉS À L'EXPORTATION

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



Sources : ICN, BNB.

disparaître complètement dans le courant de 2018, étant donné que les coûts salariaux par unité produite devraient à nouveau augmenter plus sensiblement à partir de l'année prochaine et, partant, peser sur la compétitivité-coût. D'après les projections, la croissance des exportations devrait toutefois progresser jusqu'en 2018, parallèlement à l'accroissement de la demande mondiale, tandis que les importations devraient croître plus ou moins au même rythme et maintenir ainsi la contribution des exportations nettes à la croissance à un niveau globalement limité.

L'importante contribution des exportations nettes à la croissance en 2016 est par ailleurs largement compensée par la contribution négative des stocks à la croissance, ce qui indiquerait que les entreprises en ont récemment ralenti la formation ou qu'elles en ont précisément accéléré la réduction. Il en résulterait encore un effet de débordement en 2017, bien que les hypothèses techniques retenues pour l'ensemble des trimestres de la période couverte par les projections tablent, comme de coutume, sur un effet neutre de la variation des stocks sur la croissance, eu égard notamment à la grande incertitude statistique qui entoure ce concept.

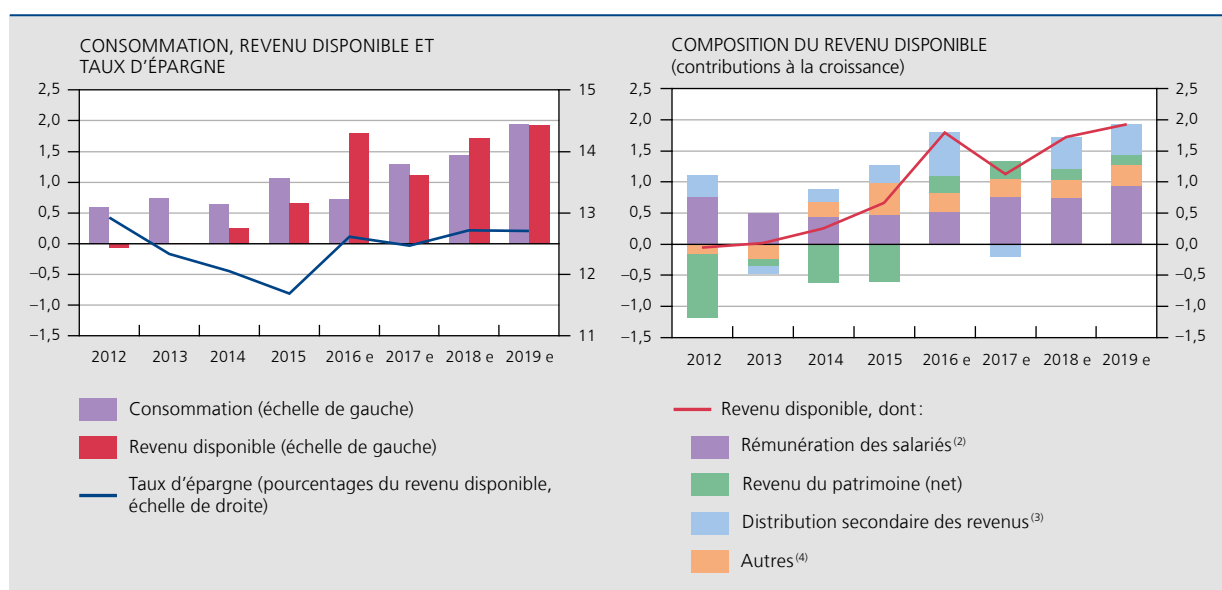
Comme indiqué précédemment, la demande intérieure constituerait donc le principal moteur de la croissance économique en étant, en début de période de projections,

et tout comme lors des trimestres précédents, largement soutenue par les investissements privés. La consommation privée a, quant à elle, affiché, sur la base des chiffres trimestriels déjà connus, une croissance plutôt faible en 2016 malgré les importantes augmentations de revenu de près de 2 % en termes réels. Ces dernières évolutions étant le résultat de la hausse du revenu du travail et de la diminution de l'impôt des personnes physiques opérées dans le cadre du tax shift, mais également de la forte croissance des dividendes perçus, qui a fait que les revenus du patrimoine ont, à nouveau, et pour la première fois depuis longtemps, contribué positivement à la croissance des revenus. Ces revenus du patrimoine étant cependant épargnés dans une large proportion, ceci explique, bien que partiellement, la hausse marquée du taux d'épargne en 2016.

Le taux de croissance de la consommation des ménages devrait encore demeurer relativement limité en 2017 pour s'établir à quelque 0,3 % en moyenne par trimestre. En effet, la croissance des revenus devrait s'inscrire à nouveau à la baisse, étant donné qu'on ne prévoit pas de nouvelles réductions d'impôts pour cette année. Cependant, compte tenu de l'inertie habituelle des habitudes de consommation, les ménages ne devraient guère adapter leur consommation, de sorte que le ralentissement du revenu disponible influe essentiellement sur le taux d'épargne, qui afficherait alors un léger repli. Au cours des

GRAPHIQUE 4 CONSOMMATION ET REVENU DISPONIBLE⁽¹⁾ DES PARTICULIERS

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



Sources : ICN, BNB.

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

(2) À l'exclusion des cotisations sociales à charge des employeurs.

(3) En ce compris les cotisations sociales à charge des employeurs.

(4) La catégorie « Autres » comprend l'excédent brut d'exploitation et le revenu mixte brut (des indépendants).

deux dernières années de la période de projection, la croissance des revenus devrait à nouveau progresser, essentiellement à la suite des augmentations régulières du revenu du travail, notamment sous l'effet de l'affermissement de la croissance salariale, ainsi que des réductions d'impôts additionnelles prévues dans le cadre du tax shift, qui créeront des marges supplémentaires dans le budget des ménages. La consommation privée devrait ainsi progressivement s'adapter à cette croissance plus élevée du revenu, mais le décalage inhérent à cette démarche entraînera à nouveau une légère augmentation du taux d'épargne.

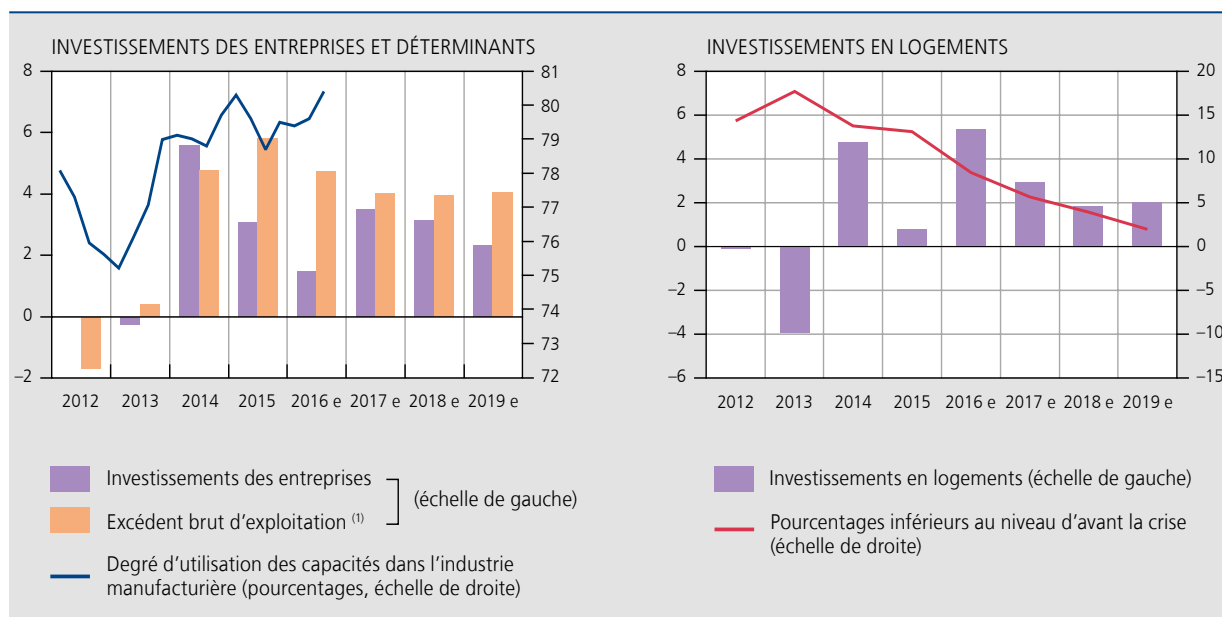
En ce qui concerne les investissements des entreprises, la croissance annuelle pour 2016 est quelque peu biaisée par des facteurs spécifiques qui ont trait à des achats importants de biens d'investissement à l'étranger qui ont relevé le niveau des investissements (et des importations) ces deux dernières années. Si l'on exclut ces facteurs spécifiques en 2015, les investissements des entreprises en volume devraient progresser de plus de 5 % cette année, ce qui résulte en grande partie d'un premier semestre exceptionnellement solide. Du reste, les statistiques actuellement disponibles indiquent que les investissements des entreprises comme les investissements résidentiels ont surpris positivement au cours des deux premiers trimestres de 2016, mais qu'ils devraient tous deux revenir à un rythme de croissance « plus habituel » au cours de la période couverte par les projections. S'agissant des investissements des entreprises, cela correspond à une croissance

annuelle de 3 % en moyenne au cours des trois dernières années de la période de projection. La poursuite de la reprise des investissements des entreprises peut s'expliquer par des déterminants sous-jacents positifs : les entreprises disposent d'importantes réserves de liquidités, l'excédent d'exploitation progresse, et les taux d'intérêt demeurent bas. En outre, le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière est, depuis un certain temps, supérieur à sa moyenne de long terme, de sorte que l'accroissement de la demande générera de plus en plus d'investissements d'extension. Les investissements en logements, que ce soit au travers de constructions neuves ou de projets de rénovation, sont également stimulés par l'environnement de taux bas. À cet égard, il existe des indications claires que l'immobilier fait de plus en plus fonction de forme alternative d'investissement pour les particuliers en quête de rendement. Ici encore, les projections montrent toutefois une normalisation progressive du rythme de croissance, eu égard à l'augmentation attendue des taux hypothécaires. À noter toutefois qu'alors que les investissements des entreprises ont dépassé depuis quelque temps déjà leur niveau d'avant la crise, les investissements en logements se situent quant à eux toujours bien en deçà de ce niveau, et cet écart ne devrait être comblé qu'à la fin de la période de projection.

S'agissant des dépenses des administrations publiques, la croissance des investissements en 2016 devrait encore progresser considérablement en raison des

GRAPHIQUE 5 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET EN LOGEMENTS

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



Sources : ICN, BNB.

(1) En termes nominaux.

TABLEAU 3 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

	2015	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL	1,1	0,7	1,3	1,4	1,9
Dépense de consommation finale des administrations publiques	0,5	0,2	0,5	0,3	0,5
Formation brute de capital fixe	2,4	2,6	3,2	3,2	1,7
des administrations publiques	1,9	3,6	1,8	6,6	-2,6
en logements	0,8	5,4	3,0	1,8	2,0
des entreprises	3,1	1,5	3,5	3,1	2,3
<i>p.m. Dépenses intérieures, hors variation des stocks</i> ⁽¹⁾	1,2	1,0	1,5	1,5	1,5
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,3	-0,7	-0,2	0,0	0,0
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	0,0	0,9	0,2	0,1	0,0
Exportations de biens et de services	4,3	4,0	4,1	4,3	4,1
Importations de biens et de services	4,3	3,0	4,1	4,4	4,3
Produit intérieur brut	1,5	1,2	1,4	1,6	1,5

Sources: ICN, BNB.

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

dépenses importantes liées à la construction d'écoles en Communauté flamande. La diminution de ces investissements spécifiques explique pourquoi l'augmentation des investissements en volume des administrations publiques ne serait que très limitée en 2017. En outre, les investissements publics suivant le schéma du cycle électoral devraient afficher, en 2019, un recul consécutif à la forte croissance enregistrée à l'approche des élections locales de 2018. La croissance de la consommation publique serait quant à elle plus faible qu'attendu en 2016, en dépit notamment de certaines dépenses exceptionnelles engagées dans le cadre du relèvement de la menace terroriste. L'adoption de certaines mesures de consolidation tout juste annoncées et prévues dans les budgets de 2017 ralentirait également quelque peu la croissance de la consommation publique en 2017, par rapport aux projections de juin.

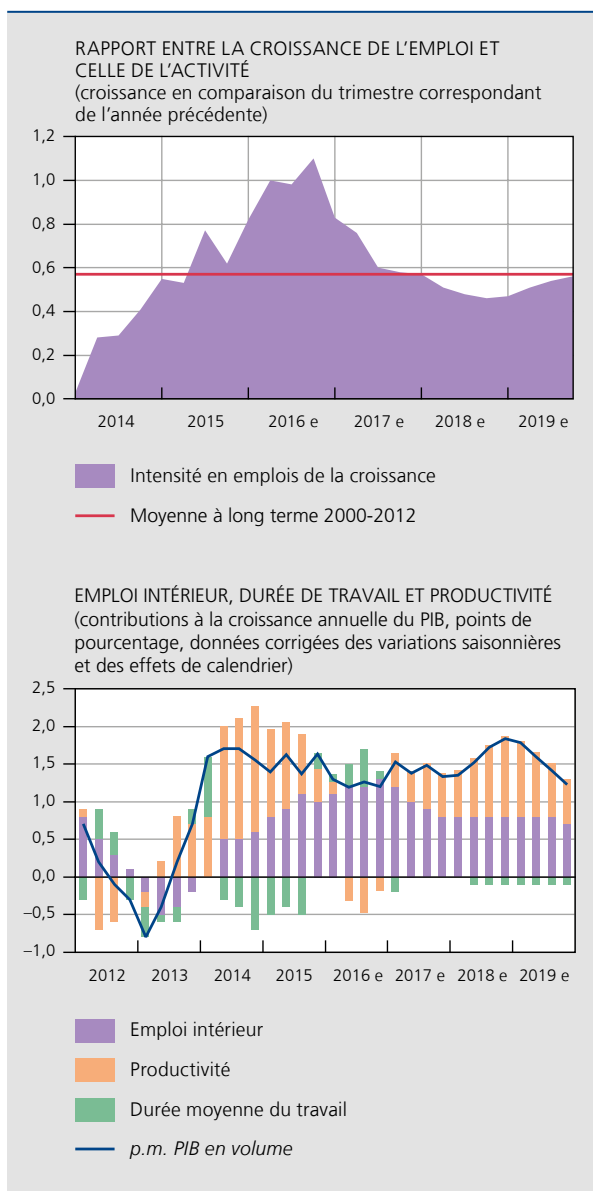
3. Marché du travail

Depuis que la reprise économique s'est amorcée dans le courant de 2013, la croissance de l'activité en Belgique a proportionnellement présenté une intensité en emplois toujours plus grande. Cette évolution tient en partie à des facteurs structurels, comme l'importance grandissante de branches des services intensives en main-d'œuvre, mais traduit également le schéma normal caractéristique du début d'un redressement

économique. Dans ce cas de figure, la productivité et, dans une moindre mesure, la durée moyenne de travail sont les premières variables à progresser, un renforcement de l'emploi ne survenant que dans un second temps. Il y a cependant peu de doutes que la vive création d'emplois qui a été observée dernièrement est également à attribuer à l'incidence favorable de la politique de modération salariale, qui rend le facteur de production travail et, plus spécialement, les nouveaux recrutements relativement moins coûteux, ainsi qu'à une série de réformes structurelles qui gonflent l'offre de travail effective. Cette accélération de la croissance de l'emploi présente toutefois l'inconvénient de freiner la croissance de la productivité – qui est même devenue négative en 2016 –, l'activité présentant un rythme d'accroissement plutôt modéré.

Dans la mesure où l'effet de la modération salariale et des réformes structurelles est appelé à s'estomper progressivement, le rapport entre la croissance de l'emploi et celle de l'activité renouerait, d'après les présentes projections d'automne, avec un niveau plus proche d'une moyenne de long terme, et ce en dépit du fait que les coûts de la main-d'œuvre repartiront à la hausse dès 2017. En octobre 2016, une série de nouvelles réformes du marché du travail, dont une flexibilisation du temps de travail, ont certes été annoncées, mais elles devraient exercer une incidence positive plus restreinte que les mesures précédentes sur l'intensité en emplois de la croissance d'après les premières estimations.

GRAPHIQUE 6 INTENSITÉ EN EMPLOIS DE LA CROISSANCE



Sources : ICN, BNB.

Dans ce contexte, l'accroissement de l'emploi intérieur s'établirait à 55 000 emplois environ en 2016, un résultat somme toute légèrement supérieur à ce qu'escomptaient les projections de printemps. Bien qu'une croissance de l'emploi encore plus vigoureuse ait pu être notée çà et là dans le passé, comme lors de la grande récession, la situation est relativement exceptionnelle en ce sens que cette création d'emplois s'accompagne d'une croissance globalement modérée de l'activité. Il convient d'apporter une nuance, à savoir que la durée moyenne de travail présente une légère diminution tendancielle. Ce phénomène s'inscrit dans un marché du travail de plus en plus flexible, où le travail à temps partiel et les contrats de courte durée

sont plus répandus. La tertiarisation de l'économie y contribue également. En effet, les branches des services emploient une plus grande proportion de travailleurs à temps partiel que celles de l'industrie, ce qui pousse la tendance générale des heures moyennes à la baisse. La participation accrue des travailleurs de 50 ans et plus, plus régulièrement occupés à temps réduit, joue également en faveur d'une diminution de la durée moyenne de travail.

Sous l'effet principalement du repli estimé de l'intensité de main-d'œuvre, l'emploi ralentirait quelque peu à l'avenir. Il en résulterait également un rétablissement de la productivité du travail, dont l'élévation approcherait 1 % durant les deux dernières années de l'horizon de projection. Les créations nettes d'emplois au cours de la période allant de 2017 à 2019, de l'ordre de 120 000, sont principalement soutenues par les activités marchandes. Au sein des branches sensibles à la conjoncture, les évolutions sont toutefois contrastées, l'emploi augmentant surtout dans les services marchands, et en particulier dans les services aux entreprises. À la suite des mesures d'économies budgétaires, l'emploi dans l'administration publique devrait légèrement reculer entre 2017 et 2019 (-6 000 personnes) pour la première fois depuis près de 20 ans. Le nombre de travailleurs indépendants continuerait par contre de progresser, avec 40 000 actifs supplémentaires pendant ce même intervalle.

Le vieillissement démographique se reflète dans une croissance de plus en plus faible de la population en âge de travailler, qui se contracterait déjà de 5 000 unités à l'horizon de 2019, tandis que la population totale continuerait de s'étendre à un rythme rapide. En 2016 et en 2017, ce vieillissement est en partie compensé par l'arrivée de nombreux réfugiés durant le second semestre de 2015, dont la répercussion sur la population active ne se manifeste qu'avec un certain délai, leur intégration sur le marché du travail étant très graduelle. De surcroît, ces projections tablent sur une poursuite de la hausse structurelle du taux de participation, qui reflète à la fois des tendances à plus long terme et des réformes récentes apportées aux régimes de sortie anticipée du marché du travail. Par conséquent, la population active reste orientée à la hausse tout au long de la période de projection.

La hausse de la demande de travail étant plus dynamique que celle de la population active sur l'ensemble de la période de projection, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés devrait poursuivre son repli. À la fin de 2019, on dénombrait ainsi 56 000 chômeurs de moins qu'en 2015. Le taux de chômage harmonisé traduirait ces évolutions, en revenant de 8,6 % de la population active en 2015 à 7,6 % en 2019.

TABLEAU 4 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

(données corrigées des effets saisonniers, variation en milliers de personnes, sauf mention contraire)

	2014	2015	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e
Population totale	55	59	61	71	61	44
Population en âge de travailler	9	16	18	21	9	-5
Population active	32	22	29	36	30	24
Emploi intérieur	19	42	55	46	38	37
Salariés	12	31	41	31	25	25
Branches sensibles à la conjoncture ⁽¹⁾	-1	16	24	19	15	16
Administration publique et enseignement ..	6	1	0	-1	-2	-2
Autres services ⁽²⁾	7	14	17	14	12	11
Indépendants	7	11	14	15	13	12
Demandeurs d'emploi inoccupés	14	-19	-26	-10	-8	-12
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé⁽³⁾⁽⁴⁾</i>	<i>8,6</i>	<i>8,6</i>	<i>8,2</i>	<i>8,0</i>	<i>7,8</i>	<i>7,6</i>
<i>Taux d'emploi harmonisé⁽³⁾⁽⁵⁾</i>	<i>67,3</i>	<i>67,2</i>	<i>67,4</i>	<i>67,9</i>	<i>68,3</i>	<i>68,9</i>

Sources: BFP, DGS, ICN, ONEM, BNB.

(1) Agriculture, industrie, énergie et eau, construction, commerce et horeca, transports et communications, activités financières et services immobiliers et aux entreprises.

(2) Santé, action sociale, services collectifs sociaux, personnels et domestiques.

(3) Sur la base des données de l'enquête sur les forces de travail.

(4) Demandeurs d'emploi en pourcentage de la population active âgée de 15 à 64 ans.

(5) Personnes occupées en pourcentage de la population en âge de travailler (20-64 ans).

4. Prix et coûts

Ces dernières années, plusieurs mesures ont été prises, à l'instar des restrictions apportées à la croissance salariale conventionnelle, des réductions des cotisations patronales à la sécurité sociale et du saut d'index, afin de résorber le handicap salarial par rapport aux trois principaux pays limitrophes de la Belgique et de renforcer la compétitivité-coût des entreprises belges. Par voie de conséquence, les coûts salariaux par unité produite ont reflué tant en 2014 qu'en 2015.

En 2016, la croissance des coûts salariaux horaires demeurerait légèrement négative. Tout d'abord, la modération salariale est restée en vigueur, et bien que les pouvoirs publics aient autorisé des hausses salariales conventionnelles en 2016 contrairement à ce qu'ils avaient fait en 2015, l'augmentation autorisée a été plafonnée à 0,67 %. En outre, la croissance salariale conventionnelle semble jusqu'à présent demeurer sous ce plafond au vu des indications portant sur les trois premiers trimestres de 2016: il appert en effet que peu de hausses salariales conventionnelles ont été décidées au niveau sectoriel. Le saut d'index a pris fin en avril 2016, mais compte tenu des retards inhérents à la manière dont l'indexation est opérée dans

certaines commissions paritaires, l'effet du saut d'index se fera encore sentir en 2016, l'effet de l'indexation sur la croissance salariale étant nettement inférieur à l'inflation. De manière générale, les salaires bruts nominaux ne devraient donc en moyenne que légèrement augmenter en 2016. Cette hausse modérée est cependant plus que compensée par les nouvelles réductions substantielles des cotisations sociales qui ont été appliquées en 2016. Ainsi, le premier recrutement effectué par des PME ou par des indépendants a été exempté de cotisations sociales à compter du 1^{er} janvier 2016 et le schéma de réduction des charges qui s'appliquait du premier au cinquième engagement en 2015 vaut désormais du deuxième au sixième. Le 1^{er} avril, le taux facial des cotisations sociales a été ramené à 30 % (contre 32,4 % précédemment). La réduction forfaitaire des cotisations sociales a été diminuée (438 euros au lieu de 462,6 euros auparavant), tandis que, dans le même temps, le seuil des réductions structurelles des cotisations pour les bas salaires a été relevé et le paramètre de calcul a été adapté de telle sorte qu'une plus grande part des salaires puisse bénéficier d'une réduction structurelle des cotisations pour les bas salaires.

En dépit de la contraction des coûts salariaux horaires et contrairement à ce que prévoient les projections de juin,

les coûts salariaux par unité produite se stabiliseraient à peu près en 2016, ce qui est intégralement dû au repli de la productivité de la main-d'œuvre évoqué ci-dessus.

Les présentes projections prévoient que les coûts salariaux horaires s'inscriront à nouveau en nette hausse à compter de 2017 et que leur progression atteindrait même 3 % en 2019. Cette évolution résulte de l'augmentation continue de l'indexation, liée à l'indice-santé, mais aussi et surtout d'une accélération des salaires conventionnels. Pour 2017 et 2018, les marges convenues pour les adaptations conventionnelles réelles ne seront connues qu'à l'issue des négociations de l'accord interprofessionnel qui s'ouvrent à la fin de cette année. Les marges s'appliquant pour 2019 ne seront quant à elles connues qu'après les négociations de la fin de 2018. Un projet de loi portant révision de la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité est actuellement à l'étude et vise à modifier le mode de calcul de la marge maximale disponible pour négociation. Conformément aux règles de l'Eurosystème, les projections ne peuvent cependant tenir compte que des lois qui ont déjà été adoptées ou qui ont été suffisamment précisées. Vu la poursuite du redressement du marché du travail, de

même que l'évolution attendue des salaires dans les pays voisins, l'hypothèse technique retenue ici est pour ainsi dire la même que celle des projections de printemps, à savoir une croissance des salaires conventionnels réels de 0,7 % en 2017 et de 1 % en 2018. Cette dernière hypothèse a été étendue jusqu'en 2019. En fonction des projections précises relatives aux trois principaux pays voisins et eu égard à ladite révision annoncée du cadre légal, il se pourrait cependant que la croissance salariale réelle s'écarte de ces prévisions.

Pour 2018 et 2019, il est par ailleurs tenu compte de mesures supplémentaires découlant du pacte de compétitivité et du tax shift, qui pèsent sur la croissance des coûts salariaux. Ainsi, le taux facial des cotisations patronales à la sécurité sociale sera encore ramené à 25 % en 2018, la réduction forfaitaire sera supprimée au cours de cette même année et le mode de calcul de la réduction structurelle des cotisations patronales sera de nouveau adapté en 2018 et en 2019. À partir de 2018, plus aucune réduction des cotisations patronales ne sera accordée sur les salaires élevés, mais en 2018 comme en 2019, une plus grande part des salaires plus faibles bénéficieront d'une réduction structurelle des cotisations patronales à la sécurité sociale.

TABLEAU 5 INDICATEURS DE COÛTS ET PRIX

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

	2014	2015	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e
Coûts salariaux dans le secteur privé ⁽¹⁾						
Coûts salariaux par heure ouvrée	1,0	-0,1	-0,2	2,0	2,5	3,0
dont: Indexation	0,8	0,1	0,6	1,3	1,6	1,8
Productivité du travail ⁽²⁾	1,3	1,1	-0,3	0,4	0,9	0,8
Coûts salariaux par unité produite	-0,3	-1,1	0,1	1,6	1,6	2,1
<i>p.m. Coûts salariaux par heure ouvrée selon les comptes nationaux⁽³⁾</i>	<i>1,1</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,4</i>	<i>1,9</i>	<i>2,5</i>	<i>2,9</i>
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽⁴⁾	1,5	1,6	1,8	1,6	2,0	2,0
Produits énergétiques	-6,0	-8,0	-1,0	5,5	2,1	1,8
Produits alimentaires	0,8	1,8	3,2	1,8	2,1	2,0
Inflation totale (IPCH)	0,5	0,6	1,8	2,0	2,0	2,0
<i>p.m. Inflation selon l'indice des prix à la consommation nationale (IPCN)</i>	<i>0,3</i>	<i>0,6</i>	<i>2,0</i>	<i>1,9</i>	<i>1,9</i>	<i>1,9</i>
Indice-santé ⁽⁵⁾	0,4	1,0	2,1	1,5	1,8	1,8

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

(1) Les coûts salariaux par heure ouvrée ne sont ici pas présentés selon le concept des comptes nationaux, mais selon un concept plus large englobant également les réductions des cotisations pour groupes cibles et les subventions salariales. Ce concept offre une meilleure représentation du coût salarial effectif pour les entreprises.

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

(3) À l'exclusion des subventions salariales et des réductions des cotisations pour groupes cibles.

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

(5) Mesuré d'après l'indice des prix à la consommation nationale, à l'exclusion du tabac, des boissons alcoolisées et des carburants.

Au total, les diminutions des charges pesant sur le travail devraient comprimer les coûts salariaux par heure ouvrée de 1,4 % environ entre 2016 et 2019, une baisse dont les effets se feront surtout sentir en 2016 et, dans une moindre mesure, en 2018. Cette évaluation n'a pas été modifiée par rapport aux projections de printemps, mis à part, évidemment, la prise en compte de l'effet des mesures prévues en 2019, puisque cette année n'était pas incluse alors dans l'horizon de projection. Même si la productivité accrue briderait quelque peu l'élévation des coûts salariaux par unité produite, ces derniers augmenteront plus rapidement au cours de la période de projection, pour atteindre une croissance annuelle de l'ordre de 2 % d'ici 2019.

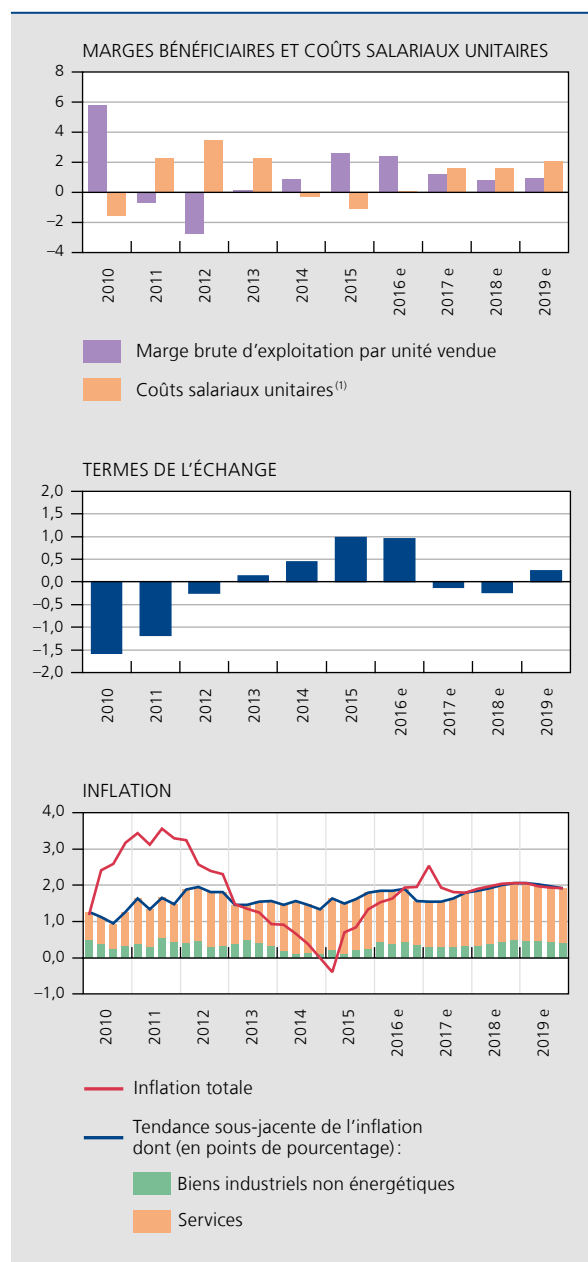
En dépit des importants efforts de modération salariale, l'inflation sous-jacente en Belgique est demeurée relativement élevée en 2016, à 1,8 %. Ce constat s'explique en partie par certaines mesures des pouvoirs publics qui ont fait grimper l'inflation sous-jacente, la principale étant l'augmentation des droits d'inscription dans l'enseignement supérieur en Communauté flamande en octobre 2015. De plus, l'évolution modérée des coûts salariaux semble ne s'être répercutée que de manière tout à fait incomplète sur les prix de vente. Sur le plan macroéconomique, ceci se reflète dans l'évolution des marges bénéficiaires des entreprises, qui se sont inscrites en nette hausse en 2016, tout comme l'année précédente. L'inflation sous-jacente a certes légèrement ralenti dernièrement, mais ceci est principalement dû au fait que l'effet susmentionné de l'augmentation des droits d'inscription dans l'enseignement supérieur en Communauté flamande ne se reflète plus depuis octobre dans les statistiques mensuelles de l'inflation. Selon les projections actuelles, l'inflation sous-jacente devrait encore baisser au premier semestre de 2017 – par le jeu d'autres effets de base également, comme la disparition, dans les statistiques, de la hausse sensible des tarifs pratiqués par les opérateurs de télécommunications au début de 2016 – avant de se redresser pour s'établir à 2 % environ à la mi-2018.

Cette évolution est définie par la progression continue des coûts salariaux décrite ci-dessus, qui fera surtout augmenter les prix dans les services, intensifs en main-d'œuvre. De même, la hausse des prix des biens industriels non énergétiques, qui constituent l'autre composante, moins importante, de l'inflation sous-jacente, s'accroîtrait de ce fait sur l'horizon de projection, même si celle-ci est également fonction des prix pratiqués par les concurrents sur les marchés internationaux dont la croissance, à la fin de la période de projection, s'essoufflerait quelque peu selon les hypothèses communes. L'incidence des coûts salariaux en hausse est par ailleurs largement tempérée par

un tassement des marges bénéficiaires, dont la croissance annuelle tomberait à moins de 1 % à partir de 2018. Cette baisse est à considérer en partie comme un retour à un rythme d'accroissement plus normal. Des évolutions observées dans le passé, dans le cadre desquelles de fortes augmentations des coûts salariaux étaient souvent compensées par un resserrement des marges, laissent à penser que la formation des prix en Belgique se caractérise également par certaines rigidités à la hausse.

GRAPHIQUE 7 INFLATION ET DÉTERMINANTS

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



Sources : CE, BNB.

(1) Y compris les subventions salariales et les réductions pour groupes cibles.

Outre l'inflation sous-jacente, les produits énergétiques et alimentaires expliquent eux aussi l'évolution de l'inflation totale sur l'horizon de projection. Le repli sensible des prix des produits pétroliers, qui se traduit par une amélioration des termes de l'échange jusqu'en 2016, explique en partie pourquoi l'inflation totale est jusqu'alors demeurée inférieure à l'inflation sous-jacente. Les cours du pétrole, à l'instar de ceux des autres matières premières, sont toutefois repartis à la hausse dans le courant de 2016. Plus généralement, sous l'effet de plusieurs facteurs, la contribution négative de la composante énergétique à l'inflation observée s'est muée en une contribution positive à partir du troisième trimestre de 2016. Le ralentissement de la hausse des prix de l'électricité est essentiellement dû à la disparition de plusieurs effets liés à l'augmentation du taux de TVA en septembre 2015, à l'introduction d'un tarif prosommateur dans les tarifs de distribution en Flandre en juillet 2015 et à l'instauration d'un « impôt des sociétés » pour les intercommunales des trois régions entre mars et août 2015. L'inflation de l'électricité demeure cependant élevée en raison de l'alourdissement des autres taxes (essentiellement la majoration de la cotisation Fonds énergie en mars 2016 en Région flamande) et de la suppression des kWh gratuits en Flandre. Les prix des carburants et du mazout devraient s'accroître à partir du dernier trimestre de 2016, et ce sur l'ensemble de l'horizon des projections, en raison, principalement, de l'évolution attendue des cours du pétrole. Les prix du gaz devraient se stabiliser à partir de 2017. L'ampleur des retournements dans l'inflation énergétique, qui passerait de $-1,0\%$ en 2016 à $5,5\%$ en 2017, pour ensuite retomber à $2,1\%$ en moyenne en 2018, influence clairement le taux d'inflation global. Voilà qui explique en grande partie pourquoi l'inflation réelle dépassera l'inflation sous-jacente en 2017, contrairement à ce qui s'est vu les années précédentes, et ne s'en rapprochera à nouveau qu'à compter de 2018. L'évolution des termes de l'échange devrait également être plus plane dès 2017, sous l'effet de la hausse modérée présumée des cours pétroliers et du léger ralentissement des hausses des prix sur les marchés internationaux.

Pour sa part, l'inflation des produits alimentaires a été influencée à la hausse en 2016 par une série de mesures adoptées par les pouvoirs publics, parmi lesquelles l'augmentation des accises sur l'alcool (novembre 2015) et sur le tabac (janvier 2016), ainsi que l'instauration d'une « taxe santé » sur les boissons sucrées dans le cadre du tax shift. Le taux d'inflation des produits alimentaires devrait ainsi passer à $3,2\%$ en 2016, avant de se contracter par la suite. Toutes les mesures déjà connues, telles que l'augmentation des accises, ont été prises en compte.

Au total, l'inflation devrait s'établir à $1,8\%$ en 2016. Comme indiqué précédemment, nombre de mesures ont

contribué à cette hausse générale des prix: $0,4$ point de pourcentage est imputable au tax shift et $0,4$ point de pourcentage est lié aux mesures en matière d'électricité, hors relèvement de la TVA (inclus dans le tax shift). L'élévation des prix est bien plus prononcée que dans la zone euro ($0,2\%$), cet écart s'expliquant essentiellement par la catégorie des services, dont les prix progressent beaucoup plus vite en Belgique qu'ailleurs. L'inflation s'accélérait ensuite quelque peu, pour atteindre 2% au cours de la période 2017-2019, et la différence avec la moyenne de la zone euro se réduirait de manière significative.

L'analyse qui précède a trait à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui permet de comparer les taux d'inflation de tous les États européens. L'inflation mesurée selon l'indice belge des prix à la consommation national (IPCN) peut s'en écarter en raison de différences d'ordre méthodologique. L'IPCN permet de calculer l'indice-santé, soit l'indice national duquel sont exclus le tabac, les boissons alcoolisées et les carburants. Cet indice-santé, qui sert de base, notamment, à l'indexation des salaires, devrait progresser plus lentement et rester en deçà de 2% à partir de 2017.

5. Finances publiques

5.1 Solde de financement et endettement

Selon les estimations les plus récentes, les finances publiques devraient clôturer l'année 2016 sur un déficit de 3% du PIB, soit une détérioration de $0,5$ point de pourcentage par rapport à 2015. Dans le contexte macroéconomique décrit précédemment, le déficit de financement de l'ensemble des administrations publiques en 2017 reviendrait à $2,3\%$ du PIB et se maintiendrait à ce niveau au cours des deux années suivantes.

Les déficits seraient principalement concentrés au niveau du pouvoir fédéral, mais le sous-secteur des communautés et régions en enregistrerait lui aussi – qui seraient certes plus légers – au cours de la période couverte par les projections. En revanche, les comptes des pouvoirs locaux et de la sécurité sociale s'afficheraient en quasi-équilibre.

L'augmentation du déficit de financement en 2016 est attribuable à une forte baisse des recettes et à une légère hausse des dépenses primaires rapportées au PIB, ce qui entraînerait un solde primaire à nouveau négatif. Les charges d'intérêts, quant à elles, diminueraient de $0,3$ point de pourcentage du PIB, dans la mesure où les emprunts publics arrivant à échéance peuvent être refinancés à des taux d'intérêt favorables pour les administrations publiques.

TABLEAU 6 COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

	2015	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e
Ensemble des administrations publiques					
Recettes	51,3	50,7	50,6	50,2	49,8
Dépenses primaires	50,9	51,0	50,6	50,4	50,1
Solde primaire	0,5	-0,3	0,1	-0,2	-0,3
Charges d'intérêts	3,0	2,7	2,4	2,1	2,0
Besoin (-) ou capacité de financement	-2,5	-3,0	-2,3	-2,3	-2,3
<i>p.m. Solde budgétaire structurel</i>	<i>-2,5</i>	<i>-2,7</i>	<i>-2,1</i>	<i>-2,2</i>	<i>-2,1</i>
Solde de financement par sous-secteur					
Pouvoir fédéral ⁽¹⁾	-2,4	-2,9	-2,1	-2,0	-2,0
Sécurité sociale	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Communautés et régions ⁽¹⁾	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
Pouvoirs locaux	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1
Dettes brutes consolidées	105,8	106,5	106,3	106,0	105,6

Sources: ICN, BNB.

(1) Ces chiffres ont été établis selon une approche budgétaire. Ils tiennent compte des avances sur les additionnels régionaux à l'IPP, même s'il convient, d'après la méthodologie du SEC 2010, de considérer ces avances comme de pures transactions financières et de ne comptabiliser les additionnels régionaux qu'au moment de l'enrôlement. La correction de ces avances a été traitée selon les modalités de la loi spéciale de financement.

La perspective d'embellie du solde budgétaire en 2017 résulte d'une réduction de la part des dépenses primaires et des charges d'intérêts dans le PIB, tandis que les recettes devraient rester pratiquement stables.

En 2018 et 2019, les dépenses primaires et les charges d'intérêts devraient poursuivre leur repli, mais la baisse des charges d'intérêts s'affaiblirait à la fin de la période des projections. L'incidence favorable de ces deux facteurs sur le solde budgétaire serait compensée par une diminution des recettes en raison des mesures prises dans le cadre du tax shift.

La dette publique rapportée au PIB devrait augmenter en 2016, mais le taux d'endettement devrait légèrement diminuer à partir de 2017 jusqu'à la fin de la période de projection. Cette diminution est toutefois plus limitée que la baisse qu'afficherait l'ensemble de la zone euro, l'écart se creusant entre les taux d'endettement de la Belgique et de la zone euro.

Les présentes projections tiennent compte de toutes les mesures budgétaires annoncées et suffisamment précisées. Les mesures insuffisamment précisées portent notamment sur la lutte contre la fraude et la régularisation

fiscale, tandis que l'on s'attend également à un rendement moindre de la sous-utilisation des crédits et de certaines économies au niveau de la sécurité sociale. L'incidence éventuelle des réformes envisagées ou d'une harmonisation de l'impôt des sociétés dans les États membres de l'Union européenne n'a pas été prise en compte. Il ressort des projections que des mesures de consolidation supplémentaires seront nécessaires pour parvenir à un équilibre budgétaire structurel.

5.2 Recettes

Les recettes des administrations publiques devraient se contracter de 0,6 point de pourcentage du PIB en 2016 et devraient rester quasiment au même niveau en 2017. En 2018 et 2019, le ratio des recettes enregistrerait un nouveau repli, de respectivement 0,5 et 0,4 point de pourcentage du PIB.

Ce net recul du ratio des recettes est le résultat du tax shift qui réduit fortement les prélèvements sur les revenus du travail, dans le but de renforcer la compétitivité des entreprises, de stimuler l'emploi et d'accroître le pouvoir d'achat des ménages.

TABLEAU 7 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(pourcentages du PIB)

	2015	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e
Recettes fiscales et parafiscales	44,5	43,8	43,8	43,4	43,0
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	26,0	25,1	24,9	24,5	24,1
Impôt des personnes physiques	11,5	11,1	11,0	10,7	10,4
Cotisations sociales	14,5	14,0	13,9	13,8	13,7
Impôts sur les bénéficiaires des sociétés	3,4	3,2	3,2	3,2	3,3
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine	4,2	4,2	4,3	4,3	4,2
Impôts sur les biens et sur les services	10,9	11,3	11,3	11,4	11,4
dont:					
TVA	6,7	6,9	6,9	7,0	7,1
Accises	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1
Recettes non fiscales et non parafiscales	6,8	6,9	6,9	6,8	6,7
Recettes totales	51,3	50,7	50,6	50,2	49,8

Sources : ICN, BNB.

En 2016, les recettes issues de l'impôt des personnes physiques et les cotisations sociales devraient se contracter de respectivement 0,4 et 0,5 point de pourcentage du PIB. La diminution en matière d'impôt des personnes physiques résulte de l'adaptation des barèmes d'imposition visant à augmenter le pouvoir d'achat, en particulier celui des salariés à faibles et moyens revenus, et du relèvement des frais professionnels forfaitaires déductibles. Les cotisations sociales devraient s'infléchir en raison de l'abaissement du taux des cotisations patronales à partir du 1^{er} avril 2016.

Cette diminution des revenus devrait être en partie compensée par une augmentation des impôts sur les biens et sur les services. En 2016, les recettes issues de la TVA devraient s'inscrire en hausse de 0,2 point de pourcentage du PIB, principalement en raison de l'entrée en vigueur, au 1^{er} septembre 2015, du relèvement de la TVA sur la consommation d'électricité, qui produira pleinement ses effets en 2016. En outre, les alourdissements successifs des accises sur le diesel, le tabac et l'alcool ont entraîné une augmentation des revenus tirés des accises de l'ordre de 0,1 point de pourcentage du PIB.

Les recettes des impôts sur les sociétés devraient diminuer de 0,2 point de pourcentage du PIB en raison d'un recul des versements anticipés. Le report des versements anticipés vers la perception par voie de rôles observé depuis la crise financière semble donc se poursuivre.

Les revenus du précompte mobilier demeurent quasiment stables, en dépit de l'augmentation du taux normal de

25 à 27 % en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2016. Un rendement moindre découlant de la baisse des taux d'intérêt et le recours à des réserves de liquidation déjà créées – de sorte que le précompte mobilier sur les dividendes n'est plus dû – expliquent cette évolution.

En 2017, la plupart des catégories de recettes devraient rester relativement stables au regard de leur niveau de 2016. Les cotisations sociales devraient, quant à elles, légèrement se contracter dans la mesure où l'allègement des cotisations patronales devrait produire pleinement ses effets.

En 2018 et 2019, les recettes devraient continuer à se contracter en raison des mesures adoptées dans le cadre du tax shift. Ainsi, au cours de ces deux années, les recettes issues de l'impôt des personnes physiques devraient diminuer de 0,3 point de pourcentage du PIB. De plus, en 2018, un nouveau abaissement des taux pour les employeurs devrait engendrer une diminution des cotisations sociales de 0,2 point de pourcentage du PIB.

5.3 Dépenses primaires

La trajectoire baissière des dépenses primaires rapportées au PIB marquerait une pause en 2016, avant de reprendre à partir de 2017. En termes nominaux, ces dépenses s'accéléraient donc, au cours de la période de projection, à un rythme inférieur à celui de l'expansion de l'activité économique, reflétant en grande partie les mesures d'économie décidées par les gouvernements issus des élections de mai 2014.

Durant cette législature, le pouvoir fédéral ambitionne en effet de comprimer sensiblement ses frais de fonctionnement, ce qui passerait notamment par une réduction de l'emploi public ainsi que par une diminution des achats de biens et de services. La croissance des dépenses de sécurité sociale serait pour sa part tempérée par une série de mesures visant à freiner, entre autres, l'évolution du coût des soins de santé. Les communautés et les régions ont elles aussi décidé de procéder à des économies. Enfin, les pouvoirs locaux ont également dû prendre des mesures de restriction pour maintenir leurs finances saines, même si ces coupes budgétaires pourraient être compensées par la recrudescence des investissements publics à l'approche des élections communales et provinciales de 2018.

En 2016, toutefois, la tendance à la maîtrise des dépenses a été contrecarrée par une série de facteurs imprévus. Parmi ceux-ci figurent les efforts exceptionnels consentis en matière de lutte contre le terrorisme ainsi que pour la gestion de l'afflux de demandeurs d'asile, tandis que divers éléments non récurrents sont par ailleurs venus alourdir les dépenses.

Corrigées pour tenir compte à la fois de ces facteurs temporaires, de l'incidence de la conjoncture et du décalage entre l'inflation et l'indexation, les dépenses primaires

réelles grimperaient de 1 % en 2016, soit une progression légèrement inférieure à la croissance attendue du PIB en volume. En 2017, 2018 et 2019, la hausse des dépenses corrigées s'inscrirait plus clairement en deçà de l'évolution réelle de l'activité économique.

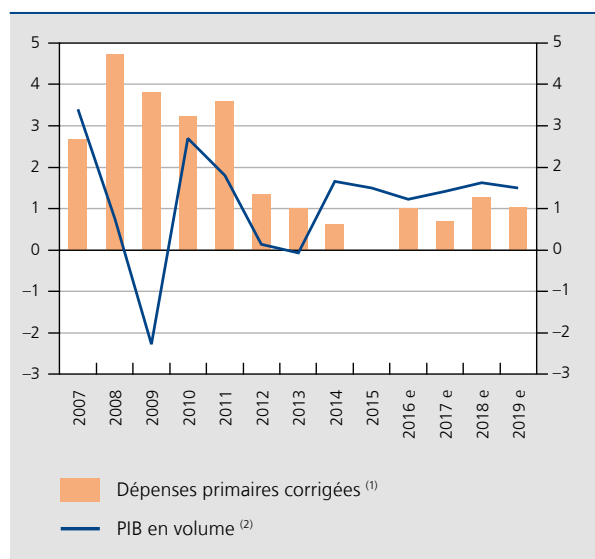
6. Conclusion et appréciation des facteurs de risque

Les présentes projections d'automne de l'Eurosystème sont – tant pour la zone euro que pour la Belgique – toujours très proches des projections de printemps de juin 2016 et des estimations de la BCE de septembre 2016. S'agissant de la Belgique, les estimations de croissance sont demeurées quasiment inchangées par rapport aux projections de printemps. À cet égard, la récente augmentation de l'emploi, significative et plus importante que prévu, renforce toutefois les fondements de la croissance économique. Les perspectives à court terme continuent donc de faire état d'une croissance qui rebondit à la fin de 2016 et au début de 2017. En revanche, les estimations sont légèrement revues à la hausse en ce qui concerne l'inflation, mais cette hausse s'explique principalement par le renchérissement un peu plus vigoureux des prix de l'énergie; le profil de l'inflation sous-jacente restant plus ou moins inchangé.

Ces estimations de croissance ne s'écartent que peu des dernières projections des autres institutions, en dépit d'éventuelles divergences dans l'éventail de données découlant des différentes périodes durant lesquelles elles ont été réalisées. Les estimations de croissance d'avant novembre, comme le Budget économique du BFP de septembre et les dernières prévisions du FMI d'octobre, n'ont en effet pas encore pu tenir compte des révisions des comptes trimestriels publiées par l'ICN à la fin d'octobre (prévoyant notamment la révision à la baisse de la croissance pour le premier trimestre de 2016) et avancent donc une estimation de croissance trop importante en 2016. Le fait que les projections de la Banque pour les prochaines années se situent dans le haut de la fourchette s'explique probablement aussi en partie par la date de clôture plus récente, de sorte que, sur la base des modèles de court terme, elles tiennent davantage compte des perspectives légèrement plus favorables dans un avenir proche. Pour l'inflation également, ces projections se trouvent dans la partie supérieure de l'éventail des autres estimations disponibles, bien que cette situation puisse également résulter d'autres hypothèses pour le cours de change et le prix du pétrole.

La convergence des estimations macroéconomiques ne peut toutefois masquer le fait que de telles estimations

GRAPHIQUE 8 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PIB
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

(1) Dépenses primaires déflatées par le déflateur du PIB 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 (ou théorique pour les années 2015 et 2016, en raison du saut d'index qui a été décidé) des rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales, d'une part, et l'évolution du déflateur du PIB, d'autre part.

(2) Données corrigées des effets de calendrier.

TABLEAU 8 COMPARAISON AVEC LES ESTIMATIONS DES AUTRES INSTITUTIONS
(pourcentages)

Institution	Date de publication	Croissance du PIB en volume				Inflation (IPCH, sauf mention contraire)			
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Bureau fédéral du Plan ⁽¹⁾	Septembre 2016	1,4	1,2			2,0	1,6		
FMI	Octobre 2016	1,4	1,4	1,4		2,0	1,6	1,7	
CE	Novembre 2016	1,2	1,3	1,5		1,7	1,7	1,8	
OCDE	Novembre 2016	1,2	1,3	1,5		1,7	1,7	1,7	
Consensus Economics	Décembre 2016	1,3	1,4			1,8	1,7		
BNB	Décembre 2016	1,2	1,4	1,6	1,5	1,8	2,0	2,0	2,0

(1) Budget économique. Pour les taux d'inflation, il s'agit de l'IPCN.

sont toujours entachées d'une grande incertitude. Ainsi, bien que les préoccupations concernant les pays émergents se soient quelque peu dissipées, ces risques semblent s'être nettement accrus pour ces projections spécifiques, du fait de l'incertitude politique accrue dans les économies développées. De fait, à l'heure actuelle, il est particulièrement difficile de déterminer dans quelle mesure la politique américaine changera de cap, bien que les marchés financiers semblent actuellement anticiper une croissance nominale et réelle plus élevée, en raison d'importants travaux d'infrastructure envisagés. Un accroissement significatif des dépenses publiques au début de 2017 devrait, selon toute vraisemblance, relancer la croissance, mais il peut aussi favoriser une nouvelle hausse des anticipations d'inflation et des taux d'intérêt à long terme, non seulement aux États-Unis mais également sur d'autres marchés, ce qui est susceptible de peser sur les investissements privés. Une nouvelle appréciation du dollar des États-Unis pourrait également accroître la compétitivité-coût des entreprises exportatrices européennes, mais d'importants risques baissiers découlant d'éventuelles mesures protectionnistes qui limiteraient les échanges commerciaux et la circulation des personnes existent également à moyen terme. Cette situation mènerait principalement à une diminution de l'offre de travail, à une détérioration de la concurrence internationale et à une baisse du pouvoir d'achat des ménages.

L'incertitude politique concerne toutefois également la zone euro. Bien que l'incertitude politique récente en Italie, consécutive au rejet par référendum des modifications constitutionnelles, n'ait à ce stade que modérément perturbé les marchés financiers, des élections nationales

sont prévues dans plusieurs autres grands pays en 2017. Des changements de cap fondamentaux dans la politique économique de ces pays auront bien entendu une incidence directe sur les perspectives de croissance de l'ensemble des pays de la zone euro.

S'agissant des risques purement domestiques, l'on peut attirer l'attention sur l'estimation de l'évolution de l'intensité en emplois de la croissance: indépendamment d'une éventuelle répercussion prolongée des effets favorables de la modération des coûts salariaux et des réformes structurelles, la croissance de l'emploi peut aussi être largement soutenue par des facteurs plus persistants, comme une nouvelle hausse tendancielle de l'importance des branches des services intensives en main-d'œuvre. En outre, compte tenu de la divergence entre les estimations budgétaires et les objectifs en matière de déficit budgétaire, il se peut également que dans le cadre de futurs contrôles budgétaires ou de l'élaboration de nouveaux budgets pour 2018 et 2019, la prise de mesures de consolidation supplémentaires, qui peuvent évidemment avoir une incidence sur les perspectives macroéconomiques, ne soit nécessaire. Enfin, les hypothèses relatives à la croissance réelle des salaires et à l'évolution des marges bénéficiaires, basée sur les observations passées, sont empreintes d'une certaine incertitude: si la future norme salariale pointait une autre évolution des salaires ou si la répercussion de la hausse des salaires sur les prix de vente venait à diverger de celle prévue par les présentes estimations, les évolutions de l'activité, de l'emploi, du solde budgétaire ou de l'inflation pourraient s'écarter des actuelles projections d'automne.

Annexe

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE: SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2015	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB en volume	1,5	1,2	1,4	1,6	1,5
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	1,2	1,0	1,5	1,5	1,5
Exportations nettes de biens et services	0,0	0,9	0,2	0,1	0,0
Variation des stocks	0,3	-0,7	-0,2	0,0	0,0
Prix et coûts					
Indice des prix à la consommation harmonisé	0,6	1,8	2,0	2,0	2,0
Indice-santé	1,0	2,1	1,5	1,8	1,8
Déflateur du PIB	0,9	1,6	1,7	1,7	1,9
Termes de l'échange	1,0	0,9	-0,1	-0,2	0,2
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé ⁽¹⁾	-1,1	0,1	1,6	1,6	2,1
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé ⁽¹⁾	-0,1	-0,2	2,0	2,5	3,0
Productivité horaire dans le secteur privé	1,1	-0,3	0,4	0,9	0,8
Marché du travail					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes)	42,1	55,0	45,8	38,0	36,6
Volume total de travail ⁽²⁾	0,6	1,4	0,9	0,7	0,7
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active âgée de plus de 15 ans) ..	8,6	8,2	8,0	7,8	7,6
Revenus					
Revenu disponible réel des particuliers	0,7	1,8	1,1	1,7	1,9
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	11,7	12,6	12,5	12,7	12,7
Finances publiques					
Solde primaire (pourcentages du PIB)	0,5	-0,3	0,1	-0,2	-0,3
Solde de financement (pourcentages du PIB)	-2,5	-3,0	-2,3	-2,3	-2,3
Dette publique (pourcentages du PIB)	105,8	106,5	106,3	106,0	105,6
Compte courant (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB)					
	0,4	1,4	1,6	1,8	2,2

Sources: CE, DGS, ICN, BNB.

(1) Y compris les subsides salariaux (principalement les réductions du précompte professionnel) et les réductions de cotisations sociales ciblées.

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

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
Gouverneur

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

© Illustrations: Banque nationale de Belgique
Couverture et mise en page: BNB AG – Prepress & Image
Publié en décembre 2016

