

Projections économiques pour la Belgique – Printemps 2018

Introduction

Après avoir vigoureusement progressé l'année dernière, l'économie mondiale semble avoir quelque peu perdu de son dynamisme à la fin de 2017 et au début de cette année. Selon les premières statistiques trimestrielles, la croissance économique se serait nettement repliée au premier trimestre dans de nombreuses économies avancées. Ainsi, l'économie américaine s'est légèrement essoufflée, ce qui n'est pas inhabituel pour un premier trimestre et l'économie britannique a pratiquement stagné. Au Japon, l'activité s'est même clairement contractée. La consommation des ménages s'est affaiblie dans plusieurs pays. Même si des éléments idiosyncratiques ont dans certains cas joué un rôle, un ralentissement conjoncturel n'est pas anormal après une forte expansion durant laquelle les capacités de production inutilisées ont diminué. De plus, la croissance mondiale a été limitée par différents facteurs. L'annonce de mesures protectionnistes ne concerne jusqu'à présent qu'une faible partie du commerce mondial, mais elle suscite néanmoins des doutes quant à la mesure dans laquelle ce dernier continuerait de soutenir la croissance mondiale et quant à la mesure dans laquelle l'incertitude qui y est associée peserait sur les investissements. En outre, les prix des matières premières ont augmenté et la hausse des anticipations d'inflation, qui trouve également son origine dans la relance budgétaire dans une économie affichant déjà une large utilisation des capacités de production, fait grimper les taux d'intérêt, principalement aux États-Unis. Cette remontée des taux crée de la volatilité sur les marchés financiers. Elle entraîne aussi une exacerbation des problèmes de financement dans différentes économies émergentes ayant des déficits courants, en raison d'une réallocation des capitaux internationaux, elle-même découlant des variations des rendements relatifs.

L'activité dans la zone euro, après avoir fortement progressé en 2017, s'est aussi ralentie au début de l'année, surtout grâce à une augmentation des exportations. Selon différentes analyses, des facteurs temporaires, comme des conditions météorologiques inhabituellement mauvaises ainsi que des grèves, auraient eu un certain impact sur la croissance. Néanmoins, le rythme de croissance sous-jacent semble également avoir quelque peu faibli par rapport à la croissance trimestrielle très vigoureuse de 0,7 % en moyenne enregistrée en 2017. Le ralentissement en zone euro ne doit pas seulement être vu au travers des facteurs internationaux précités, tels que le léger tassement de la croissance mondiale et l'intensification des entraves commerciales, et pourrait aussi être relié au renchérissement de l'euro, lequel a d'ailleurs continué de s'apprécier au premier trimestre de cette année.

L'évolution des indicateurs de confiance et d'autres indicateurs à court terme au deuxième trimestre, telle qu'elle est connue au 31 mai, à la clôture de ces projections, de même que les développements récents aux niveaux économique et géopolitique, sont difficiles à interpréter de manière univoque. La baisse des indicateurs de confiance a semblé atteindre un creux en avril, mais les données d'enquête pertinentes se sont à nouveau dégradées en mai. De plus, le risque d'une guerre commerciale à grande échelle entre de puissantes économies a d'abord semblé quelque peu s'estomper à la suite des négociations bilatérales entre les États-Unis et la Chine, mais, à la fin du mois de mai, de nouvelles sanctions économiques et des entraves commerciales ont été annoncées, y compris à l'égard des

importations européennes, ce qui pourrait peser sur les échanges internationaux. L'euro s'est également légèrement déprécié au cours des dernières semaines, bien que ce mouvement puisse aussi refléter une révision à la baisse des perspectives de croissance relative dans la zone euro. Enfin, après les turbulences observées au premier trimestre, le calme est quelque peu revenu sur les marchés financiers internationaux, même si le cours du pétrole continue de grimper, ce qui pourrait à terme éroder le pouvoir d'achat des ménages et augmenter les coûts dans les branches de l'industrie à haute intensité énergétique.

Globalement, les hypothèses communes retenues pour ces projections, dont les principales sont décrites dans l'encadré 1, sont basées, à l'instar de celles de la plupart des institutions internationales, sur la persistance d'une croissance vigoureuse de l'économie mondiale et sur une vive expansion du commerce, dont le rythme de croissance durant les prochaines années s'atténuerait néanmoins progressivement par rapport à celui du PIB mondial, comme on l'a observé dans les projections précédentes. De plus, selon ces hypothèses, la hausse des cours du pétrole s'interromprait et le taux d'intérêt dans la zone euro ne remonterait que graduellement. Les risques induits par ce scénario de base sont toutefois principalement orientés à la baisse. De nouvelles perturbations du commerce international ou des marchés financiers pourraient influencer négativement la croissance.

D'après les nouvelles prévisions de l'Eurosystème – dans le cadre desquelles s'inscrivent les projections de printemps exposées dans le présent article –, la croissance de l'activité dans la zone euro retomberait à 2,1 % cette année, soit un niveau en deçà des estimations de la BCE de mars 2018, mais plus ou moins conforme aux projections d'automne les plus récentes de l'Eurosystème, qui étaient moins optimistes. Cette révision à la baisse n'est causée que par le début de l'année plus mauvais que prévu. Les perspectives pour le reste de l'année restent pratiquement inchangées. Ce faisant, la croissance de l'activité, comme dans les projections précédentes, continuerait de faiblir quelque peu, pour ne plus atteindre que 1,7 % en 2020. Ce mouvement s'explique principalement par l'essoufflement précité de la dynamique du commerce mondial, qui freine progressivement la demande extérieure, mais également par les contraintes sur l'offre du marché du travail, qui pèseront encore davantage sur la croissance dans certaines économies majeures. Comme en 2017, l'inflation dans la zone euro serait alimentée cette année par la hausse des prix de l'énergie. Abstraction faite de cette composante et d'autres éléments volatils, l'inflation sous-jacente augmenterait tout au long de la période de projection, reflétant la pression grandissante des coûts salariaux, pour atteindre 2 % d'ici la fin de 2020.

S'agissant de la Belgique, les projections macroéconomiques ont fait l'objet de légères révisions à la baisse par rapport aux projections d'automne. La croissance de 0,3 % observée au premier trimestre s'est avérée un peu plus faible que prévu d'après les statistiques révisées de l'ICN, tandis que, sur la base d'indicateurs avancés, les modèles de court terme prévoient que le rythme de progression demeurerait quasiment inchangé au deuxième trimestre. Compte tenu des hypothèses communes précitées, le ralentissement conjoncturel ne s'accroîtrait toutefois pas au second semestre, comme pour l'ensemble de la zone euro. À partir de cette période, la trajectoire de croissance resterait globalement inchangée par rapport aux projections d'automne. Sur l'ensemble de l'année 2018, la croissance en Belgique s'établirait à 1,5 %, et ensuite, comme dans les projections d'automne, elle devrait encore légèrement se ralentir jusqu'en 2020, principalement en raison du fléchissement observé dans le cycle d'investissements des entreprises et du ralentissement des exportations, lesquels ne seraient que partiellement compensés par la reprise attendue de la consommation privée. L'écart de croissance négatif apparu en 2015 entre la Belgique et la zone euro s'amenuiserait quelque peu mais ne se résorberait pas entièrement durant la période de projection.

D'après les dernières statistiques trimestrielles, la progression de l'emploi, qui a été très vigoureuse durant les derniers trimestres et qui a été stimulée par la modération des coûts salariaux – qui rend la main-d'œuvre relativement moins coûteuse – et par certaines réformes structurelles sur le marché du travail – qui ont élargi l'offre de travail effective –, se serait quelque peu essoufflée au second semestre de 2017. À mesure que les effets de ces mesures politiques se dissipent, la création d'emplois sur une base annuelle continuera de se réduire. Cette situation est également liée à l'incidence grandissante des contraintes sur l'offre de travail – comme le montre déjà le nombre croissant de postes vacants –, qui rendront de plus en plus compliquée la recherche d'une main-d'œuvre adéquate pour les entreprises. En partie à cause de cette tension sur le marché du travail, le nombre moyen d'heures de travail, qui s'était déjà affiché en hausse récemment, continuerait d'augmenter. Le taux de chômage harmonisé, qui mesure le nombre de demandeurs d'emploi effectifs sur la base d'une enquête, s'est contracté encore plus que prévu à la fin de 2017, s'établissant à un niveau très bas, plus enregistré depuis le début du siècle. Durant la période couverte par les projections, le taux de

chômage sur une base annuelle demeurerait globalement inchangé; le nouvel accroissement de la population active, qui résulterait entre autres des mesures adoptées en vue de restreindre la sortie anticipée du marché du travail, évoluerait de façon quasi similaire à la création d'emplois.

L'inflation, qui s'élèverait cette année à 1,8 %, devrait diminuer quelque peu au cours des deux prochaines années, en raison du plafonnement présumé des cours du pétrole. Même si l'inflation sous-jacente afficherait une accélération progressive durant la période de projection, l'augmentation des coûts salariaux ne se répercuterait pas intégralement sur les prix, mais s'accompagnerait plutôt d'une modération des marges bénéficiaires, comme cela a déjà été observé dans le passé.

Enfin, s'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire en 2018 serait une nouvelle fois plus faible qu'initialement prévu, ressortant à 1 % du PIB, comme en 2017. Cela s'explique principalement par la nouvelle forte hausse des versements anticipés des entreprises, dans le contexte d'un nouveau relèvement de la majoration affectant les versements anticipés insuffisants. Il s'agit toutefois d'un facteur temporaire, qui conduirait à une baisse des enrôlements lors de la liquidation de l'impôt des sociétés. Le déficit budgétaire se détériorerait néanmoins de nouveau durant la période de projection, malgré la nouvelle baisse des paiements d'intérêts sur la dette. À la fin de la période de projection, le déficit serait encore de 1,8 %. À cet égard, il convient de rappeler que, conformément aux règles de l'Eurosystème applicables à ces exercices de projection, il n'est tenu compte que 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 clôturer les estimations. Par ailleurs, les évaluations 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

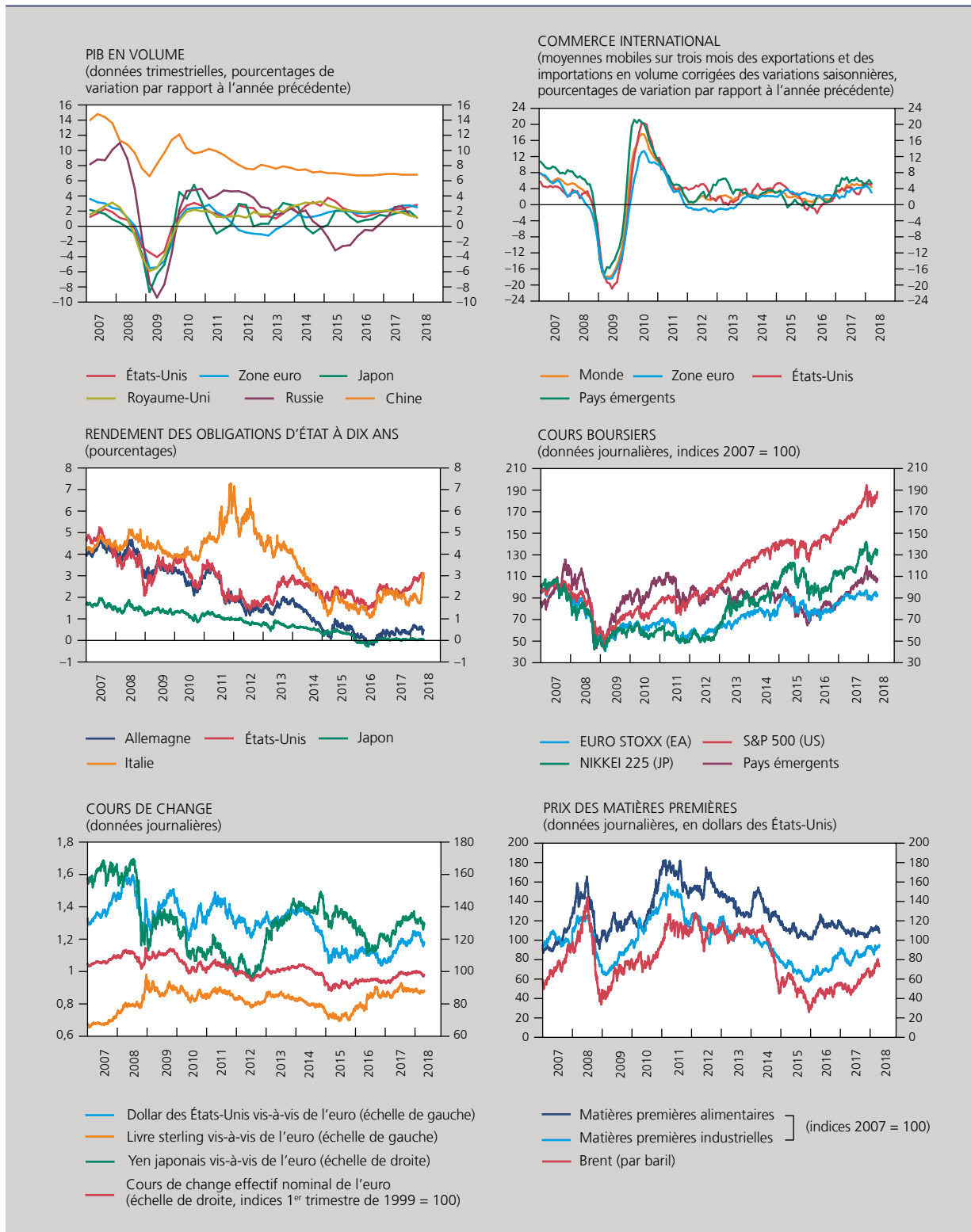
1.1 Économie mondiale

Profitant d'un commerce tournant à plein régime, l'économie mondiale a clôturé l'année 2017 sur un rythme plus soutenu encore qu'attendu. Dans un environnement de volatilité accrue sur les marchés financiers et de tensions géopolitiques et commerciales plus vives, la croissance a toutefois été un peu moins vigoureuse au premier trimestre de 2018 dans la plupart des économies avancées. De façon plus générale, un ralentissement du cycle de croissance n'est pas anormal après la forte expansion durant laquelle les capacités de production inutilisées se sont réduites.

En ce qui concerne les pays avancés, le rythme trépidant de l'activité aux États-Unis se serait essoufflé au premier trimestre de l'année en cours. Ce ralentissement refléterait, entre autres, des décélérations au niveau de la consommation privée et des exportations, ainsi qu'un repli des investissements en logements. Les créations d'emplois, continues depuis octobre 2010, ont permis au taux de chômage de glisser à 3,8 % en mai, soit son niveau le plus bas depuis avril 2000. Dans ce contexte de plus fortes tensions sur le marché de l'emploi, l'inflation sous-jacente a atteint 2 %. Dans le cadre de la normalisation de sa politique monétaire, la Réserve fédérale a encore relevé ses taux directeurs en mars. L'incidence sur la croissance américaine de l'assouplissement de la politique budgétaire, par le biais de hausses des dépenses et de baisses des impôts pour les entreprises et les ménages, demeure très incertaine, eu égard à l'utilisation déjà très élevée des capacités de production. La plupart des estimations, telle celle du Congressional Budget Office, tablent cependant sur une accélération temporaire, limitée ou non, de la croissance – qui se tasserait ensuite rapidement –, dans le cadre de laquelle les anticipations d'inflation progresseraient. Il s'agit également du scénario retenu dans les hypothèses internationales communes pour ces projections de printemps.

Au Japon, l'économie, qui avait affiché une expansion ininterrompue en 2016 et en 2017, a, pour la première fois, à nouveau reculé au premier trimestre de cette année. La principale contribution à la baisse du PIB a été exercée par des variations négatives des stocks des entreprises. L'investissement en logements a également marqué le pas à la suite des interventions de la Financial Services Agency visant à resserrer les conditions d'octroi de prêts aux particuliers pour la construction d'appartements. Plus globalement, l'évolution de l'activité reste davantage portée par les exportations que par la demande domestique, en dépit d'un taux de chômage toujours aussi bas.

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



Sources : CPB Wereldhandelsmonitor, OCDE, Thomson Reuters.

L'économie britannique stagne quelque peu depuis le début de cette année, ce qui ne s'explique que de manière limitée par les mauvaises conditions climatiques qui ont sévi en mars. La demande intérieure a été faible. Bien que le chômage demeure très bas, la consommation privée s'est encore contractée, sur fond d'inflation élevée pesant sur le pouvoir d'achat. Les investissements des entreprises ont diminué, notamment en raison de l'incertitude entachant les relations futures entre le Royaume-Uni et l'UE.

Dans la zone euro, après un excellent cru 2017 qui a vu la croissance se généraliser à travers les pays et les secteurs, l'activité a également évolué à un rythme un peu moins rapide au premier trimestre de 2018 (0,4 %, contre 0,7 % au cours des trois trimestres précédents). La croissance s'est fortement érodée dans certaines économies importantes, comme en France, en Allemagne et, dans une moindre mesure, aux Pays-Bas, tandis qu'elle est restée soutenue en Espagne. De mauvaises conditions climatiques, des grèves, ainsi que d'autres facteurs dont l'incidence est difficile à quantifier de manière précise, auraient, dans une certaine mesure, grevé l'activité dans plusieurs pays. Ces éléments ne peuvent toutefois expliquer la totalité de ce mouvement de repli. Selon les premières statistiques disponibles, ce dernier serait également imputable à une diminution des exportations, dans laquelle l'appréciation de l'euro a pu jouer un rôle en plus des facteurs mondiaux mentionnés ci-avant. Les indicateurs de confiance se sont globalement dégradés depuis le début de l'année.

La forte création d'emplois dans la zone euro a ramené le chômage à 8,5 % en avril, soit son plus bas niveau depuis la fin de 2008. L'inflation est longtemps restée très limitée mais, en mai, elle a brusquement grimpé à près de 2 %. Bien que ce mouvement s'explique principalement par la hausse des cours pétroliers, l'inflation sous-jacente s'est elle aussi renforcée, sous l'impulsion des prix dans le secteur des services.

Les économies émergentes ont maintenu leur trajectoire de manière plus affirmée, les pays exportateurs de pétrole bénéficiant notamment de cours pétroliers plus élevés. Certains pays affichant des déficits courants, comme l'Argentine et la Turquie, sont néanmoins confrontés à des problèmes de financement grandissants et à des dépréciations de leur monnaie, eu égard, notamment, à la récente remontée du dollar des États-Unis, qui a entraîné des glissements dans les positions extérieures. Dans ce cadre, une fuite de capitaux plus prononcée pèsera certainement sur les perspectives des pays émergents.

L'activité dans les pays émergents a été soutenue par une croissance vigoureuse en Chine et en Inde et par la poursuite d'une reprise graduelle au Brésil et en Russie. L'expansion plus vive que prévu de l'économie chinoise en 2017, soutenue par une croissance robuste des exportations, a perduré au premier trimestre de cette année. Affichant 6,8 % sur une base annuelle, l'activité a continué d'y progresser durant les trois premiers mois de cette année, au même rythme que durant les deux trimestres précédents, atteignant même un niveau supérieur à l'objectif de 6,5 % fixé par les pouvoirs publics. La production industrielle s'est redressée, après que les mesures visant à réduire la pollution durant les mois d'hiver avaient été assouplies. De plus, les investissements dans l'immobilier sont restés considérables, en dépit de mesures adoptées par les autorités pour apaiser le marché résidentiel. Bien que la Banque populaire de Chine ait maintenu une orientation de politique globalement neutre, dans le contexte d'un endettement important et d'une expansion constante du crédit, les obligations de réserves des banques ont une nouvelle fois été assouplies à la fin du mois d'avril, afin de rendre l'accès au crédit plus facile pour les plus petites entreprises. En Inde, la croissance s'est à nouveau accélérée à partir de la fin de l'année, portée par la reprise des investissements et de la consommation, après que les effets de la démonétisation (novembre 2016) et de l'harmonisation de la taxation des biens et des services (juillet 2017) avaient temporairement freiné la croissance dans le courant de 2017.

Dans les pays exportateurs de matières premières, la reprise s'est poursuivie au terme de fortes récessions. Après qu'elle s'était tassée au dernier trimestre de 2017, l'économie russe s'est à nouveau redressée au cours des premiers mois de cette année. Le renchérissement du pétrole, le raffermissement de la confiance et l'assouplissement de la politique monétaire, sur fond de recul de l'inflation, ont soutenu à la fois la consommation et les investissements. Les nouvelles sanctions américaines adoptées au début d'avril ont néanmoins entraîné la poursuite de la dépréciation du rouble tout en pesant sur les exportations des grandes entreprises, ce qui est susceptible d'assombrir les perspectives économiques. En dépit des tensions politiques, l'économie brésilienne a, elle aussi, enregistré une nouvelle embellie en 2017 et durant les premiers mois de 2018. La croissance a reposé tant sur la dynamique de la demande extérieure, dans un environnement international favorable, que sur celle de la demande intérieure, dans le cadre de laquelle c'est essentiellement la consommation qui a profité de l'assouplissement de la politique monétaire et de meilleures conditions sur le marché du travail.

Les flux commerciaux internationaux ont affiché une croissance vigoureuse l'année dernière ; celle-ci reflète principalement le redressement cyclique de la demande mondiale et, plus particulièrement, la reprise des investissements dans la mesure où ceux-ci ont une haute intensité commerciale. En dépit de tensions commerciales croissantes, l'expansion du commerce mondial semble également s'être poursuivie au début de cette année, fût-ce à un rythme un peu plus modéré. C'est essentiellement dans la zone euro que les exportations se sont réduites, sur fond de ralentissement de la croissance économique et d'appréciation de l'euro.

En ce qui concerne les marchés financiers, le taux des obligations souveraines a continué de grimper aux États-Unis, où il a atteint son niveau le plus élevé depuis quatre ans, alors que le niveau des taux demeure historiquement bas en Allemagne et au Japon. Cette situation reflète dans une large mesure la différence d'orientation de la politique monétaire, mais elle est également liée aux anticipations d'inflation en plus nette progression aux États-Unis. Dans la zone euro, les différentiels d'intérêt se sont néanmoins creusés : ainsi, l'incertitude entourant la situation politique et les projets budgétaires annoncés ont sensiblement gonflé la prime d'intérêt sur les titres publics italiens. La hausse des taux, l'augmentation des anticipations d'inflation et l'inquiétude concernant les mesures protectionnistes annoncées

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

	2016	2017	2018 e	2019 e
PIB en volume				
Monde	3,2	3,7	3,9	3,9
dont:				
Pays avancés	1,8	2,6	2,6	2,4
États-Unis	1,5	2,3	2,9	2,7
Japon	0,9	1,7	1,3	1,1
Union européenne	2,0	2,4	2,3	2,0
dont: Royaume-Uni	1,9	1,8	1,5	1,2
Pays émergents	4,3	4,6	5,0	5,0
Chine	6,7	6,9	6,6	6,3
Inde	7,9	6,4	7,4	7,6
Russie	-0,2	1,5	1,7	1,6
Brésil	-3,5	1,0	2,4	2,6
<i>p.m. Importations mondiales</i>	2,3	5,1	5,1	4,5
Inflation⁽¹⁾				
États-Unis	1,3	2,1	2,2	2,2
Japon	-0,1	0,5	1,0	1,1
Union européenne	0,3	1,7	1,7	1,8
dont: Royaume-Uni	0,7	2,7	2,5	1,9
Taux de chômage⁽²⁾				
États-Unis	4,9	4,4	4,0	3,5
Japon	3,1	2,8	2,7	2,6
Union européenne	8,6	7,6	7,1	6,7
dont: Royaume-Uni	4,8	4,4	4,4	4,6

Source : CE.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

ont, certes, accru la volatilité sur les marchés boursiers, mais les fortes corrections enregistrées principalement en février ont fait place à une reprise.

Sur le marché des changes, après s'être sensiblement apprécié l'année dernière, sur fond de résultats économiques favorables pour la zone euro et d'anticipations d'un resserrement progressif de la politique monétaire par le marché, l'euro s'est stabilisé en moyenne, depuis le début de l'année, en termes effectifs. Les mouvements un peu plus marqués vis-à-vis du dollar des États-Unis sont liés aux fluctuations des anticipations de croissance et d'inflation outre-Atlantique et dans la zone euro, l'essoufflement de la croissance plus prononcé en Europe s'étant récemment accompagné d'une dépréciation de l'euro, alors qu'il s'était apprécié fortement auparavant. L'agitation financière récente autour de la situation politique en Italie a, dans ce cadre, également pesé sur le cours.

Enfin, le cours du pétrole a poursuivi sa hausse, qu'il avait entamée l'année dernière, et il a même brièvement grimpé en mai jusqu'à quelque 80 dollars des États-Unis le baril, soit son niveau le plus élevé depuis plus de trois ans. Alors que les cours du pétrole sont soutenus par la vigueur de la demande mondiale, différents facteurs d'offre ont également joué un rôle à cet égard, comme le strict respect par les pays de l'OPEP ainsi que par un certain nombre de pays non membres de l'OPEP des restrictions de l'offre annoncées, des interruptions de production imprévues, notamment en Mer du Nord, en Libye et au Venezuela, et, enfin, l'incertitude qui a émergé à la suite du retrait des États-Unis de l'accord nucléaire avec l'Iran. À la fin du mois de mai, le cours du pétrole s'est toutefois nettement replié, notamment parce que certains pays producteurs de pétrole ont laissé entendre qu'ils pourraient augmenter leur production à l'avenir. Les prix des matières premières industrielles ont baissé au début de l'année, entre autres notamment en raison de l'incertitude planant sur une potentielle guerre commerciale, mais ils se sont redressés par la suite.

Encadré – Hypothèses retenues pour les projections

Les projections macroéconomiques pour la Belgique décrites dans le présent article font partie d'un exercice conjoint propre à l'Eurosystème pour la zone euro. Cet exercice de prévisions repose sur un éventail d'hypothèses techniques et de pronostics quant à 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 23 mai 2018. Pour le dollar des États-Unis, ce cours de change s'établissait à 1,18 dollar des États-Unis pour 1 euro. Ce niveau implique une nette appréciation de l'euro par rapport au niveau moyen affiché en 2017.

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 la hausse sensible des cours observée récemment, les marchés anticipaient, à la mi-mai 2018, que le cours du baril de Brent repartirait quelque peu à la hausse au troisième trimestre de l'année, avant toutefois qu'une baisse continue des cours ne s'ensuive.

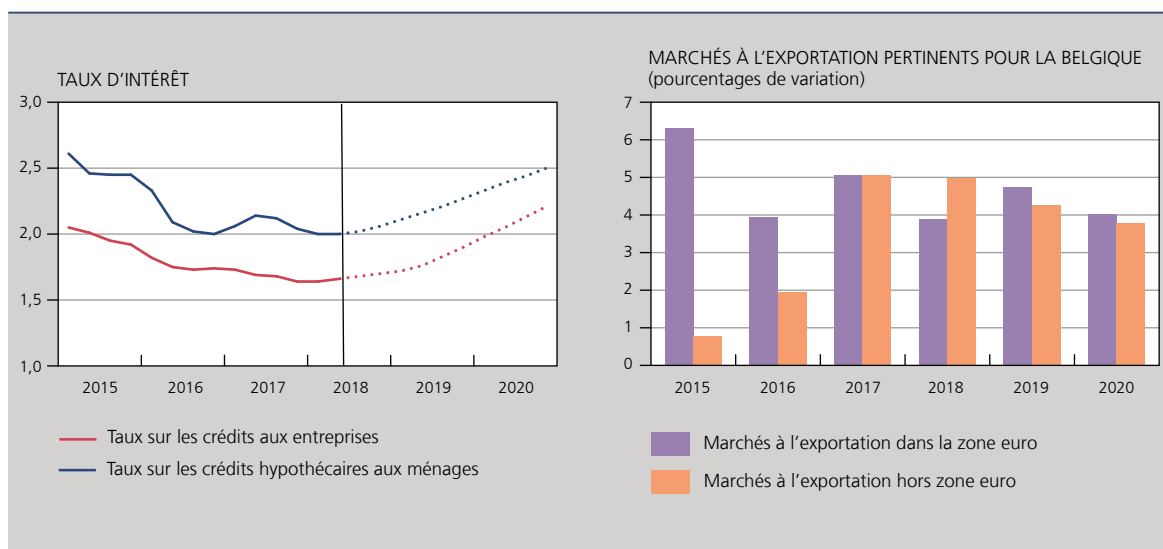
Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois est ainsi stable depuis près de deux ans, aux environs de –30 points de base. Il augmenterait cependant très progressivement, pour redevenir positif en 2020. Le niveau du taux d'intérêt à long terme sur les obligations publiques belges afficherait lui aussi une progression soutenue, passant de 0,9 % en moyenne en 2018 à 1,4 % en 2020.



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, le taux hypothécaire moyen est toujours particulièrement bas, et il ne devrait que partiellement suivre le mouvement haussier du taux du marché à long terme : ce taux devrait passer de 2,0 % en moyenne en 2018 à 2,4 % à la fin

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

(pourcentages)



Source : Eurosysteme.

de l'horizon des projections. Le taux moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, devrait lui aussi progresser relativement lentement sur la période de projection : en 2020, il s'établirait en moyenne à 2,1 %, soit un niveau supérieur d'environ 0,4 point de pourcentage à celui observé en 2018.

Comme indiqué au chapitre 1, l'économie mondiale a enregistré en 2017 de bons résultats en matière de croissance, affichant en particulier une nette reprise des flux commerciaux, dont la croissance a largement dépassé celle du PIB. Ces hypothèses communes supposent que cet écart se réduirait progressivement et que la croissance des importations mondiales reviendrait à un rythme plus proche de celui de l'activité mondiale. Néanmoins, la croissance annuelle des flux commerciaux devrait rester cette année encore extrêmement vigoureuse, notamment en raison de l'effet de débordement favorable de la solide fin de l'année 2017. En 2018, les marchés à l'exportation des entreprises exportatrices belges devraient s'inscrire en hausse de plus de 4 %. Cette croissance devrait toutefois diminuer progressivement sur une base trimestrielle au cours des deux années suivantes.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par la croissance de ces marchés de débouchés étrangers, mais aussi par l'évolution des parts de marché, et donc par la compétitivité de la Belgique. Parmi les aspects de la compétitivité liés aux coûts, les fluctuations des prix pratiqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation occupent une place de choix. En 2018, le renchérissement de l'euro se traduirait par une augmentation des prix relativement limitée chez les concurrents à l'exportation établis en dehors de la zone euro. Dans les années suivantes, avec un cours de change estimé constant, le raffermissement de l'inflation, dans la zone euro mais aussi ailleurs, exercerait à nouveau une pression accrue sur les prix des concurrents des exportateurs belges.



HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2017	2018	2019	2020
	(moyennes annuelles)			
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis	1,13	1,20	1,18	1,18
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	54,4	74,5	73,5	68,7
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	-0,3	-0,3	-0,2	0,2
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	0,7	0,9	1,2	1,4
Taux sur les crédits aux entreprises	1,7	1,7	1,8	2,1
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages	2,1	2,0	2,2	2,4
	(pourcentages de variation)			
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	5,1	4,3	4,5	3,9
Prix des concurrents à l'exportation	2,0	0,3	2,3	2,0

Source : Eurosystem.

Globalement, l'ajustement des hypothèses par rapport à celles des dernières projections d'automne a, par solde, une incidence négative mais limitée sur les prévisions de croissance pour la Belgique. La révision à la hausse, limitée, des marchés à l'exportation favorise la croissance, mais cette influence favorable est plus que neutralisée par le rebond des cours du pétrole et par le léger renchérissement de l'euro, malgré sa récente dépréciation.

1.2 Estimations pour la zone euro

Les estimations de croissance actuelles établies par l'Eurosystem pour la zone euro ont été revues à la baisse pour 2018 par rapport aux projections de mars de la BCE. L'activité dans de nombreux pays, parmi lesquels les principales économies, comme l'Allemagne et la France, a progressé moins rapidement que prévu, en particulier au début de cette année. D'après les premières statistiques à ce sujet, le ralentissement de la croissance serait principalement imputable au recul des exportations.

Excepté ce point de départ plus faible, qui pèse certes sur la croissance annuelle en 2018, les perspectives pour la zone euro sont néanmoins restées pratiquement inchangées, en raison également de l'évolution limitée des hypothèses internationales. L'économie dans la zone euro croîtrait cette année de 2,1 %, avant de perdre un peu d'élan au cours des prochaines années. Ce ralentissement reflète l'affaiblissement progressif supposé de l'intensité en commerce de la croissance mondiale, si bien que la demande d'importations en provenance des pays situés en dehors de la zone euro augmenterait moins rapidement, ainsi qu'au fait que des contraintes sur l'offre de travail pèseraient de plus en plus sur la croissance dans certains pays. En dépit de la décélération, le rythme de croissance de l'activité devrait encore dépasser la croissance potentielle, également à la fin de la période de projection. S'agissant des composantes de la demande, la consommation des ménages, qui a rebondi depuis le début de 2018 et qui ralentirait à peine au cours des prochaines années, continue de soutenir largement la croissance. Les revenus des ménages progressent en effet à un rythme soutenu, en raison non seulement de la création toujours vigoureuse d'emplois, mais également de l'augmentation des salaires réels. Dans plusieurs pays, toutefois, cette croissance des revenus serait utilisée un peu plus intensivement pour reconstituer les réserves d'épargne, si bien que le taux d'épargne, qui a encore faiblement reculé en 2017, se redresserait à nouveau.

Selon les projections, l'inflation s'accélérait encore légèrement cet été à un peu plus de 2%. Cela est principalement dû à la remontée des cours du pétrole. Si le plafonnement supposé et la diminution progressive de ces cours à partir du troisième trimestre font nettement retomber l'inflation dans le secteur de l'énergie, ce mouvement est néanmoins compensé par l'augmentation de la pression des coûts d'origine intérieure. Ainsi, les coûts salariaux s'alourdiraient, en raison notamment de la disparition de certaines mesures qui ont, dans le passé, modéré la croissance de ces coûts dans plusieurs pays, mais, plus généralement, en raison des tensions croissantes sur le marché du travail. Globalement, l'inflation reste à 1,7% chaque année de la période de projection, ce qui masque donc une inflation sous-jacente en forte hausse. Celle-ci atteindrait 2% à la fin de 2020.

La croissance récente de l'emploi s'est avérée très vigoureuse, mais la création d'emplois dans la zone euro devrait diminuer progressivement à mesure que la pénurie de main-d'œuvre qualifiée s'intensifierait et que l'activité ralentirait quelque peu. Dans un contexte de tensions grandissantes sur le marché du travail, la baisse tendancielle du temps de travail moyen serait temporairement interrompue, l'augmentation de la production étant également soutenue par une augmentation du nombre moyen d'heures ouvrées. La population active continue de progresser, de sorte que l'incidence du vieillissement est freinée par une participation croissante au marché du travail, notamment de la part de travailleurs plus âgés. Cependant, le taux de chômage poursuivrait également son repli, revenant à 7,3%, soit son niveau le plus bas de ce siècle.

Le déficit budgétaire moyen de la zone euro, qui était déjà retombé l'année dernière en dessous de 1% du PIB, se résorberait encore d'après les projections, revenant à 0,5% du PIB en 2020. Cette amélioration serait toutefois principalement attribuable à l'embellie conjoncturelle, ainsi qu'à la poursuite de la diminution des charges d'intérêts causée par le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt. En revanche, le surplus primaire corrigé des effets conjoncturels décroîtrait quelque peu durant de la période de projection, eu égard principalement à l'assouplissement de la politique budgétaire, sous la forme de réductions de charges ou de dépenses supplémentaires dans différents pays. La baisse du ratio de la dette publique se poursuit, soutenue par la faiblesse des taux d'intérêt: en 2020, le taux d'endettement aurait déjà reculé de plus de 11 points de pourcentage par rapport à son sommet atteint en 2014.

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

	2016	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PIB en volume	1,8	2,5	2,1	1,9	1,7
Dépenses de consommation finale des ménages et des ISBL	1,9	1,7	1,6	1,7	1,5
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	1,8	1,2	1,3	1,3	1,2
Formation brute de capital fixe	4,5	3,3	4,2	3,3	2,8
Exportations de biens et de services	3,3	5,4	4,2	4,4	3,8
Importations de biens et de services	4,8	4,6	4,1	4,7	4,0
Inflation (IPCH) ⁽¹⁾	0,2	1,5	1,7	1,7	1,7
Inflation sous-jacente ⁽¹⁾⁽²⁾	0,9	1,0	1,1	1,6	1,9
Emploi intérieur ⁽¹⁾	1,4	1,6	1,4	1,1	0,8
Taux de chômage ⁽³⁾	10,0	9,1	8,4	7,8	7,3
Besoin (-) ou capacité de financement des administrations publiques ⁽⁴⁾	-1,5	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5

Source : BCE.

(1) Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente.

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

(3) Pourcentages de la population active.

(4) Pourcentages du PIB.

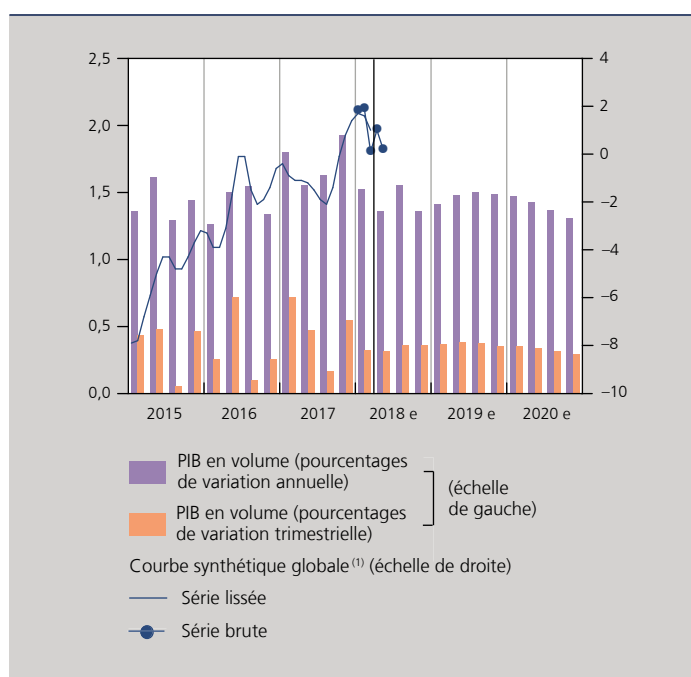
2. Activité et demande

En 2017, le rythme de croissance de l'économie belge a grimpé à 1,7 %, soit un niveau largement supérieur à la progression observée au cours des dernières années et à la croissance potentielle. Au niveau des dépenses, cette augmentation a largement bénéficié de l'expansion sous-jacente des investissements, du moins si une correction est effectuée pour tenir compte de l'incidence d'achats spécifiques importants de biens d'investissement à l'étranger par de grandes multinationales à la fin de 2016. S'agissant de l'optique production, c'est surtout l'accélération de l'activité dans les services qui a contribué à la croissance, tandis que la valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière est demeurée globalement inchangée.

Au premier trimestre de cette année, la croissance s'est quelque peu ralentie, comme dans les autres pays de la zone euro, s'établissant à 0,3 % sur une base trimestrielle. La contraction graduelle de la croissance trimestrielle suit l'évolution de la confiance des chefs d'entreprise, laquelle s'est érodée depuis le début de l'année dans quasiment tous les secteurs. La confiance des consommateurs a évolué de façon plutôt volatile, mais elle semble aussi quelque peu s'effriter depuis la fin de l'année. Dans l'ensemble, les indicateurs avancés disponibles à la clôture des projections ne suggèrent pas d'accélération de la croissance au deuxième trimestre. Les modèles de prévision immédiate (*nowcasting*) utilisés par la Banque font état, pour ce trimestre, d'un rythme de croissance inchangé, à 0,3 %. Ainsi, la croissance au premier semestre demeurerait légèrement en deçà des projections d'automne, fût-ce dans une bien moindre mesure qu'en Allemagne et qu'en France, par exemple.

GRAPHIQUE 2 PIB ET CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE

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



Sources: ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des effets de calendrier.

Sur la base des hypothèses communes, on suppose que le repli des indicateurs de confiance au premier semestre est de nature temporaire et que le ralentissement de la croissance ne s'amplifiera pas. À partir du troisième trimestre, on renouerait avec une croissance un peu plus vigoureuse, de l'ordre de 0,4 % sur une base trimestrielle. Comme dans les projections précédentes, la croissance annuelle de la Belgique s'affaiblirait encore légèrement, pour retomber à 1,4 % en 2020. Ce mouvement reflète à la fois la décélération sur les marchés belges à l'exportation et une normalisation de la croissance des investissements des entreprises. De plus, la croissance économique serait également freinée, certainement

à la fin de la période de projection, par des contraintes d'offre, en particulier sur certains segments géographiques ou fonctionnels du marché du travail.

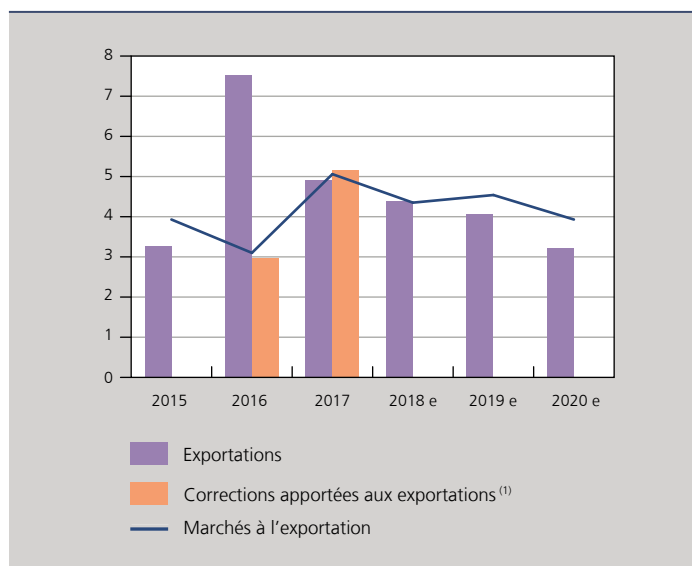
Sur l'ensemble de la période de projection, la croissance resterait, à l'instar des années précédentes, clairement soutenue par la demande intérieure. La contribution à la croissance des exportations nettes serait, en effet, légèrement négative en moyenne. Pour le reste, les hypothèses techniques retenues pour l'ensemble des trimestres de la période de projection tablent, comme de coutume, sur un effet neutre de la variation des stocks sur la croissance, eu égard notamment à l'incertitude statistique élevée qui entoure ce concept.

Grâce, entre autres, à la nette amélioration de la compétitivité-coût, les parts de marché des entreprises exportatrices belges sont, en moyenne, demeurées globalement inchangées durant la période comprise entre 2014 et 2017. Selon les projections, la croissance des exportations se distancierait progressivement de celle des importations des partenaires commerciaux à partir de 2018, si bien que les parts de marché se contracteraient de plus de 1 % au cours des trois années. Cette situation s'expliquerait principalement par la pression, entre-temps à nouveau grandissante, des coûts salariaux, de sorte que la compétitivité-coût ne s'améliorerait plus par rapport à d'autres pays. Compte tenu de l'appréciation récente de l'euro, la perte de parts de marché pour les entreprises belges serait un peu plus importante en dehors de la zone euro qu'au sein de celle-ci.

En raison, notamment, de l'affaiblissement de la demande mondiale, la croissance trimestrielle des exportations fléchirait quelque peu, pour revenir à 0,8 % en moyenne durant la dernière année de la période couverte par les projections. Les importations demeureraient, en moyenne, légèrement plus soutenues, s'appuyant sur la vigueur de la demande intérieure, de sorte que la contribution à la croissance des exportations nettes deviendrait quelque peu négative sur une base trimestrielle.

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.

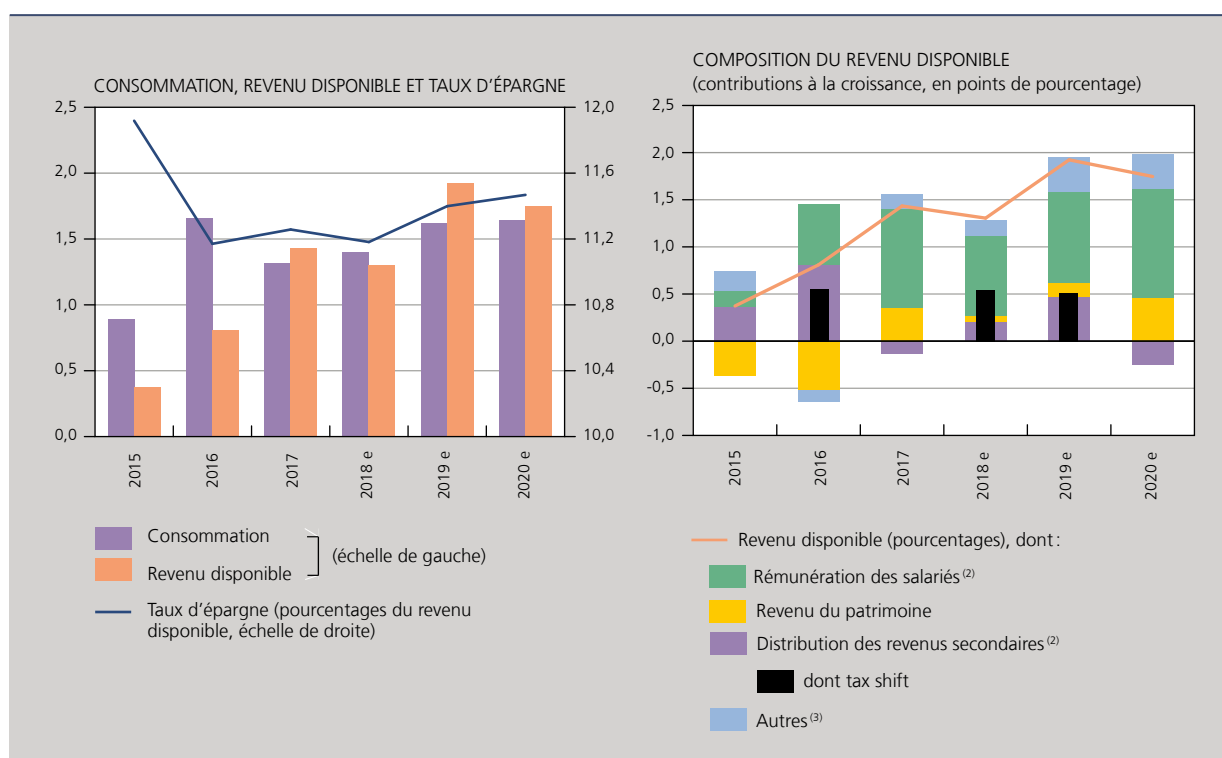
(1) Croissance des exportations corrigée pour tenir compte des dépenses qui découlent uniquement d'une réorganisation, en 2016, des activités commerciales d'une grande firme pharmaceutique au bénéfice de ses filiales établies en Belgique, si bien qu'à partir du deuxième trimestre de 2016, davantage de flux commerciaux depuis et vers la Belgique sont perceptibles dans les statistiques. Les importations et les exportations étant influencées à la hausse de manière relativement similaire, aucune incidence nette sur le PIB n'est observée. Il convient néanmoins de procéder à une correction pour tenir compte de cet effet statistique lorsqu'on examine l'évolution des parts de marché.

Tandis que les exportations se réduiraient progressivement, le taux de croissance réel de la demande intérieure resterait, lui, relativement constant au cours de la période de projection. Toutefois, la part qu'y occupe la consommation privée progresserait. Le profil trimestriel de la consommation des ménages est cependant très volatil, les statistiques trimestrielles actuelles faisant état d'une croissance nulle au dernier trimestre de 2017, puis d'une vive expansion, essentiellement de la consommation durable, au début de cette année. La consommation des ménages continuerait ensuite de s'intensifier assez fortement tout au long de la période de projection, affichant une progression moyenne de 0,4 % sur une base trimestrielle. Le principal déterminant de cette évolution serait l'accélération des revenus du travail, imputable à la croissance de l'emploi qui, certes, ralentirait mais demeurerait encore robuste pendant un certain temps, et, surtout, à l'augmentation des salaires réels. En outre, le pouvoir d'achat des ménages serait également soutenu par les réductions d'impôts supplémentaires dans le cadre du tax shift. À cet égard, la distribution des revenus secondaires doperait la croissance des revenus, surtout en 2019. En 2018, l'incidence favorable du tax shift serait encore partiellement compensée, entre autres, par la hausse de certains prélèvements fédéraux sur les opérations et les revenus financiers.

Depuis l'année dernière, les revenus du patrimoine participent eux aussi à nouveau positivement à l'accroissement des revenus privés. Les ménages belges possédant un patrimoine financier en moyenne relativement élevé, le raffermissement des taux d'intérêt continuerait de tirer les revenus du patrimoine vers le haut au cours de la période de projection. En 2020, la croissance des revenus se tasserait cependant à nouveau quelque peu en raison, notamment, de l'absence de mesures additionnelles relatives au tax shift cette année-là et, dès lors, de la disparition de la contribution positive de la distribution des revenus secondaires. Le renforcement du pouvoir d'achat des particuliers, cumulé sur les trois prochaines années, s'établirait aux alentours de 5 %. Compte tenu de la croissance démographique attendue, cela correspondrait à une augmentation de près de 3,5 % par personne.

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 la charge des employeurs.

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

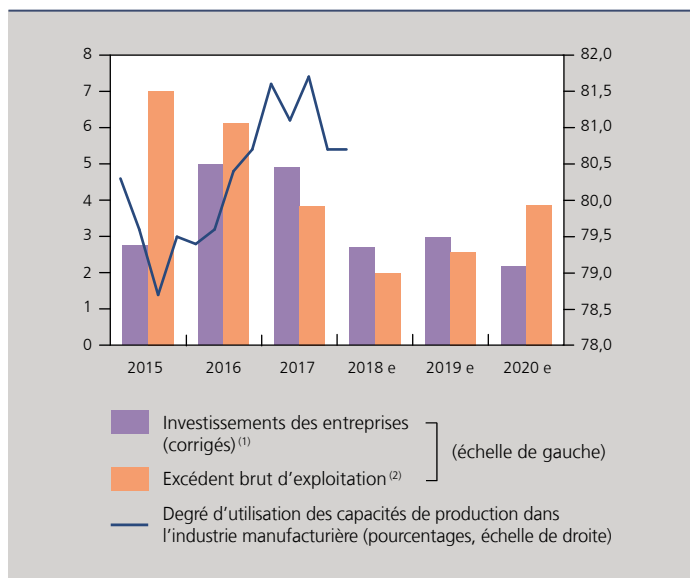
En 2018, la croissance de la consommation dépasserait encore légèrement, sur une base annuelle, la progression des revenus, laquelle serait d'ailleurs également limitée, en termes réels, par la flambée des prix du pétrole. Par conséquent, le taux d'épargne se replierait encore quelque peu mais, comme à l'accoutumée, les ménages n'adaptent leurs dépenses de consommation que progressivement à la croissance plus vigoureuse des revenus. L'augmentation du taux d'épargne durant les prochaines années s'expliquerait aussi par la hausse limitée des revenus du patrimoine dans le revenu disponible. En effet, ces revenus tendent à être relativement plus épargnés.

Outre la consommation privée, les investissements privés continuent, eux aussi, fût-ce dans une moindre mesure, de soutenir la croissance. Abstraction faite du biais induit par certains achats spécifiques de biens d'investissement à l'étranger, qui avaient stimulé les investissements en 2016, l'expansion des investissements des entreprises a été particulièrement vive en 2017, atteignant environ 5 % en volume. D'après les premières statistiques trimestrielles, les investissements des entreprises se seraient néanmoins quelque peu tassés au début de cette année. Les déterminants sous-jacents de l'investissement demeurent favorables à l'avenir, grâce à l'assouplissement des conditions de financement, à des réserves de liquidité substantielle, à la progression de l'excédent d'exploitation, à la faiblesse des taux d'intérêt et à l'utilisation élevée des capacités de production, qui rend nécessaires des investissements d'expansion. La croissance modérée enregistrée au premier trimestre n'a donc pas de valeur indicative : les prévisions actuelles tablent sur un chiffre supérieur pour le reste de l'année. Par la suite, la croissance des investissements des entreprises devrait néanmoins graduellement renouer avec un rythme plus habituel, c'est-à-dire plus proche de celui qui est normalement observé durant cette phase du cycle conjoncturel.

Les investissements des ménages – qu'il s'agisse de constructions neuves ou de projets de rénovation – devraient en théorie continuer d'être stimulés par l'environnement de taux bas. Les statistiques trimestrielles font néanmoins état, depuis la mi-2016, d'une croissance remarquablement faible (voire négative) de ces investissements. Ce mouvement peut notamment s'expliquer par la moindre influence exercée par les glissements de portefeuille d'investissement, étant donné le niveau assez stable des taux d'intérêt sur les marchés financiers observé depuis quelque temps. Les présentes projections tablent toutefois sur une reprise modérée des investissements en logements : durant la période de projection, ils progresseraient ainsi de 0,5 % en moyenne sur une base trimestrielle.

GRAPHIQUE 5 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET DÉTERMINANTS

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Corrigés pour tenir compte d'achats importants de biens d'investissement spécifiques à l'étranger.

(2) En termes nominaux.

Enfin, s'agissant des dépenses publiques, la croissance de la consommation publique resterait relativement modérée tout au long de la période de projection. En revanche, les investissements publics suivraient, comme à l'accoutumée, le profil du cycle électoral : après une accélération en 2018, les investissements locaux se replieraient nettement en 2019. Pour 2020, il a été tenu compte du lancement de plusieurs grands projets d'investissements publics, par exemple dans le cadre de la liaison Oosterweel.

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)

	2016	2017	2018 e	2019 e	2020 e
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL	1,7	1,3	1,4	1,6	1,6
Dépense de consommation finale des administrations publiques	0,2	1,3	0,9	0,7	0,7
Formation brute de capital fixe	3,8	0,7	2,6	2,3	2,3
des administrations publiques	-1,5	2,0	6,6	-1,9	4,0
en logements	2,6	0,3	0,7	2,2	1,9
des entreprises	4,9	0,7	2,7	3,0	2,2
<i>p.m. Dépenses intérieures, hors variation des stocks</i> ⁽¹⁾	1,8	1,2	1,5	1,5	1,6
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,0
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	-0,6	0,5	0,2	-0,1	-0,2
Exportations de biens et de services	7,5	4,9	4,4	4,1	3,2
Importations de biens et de services	8,4	4,4	4,2	4,2	3,4
Produit intérieur brut	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4

Sources : ICN, BNB.

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

3. Marché du travail

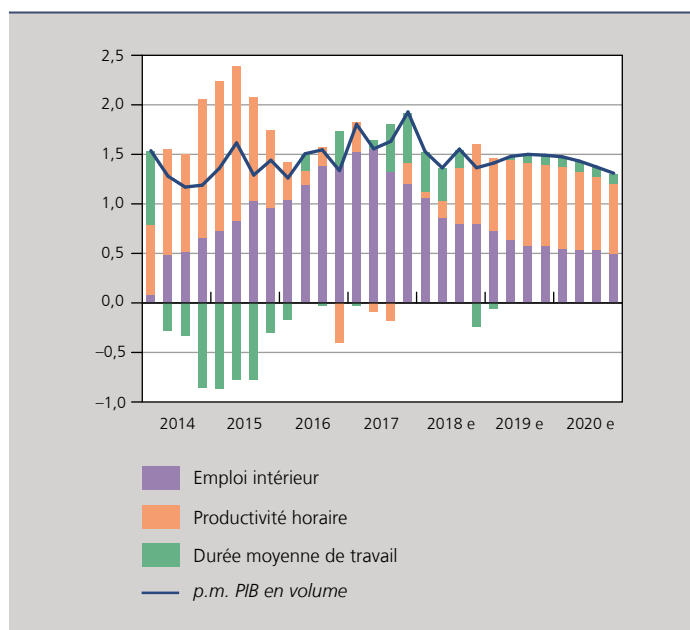
Ces deux dernières années, la croissance de l'emploi a été très vive, surtout par rapport à celle du PIB. À cet égard, la plupart des emplois ont été créés dans le secteur privé et, notamment, dans les branches d'activité sensibles à la conjoncture. Au sein de ces branches, en 2017, seules les activités financières et d'assurance ont continué d'enregistrer une baisse de leurs effectifs, tandis que les secteurs de l'industrie et de la construction ont soutenu la création d'emplois. Les secteurs les plus contributeurs ont été les services aux entreprises, ainsi que les branches du commerce, des transports et de l'horeca. Durant la période de projection, le redressement de l'activité serait toutefois graduellement davantage porté par une reprise des gains de productivité et par une augmentation constante de la durée moyenne de travail.

L'année 2018 se caractériserait dès lors par une création d'emplois de moindre ampleur que les deux années précédentes. Après avoir crû de 58 000 en 2016 et de 65 000 en 2017, le nombre de personnes occupées devrait progresser de 41 000 unités cette année, pour ensuite aller en s'amenuisant jusqu'en 2020. Cette évolution résulte de la réduction graduelle sur l'horizon de projection de l'impact des politiques mises en place ces dernières années pour stimuler les créations nettes d'emplois, notamment la modération salariale. À cela s'ajoute un ralentissement de la croissance attendue du PIB sur toute la période de projection, puisque celle-ci redescendrait à 1,4 % en 2020. En outre, après trois années de fortes créations nettes d'emplois et de recul du chômage, des déficits au niveau de l'offre de main-d'œuvre sur certains segments géographiques et fonctionnels du marché du travail pourraient contraindre l'expansion de l'emploi. 97 000 emplois seraient créés sur la période 2018-2020.

La hausse plus modérée du nombre de personnes en emploi devrait aller de pair avec un rebond de la productivité horaire, dont la croissance retrouverait un rythme soutenu à partir du second semestre de l'année en cours, proche de la moyenne enregistrée hors période de crise. L'accroissement de la durée moyenne du travail devrait aussi contribuer

GRAPHIQUE 6 EMPLOI INTÉRIEUR, DURÉE DU TRAVAIL ET PRODUCTIVITÉ

(contribution à la croissance du PIB, points de pourcentage, données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Sources : ICN, BNB.

à l'essoufflement des créations d'emplois. Après avoir reculé jusqu'en 2016 en dépit de la reprise économique, la durée moyenne des prestations augmenterait, en raison, notamment, de la suppression des allocations pour le crédit-temps sans motif (introduites au début de 2015), qui avaient incité de nombreux travailleurs à réduire temporairement leur temps de travail avant que le dispositif ne soit supprimé. En outre, les tensions grandissantes sur le marché de l'emploi pourraient encore allonger la durée moyenne de travail, en exerçant une pression haussière sur les heures supplémentaires ou baissière sur le travail à temps partiel.

Au sein même de l'emploi, la croissance du nombre de salariés s'affaiblirait plus rapidement que celle des indépendants. En effet, l'expansion de cette dernière ne serait pas entravée par l'amoindrissement de l'incidence de la modération salariale. Par ailleurs, il semblerait qu'un nombre toujours plus élevé de travailleurs opte pour ce statut en raison, entre autres, des améliorations apportées ces dernières années à ce régime et aux possibilités offertes aux retraités de combiner pension et activité professionnelle en tant que travailleur indépendant.

Si le vieillissement de la population freine le rythme de croissance de la population en âge de travailler, le taux de participation continue quant à lui de grimper, en raison notamment des mesures prises pour décourager les sorties anticipées du marché du travail, ce qui soutient la hausse de la population active. La croissance de celle-ci restant toutefois inférieure à celle de l'emploi, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés continue de se replier. En 2018, ces derniers devraient en moyenne être 26 000 de moins qu'un an auparavant. Ce recul devrait cependant fortement se réduire au cours de l'horizon de projection, même s'il est alimenté par la mise à la pension graduelle d'une importante cohorte de chômeurs âgés. En 2020, on compterait 490 000 demandeurs d'emploi inoccupés pour l'ensemble de pays. Le taux de chômage harmonisé, qui mesure la disponibilité réelle pour le marché du travail sur la base de données d'enquêtes et dont l'évolution peut dès lors s'écarter légèrement de celle du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés enregistrés auprès de l'ONEM, a fortement chuté au cours des derniers trimestres. Il poursuivrait son recul en 2018 pour s'établir à 6,7 % en moyenne annuelle, soit un niveau similaire à celui enregistré au début des années 2000. Il serait ainsi proche de son niveau structurel, soit un taux de chômage difficilement compressible à politique inchangée. Le taux de chômage resterait ensuite relativement stable et progresserait quelque peu en 2020, la création d'emplois perdant de la vitesse et l'augmentation de la population active demeurant vigoureuse.

TABLEAU 4 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

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

	2014	2015	2016	2017	2018 e	2019 e	2020 e
Population totale	55	59	57	58	58	56	60
Population en âge de travailler ⁽¹⁾	9	16	16	14	11	7	6
Population active	33	21	32	38	15	24	22
Emploi intérieur	20	40	58	65	41	30	25
Salariés	14	30	44	54	30	20	16
Branches sensibles à la conjoncture ⁽²⁾	-1	19	29	38	19	10	7
Administration publique et enseignement ..	8	2	2	4	1	0	0
Autres services ⁽³⁾	7	9	13	12	10	10	10
Indépendants	6	10	13	11	11	10	9
Demandeurs d'emploi inoccupés	14	-19	-26	-28	-26	-6	-4
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé⁽⁴⁾⁽⁵⁾</i>	<i>8,6</i>	<i>8,6</i>	<i>7,9</i>	<i>7,1</i>	<i>6,7</i>	<i>6,7</i>	<i>6,8</i>
<i>Taux d'emploi harmonisé⁽⁴⁾⁽⁶⁾</i>	<i>67,3</i>	<i>67,2</i>	<i>67,7</i>	<i>68,5</i>	<i>69,5</i>	<i>69,9</i>	<i>70,2</i>

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

(1) Soit la population âgée de 15 à 64 ans.

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

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

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

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

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

4. Coûts salariaux et prix

4.1 Coûts salariaux

Sur la base des informations actuellement disponibles, les augmentations salariales conventionnelles réelles accordées en 2017 n'auraient pas dépassé 0,2 %. Elles se monteraient à 0,8 % en 2018 et, sur les deux années de l'accord interprofessionnel 2017-2018, resteraient donc quelque peu en deçà de la norme salariale de 1,1 % fixée par les partenaires sociaux. Compte tenu de l'effet de l'indexation, qui s'est très modestement renforcé, l'accroissement des salaires bruts serait donc encore un peu plus sensible que l'année dernière. Les coûts salariaux seraient toutefois allégés par des réductions supplémentaires des cotisations sociales dans le cadre du tax shift, mais croitraient néanmoins de plus de 2 %, soit davantage qu'en 2017.

La norme salariale pour la période 2019-2020 ne sera négociée qu'à la fin de l'année en cours. L'hypothèse technique retenue dans le cadre de nos projections reflète les tensions grandissantes sur certains segments du marché du travail, soit une accélération à 1,7 % des adaptations conventionnelles hors indexation pour cette période de deux ans, avec une croissance légèrement plus vive la seconde année eu égard, notamment, aux faits stylisés concernant la mise en œuvre de tels accords. Avec une indexation plus ou moins stable et une légère progression de la dérive salariale sur l'ensemble de l'horizon de projection, imputable, entre autres, au maintien en emploi des salariés plus âgés et aux tensions nées des pénuries de main-d'œuvre rencontrées dans certaines branches d'activité, les salaires bruts horaires s'accéléraient en 2019 avant de se stabiliser en 2020. Aucune nouvelle diminution substantielle des cotisations sociales n'étant prévue, il en va de même pour les coûts salariaux par heure ouvrée.

Grâce au rétablissement progressif de la croissance de la productivité, la hausse des coûts salariaux par unité produite serait un peu plus faible et demeurerait relativement constante sur la période de projection. En dépit du fait que la pression des coûts d'origine intérieure s'en trouverait quelque peu allégée par rapport à 2017, celle-ci resterait

TABLEAU 5 INDICATEURS DE COÛTS ET PRIX

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

	2015	2016	2017	2018 e	2019 e	2020 e
Coûts salariaux dans le secteur privé ⁽¹⁾						
Coûts salariaux par heure ouvrée	0,1	-0,6	1,8	2,2	2,9	2,8
dont: Indexation	0,1	0,5	1,6	1,7	1,8	1,7
Productivité du travail ⁽²⁾	1,7	-0,6	-0,3	0,3	0,8	0,8
Coûts salariaux par unité produite	-1,6	0,1	2,1	1,8	2,0	2,0
<i>p.m. Coûts salariaux par heure ouvrée selon les comptes nationaux</i> ⁽³⁾	0,2	-0,7	1,7	2,1	2,7	2,7
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽⁴⁾	1,6	1,8	1,5	1,3	1,7	1,8
Produits énergétiques	-8,0	-0,6	9,9	7,4	2,2	-1,0
Produits alimentaires	1,8	3,1	1,4	2,5	2,1	1,9
Inflation totale (IPCH)	0,6	1,8	2,2	2,1	1,9	1,6
<i>p.m. Inflation selon l'indice national (IPCN)</i>	0,6	2,0	2,1	1,9	2,0	1,6
Indice-santé ⁽⁵⁾	1,0	2,1	1,8	1,6	1,9	1,7

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

(1) Les coûts salariaux ne sont pas présentés ici 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 les indépendants.

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

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

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

nettement plus importante que les années précédentes, qui se caractérisaient par une modération plus marquée des coûts salariaux.

4.2 Prix

Cette pression accrue des coûts ne ferait toutefois augmenter l'inflation que de manière limitée. En effet, les fluctuations de la croissance des coûts salariaux sont en général partiellement compensées par l'évolution des marges bénéficiaires des entreprises et ne sont pas intégralement répercutées dans les prix de vente. Cela serait également le cas durant la période de projection: après s'être sensiblement élargies ces dernières années, la formation des prix n'ayant été que très partiellement comprimée par la baisse des coûts salariaux, les marges bénéficiaires seraient légèrement négatives jusqu'en 2019 et resteraient stables en 2020. L'augmentation de l'inflation sous-jacente, qui est expurgée des composantes volatiles, comme les prix des produits énergétiques et alimentaires, demeurerait donc limitée au cours de la période de projection.

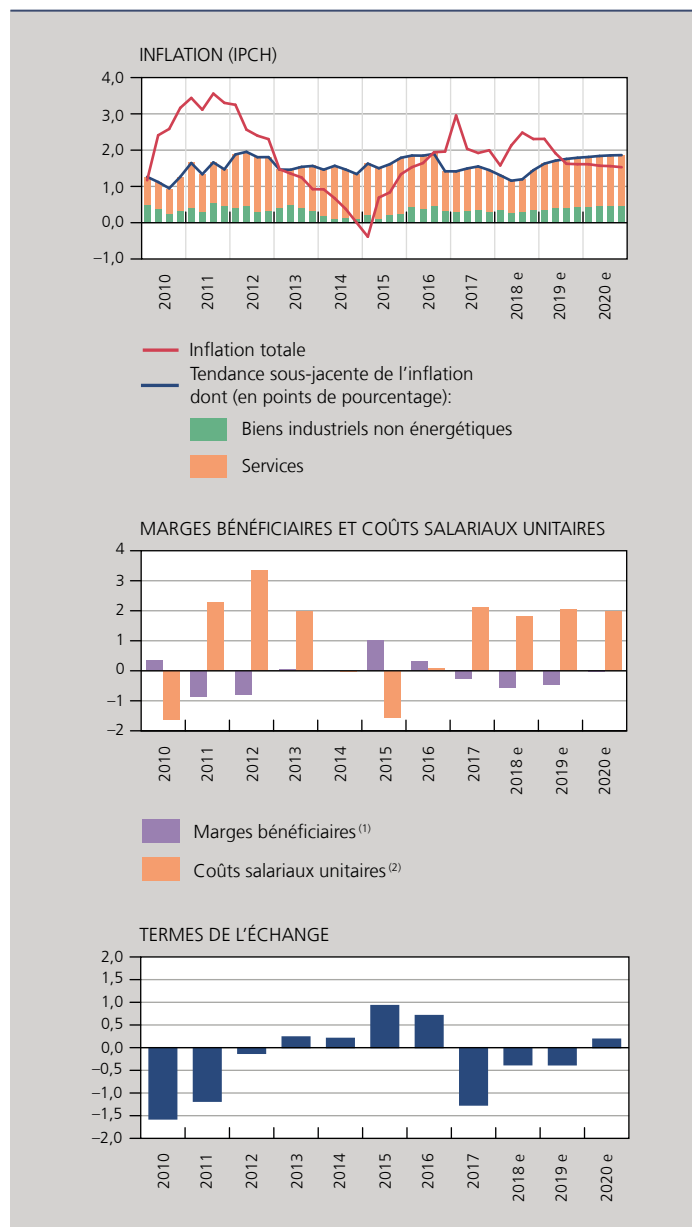
L'inflation sous-jacente continuerait même de se replier quelque peu en 2018. Cela s'explique principalement par l'inflation des services, qui reviendrait à 1,6%, soit son niveau le plus faible depuis 2010. Ce ralentissement est largement imputable à une mesure spécifique, à savoir la suppression de la redevance radiotélévision en Région wallonne en janvier dernier. Cependant, d'autres catégories de services ont récemment aussi affiché une inflation plus modeste. La progression des prix des services de télécommunications, par exemple, a ainsi clairement ralenti depuis la fin de l'année dernière. Les mesures visant à renforcer la concurrence entre les différents fournisseurs (comme le principe « Easy Switch », qui simplifie le changement d'opérateur de télécommunications) et la suppression des frais d'itinérance dans l'Union européenne – ces deux initiatives ayant été mises en place à l'été de 2017 – y ont sans aucun doute contribué. À partir de 2019, l'accentuation des coûts salariaux tirerait à nouveau progressivement l'inflation des services vers le haut, cette dernière s'établissant à quelque 2,3% en 2020. La croissance des prix des biens industriels non énergétiques se redresserait elle aussi graduellement. Outre la pression grandissante des coûts

d'origine intérieure, l'amplification attendue de l'inflation dans d'autres pays et chez les partenaires commerciaux jouerait également un rôle. Celle-ci rendrait les importations plus onéreuses et permettrait également aux entreprises belges d'aligner leurs prix sur ceux, plus élevés, de la concurrence étrangère.

Les termes de l'échange continueraient de se détériorer en 2018 et en 2019, ce qui suggérerait un raffermissement des prix relativement plus vigoureux chez les partenaires commerciaux, lequel serait surtout imputable à l'envol des prix du pétrole.

GRAPHIQUE 7 INFLATION ET DÉTERMINANTS

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



Sources: ICN, BNB.

(1) Différence entre la croissance annuelle des prix de vente unitaires et celle des coûts de production unitaires.

(2) Y compris les subventions salariales et les réductions pour groupes cibles. Il s'agit des coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé.

Ce dernier n'influence que partiellement l'évolution des prix des produits énergétiques. En 2018, l'inflation de l'énergie reculerait même modestement par rapport à l'année dernière. Cela s'explique principalement par la suppression, en vertu d'un arrêt de la Cour constitutionnelle, de la taxe énergétique sur la consommation d'électricité en Région flamande à partir du mois de janvier. En outre, compte tenu des hypothèses communes de l'Eurosystème mentionnées précédemment, le rythme de progression des cours pétroliers s'affaiblirait quelque peu en 2018, en particulier parce que ceux-ci sont supposés repartir à la baisse à partir de l'été. L'inflation énergétique serait donc très faible en 2019 et s'inscrirait même en territoire négatif en 2020.

En revanche, l'inflation des produits alimentaires progresserait considérablement en 2018 par rapport à l'année précédente. Ce mouvement s'observerait du côté des aliments tant non transformés que transformés, dont les prix sont surtout influencés par la fiscalité. Tout d'abord, les accises sur le tabac s'alourdiraient davantage cette année qu'en 2017. En outre, la taxe dite « soda » sur les boissons rafraîchissantes, instaurée en janvier 2016 dans le cadre du tax shift, a été relevée en janvier 2018. À partir de 2019, les accises n'augmenteraient plus dans la même mesure et l'inflation des denrées alimentaires devrait graduellement se tasser.

Globalement, l'inflation totale se replierait donc légèrement en 2018 et en 2019, et elle continuerait de ralentir pour revenir à 1,6 % en 2020, l'accélération – certes lente – de l'inflation sous-jacente étant intégralement compensée par l'inflation négative de l'énergie et par la modération du renchérissement des produits alimentaires.

L'analyse qui précède a trait à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), lequel permet de comparer l'inflation dans les pays membres européens. L'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation national (IPCN) peut s'en écarter modestement en raison de différences d'ordre méthodologique. C'est sur la base de l'IPCN qu'est calculé l'indice-santé, soit l'indice national duquel sont exclus le tabac, les boissons alcoolisées et les carburants. La progression de celui-ci, après qu'il aurait marqué le pas en 2018, s'intensifierait en 2019, avant de ralentir à nouveau vers la fin de la période de projection. Le prochain franchissement de l'indice-pivot aurait lieu en août 2018.

5. Finances publiques

5.1 Solde de financement

Selon les données publiées par l'ICN en avril 2018, les administrations publiques belges ont accusé un déficit de financement de 1 % du PIB en 2017, ce qui représente une amélioration de 1,4 point de pourcentage par rapport à 2016. Dans le contexte macroéconomique décrit ci-avant, le déficit de financement de l'ensemble des administrations publiques resterait au même niveau en 2018, mais il repartirait à la hausse en 2019 et en 2020.

La stabilisation attendue du solde budgétaire en 2018 serait imputable à la nouvelle baisse des charges d'intérêts, tandis que les dépenses primaires augmenteraient légèrement par rapport au PIB. Les recettes demeureraient, quant à elles, quasiment inchangées en comparaison du PIB. La diminution de la charge d'imposition sur le travail, serait en effet compensée par une hausse temporaire des revenus de l'impôt des sociétés, les entreprises payant une plus grande part de l'impôt dû de façon anticipative.

En 2019 et en 2020, tandis que les dépenses primaires afficheraient une quasi-stagnation, l'allègement des charges d'intérêts ne contrebalancerait pas le recul des recettes. La baisse de la charge fiscale sur les revenus serait surtout expliquée par une contraction des revenus de l'impôt des sociétés à la suite d'enrôlements moins abondants, qui seraient la conséquence du glissement en faveur des versements anticipés opéré les années précédentes.

Les déficits apparaîtraient surtout au niveau du pouvoir fédéral, mais le sous-secteur des communautés et des régions enregistrerait lui aussi encore un déficit limité durant la période de projection. Les comptes des pouvoirs locaux et de la sécurité sociale, en revanche, seraient quasiment à l'équilibre. En 2018, la révision à la baisse du facteur dit d'autonomie pour l'établissement des additionnels régionaux à l'impôt des personnes physiques entraînerait une correction unique pour l'excédent d'impôts payé aux régions depuis 2015, ce qui exercerait une incidence négative sur le solde budgétaire des communautés et des régions et une incidence positive sur celui du pouvoir fédéral.

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

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
Ensemble des administrations publiques				
Recettes	51,3	51,4	50,4	50,2
Dépenses primaires	49,9	50,1	50,1	50,0
Solde primaire	1,4	1,3	0,3	0,2
Charges d'intérêts	2,5	2,2	2,1	2,0
Besoin (–) ou capacité de financement	–1,0	–1,0	–1,8	–1,8
Solde de financement par sous-secteur				
Pouvoir fédéral ⁽¹⁾	–1,2	–0,5	–1,7	–1,7
Sécurité sociale	0,1	0,0	0,0	0,0
Communautés et régions ⁽¹⁾	0,0	–0,5	–0,1	–0,2
Pouvoirs locaux	0,1	0,0	0,1	0,1

Sources: ICN, BNB.

(1) Ces chiffres comprennent, à partir de 2015, les avances sur les additionnels régionaux à l'impôt des personnes physiques, bien que ces avances soient considérées comme de pures transactions financières selon la méthodologie du SEC 2010 et que les additionnels régionaux ne soient comptabilisés qu'au moment de l'enrôlement. L'approche adoptée ici correspond à celle qui est suivie pour la formulation des objectifs budgétaires dans les recommandations de la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des finances ou dans les programmes de stabilité.

Les projections reposent, comme d'habitude, sur l'hypothèse d'une politique inchangée. Il n'est donc tenu compte que des mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment précisées.

5.2 Recettes

Les recettes des administrations publiques resteraient quasiment stables en 2018, mais la pression fiscale et parafiscale s'infléchirait en 2019 et en 2020, de, respectivement, 0,9 et 0,2 point de pourcentage du PIB.

La charge d'imposition sur le travail diminuerait à cause d'une baisse de l'impôt des personnes physiques par rapport au PIB. De plus, un nouvel abaissement des taux des cotisations patronales entraînerait un allègement des cotisations sociales au cours de la période de projection.

L'incidence sur les recettes des administrations publiques en 2018 de la baisse de la charge d'imposition sur les revenus du travail serait compensée par la vive augmentation des revenus tirés de l'impôt des sociétés. Ainsi, les versements anticipés effectués par les sociétés à la première échéance de 2018, à savoir le 10 avril, ont bondi de 58 % par rapport à la première échéance de 2017, alors qu'une forte hausse avait déjà été enregistrée à cette époque. Cette importante expansion s'explique par la remontée, à 6,75 % à partir de l'année de revenus 2018, du taux de base de la majoration d'impôt infligée en cas de versements anticipés insuffisants. Il est dès lors logique pour les entreprises d'accroître ces derniers et de les effectuer plus tôt dans l'année. La progression considérable des versements anticipés constituera un surcroît temporaire de recettes en 2018, dans la mesure où elle aura pour corollaire une baisse de la perception par voie de rôles dans les années à venir, ce qui explique l'érosion des recettes en 2019 et en 2020.

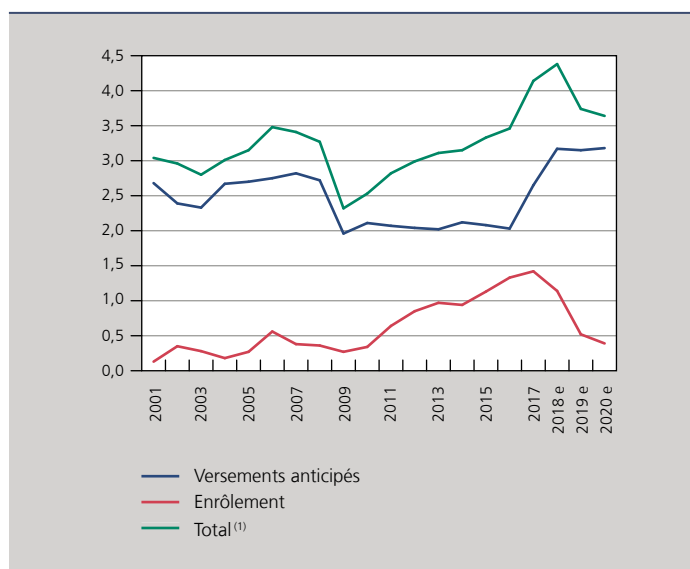
Enfin, les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine augmenteraient en 2018 à la suite de l'entrée en vigueur de la taxe sur les comptes-titres et du relèvement des taux de la taxe sur les opérations boursières, mais, en 2019, ils seraient poussés à la baisse par les mesures prises dans le cadre de l'activation de l'épargne.

TABLEAU 7 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
Recettes fiscales et parafiscales	44,4	44,4	43,5	43,3
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	25,0	24,7	24,5	24,5
Impôt des personnes physiques	11,1	10,9	10,7	10,8
Cotisations sociales	13,9	13,8	13,8	13,7
Impôts sur les bénéfices des sociétés	4,1	4,4	3,7	3,6
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine	4,1	4,2	4,1	4,1
Impôts sur les biens et sur les services	11,2	11,2	11,1	11,1
dont:				
TVA	6,8	6,8	6,8	6,8
Accises	2,2	2,2	2,2	2,2
Recettes non fiscales et non parafiscales	6,9	6,9	6,9	6,8
Recettes totales	51,3	51,4	50,4	50,2

Sources : ICN, BNB.

GRAPHIQUE 8 RECETTES DE L'IMPÔT DES SOCIÉTÉS
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

(1) Y compris d'autres impôts, parmi lesquels le précompte mobilier est le plus important.

5.3 Dépenses primaires

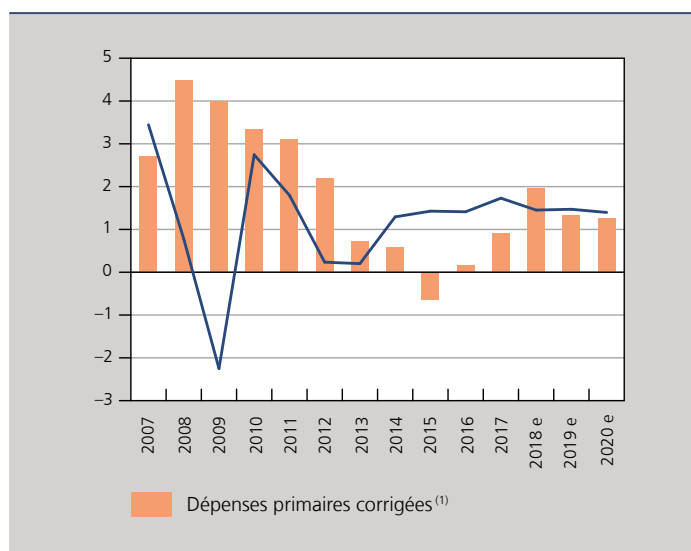
À défaut de nouvelles mesures d'économie, la trajectoire baissière des dépenses primaires rapportées au PIB devrait s'interrompre en 2018. Le ratio des dépenses oscillerait ainsi aux alentours de 50 % du PIB tout au long de l'horizon de projection. En termes nominaux, les dépenses augmenteraient donc à une cadence similaire à celle de l'expansion de l'activité économique.

Corrigées pour tenir compte à la fois des facteurs temporaires, de l'incidence de la conjoncture et de l'écart entre l'inflation et l'indexation effective, les dépenses primaires réelles grimperaient de 2 % en 2018, soit un taux de progression qui, contrairement aux années précédentes, serait quelque peu supérieur à la croissance du PIB en volume. Ce dépassement serait notamment imputable aux investissements publics, dopés par la perspective des prochaines élections communales et provinciales.

En 2019 et en 2020, à politique inchangée, l'évolution structurelle des dépenses publiques suivrait de près celle du PIB réel.

GRAPHIQUE 9 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.

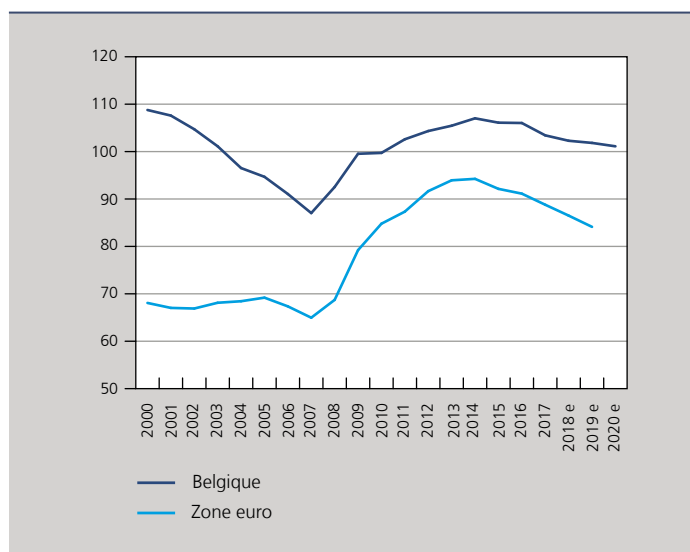
5.4 Endettement

La dette publique rapportée au PIB s'est repliée en 2017, revenant à 103,4 %. Le taux d'endettement reculerait encore progressivement au cours de la période de projection.

En 2018, le ratio de la dette diminuerait de 1,1 point de pourcentage. Ce mouvement résulterait uniquement de l'incidence baissière des facteurs endogènes : la croissance nominale du PIB dépasserait en effet le taux d'intérêt implicite sur la dette publique tandis que le solde primaire demeurerait largement positif. Les facteurs exogènes exerceraient quant à eux une influence haussière, compte tenu de l'effet d'accroissement de la dette produit par la progression des prêts octroyés dans le cadre de la politique en matière de logement social ainsi que par une série de facteurs liés à la gestion de la dette.

GRAPHIQUE 10 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

Le taux d'endettement poursuivrait ensuite graduellement son amenuisement, de nouveau sous l'impulsion d'une dynamique favorable de la croissance des taux, combinée à des excédents primaires, fussent-ils limités. En 2020, à la fin de la période de projection, le taux d'endettement s'établirait à 101,1 % du PIB.

6. Différences par rapport au précédent exercice de projection

Comparativement aux projections d'automne de 2017, même si le contexte sous-jacent et les perspectives à moyen terme n'ont guère évolué, les présentes projections ont fait l'objet d'un ajustement mineur à plusieurs égards. Elles signalent toujours un léger ralentissement progressif de l'économie, l'accélération de la croissance des revenus soutenant néanmoins la consommation des ménages et l'inflation sous-jacente progressant lentement sous l'effet de la pression des coûts d'origine intérieure. Comme le prévoyaient les projections précédentes, le déficit budgétaire s'élargirait lui aussi durant les dernières années couvertes par les prévisions.

La croissance économique n'a été revue qu'à court terme. En 2017, elle a été entièrement conforme à nos prévisions, mais, au premier trimestre de cette année, à la suite de l'ajustement de l'estimation « flash » publiée par l'ICN à la fin du mois de mai, elle est finalement ressortie légèrement en deçà des attentes. D'après les modèles de court terme utilisés, il en irait de même au deuxième trimestre. Le rythme de croissance se rapprocherait ensuite de celui avancé dans les projections d'automne, la révision des hypothèses communes de l'Eurosysteme n'exerçant, dans l'ensemble, qu'une incidence très restreinte sur l'activité. Le renchérissement du pétrole pèserait sur le pouvoir d'achat, mais son influence sur la consommation des ménages resterait limitée. Au total, la croissance annuelle a été adaptée modérément à la baisse tant pour 2018 que pour 2019.

La hausse de l'emploi intérieur, considérée sur l'ensemble de la période de projection, serait elle aussi un rien moins robuste. Cela s'expliquerait par la croissance un peu plus fragile de l'activité, mais aussi, en partie, par une révision à la hausse de l'évolution de la durée moyenne de travail : dorénavant, le nombre d'heures ouvrées par personne n'augmenterait guère jusqu'à la fin de la période de projection. Cette évolution serait conforme à la tendance qui ressort actuellement des statistiques révisées du marché du travail, à savoir que la création d'emplois légèrement plus faible que prévu s'accompagnerait d'un allongement de la durée moyenne de travail, ce qui pourrait résulter de l'accroissement des tensions sur le marché du travail. Une création d'emplois moins dynamique, combinée à une participation au marché du

travail qui continue de se raffermir, notamment à la suite des récentes réformes, impliquerait que le taux de chômage demeure légèrement moins volatil durant la première moitié de la période de projection, fût-ce à un niveau inférieur. Néanmoins, ce dernier resterait largement en deçà des estimations d'automne, en raison des dernières observations (nettement) plus basses qu'attendu.

En termes nominaux, les prévisions d'inflation pour 2018 et pour 2019 ont été nettement revues à la hausse, mais cette correction résulte presque exclusivement du rebond substantiel des cours pétroliers par rapport aux projections d'automne. L'inflation sous-jacente n'a, quant à elle, guère été ajustée : l'incidence haussière induite par la hausse des prix du pétrole serait en effet globalement compensée par la baisse de l'inflation importée, du fait de l'appréciation de l'euro. À court terme, l'inflation sous-jacente pour 2018 a même été modérément révisée à la baisse, eu égard, notamment, aux récents résultats mensuels, qui restent légèrement inférieurs aux attentes. Abstraction faite de l'incidence de l'indexation, les projections des salaires horaires sont demeurées quasiment inchangées.

Cependant, l'évolution la plus marquante dans le présent exercice de projection concerne les finances publiques, le solde de financement en 2018 affichant à présent, tout comme l'année précédente, un déficit de 1 % du PIB, soit une amélioration de 0,3 point de pourcentage du PIB par rapport aux projections d'automne. Ceci découle de nouveau de l'accroissement (significatif) des versements anticipés des sociétés à la suite du nouveau relèvement de la majoration d'impôt appliquée lorsque ces derniers sont insuffisants. Cette embellie est toutefois en grande partie considérée comme temporaire, et elle disparaîtrait donc les années suivantes. De plus, les projections relatives aux prestations de pension, entre autres, ont également été revues à la hausse sur la base de nouvelles informations. Ceci, combiné à la révision limitée du cadre macroéconomique, conduit à une détérioration du besoin de financement en 2019 et en 2020 en comparaison des projections d'automne.

7. Conclusion et appréciation des facteurs de risque

Pour la Belgique, tout comme pour la zone euro d'ailleurs, les projections de printemps de l'Eurosystème tablent sur un léger repli de la croissance dans les prochaines années, et ce en raison de l'apaisement du cycle d'investissements et du ralentissement des exportations, dont l'incidence ne sera pas totalement compensée par le redressement de la croissance annuelle de la consommation des ménages.

Ce ralentissement de la croissance se manifeste également dans les prévisions de la plupart des autres institutions. Les projections de printemps sont toutefois largement inférieures aux prévisions de ces dernières. Lors de la comparaison de différentes prévisions, il convient d'également tenir compte de leur date de clôture et des informations qui ont pu y être intégrées. À cet égard, seul le Budget économique du Bureau fédéral du Plan du 7 juin a pu incorporer, à l'instar des présentes projections de printemps, les premiers résultats complets relatifs à la croissance au premier trimestre et, plus précisément, la révision à la baisse de celle-ci par rapport à la précédente estimation « flash » de l'ICN. Contrairement aux prévisions de croissance, nos prévisions d'inflation sont plutôt supérieures à celles d'autres institutions. Cela tient cependant principalement au fait que ces prévisions plus anciennes n'intégraient pas la récente hausse des prix du pétrole.

Les projections de printemps de l'Eurosystème reposent, comme à l'accoutumée, sur certaines hypothèses communes. Compte tenu des évolutions politiques et financières souvent difficiles à prévoir, celles-ci sont entourées d'une incertitude peut-être plus élevée que d'habitude.

Sur le plan international, les risques qui pèsent sur la croissance semblent être essentiellement orientés à la baisse. Outre une possible poursuite du renchérissement du pétrole, il s'agit surtout du danger d'exacerbation ou d'escalade des barrières commerciales, susceptible de peser sur la croissance mondiale. Compte tenu des derniers indicateurs à court terme, il n'est par ailleurs pas exclu que le ralentissement dans la zone euro se prolonge au-delà de ce qui peut être attendu sur la base des hypothèses communes. Un environnement international moins favorable entraînerait bien entendu un essoufflement de la croissance de l'économie belge. En revanche, les risques purement domestiques entourant les estimations de croissance semblent globalement plutôt neutres. Sur le marché du travail, des efforts supplémentaires et coordonnés visant à mieux appairer l'offre de main-d'œuvre existante aux emplois vacants pourraient renforcer la création d'emplois, ce qui serait de nature à soutenir la croissance. En outre, il ne peut être exclu que les investissements

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

Institution	Date de publication	Croissance du PIB en volume			Inflation (IPCH, sauf mention contraire)		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Belgian Prime News	Mars 2018	1,9	1,6		1,7	1,7	
FMI	Avril 2018	1,9	1,7	1,5	1,6	1,8	1,8
CE	Mai 2018	1,8	1,7		1,6	1,6	
OCDE	Mai 2018	1,7	1,7		1,8	1,8	
Consensus Economics	Juin 2018	1,7	1,6		1,8	1,6	
Bureau fédéral du Plan ⁽¹⁾	Juin 2018	1,6	1,6		2,0	1,7	
BNB	Juin 2018	1,5	1,5	1,4	2,1	1,9	1,6

(1) Budget économique pour 2018-2019. Pour les taux d'inflation, il s'agit de l'IPCN.

des entreprises puissent conserver le rythme de croissance actuel. À cet égard, les prévisions tiennent compte du léger affaiblissement de la confiance des chefs d'entreprise et de l'érosion supposée des marges bénéficiaires en raison de la hausse des coûts, mais aussi des cycles d'investissements des entreprises observés dans le passé. Un marché du travail tendu, combiné à une utilisation des capacités de production élevée et à des possibilités de financement favorables, peut toutefois générer davantage d'investissements visant à économiser de la main-d'œuvre.

La consommation privée pourrait en revanche se révéler moins robuste qu'escompté actuellement. En effet, sa récente reprise est apparue moins forte que ne le laissaient présager le niveau élevé de la confiance des consommateurs et la croissance significative de l'emploi. Il est possible, a fortiori dans un contexte d'incertitude croissante, que les ménages reconstituent un peu plus leurs réserves d'épargne, lesquelles se sont clairement amenuisées au cours de l'année écoulée, ce qui accentuerait encore le retard que la consommation accuse par rapport à la croissance prévue des revenus. Enfin, maintenant que les coûts salariaux sont repartis à la hausse depuis l'année dernière, il existe un risque que la perte (structurelle) de parts de marché soit quelque peu sous-estimée. La contribution des exportations nettes à la croissance pourrait par conséquent être légèrement plus faible sur la période de projection. Cela dépend naturellement aussi des évolutions internationales et, plus particulièrement, de la demande mondiale.

En matière d'inflation également, le solde des risques purement domestiques (c'est-à-dire en faisant abstraction de l'incidence potentielle d'une évolution différente des cours pétroliers que celle retenue dans les hypothèses communes) semble relativement neutre.

Annexe

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE: SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2016	2017	2018 e	2019 e	2020 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB en volume	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	1,8	1,2	1,5	1,5	1,6
Exportations nettes de biens et services	-0,6	0,5	0,2	-0,1	-0,2
Variation des stocks	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,0
Prix et coûts					
Indice des prix à la consommation harmonisé	1,8	2,2	2,1	1,9	1,6
Indice-santé	2,1	1,8	1,6	1,9	1,7
Déflateur du PIB	1,6	1,7	1,3	1,5	1,8
Termes de l'échange	0,7	-1,3	-0,4	-0,4	0,2
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé ⁽¹⁾	0,1	2,1	1,8	2,0	2,0
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé ⁽¹⁾	-0,6	1,8	2,2	2,9	2,8
Productivité horaire dans le secteur privé	-0,6	-0,3	0,3	0,8	0,8
Marché du travail					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes)	57,7	65,3	41,4	29,9	25,5
Volume total de travail ⁽²⁾	1,3	1,7	1,1	0,7	0,6
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active âgée de plus de 15 ans) ..	7,9	7,1	6,7	6,7	6,8
Revenus					
Revenu disponible réel des particuliers	0,8	1,4	1,3	1,9	1,7
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	11,2	11,3	11,2	11,4	11,5
Finances publiques					
Solde primaire (pourcentages du PIB)	0,4	1,4	1,3	0,3	0,2
Solde de financement (pourcentages du PIB)	-2,5	-1,0	-1,0	-1,8	-1,8
Dette publique (pourcentages du PIB)	106,0	103,4	102,3	101,8	101,1
Compte courant					
(selon la balance des paiements, pourcentages du PIB)	0,1	-0,2	-0,3	-0,7	-0,7

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.

