

Guerre en Ukraine: mise à jour des projections macroéconomiques pour la Belgique

25-3-2022



Introduction

Le 24 février 2022, l'armée russe a envahi l'Ukraine. Plusieurs pays occidentaux dont les États-Unis, le Royaume-Uni et les États membres de l'Union européenne ont réagi en renforçant le soutien matériel et militaire à l'Ukraine, mais ont également annoncé, en différentes vagues, des sanctions économiques et financières inédites. D'abord et avant tout, les opérations avec la banque centrale russe ont été interdites et plusieurs banques russes ont été exclues du système international de messagerie financière SWIFT. La plupart des relations commerciales avec la Russie ont été interrompues, à l'exception des échanges dans le secteur de l'énergie, et un certain nombre d'entreprises occidentales ont suspendu l'ensemble de leurs activités ou de leurs investissements prévus en Russie.

La guerre, qui sévit maintenant depuis quelques semaines, engendre d'immenses souffrances humaines et nous souhaitons d'abord exprimer notre solidarité avec les nombreuses victimes. Nos pensées vont également à nos collègues de la banque nationale d'Ukraine à Kyiv, avec lesquels nous collaborons dans le cadre de différents projets.

Sur le plan économique, l'exposition directe de l'économie belge à la Russie et à l'Ukraine, au travers de relations commerciales ou de bilans d'établissements financiers, est relativement limitée. Néanmoins, le conflit provoque des chocs importants qui ont des répercussions sur les perspectives macroéconomiques et budgétaires. Parmi les conséquences, on peut épingler les mouvements de prix sur les marchés internationaux de l'énergie et des matières premières, la dégradation de la confiance (comme l'illustre le recul spectaculaire de la confiance des consommateurs en mars), mais également les effets exercés sur le budget des administrations publiques par l'augmentation du produit des impôts indirects sur l'énergie et par les dépenses supplémentaires découlant de mesures compensatoires ou de l'accueil des réfugiés. Ces chocs ne se reflètent évidemment pas dans les dernières projections d'automne de la Banque (décembre 2021), même si les prix de l'énergie affichaient déjà une nette hausse à l'époque.

Dans ce contexte, une révision intermédiaire des projections d'automne est réalisée dans la présente note. À cet égard, il convient d'attirer l'attention sur deux observations importantes. Cet exercice intermédiaire n'a pas pu être effectué selon les procédures normales suivies pour les projections semestrielles de la Banque, qui supposent une collaboration intense avec les autres institutions de l'Eurosystème, allant de l'élaboration des hypothèses communes à différents contrôles de qualité. En outre, l'estimation proposée ici est évidemment un instantané, qui tient compte de la situation à la mi-mars 2022. De nouvelles évolutions, sur le plan militaire mais également au niveau des sanctions économiques et financières, peuvent sensiblement modifier les perspectives. Il en résulte que les projections proposées ici sont entachées d'une plus grande incertitude que ce n'est normalement le cas.

1. Environnement international et hypothèses

Comme à l'accoutumée, l'exercice de projection se base en premier lieu sur certaines hypothèses relatives à l'environnement économique et financier international. Les hypothèses des [dernières projections macroéconomiques de la BCE publiées au début de mars](#) en constituent le principal point de départ. Les perspectives du commerce international s'étant entre-temps encore dégradées, les hypothèses pour les marchés belges à l'exportation ne se fondent pas uniquement sur le scénario de référence des projections de la BCE, mais aussi en partie sur le scénario dit « défavorable ». Dans ce contexte, les marchés à l'exportation continueraient de progresser sur l'ensemble de la période, et n'enregistreraient donc pas de forte contraction temporaire, comme cela a été le cas lors de la crise du coronavirus au printemps de 2020. La croissance des marchés se tasserait certes au cours des prochains trimestres, mais elle ne tomberait pas au-dessous de 3 % sur une base annuelle.

Les prix sur les marchés internationaux représentent un canal de transmission important des répercussions de la guerre sur l'économie belge. Les prix tant de l'énergie que de certaines matières premières se sont envolés depuis le début du

conflit et se sont avérés particulièrement volatils ces dernières semaines. S'agissant de l'évolution des prix sur la période de projection, il a été tenu compte, comme d'habitude, des attentes du marché qui se reflètent dans les contrats à termes sur les marchés internationaux (*futures*). Cette analyse repose plus précisément sur une moyenne des prix des *futures* enregistrés durant la semaine du 14 au 20 mars 2022. Pour le prix du gaz, cela implique un niveau très élevé de 120 euros par MWh en moyenne pour 2022, soit une augmentation de près de moitié par rapport au tarif déjà particulièrement onéreux retenu pour les projections d'automne de la Banque. Les prix devraient ensuite progressivement repartir à la baisse.

L'incertitude et la volatilité se sont sensiblement renforcées sur les marchés financiers. Cette situation est en partie liée à la guerre, mais aussi à l'augmentation de l'inflation et aux anticipations concernant de nouveaux ajustements de la politique monétaire. Au vu de la volatilité particulièrement forte, il a été décidé de recourir aux hypothèses techniques des projections précitées de la BCE publiées au début de mars.

Les conditions de marché se sont entre-temps encore dégradées sur certains plans. Ainsi, le prix du pétrole a une nouvelle fois augmenté ces derniers jours : à la clôture du présent exercice, le baril de Brent dépassait de nouveau largement les 100 euros. Les taux d'intérêt ont eux aussi continué de grimper, le taux des obligations à dix ans de l'État belge passant au-dessus de 1 %. Si ces évolutions prennent un caractère permanent, elles pèseront encore un peu plus sur les perspectives économiques.

Tableau 1 – Hypothèses pour l'estimation intermédiaire (mars 2022)

	2021	2022e	2023e	2024e
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique (pourcentages de variation, en volume)	8,8	4,3	3,0	3,8
Prix du gaz (euros par MWh)	46,5	120,0	68,2	45,0
Prix du pétrole (euros par baril)	60,1	91,9	80,5	74,4
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois (pourcentages)	-0,5	-0,4	0,3	0,7
Taux des obligations à dix ans de l'État belge (pourcentages)	0,0	0,7	0,9	1,1

Sources: Eurosysteme, BNB.

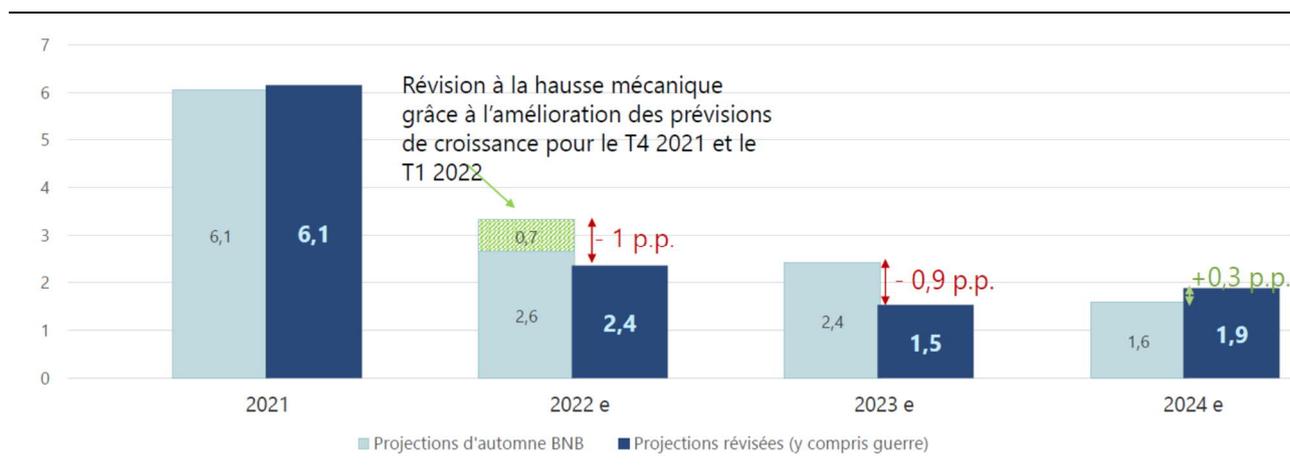
Il convient en particulier de noter que les présentes projections ne se fondent pas sur le scénario le plus pessimiste concernant le contexte international et les marchés de l'énergie et des matières premières. On suppose implicitement que les exportations énergétiques de la Russie vers l'Europe ne feront pas l'objet de restrictions strictes. Dans le même ordre d'idée, on part de l'hypothèse que les processus de production industrielle de la Belgique ne seront pas complètement paralysés par les pénuries d'approvisionnement venant de Russie.

Enfin, cet exercice de projection intègre déjà également l'incidence des diverses mesures adoptées à la mi-mars par le gouvernement fédéral pour réduire la facture énergétique.

2. Estimations pour l'économie belge¹

D'après ces projections intermédiaires, la croissance économique de la Belgique s'établirait désormais à 2,4 % en 2022, à 1,5 % en 2023 et à 1,9 % en 2024. Comparativement aux projections d'automne publiées en décembre, cela représente une révision à la baisse de la croissance du PIB de 1,2 point de pourcentage pour 2022-2023, laquelle est partiellement compensée par un ajustement à la hausse de quelque 0,3 point de pourcentage pour 2024. Cette révision des prévisions à court terme, qui s'élève à environ 0,3 point de pourcentage pour 2022, doit néanmoins être interprétée en tenant compte de la situation de départ plus favorable. En effet, la nouvelle estimation de la croissance annuelle pour 2022 reflète également l'effet de débordement plus marqué du quatrième trimestre de 2021, la croissance ayant été légèrement supérieure aux attentes en décembre. La croissance prévue pour le premier trimestre de 2022 a, elle aussi, été sensiblement revue à la hausse par rapport aux projections d'automne, conformément à l'analyse du dernier [Business Cycle Monitor](#). Sans cette meilleure position de départ, la croissance annuelle aurait été revue à la baisse d'environ 1 point de pourcentage pour 2022. Bien que les estimations de la croissance trimestrielle pour 2023 n'aient guère été modifiées sur la base des hypothèses précitées, les effets de débordement pèseront donc aussi sur la croissance annuelle l'année prochaine.

Graphique 1 - Croissance du PIB en volume en Belgique
(pourcentages de variation annuelle)



Sources: ICN, BNB.

La croissance encore relativement favorable du premier trimestre masque une nette dégradation de la conjoncture durant ce trimestre, plus précisément après le début de la guerre. Selon les prévisions actuelles, l'incidence se ferait toutefois davantage sentir dans les chiffres de croissance du deuxième trimestre, qui sont maintenant passés en territoire légèrement négatif (-0,2 %). L'économie repartirait quelque peu à la hausse au second semestre, mais la croissance demeurerait plus faible que prévu dans les projections d'automne.

La révision à la baisse de la croissance tient à diverses composantes de la demande. Sur le front du commerce extérieur, la croissance des exportations a été ajustée à la baisse jusque tard en 2023 par rapport aux prévisions d'automne. Cela s'explique tant par l'effet direct (encore relativement restreint) de la disparition des marchés de débouchés ukrainiens et russes que par l'effet indirect induit par le ralentissement de la demande d'importations des principaux partenaires commerciaux. La guerre bride en effet aussi la croissance de ces pays, ce qui comprime leur demande d'exportations belges. En outre, la révision à la hausse l'inflation décrite ci-dessous entraînera, par le biais des indexations et du renchérissement des coûts salariaux, une perte de compétitivité légèrement supérieure à ce qui était prévu dans les

¹ Les principaux résultats sont présentés dans un tableau récapitulatif à la fin de l'article.

projections d'automne. La perte de parts de marché à l'exportation a donc été quelque peu revue à la hausse pour les prochains trimestres. En dépit d'une croissance des importations plus faible elle aussi, la contribution des exportations nettes à la croissance a été chaque fois modérément revue à la baisse pour les prochains trimestres.

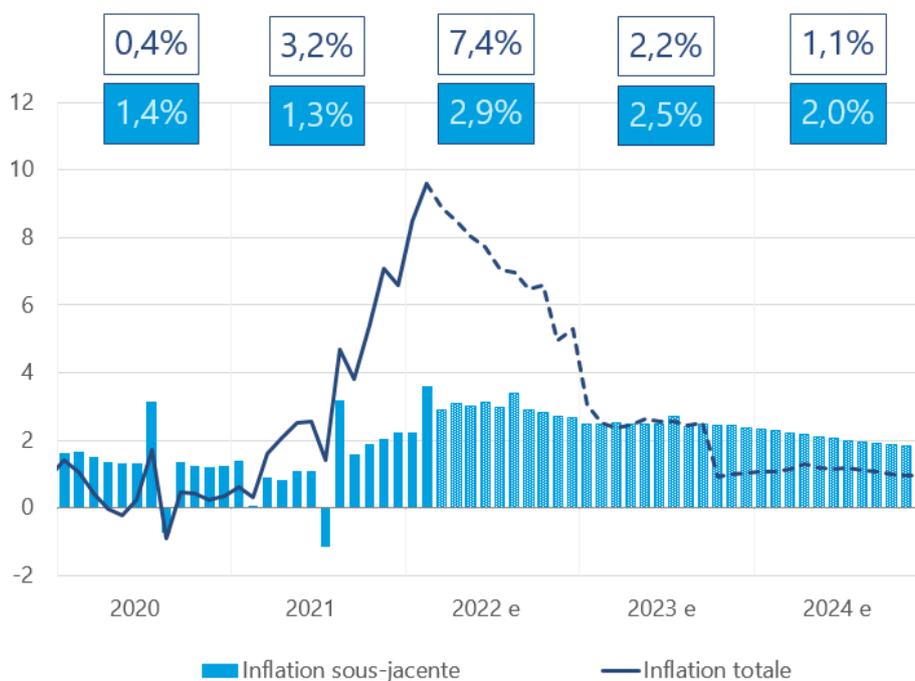
Le vecteur principal est toutefois la consommation des ménages. D'après les dernières statistiques trimestrielles, celle-ci avait déjà chuté à la fin de 2021, et les prévisions actuelles tablent sur une croissance très modeste au premier semestre de 2022, avec une nouvelle contraction, certes limitée, au deuxième trimestre. La flambée des prix, en particulier ceux de l'énergie, aura une incidence tout au moins temporaire sur le pouvoir d'achat des ménages. Les mécanismes d'indexation s'enclenchent en effet avec un certain retard et les carburants automobiles, dont le prix s'est aussi nettement alourdi récemment, sont exclus de l'indexation. L'expansion du volume de travail et les mesures gouvernementales visant à alléger quelque peu la facture énergétique des ménages devraient permettre au pouvoir d'achat des ménages de progresser malgré tout de 0,6 % cette année. Il s'agirait d'une amélioration à peu près identique à celle enregistrée en 2021, mais nettement inférieure à celle anticipée dans les projections d'automne, à savoir de plus de 2 %. En outre, la confiance des consommateurs s'est largement repliée en mars. Si cet effondrement est vraisemblablement temporaire, il peut cependant inciter les consommateurs à réduire un peu plus leurs dépenses. Dans ce contexte, les indicateurs des gestionnaires de réseaux de distribution révèlent que la consommation de gaz des ménages (corrigée des effets de température) a sensiblement reflué ces dernières semaines ; ce phénomène pénalise toutefois moins la croissance du PIB et conduit surtout à une diminution des importations de gaz. En 2023, le pouvoir d'achat repartirait plus énergiquement à la hausse sous l'effet différé des mécanismes d'indexation. Par conséquent, la consommation des ménages s'accélérait considérablement à partir de la fin de cette année. À cet égard, les chiffres de croissance annuels sont néanmoins biaisés par d'importants effets de débordement (induits par exemple par la forte hausse enregistrée en 2021, qui gonfle significativement la croissance annuelle de 2022).

Le fléchissement de la demande nationale et étrangère de produits belges, conjugué au regain d'incertitude et à l'envolée des prix de l'énergie, provoque également un ralentissement temporaire, quoique substantiel, de l'expansion des investissements des entreprises. Par ailleurs, l'accueil des réfugiés venant d'Ukraine tirera la consommation publique vers le haut en 2022 et en 2023, même si les chiffres annuels resteront négatifs l'an prochain, la normalisation de la consommation publique après la crise du COVID-19 exerçant une importante influence baissière.

Les révisions les plus frappantes se trouvent, sans grande surprise, du côté nominal. Les projections d'automne ont encore été établies en tablant sur un recul progressif de la forte inflation à partir du printemps de cette année ; elles reposaient toutefois en partie sur les contrats à terme des prix de l'énergie de l'époque qui laissaient entrevoir une baisse. Les prix énergétiques ont, au contraire, continué de s'envoler en raison notamment de la guerre en Ukraine. Selon les prévisions actuelles, l'inflation totale s'infléchira donc plus lentement et restera particulièrement élevée plus longtemps: à la fin de 2022, elle ressortirait encore à plus de 5 %. L'estimation de l'inflation pour 2022 est donc revue fortement à la hausse, à 7,4 % en moyenne, principalement du fait de l'inflation énergétique nettement plus élevée, mais aussi sous l'effet du renchérissement des produits alimentaires.

Graphique 2 – Inflation en Belgique

(pourcentages de variation annuelle, moyenne annuelle dans les cases rectangulaires)



Sources: Stabel, BNB.

Sous l'effet des mécanismes d'indexation, cette accélération de l'inflation exerce également une incidence sur les salaires, qui sont à leur tour répercutés en partie sur les prix des services et des biens industriels non énergétiques produits en Belgique. La pression croissante des coûts intérieurs étant également absorbée par un recul des marges bénéficiaires des entreprises, l'inflation sous-jacente – qui mesure les hausses des prix de ces services et des biens non énergétiques – resterait, selon ces prévisions, nettement plus restreinte que l'inflation totale. En moyenne, l'inflation sous-jacente s'établirait juste en deçà de 3 % cette année, un seuil inhabituellement haut pour la Belgique.

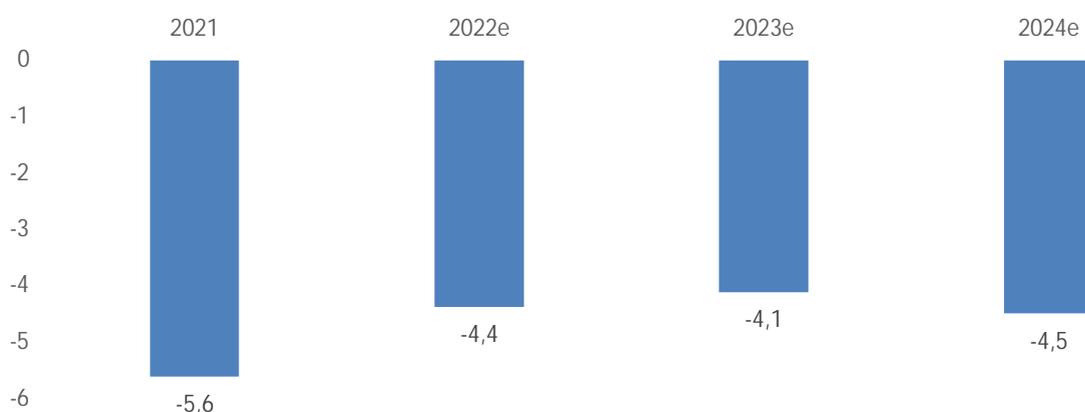
D'après les hypothèses actuelles, à mesure que les prix de l'énergie repartiront à la baisse, la pression inflationniste s'estompera progressivement. L'année prochaine, l'inflation totale retomberait déjà à un peu plus de 2 %. Dans ce cadre, la modération des prix de l'énergie à partir de 2023 constitue donc, à nouveau, une hypothèse capitale. Des scénarios alternatifs, plus défavorables, selon lesquels les prix énergétiques continueraient par exemple de culminer plus longtemps à des niveaux élevés ou remonteraient l'hiver prochain sont certainement envisageables. Pensons par exemple à une nouvelle escalade des sanctions économiques et financières mutuelles entre la Russie et les pays occidentaux. Ceux-ci ne font toutefois pas partie du cadre dans lequel cet exercice a été mené.

Au travers des indexations des salaires, l'accélération de l'inflation induira donc également une nouvelle perte de compétitivité comme mentionné ci-dessus. Si l'on considère la période de 2022 à 2023, les coûts salariaux horaires du secteur privé grimperont de plus de 10 % ! En 2024, la hausse s'établirait encore à 2,4 %, ce qui porterait le pourcentage total sur la période estimée à près de 13 %. Il s'agit d'une situation inédite. L'inflation (énergétique) est également supérieure à celle des grands pays voisins, entre autres sous l'effet de la part légèrement supérieure des contrats énergétiques à taux variables en Belgique. En outre, les pays voisins n'appliquent pas de mécanismes d'indexation automatique des salaires. Une compensation de la hausse des prix par un relèvement des salaires nominaux doit y être négociée entre les partenaires sociaux. Comme ces négociations demandent un certain temps, les prix énergétiques élevés auront (au moins) à court terme une incidence significative et défavorable sur la compétitivité-coût des entreprises belges.

La croissance plus faible portera également préjudice à la demande de main-d'œuvre, notamment en 2023, mais, par rapport aux projections d'automne, cette demande remontera aussi plus vivement en 2024. Globalement, le marché du travail restera très dynamique. Abstraction faite de l'effet de débordement des bons résultats de 2021, environ 100 000 emplois seront créés sur le marché du travail dans les trois prochaines années, un chiffre légèrement inférieur aux projections d'automne. Le taux de chômage harmonisé ressortirait cette année à 6,0 % et culminerait à 6,2 % en 2023.

Les conséquences économiques et humanitaires de la guerre pèsent également sur les finances publiques. Dans un contexte macroéconomique inchangé et en l'absence de ce conflit, le solde budgétaire prévu pour 2022 aurait été sensiblement revu à la hausse par rapport aux projections d'automne. Le résultat budgétaire de 2021 s'est en effet révélé nettement plus positif, principalement grâce à un rebond des recettes fiscales supérieur aux attentes, mais aussi à des dépenses primaires plus faibles qu'anticipé. Ces facteurs induisent aussi une amélioration du solde budgétaire pour les prochaines années. Cependant, les répercussions de la guerre et le renchérissement des prix de l'énergie depuis le mois de décembre font plus que contrebalancer cet effet favorable. Le déficit budgétaire s'établirait à 4,4 % du PIB en 2022. Il s'améliorerait ensuite légèrement en 2023, puis se creuserait en 2024, pour atteindre 4,5 % du PIB.

Graphique 3 – Solde budgétaire (pourcentages du PIB)



Sources: ICN, BNB.

En 2022, le déficit sera surtout alourdi par les mesures des pouvoirs publics destinées à faire face aux conséquences de la crise. Cet exercice de projection intègre les mesures de soutien au pouvoir d'achat prises par le gouvernement fédéral au début de février et à la mi-mars, comme les réductions temporaires de la TVA sur l'électricité et le gaz naturel, la prolongation du tarif social élargi et la prime unique pour la facture d'électricité et pour le chauffage au mazout, au propane et au butane. Les mesures adoptées par le gouvernement flamand à la mi-mars pour réduire la dépendance aux énergies fossiles ont aussi été prises en considération. De plus, une estimation approximative permet de tenir compte des dépenses supplémentaires pour l'accueil des réfugiés et l'aide extérieure. L'augmentation attendue de la contribution de répartition du secteur nucléaire et la baisse des subventions aux parcs éoliens offshore ne seront qu'une source de financement limitée. L'incidence totale des mesures gouvernementales est estimée à quelque 0,6 % du PIB. Même en l'absence de ces mesures, le déficit budgétaire se creuserait quelque peu en 2022. La progression des recettes fiscales découlant de l'augmentation des prix et de l'indexation des salaires – fût-ce avec un certain décalage – serait en effet insuffisante pour compenser les effets des dépenses publiques primaires, en hausse elles aussi, et de la révision à la baisse du volume de la consommation.

Les effets négatifs des mesures temporaires adoptées en 2022 disparaîtront presque complètement à partir de 2023. L'ajustement à la baisse du solde budgétaire par rapport aux projections d'automne reste toutefois identique. D'une part, la révision à la baisse de l'activité économique tempère la croissance des recettes fiscales. Cela se traduit essentiellement par une révision à la baisse de l'impôt des sociétés, dans la mesure où la forte progression des coûts salariaux réduit les bénéficiaires. D'autre part, les dépenses publiques primaires – dont plus de la moitié sont liées automatiquement à

l'indice-santé et dont la partie restante suit aussi largement la croissance des prix – continuent de s'accroître sensiblement, également par rapport au PIB.

En dépit de la légère dégradation du solde budgétaire (primaire) par rapport aux projections d'automne, le taux d'endettement des administrations publiques est révisé à la baisse sur toute la période de projection. En effet, la croissance nominale plus élevée du PIB entraîne un effet de dénominateur plus favorable. En revanche, le taux d'intérêt nominal de la dette publique a augmenté. Une fois que la croissance nominale du PIB se sera normalisée, l'alourdissement des charges d'intérêts exercera un effet haussier sur la dette publique. Cependant, grâce à l'allongement de l'échéance moyenne de la dette ces dernières années, cet effet ne sera que progressif.

3. Synthèse et risques

La guerre en Ukraine a de lourdes conséquences sur les perspectives économiques et budgétaires, tant pour l'économie européenne que pour la Belgique. Malgré la très grande incertitude entourant la suite des événements, nous avons néanmoins décidé de procéder à une mise à jour des projections d'automne de la Banque. Les prévisions actuelles font état d'une nette révision à la baisse de la croissance pour les trois derniers trimestres de 2022. Son incidence sur le chiffre de croissance annuelle pour cette année est toutefois encore atténuée étant donné la meilleure situation de départ, et la croissance annuelle continuera d'osciller juste en dessous de 2,5 %. L'année prochaine, malgré une reprise attendue dans le courant de l'année, la croissance annuelle retombera à un seuil juste au-dessus de la croissance potentielle. Bien que la croissance trimestrielle soit légèrement négative au printemps de cette année, la guerre n'augure donc pas de lourde récession ou de stagflation économique.

Sous l'effet de la persistance de prix énergétiques élevés, l'inflation est également revue nettement à la hausse à court terme. L'inflation se résorbe bien plus lentement. Compte tenu des contrats à terme actuels, l'inflation totale s'élèverait encore à plus de 5 % à la fin de cette année. Les prévisions actuelles ne font toutefois pas état non plus de spirale prix-salaires de longue durée: la pression inflationniste fléchirait dans les deux prochaines années.

Comme mentionné en amont, les risques qui entourent cet exercice de projection sont plus importants que d'habitude. Cette analyse repose sur un scénario qui semble plausible aujourd'hui, mais qui ne reflète en aucun cas l'incidence du pire scénario. La situation sur les marchés de l'énergie et des matières premières varie tous les jours et les réactions à certains événements politiques dans le cadre du conflit sont parfois très violentes. Cela s'applique aussi aux marchés financiers. Il n'est certainement pas exclu que le conflit continue de s'aggraver et que l'Union européenne décrète par exemple un embargo complet sur les importations énergétiques en provenance de la Russie, à l'instar de la décision des États-Unis. Cela engendrerait de plus fortes perturbations dans les processus de production et un coût macroéconomique alourdi. Une solution politique rapide au conflit militaire pourrait en revanche avoir un effet positif sur les perspectives.

Tableau 1 - Synthèse des principaux résultats

	2020	2021	2022 e	2023 e	2024 e
CROISSANCE (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB en volume	-5,7	6,1	2,4	1,5	1,9
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	-5,7	6,1	1,9	2,1	2,1
Exportations nettes de biens et de services	0,4	0,7	0,5	-0,6	-0,1
Variation des stocks	-0,3	-0,7	-0,1	0,0	0,0
PRIX ET COÛTS					
Indice des prix à la consommation harmonisé	0,4	3,2	7,4	2,2	1,1
Indice-santé	1,0	2,0	6,9	2,7	1,6
Inflation sous-jacente	1,4	1,3	2,9	2,5	2,0
Déflateur du PIB	1,3	4,4	5,3	1,7	0,6
Termes de l'échange	0,5	-0,7	-1,8	1,1	0,1
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé ¹	4,3	0,1	5,1	5,4	2,4
MARCHÉ DU TRAVAIL					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, milliers de personnes)	-0,8	84,6	59,8	16,3	43,6
Volume total de travail ²	-8,5	6,6	3,6	2,3	1,8
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active âgée de 15 ans ou plus)	5,6	6,2	6,0	6,2	6,1
REVENUS					
Revenu disponible réel des particuliers	0,9	0,6	0,6	3,2	2,3
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	20,2	15,7	12,9	13,5	13,6
FINANCES PUBLIQUES					
Solde primaire (pourcentages du PIB)	-7,1	-4,0	-3,0	-2,7	-3,1
Solde de financement (pourcentages du PIB)	-9,1	-5,6	-4,4	-4,1	-4,5
Dette publique (pourcentages du PIB)	112,8	107,7	105,3	106,9	109,5

Sources: CE, ICN, Statbel, BNB.

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

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