

# Projections économiques pour la Belgique – Automne 2008

## Introduction

À partir de la fin de l'été 2008, les perspectives économiques à un horizon de 18 à 24 mois se sont détériorées très rapidement, tant au niveau mondial que pour la zone euro et la Belgique. Les tensions financières apparues à la mi-2007 se sont muées en une crise financière d'une gravité exceptionnelle par son ampleur, sa durée, son étendue géographique, ainsi que par la diversité et l'importance des agents financiers impliqués. Les effets de contagion à l'économie réelle se sont multipliés et renforcés de manière notable, interrompant la croissance de l'activité dans la plupart des économies avancées et entraînant une chute brutale des prix des matières premières. Dans la mesure où les chocs financiers affectent par différents canaux – durcissement des conditions de crédit, recul des cours boursiers et perte de patrimoine, ralentissement de la demande mondiale et détérioration de la confiance – à la fois les ménages, les sociétés non financières et les établissements de crédit, et où la résorption de ces chocs exerce généralement des effets prolongés sur l'activité et la demande, la faiblesse conjoncturelle devrait persister pendant plusieurs trimestres.

La mise à jour des projections semestrielles de l'Euro-système a donc été réalisée dans un contexte où les risques les plus défavorables identifiés six mois plus tôt, à l'occasion de l'exercice précédent, se sont largement matérialisés. Selon les résultats pour la zone euro publiés dans le Bulletin de la BCE de décembre 2008, la croissance de l'activité serait négative en 2009, tandis que l'inflation se réduirait, en raison tant de la baisse du cours du pétrole que du fort ralentissement conjoncturel. Bien que l'incertitude, inhérente à tout exercice de prévision, soit particulièrement importante dans la situation présente, les risques continuent de s'orienter vers un repli plus marqué de l'activité.

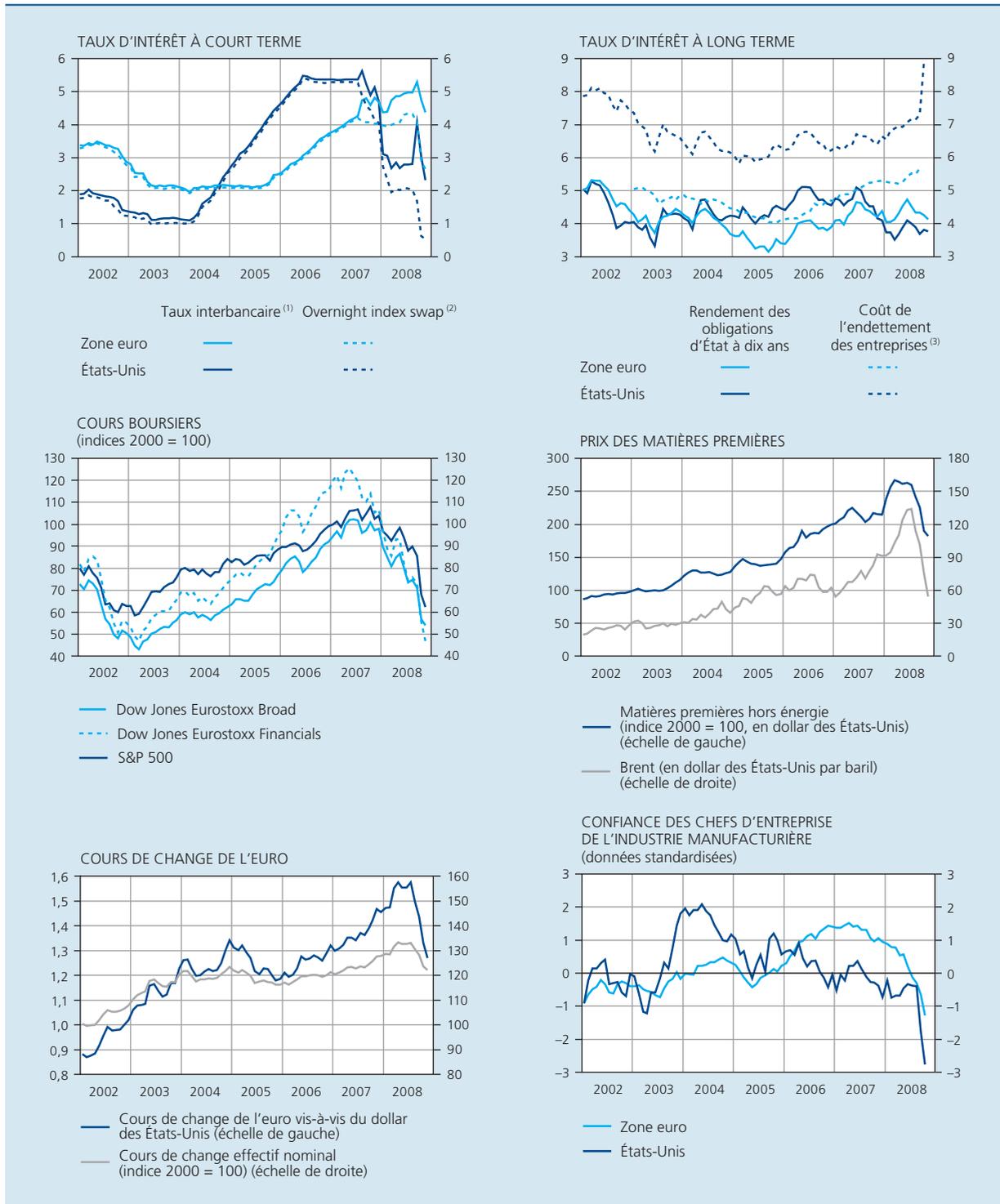
En Belgique, le ralentissement de la croissance du PIB a été un peu plus limité que dans les grands pays européens au cours des trois premiers trimestres de 2008. Toutefois, la détérioration des conditions ne devrait pas épargner l'activité à la fin de l'année et en 2009. Ce contexte favoriserait la poursuite du repli de l'inflation amorcé en août 2008. Parallèlement à la publication de nouvelles projections pour la zone euro, le présent article fournit de manière succincte une actualisation des résultats pour l'économie belge<sup>(1)</sup>. Ceux-ci, établis dans le cadre de l'exercice commun de l'Eurosystème, intègrent les informations disponibles au 20 novembre 2008. Comme de coutume en matière de finances publiques, ces projections ne prennent en compte que les seules mesures formellement décidées par les autorités, notamment dans le cadre du budget fédéral 2009, et dont les modalités sont suffisamment détaillées.

## 1. Environnement international et hypothèses

Les économies avancées d'Europe et d'Amérique du Nord se trouvaient depuis plus d'un an en phase de ralentissement conjoncturel lorsque, à la mi-septembre 2008, la crise financière s'est brutalement aggravée. En dépit des actions des gouvernements et des autorités monétaires en vue de restaurer la confiance dans les institutions financières, l'aversion pour le risque a redoublé sur les marchés financiers et de capitaux. En conséquence, la chute des cours boursiers de 25 p.c. en Europe entre juillet 2007 et août 2008, s'est fortement accélérée, jusqu'à atteindre 45 p.c. au total à la mi-novembre. L'élargissement des

(1) La version précédente des projections économiques pour 2008 et 2009 a été présentée de manière plus détaillée au printemps, dans le numéro de juin 2008 de la Revue économique de la Banque.

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



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

(1) Taux d'intérêt des dépôts interbancaires sans garantie à trois mois (Euribor pour la zone euro, Libor pour les États-Unis).

(2) Taux fixe payé par la contrepartie d'un contrat swap de taux d'intérêt qui perçoit le taux variable pour un terme de trois mois (Eonia pour la zone euro, taux effectif des fonds fédéraux pour les États-Unis).

(3) Pour la zone euro, taux des crédits bancaires aux sociétés non financières (enquête MIR) ; pour les États-Unis, rendement des obligations d'entreprise notées BAA par Moody's.

marges d'intérêt amorcé un an plus tôt s'est aussi nettement intensifié. Cette défiance s'est propagée très rapidement, touchant non seulement le marché monétaire, mais aussi les obligations d'État – notamment celles des pays émergents – et d'entreprise.

Les évolutions sur les marchés financiers ont fortement grevé les perspectives économiques, tandis qu'elles étaient à leur tour alimentées par la détérioration de l'environnement conjoncturel. Ainsi, les indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, en baisse depuis 2007, ont quasiment plongé à partir du mois de septembre 2008, tant aux États-Unis que dans la zone euro. Les échanges extérieurs ont également perdu beaucoup de leur dynamisme au cours des derniers mois. Dans ce contexte, la stagnation ou le recul de l'activité observé dans les économies avancées dans le courant de 2008 est appelé à se poursuivre pendant quelques trimestres encore. Sous l'effet principalement du commerce international, le ralentissement économique s'étend également aux économies émergentes, alors que celles-ci avaient été un moteur de croissance depuis le début du millénaire. Parmi ces pays, certains sont en outre fortement affectés par le tarissement des entrées de capitaux sous la forme d'investissements directs ou de crédits, tandis que les producteurs de matières premières subissent la diminution très rapide des cotations sur les marchés internationaux.

En effet, la détérioration des perspectives globales de demande a entraîné un renversement dans l'évolution des prix des matières premières. Ainsi, après avoir doublé entre la fin de 2003 et la fin de 2006 et avoir encore augmenté de 2,5 fois en 2007 et au début de 2008, atteignant un plafond de 145 dollars par baril de *Brent* à la mi-juillet, les cotations se sont effondrées, pour revenir largement sous 60 dollars à la mi-novembre, annihilant ainsi la hausse observée depuis le début de 2007. Les autres matières premières ont enregistré des évolutions similaires. Alors qu'il s'était apprécié presque continuellement depuis 2002, l'euro a commencé à se déprécier vis-à-vis du dollar, de près de 20 p.c. entre avril et la mi-novembre 2008, ce qui a quelque peu atténué le recul des prix des matières premières.

Compte tenu de l'allègement des pressions inflationnistes induites par les mouvements des prix des matières premières et par le fort ralentissement de l'activité, les banques centrales des principales économies ont sensiblement assoupli l'orientation de la politique monétaire depuis l'été 2008, y compris par la voie d'une réduction coordonnée des taux directeurs. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a poursuivi le mouvement de baisse du taux cible des fonds fédéraux entamé en septembre

2007, ramenant celui-ci à 1 p.c. La *Bank of England* a réduit son taux principal de 200 points de base, à 3 p.c. Pour sa part, le Conseil des gouverneurs de la BCE a procédé, en deux étapes, à une diminution cumulée de 100 points de base du taux des opérations principales de refinancement. Au moment de la clôture des prévisions, il s'établissait à 3,25 p.c.<sup>(1)</sup>.

Les évolutions récentes des prix des matières premières et des cours de change, de même que l'assouplissement de la politique monétaire, s'inscrivent dans le contexte de la forte détérioration du climat conjoncturel, et elles n'exerceront que progressivement un effet de soutien sur l'activité et la demande. Dans les circonstances actuelles, la restructuration du secteur financier – via une diminution du taux d'endettement et un renforcement des fonds propres des institutions bancaires – et la chute de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs devraient peser de manière durable sur les perspectives économiques.

Ainsi, le FMI s'attend désormais à un recul du PIB dans les principales économies avancées au tournant de 2008 et de 2009, et à une reprise très modérée de la croissance au second semestre de 2009; ce scénario est cautionné par la plupart des prévisionnistes. Parmi les pays hors zone euro, la variation en volume du PIB serait négative en 2009 aux États-Unis et au Royaume-Uni, à hauteur de respectivement 0,7 et 1,3 p.c. Ces économies sont particulièrement touchées par la correction du marché immobilier et par le resserrement des conditions de financement. Les prévisions de croissance ont également été révisées à la baisse pour les économies émergentes. Elles restent élevées en Chine et en Inde, mais elles ont été plus nettement revues pour le Brésil et la Russie, sous l'effet de la chute des revenus tirés des matières premières et de l'assèchement des marchés de capitaux. La contagion de la crise financière s'étend également à certaines économies exposées de l'Europe hors zone euro.

Au total, la croissance en volume du PIB mondial reviendrait de 5 p.c. en 2007 à 3,7 p.c. en 2008 et à 2,2 p.c. en 2009, soit la progression la plus faible depuis 1993. Un ralentissement de même ampleur affecterait le commerce mondial, dont le rythme d'expansion n'atteindrait plus que 2,1 p.c. en 2009.

Compte tenu de l'atonie de l'économie mondiale et du durcissement des conditions de financement, la zone euro devrait également traverser une période de croissance globalement faible jusqu'à la fin de 2009. Le mouvement

(1) Le 4 décembre 2008, lors de la réunion qu'il a tenue à Bruxelles, le Conseil des gouverneurs a ramené le taux directeur à 2,5 p.c.

**TABLEAU 1** PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU PIB POUR LES PRINCIPALES ZONES ÉCONOMIQUES

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

	2007	2008	2009	<i>p.m.</i> 2009 Projections d'avril 2008
	Réalisations	Projections		
Monde .....	5,0	3,7	2,2	3,8
dont:				
États-Unis .....	2,0	1,4	-0,7	0,6
Japon .....	2,1	0,5	-0,2	1,5
Royaume-Uni .....	3,0	0,8	-1,3	1,6
Chine .....	11,9	9,7	8,5	9,5
Inde .....	9,3	7,8	6,3	8,0
Russie .....	8,1	6,8	3,5	6,3
Brésil .....	5,4	5,2	3,0	3,7
<i>p.m. Commerce mondial</i> .....	7,2	4,6	2,1	5,8

Source : FMI (Perspectives de l'économie mondiale – Mise à jour, 6 novembre 2008).

de recul du PIB observé aux deuxième et troisième trimestres de 2008 devrait se prolonger jusqu'au début de l'année prochaine, et la reprise de l'activité resterait ensuite timide.

Toutes les composantes de la demande contribueraient à la diminution de l'activité. Sur le plan extérieur, l'évolution des exportations serait touchée par le manque de dynamisme du commerce mondial. Au sein de la zone euro, les investissements des entreprises diminueraient en 2009, en raison de la faiblesse de la demande, de l'érosion des marges de profit et du renchérissement des sources

de financement. Pour leur part, les investissements résidentiels poursuivraient leur repli amorcé en 2008, sous l'effet du retournement du marché immobilier dans plusieurs pays. Enfin, après avoir été freinée par la montée récente de l'inflation, la consommation privée subirait les répercussions sur le revenu disponible des ménages, de la détérioration du marché du travail, laquelle se manifesterait notamment par une hausse du taux de chômage en 2008 et en 2009. En outre, la diminution de la valeur des actifs financiers et – dans certains pays – immobiliers, et le climat général d'incertitude pèseraient aussi sur les dépenses des ménages en 2009.

**TABLEAU 2** PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME

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

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

Sources : BCE, BNB.

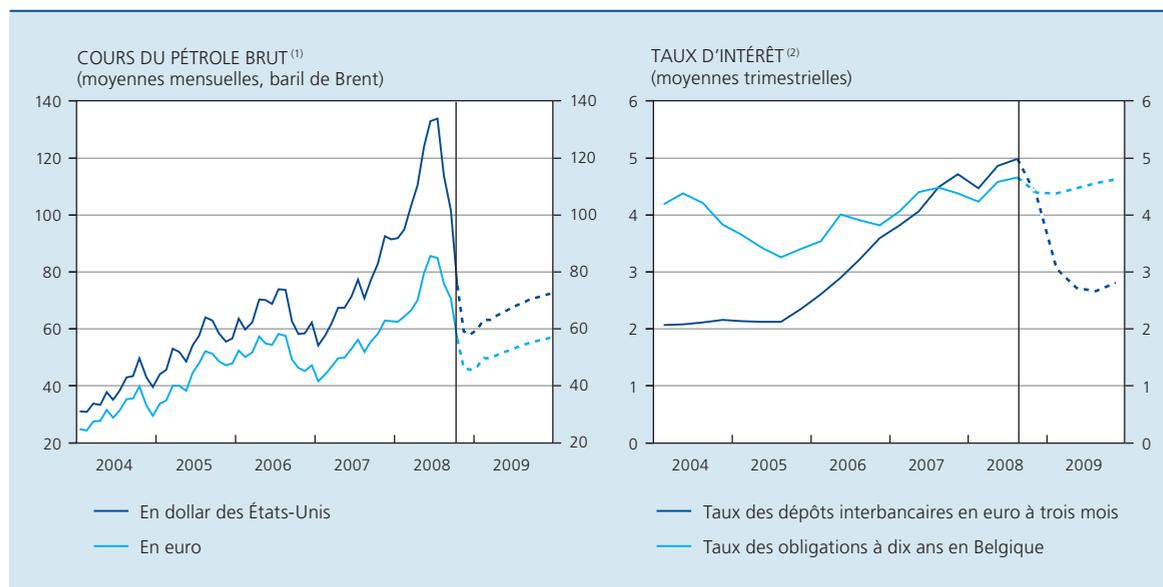
Alors que la vigueur de la demande et de l'activité avait donné lieu à une forte accélération de l'inflation en 2007 et au début de 2008, la dégradation rapide de l'environnement économique est de nature à réduire sensiblement les pressions inflationnistes. Elle contribue surtout au repli des prix des matières premières, en particulier du pétrole. Selon les hypothèses retenues pour établir les projections de l'Eurosystème, ces prix devraient augmenter légèrement en 2009 par rapport au niveau auquel ils sont revenus à la mi-novembre 2008 mais, à 67 dollars le baril en moyenne, ils resteraient largement inférieurs à ceux observés en 2007 et pendant la plus grande partie de 2008. Sur le plan intérieur,

la hausse encore soutenue des coûts salariaux, induite notamment par la faiblesse de nature conjoncturelle des gains de productivité, serait largement compensée par une érosion des marges de profit des entreprises.

Au total, selon les nouvelles projections de l'Eurosystème, après avoir atteint 2,6 p.c. en 2007, la croissance du PIB dans la zone euro s'établirait entre 0,8 et 1,2 p.c. en 2008 et entre -1 et 0 p.c. en 2009. L'inflation passerait de 2,1 p.c. en 2007 à un taux compris entre 3,2 et 3,4 p.c. en 2008, avant de revenir à un niveau compris entre 1,1 et 1,7 p.c. en 2009.

## Encadré – Hypothèses de l'Eurosystème

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



Source : BCE.

(1) Évolution effective jusqu'en octobre 2008, hypothèse à partir de novembre 2008.

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

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

- les taux d'intérêt retenus reposent sur les anticipations des marchés. En moyenne annuelle, les taux des dépôts interbancaires en euro à trois mois reviendraient de 4,7 p.c. en 2008 à 2,8 p.c. en 2009. Cette évolution suppose une certaine normalisation des *spreads* par rapport au taux directeur de la BCE apparus à partir d'août 2007. Les taux des obligations à dix ans de l'État belge s'établiraient à 4,5 p.c. en 2008 en 2009. Par rapport à ces taux de référence, les hypothèses comprennent également un accroissement supplémentaire



du coût de financement des investissements des entreprises et des ménages de respectivement 75 et 106 points de base;

- les cours de change bilatéraux de l'euro sont maintenus constants à leur valeur de la mi-novembre 2008, à savoir, pour la monnaie américaine, 1,27 dollar pour un euro;
- conformément à l'évolution des prix implicites reflétés par les contrats à terme, les cours du baril de *Brent* sur les marchés internationaux devraient atteindre, en moyenne, 67,3 dollars en 2009, contre 99,9 dollars en 2008;
- la croissance en termes réels des marchés à l'exportation de la Belgique, mesurée comme la somme pondérée des importations en volume des partenaires commerciaux, y compris ceux de la zone euro, reviendrait de 5,4 p.c. en 2007 à 3,2 p.c. en 2008 et à 0,8 p.c. en 2009;
- les prix des concurrents pour les exportations vers la zone euro augmenteraient de 2,3 p.c. en 2008 et de 1,7 p.c. en 2009;
- comme de coutume selon les conventions de l'Eurosystème, les résultats des finances publiques sont calculés en tenant compte de l'environnement macroéconomique et des mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment précisées.

---

#### HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

	2007	2008	2009
	(moyennes annuelles)		
Taux des dépôts interbancaires en euro à trois mois . . . . .	4,3	4,7	2,8
Taux sur les obligations à dix ans en Belgique . . . . .	4,3	4,5	4,5
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis . . .	1,37	1,46	1,27
Cours du pétrole (dollar des États-Unis par baril) . . . . .	72,7	99,9	67,3
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique . . . . .	5,4	3,2	0,8
Prix des concurrents à l'exportation . . . . .	0,2	2,4	3,8
dont: concurrents sur les marchés de la zone euro . . . . .	1,1	2,3	1,7

Source : BCE.

---

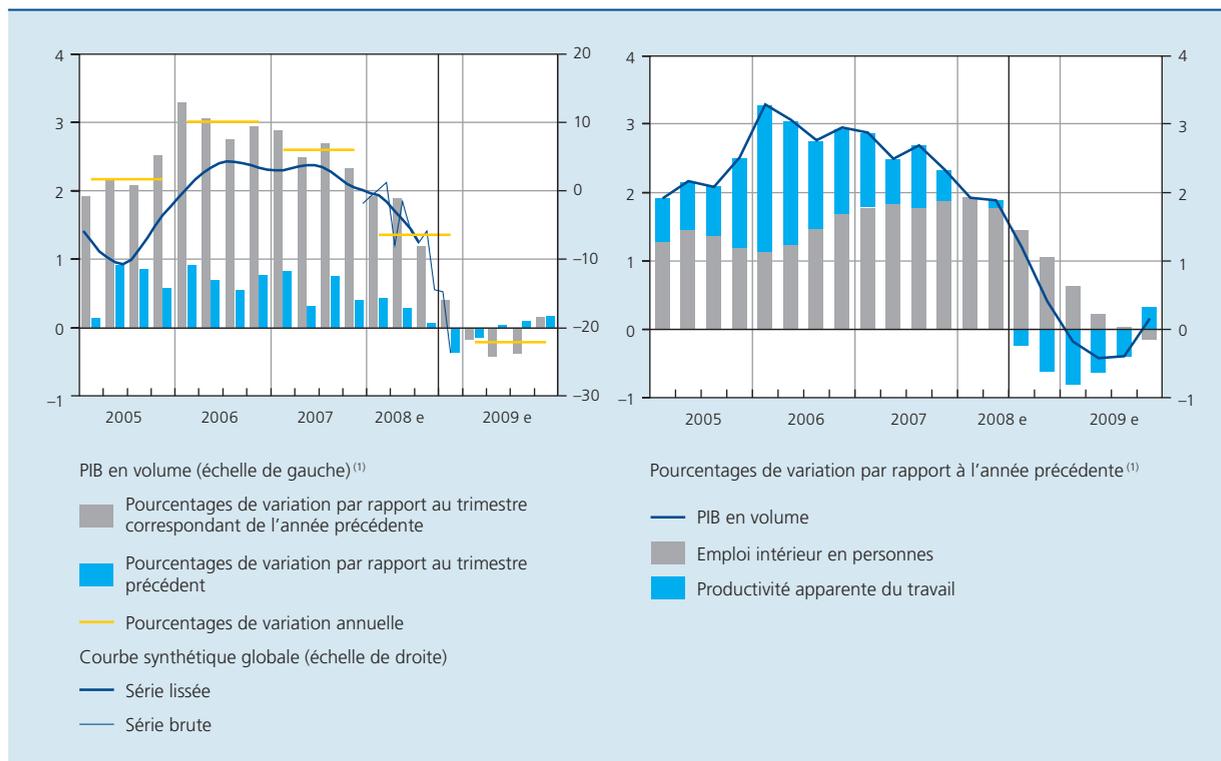
## 2. Activité, emploi et demande

En Belgique, le ralentissement de l'activité amorcé à la mi-2007 sous l'effet de l'affaiblissement de la demande extérieure a été moins prononcé que dans la zone euro. Selon les estimations officielles de l'ICN, le taux de croissance trimestriel réel du PIB a certes été faible, de respectivement 0,3 et 0,1 p.c. au deuxième et au troisième trimestres de 2008, mais il est demeuré positif, contrairement à l'évolution dans la zone euro. En particulier, la demande intérieure est restée relativement soutenue au début de l'année, principalement sous l'impulsion des investissements des entreprises.

La baisse très rapide des indicateurs de conjoncture et de confiance des consommateurs au cours des derniers mois montre toutefois que la détérioration de la conjoncture internationale et l'aggravation de la crise financière affecteront plus largement l'économie. Comme pour la zone euro, l'on s'attend en Belgique à une diminution de l'activité au tournant de 2008 et de 2009, qui serait suivie d'une reprise très limitée au cours des trimestres suivants. Ainsi, le taux de croissance annuel moyen en volume du PIB reviendrait de 2,6 p.c. en 2007 à 1,4 p.c. en 2008 et à -0,2 p.c. en 2009.

GRAPHIQUE 2 PIB, INDICATEUR DE CONJONCTURE ET EMPLOI

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

Dans ce contexte, les créations nettes d'emplois, qui avaient été un facteur de soutien important de l'économie belge pendant les trois dernières années, devraient se poursuivre à un rythme plus modéré en 2009, revenant de plus de 65.000 en moyenne par an entre 2005 et 2008 à moins de 8.000 en 2009. Encore ce résultat est-il le reflet de la progression réalisée dans le courant de 2008 puisque, selon les projections, le nombre de personnes occupées se réduirait de près de 8.000 unités entre le quatrième trimestre de cette année et la fin de 2009.

Exprimée en taux de variation, la croissance annuelle moyenne de l'emploi intérieur en personnes reviendrait de 1,8 p.c. en 2007 à 1,5 p.c. en 2008 et à 0,2 p.c. en 2009, soit pour cette dernière année un taux supérieur à celui du PIB. Plusieurs facteurs expliquent cette moindre réactivité de l'emploi face aux fluctuations conjoncturelles. Tout d'abord, dans certaines branches d'activité, l'évolution de l'emploi est peu sensible aux mouvements conjoncturels. C'est par exemple le cas du secteur de la santé ou des services aux personnes. On prévoit aussi que le système des titres-services se développera encore en 2009, quoiqu'à un rythme plus modéré que les années précédentes.

Ensuite, même dans les branches sensibles à la conjoncture, une certaine inertie se manifeste au niveau de l'emploi. Elle tient notamment aux délais et aux coûts liés aux licenciements ou, en période de reprise, aux embauches. Aussi, les entreprises procèdent d'abord à une adaptation du nombre d'heures ouvrées, notamment par la réduction des heures supplémentaires ou par le recours au chômage temporaire, en préservant si possible leurs effectifs. Ainsi, à l'accroissement prévu du nombre de personnes occupées correspond une réduction du volume de travail de 0,3 p.c. en 2009. Pour sa part, la productivité apparente par heure de travail stagnerait en 2008 et en 2009; exprimée par travailleur, elle diminuerait même légèrement, alors qu'elle avait en moyenne progressé de 1,1 p.c. au cours de la période 2000-2007.

Bien qu'on puisse s'attendre en 2009 à un accroissement de la population active moindre que pendant le période de croissance soutenue de l'activité et de l'emploi observée entre 2005 et 2008, celui-ci serait toutefois supérieur à la hausse du nombre de personnes occupées. Ainsi, le taux de chômage passerait de 6,6 p.c. au quatrième trimestre de 2008 à 7,1 p.c. au quatrième trimestre de

de 2009, après avoir enregistré un recul de 2,1 points de pourcentage au cours des quatre années précédentes. En moyenne annuelle, le taux de chômage augmenterait de 6,7 p.c. en 2008 à 6,9 p.c. en 2009.

Les effets de la crise financière mondiale s'exercent via différents canaux et ils affectent *in fine* l'ensemble des principales catégories de dépenses. Ainsi, alors qu'elle avait été le moteur principal de la croissance du PIB entre 2004 et le premier semestre de 2008, la demande intérieure devrait quasiment stagner en 2009. En conséquence, le recours aux importations serait moins important, de sorte que la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB ne serait plus que faiblement négative, contrairement à 2008, sans que cette évolution ne résulte toutefois d'une amélioration des exportations.

En effet, les exportations en volume diminueraient de 0,1 p.c. en 2009, contre une augmentation de 2,4 p.c. en 2008. À ce titre, la détérioration de la conjoncture mondiale constitue probablement, via le ralentissement prononcé de la demande extérieure, le principal canal par lequel la crise financière affecte l'économie belge, et ce compte tenu de son degré élevé d'ouverture. Selon les hypothèses retenues dans le cadre de cet exercice, le ralentissement des marchés de débouchés amorcé en 2008 se renforcerait encore, puisque ces derniers ne

progresseraient plus que de 3,2 p.c. cette année et de 0,8 p.c. en 2009. Il s'agit de l'expansion annuelle la plus faible depuis 1993, en net retrait par rapport au taux de croissance moyen de 7,5 p.c. observé entre 2004 et 2007.

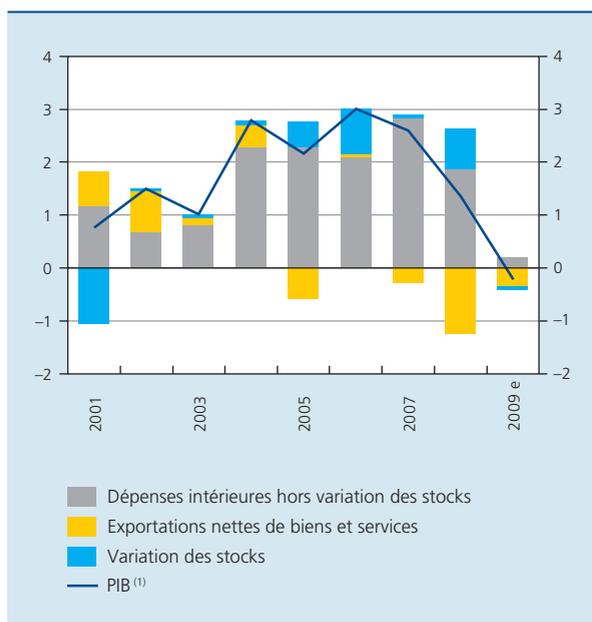
Après avoir été freinée en 2008 par la légère diminution du revenu disponible en termes réels sur fond d'accélération de l'inflation, la consommation privée n'augmenterait pas en 2009, en raison essentiellement de la chute des bourses d'actions et de la hausse du taux d'épargne qui s'en suivrait. En effet, le recul des cours boursiers observé depuis le début de 2008, de l'ordre de 45 p.c. en Belgique comme sur la plupart des autres places européennes, a entraîné une perte de valeur de quelque 15 p.c. des avoirs financiers nets des ménages. Même si les effets de richesse ont été jusqu'ici relativement modérés en Belgique, une diminution de cette ampleur est – dans la mesure où un retournement n'est pas à l'ordre du jour dans l'immédiat – de nature à peser à concurrence de 1,5 point de pourcentage sur l'évolution de la consommation privée à un horizon de deux à trois ans. Cet effet se matérialiserait dans une large mesure en 2009, de sorte que, parallèlement à la stagnation de la consommation, le taux d'épargne passerait de 12,7 p.c. en 2008 à 14,3 p.c. en 2009, les ménages réservant une part accrue de leur revenu à la reconstitution de leur patrimoine. La détérioration marquée de la confiance des consommateurs depuis septembre 2008 s'inscrit dans ce contexte, même si elle reflète aussi de manière plus générale la crainte d'une dégradation des conditions économiques et des perspectives sur le marché du travail.

Au vu de ces circonstances moroses et après avoir été vigoureux pendant plus de quatre ans jusqu'en 2008 y compris, année pour laquelle leur croissance est estimée à 7,4 p.c., les investissements des entreprises se réduiraient de 1,9 p.c. en 2009. À l'affaiblissement des demandes d'exportation et de consommation s'ajoutent les pressions, elles aussi de nature conjoncturelle, pesant sur les marges d'exploitation et, partant, sur la capacité interne de financement des sociétés. Par ailleurs, le coût du financement externe s'est également alourdi, en raison à la fois de la remontée des taux appliqués sur les crédits et du renchérissement du financement par émission d'actions ou d'obligations. Ces évolutions sont aussi des conséquences de l'aversion accrue pour le risque liée à la crise financière.

L'élargissement des marges d'intérêt sur les crédits hypothécaires contribue à la diminution prévue, de 0,5 p.c., des investissements en logements en 2009. Ce ralentissement s'est toutefois manifesté dès 2007, parallèlement

### GRAPHIQUE 3 PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Pourcentages de variation annuelle.

**TABLEAU 3** PIB, EMPLOI ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

	2006	2007	2008 e	2009 e
PIB <sup>(1)</sup> .....	3,0	2,6	1,4	-0,2
Emploi intérieur total en personnes .....	1,4	1,8	1,5	0,2
Volume total de travail <sup>(2)</sup> .....	1,5	2,0	1,4	-0,3
Revenu disponible réel des particuliers .....	2,5	2,8	-0,3	1,5
<i>Composantes de la dépense<sup>(1)</sup></i>				
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	2,1	2,0	0,8	0,0
Dépenses de consommation finale des administrations publiques .....	0,1	2,3	1,8	1,8
Formation brute de capital fixe .....	4,8	6,1	4,8	-0,9
Logements .....	7,9	1,3	0,8	-0,5
Administrations publiques .....	-10,6	3,4	-4,4	7,5
Entreprises .....	5,6	8,5	7,4	-1,9
<i>p.m. Dépenses intérieures à l'exclusion de la variation des stocks<sup>(3)</sup></i> .....	2,1	2,8	1,9	0,2
Variation des stocks <sup>(3)</sup> .....	0,9	0,1	0,8	-0,1
Exportations nettes de biens et services <sup>(3)</sup> .....	0,1	-0,3	-1,3	-0,3
Exportations de biens et services .....	2,7	3,9	2,4	-0,1
Importations de biens et services .....	2,7	4,4	4,0	0,3

Sources: ICN, BNB.

(1) En volume.

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

(3) Contribution à la variation du PIB.

à un apaisement progressif des hausses de prix sur le marché immobilier secondaire.

### 3. Prix et coûts

L'inflation s'est repliée en Belgique, après avoir rapidement augmenté à partir d'octobre 2007 et atteint un pic de 5,9 p.c. en juillet 2008, lequel était à ce moment supérieur de 1,9 point au niveau relevé pour la zone euro. Ce mouvement devrait se poursuivre durant les derniers mois de l'année et la plus grande partie de 2009. Ainsi, mesurée par l'IPCH, l'inflation totale reviendrait en moyenne à 1,9 p.c. en 2009, contre 4,6 p.c. en 2008. Pour sa part, l'indice-santé, qui est utilisé comme référence pour l'indexation des salaires et des prestations sociales, progresserait de 4,3 p.c. en 2008 et de 2,3 p.c. en 2009.

Tout comme les composantes énergie et produits alimentaires de l'indice des prix à la consommation étaient à l'origine de l'accélération de l'inflation de ces derniers mois, elles sont à présent à la base de son repli. D'une

part, dans la mesure où, à l'inverse de 2007, les matières premières ne devraient plus renchérir, les effets de base liés aux hausses de prix des produits alimentaires se dissipent progressivement. D'autre part, selon les hypothèses retenues dans le cadre de cet exercice, le cours du pétrole devrait se maintenir en 2009 aux alentours de 67 dollars le baril, soit un niveau largement inférieur à celui ayant prévalu pendant la plus grande partie de 2008. Dès lors, les prix à la consommation des produits énergétiques diminueraient de 3,6 p.c. en 2009, par opposition à la hausse de plus de 20 p.c. observée en 2008. Celle-ci avait aussi été alimentée de manière sensible par la majoration des tarifs de distribution et de transport de l'électricité et du gaz, tandis qu'en 2009 la décision du gouvernement de relever les accises, par la réactivation du système dit du cliquet, n'aurait qu'une incidence limitée.

Le recul de l'inflation totale est toutefois en partie compensé par l'accélération des hausses des prix des services. Pour cette composante, qui représente quelque 37 p.c. de l'indice des prix à la consommation, l'inflation est passée de 1,5 p.c. durant les cinq premiers mois de 2008 à 3,2 p.c. en octobre. Selon les projections, elle serait en

moyenne de 3,9 p.c. en 2009. Une décomposition plus fine montre que différents facteurs participent à cette hausse. Tout d'abord, des effets indirects découlant des hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires se manifestent progressivement dans les services de transports, de tourisme ou de restauration, pour lesquels ces produits constituent des inputs importants. Ensuite, l'évolution des prix de services tels que les loyers et certains tarifs administrés tend à être liée à celle de l'inflation. Enfin, de manière plus large, une accélération assez généralisée de l'inflation est observée depuis septembre 2008 pour les autres composantes des services, un phénomène tenant sans doute à l'accroissement des coûts salariaux.

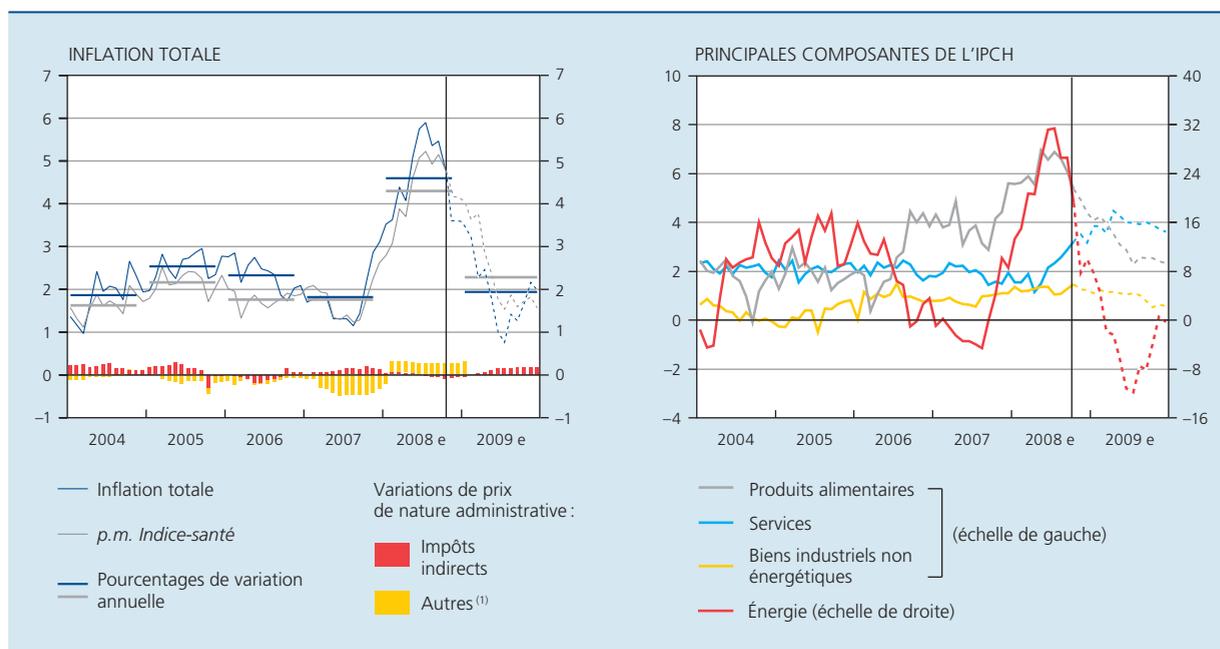
En effet, la variation des coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé est estimée à respectivement 3,1 p.c. en 2007, à 3,8 p.c. en 2008 et à 3,2 p.c. en 2009, contre une augmentation annuelle moyenne de 0,7 p.c. au cours de la période 2002-2006. Cette hausse importante est due à la fois au fléchissement de la productivité du travail – déjà sensible en 2007, en raison de la nette croissance de l'emploi dans le secteur privé, et encore renforcée en 2008 et en 2009, à la suite de la faiblesse prolongée de la conjoncture –, et à la progression toujours soutenue des coûts salariaux horaires.

L'accélération du rythme de hausse des coûts salariaux horaires en 2007 et en 2008 s'inscrivait dans le contexte des pressions qui continuaient de s'exercer sur certains segments du marché du travail, dans la foulée de la haute conjoncture. En outre, deux facteurs temporaires – à savoir l'avancement du moment de versement du pécule de vacances dû au terme d'un contrat de travail et le paiement d'indemnités de licenciement dans le cadre de la restructuration d'entreprises importantes – ont accentué l'augmentation des coûts salariaux horaires en 2007, à concurrence de quelque 0,6 point de pourcentage au total. Même si ces facteurs exercent un effet inverse sur l'évolution des coûts salariaux en 2008, ce dernier n'est toutefois pas suffisant pour compenser l'incidence plus élevée de l'indexation.

Pour 2009, la croissance de 3,3 p.c. des coûts salariaux horaires retenue dans le cadre de cet exercice correspond essentiellement à l'effet attendu de l'indexation, celle-ci réagissant avec un certain décalage à l'accélération en 2008 de l'inflation mesurée par l'indice-santé. Cette hypothèse est conforme à celle établie par le Secrétariat du Conseil central de l'économie, compte tenu de l'ajustement des perspectives de croissance et d'inflation survenu durant les derniers mois. Elle n'anticipe en rien les conclusions de la négociation en cours entre les partenaires sociaux.

#### GRAPHIQUE 4 INFLATION

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



Sources : CE, BNB.

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

**TABLEAU 4** INDICATEURS DE PRIX ET COÛTS  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2006	2007	2008 e	2009 e
IPCH total .....	2,3	1,8	4,6	1,9
dont: produits énergétiques .....	7,3	0,2	20,6	-3,6
Déflateur du PIB .....	2,3	2,4	2,2	3,0
Coûts salariaux dans le secteur privé:				
Coûts par unité produite .....	1,5	3,1	3,8	3,2
Coûts horaires .....	3,1	3,7	3,5	3,3

Sources: CE, ICN, BNB.

## 4. Finances publiques

D'après les informations les plus récentes, les finances publiques clôtureraient l'exercice 2008 sur un déficit de 0,9 p.c. du PIB. Dans le contexte macroéconomique dépeint ci-dessus, ce déficit atteindrait 1,7 p.c. du PIB en 2009.

Ces projections tiennent compte de l'incidence des différentes mesures prises par le gouvernement en réponse à la crise financière, telles que la mise à disposition de fonds aux institutions financières sous la forme d'injections de capital ou de crédits, ou encore l'apport à celles-ci d'une garantie de l'État. Le financement de ces mesures par les administrations publiques belges a accru leur dette brute consolidée de 6,1 p.c. du PIB. L'impact légèrement négatif de ces mesures sur le solde de financement en 2008

disparaîtrait en 2009, étant donné que, selon les estimations, les recettes provenant des intérêts, des dividendes et des indemnités versées en compensation du bénéfice de la garantie de l'État dépasseraient alors quelque peu les charges d'intérêts supplémentaires supportées par les administrations publiques. Ces estimations font cependant abstraction des effets indirects de la crise financière, comme ceux affectant l'activité économique et le niveau des taux d'intérêt, et partent du principe que la garantie de l'État ne sera pas utilisée.

Exprimées en pourcentage du PIB, les recettes publiques devraient progresser, passant de 48,1 p.c. en 2007 à respectivement 48,5 et 48,3 p.c. en 2008 et 2009. Celles-ci subissent pourtant, en 2008, une influence baissière sous l'effet de plusieurs mesures structurelles, d'une part, et de la disparition d'une série de mesures non récurrentes

**TABLEAU 5** COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES<sup>(1)</sup>  
(pourcentages du PIB)

	2006	2007	2008 e	2009 e
Recettes .....	48,7	48,1	48,5	48,3
dont: recettes fiscales et parafiscales .....	43,8	43,3	43,6	43,1
Dépenses primaires .....	44,4	44,5	45,7	46,3
Solde primaire .....	4,3	3,5	2,8	2,1
Charges d'intérêts .....	3,9	3,8	3,7	3,8
Besoin (-) ou capacité de financement .....	0,3	-0,3	-0,9	-1,7
<i>p.m. Effets de mesures non récurrentes</i> .....	<i>0,8</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,1</i>
Dette brute consolidée .....	87,8	83,9	87,8	87,6

Sources: ICN, BNB.

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

qui avaient gonflé les recettes en 2007, d'autre part. Cependant, le fait que les revenus du travail, qui sont relativement plus imposés, afficheraient, en termes nominaux, une progression nettement supérieure à celle du PIB compense globalement cette influence. Qui plus est, en raison de l'accélération de l'inflation, le précompte professionnel augmenterait plus vivement que les revenus du travail. En 2009, les recettes fiscales et parafiscales devraient se contracter sensiblement par rapport au PIB. Ceci est principalement la conséquence de diverses mesures structurelles portant sur l'impôt des personnes physiques décidées par le gouvernement fédéral ainsi que de l'élargissement de la réduction forfaitaire d'impôt accordée par la Région flamande. Cette contraction serait toutefois partiellement compensée par les recettes résultant des mesures que le gouvernement a prises sur fond de crise financière.

Les dépenses primaires, qui s'élevaient à 44,5 p.c. du PIB en 2007, devraient s'affermir pour atteindre respectivement 45,7 et 46,3 p.c. du PIB en 2008 et en 2009. Leur croissance réelle tendancielle serait ainsi légèrement supérieure à la croissance tendancielle du PIB au cours de ces deux années. Les dépenses effectuées au titre des soins de santé et des pensions, notamment, afficheraient un rythme de progression soutenu.

Le besoin de financement estimé à 1,7 p.c. du PIB pour 2009 est particulièrement éloigné de l'équilibre budgétaire que prévoit le gouvernement pour cette année. Plusieurs facteurs permettent d'expliquer cette différence. Tout d'abord, le budget des administrations publiques table sur une croissance économique de 1,2 p.c. en 2009, c'est-à-dire un scénario bien plus optimiste que les perspectives macroéconomiques décrites ci-dessus. Par conséquent, les recettes attendues sont nettement inférieures à celles prévues par le budget des administrations publiques, d'autant plus que les recettes fiscales sont estimées à partir d'une base moins favorable pour 2008. Par ailleurs, conformément à la méthodologie du SEBC, les projections font abstraction des mesures budgétaires qui n'ont pas encore été suffisamment précisées. Tel est entre autres le cas des éventuels prélèvements sur les producteurs d'électricité et d'une grande partie des recettes que devraient générer les mesures visant à lutter contre l'évasion fiscale et la fraude à la sécurité sociale. Enfin, le gouvernement prévoit que les communautés et régions ainsi que les administrations locales enregistreront ensemble un excédent de 0,4 p.c. du PIB en 2009, alors que les estimations portent à croire qu'elles présenteront un déficit de 0,1 p.c. du PIB.

Une rupture de la tendance baissière du ratio de la dette publique est attendue en 2008. À la fin de cette année, la dette publique s'élèverait selon les prévisions à

87,8 p.c. du PIB, soit quelque 4 points de pourcentage au-dessus du niveau qu'elle affichait à la fin de 2007. Cette augmentation résulte des emprunts que l'État belge a contractés afin de financer les injections de capital dans les institutions financières et les crédits qu'il leur a consentis. En 2009, le taux de la dette publique repartirait à la baisse, quoique dans une bien moindre mesure que lors des années précédentes compte tenu de la faiblesse relative de la croissance du PIB en termes nominaux et de l'alourdissement du besoin de financement.

## 5. Appréciation des facteurs de risque

Alors que les prévisions de printemps pour la Belgique faisaient état d'une croissance du PIB de 1,5 p.c. pour 2009, la Banque table désormais sur un recul de l'activité de 0,2 p.c. L'ampleur inhabituellement importante de cette révision est similaire à celle touchant les prévisions correspondantes pour la zone euro. Elle reflète la détérioration généralisée et très rapide des perspectives économiques survenue depuis la fin de septembre 2008. En effet, les prévisions établies par diverses institutions à la fin de l'été retenaient encore une progression du PIB supérieure à 1 p.c. pour 2009. Compte tenu des développements récents, toutes les institutions prévoient désormais un recul du PIB au tournant de 2008 et de 2009, qui serait suivi d'une reprise très faible.

Les scénarios d'une aggravation marquée de la crise financière et de sa propagation à l'économie réelle évoqués comme des risques potentiels à l'occasion de la publication des exercices précédents se sont donc largement matérialisés. Néanmoins, il apparaît que l'incertitude entourant les prévisions actuelles est encore très grande; toutefois le risque d'un ralentissement plus important de l'activité prédomine. En effet, les expériences passées en matière de crises bancaires et financières dans différents pays montrent que leurs effets peuvent être prononcés et durables.

Pour l'heure, il n'est pas certain que le point bas de la crise ait été atteint ou soit sur le point de l'être, notamment en ce qui concerne le renchérissement des sources de financement ou le recul des cours boursiers. De même, des restrictions du crédit pourraient apparaître pour les sociétés non financières ou les ménages. L'ampleur des effets de la crise sur l'activité économique et sur le commerce mondial est aussi un facteur d'incertitude majeur. Le plongeon de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, mais aussi celui des prix des matières premières sur les marchés internationaux indiquent que les anticipations des agents économiques quant aux perspectives d'activité, de demande et de revenus sont

désormais largement affectées. La restauration d'une certaine stabilité macroéconomique constitue dès lors une condition nécessaire pour permettre d'asseoir une reprise de la conjoncture.

Les différences observées entre les prévisions d'inflation sont largement attribuables aux hypothèses retenues eu égard au cours du pétrole. Compte tenu de la chute

récente de celui-ci, les dernières prévisions en date pour 2009 sont généralement plus faibles, revenant à un niveau proche de, ou inférieur à, 2 p.c. À court terme, un ralentissement plus prononcé que prévu de l'activité serait de nature à réduire plus encore les pressions inflationnistes, par le biais d'une diminution additionnelle des cotations des matières premières ou d'une érosion plus marquée des marges des entreprises.

**TABLEAU 6** COMPARAISON DES PRÉVISIONS POUR LA BELGIQUE  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	PIB en volume		Inflation <sup>(1)</sup>		Solde budgétaire <sup>(2)</sup>		Date de publication
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	
BNB – Automne 2008 .....	1,4	-0,2	4,6	1,9	-0,9	-1,7	décembre 2008
<i>p.m. Printemps 2008</i> .....	1,6	1,5	4,1	2,3	-0,3	-0,8	juin 2008
ICN .....	1,6	1,2	4,7	2,7	n.	n.	septembre 2008
CE .....	1,4	0,1	4,7	2,5	-0,5	-1,4	3 novembre 2008
OCDE .....	1,5	-0,1	4,6	1,9	-0,7	-1,3	25 novembre 2008
Belgian Prime News .....	1,6	1,3	4,5	2,4	-0,4	-0,7	septembre 2008

(1) IPCH, sauf ICN: indice national des prix à la consommation.

(2) Pourcentages du PIB.

## Annexe

### PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE: SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2005	2006	2007	2008 e	2009 e
<b>Croissance</b> (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB en volume .....	2,2	3,0	2,6	1,4	-0,2
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variation des stocks .....	2,3	2,1	2,8	1,9	0,2
Exportations nettes de biens et services .....	-0,6	0,1	-0,3	-1,3	-0,3
Variation des stocks .....	0,5	0,9	0,1	0,8	-0,1
<b>Prix et coûts</b>					
Indice des prix à la consommation harmonisé .....	2,5	2,3	1,8	4,6	1,9
Indice-santé .....	2,2	1,8	1,8	4,3	2,3
Déflateur du PIB .....	2,4	2,3	2,4	2,2	3,0
Termes de l'échange .....	-0,3	-0,7	0,5	-3,0	1,1
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé .....	0,9	1,5	3,1	3,8	3,2
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé .....	2,4	3,1	3,7	3,5	3,3
Productivité horaire dans le secteur privé .....	1,5	1,6	0,6	-0,3	0,1
<b>Marché du travail</b>					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes) .....	54,8	58,1	77,4	67,5	7,9
Volume total de travail <sup>(1)</sup> .....	0,9	1,5	2,0	1,4	-0,3
Taux de chômage harmonisé <sup>(2)</sup> (p.c. de la population active) ...	8,5	8,3	7,5	6,7	6,9
<b>Revenus</b>					
Revenu disponible réel des particuliers .....	0,4	2,5	2,8	-0,3	1,5
Taux d'épargne des particuliers (p.c. du revenu disponible) ...	12,6	12,9	13,7	12,7	14,3
<b>Finances publiques<sup>(3)</sup></b>					
Solde de financement (p.c. du PIB) .....	-2,6	0,3	-0,3	-0,9	-1,7
Solde primaire (p.c. du PIB) .....	1,6	4,3	3,5	2,8	2,1
Dette publique (p.c. du PIB) .....	92,1	87,8	83,9	87,8	87,6
<b>Compte courant</b> (selon la balance des paiements, p.c. du PIB)	2,6	2,0	1,7	-2,0	-1,4

Sources: CE, DGSIE, ICN, BNB.

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

(2) Série ajustée (Eurostat).

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