

Projections économiques pour la Belgique – Automne 2014

Introduction

La reprise économique qui s'est amorcée au printemps de l'année dernière demeure très fragile tant en Belgique que dans la zone euro. Les projections de printemps de la Banque tenaient déjà compte d'un ralentissement de la croissance en Belgique à partir du deuxième trimestre de 2014, dans un contexte d'érosion de la confiance des producteurs et des consommateurs. Ce ralentissement s'est toutefois avéré plus prononcé que prévu. À cet égard, l'évolution conjoncturelle en Belgique ne s'écarte pas de celle de la zone euro, où l'activité a aussi pratiquement stagné au deuxième trimestre. Il est frappant de constater que l'essoufflement a principalement touché les pays du cœur de la zone euro, l'activité s'étant même quelque peu contractée en Allemagne et en France. En revanche, le rythme de croissance s'est accéléré dans bon nombre de pays périphériques, à l'exception de l'Italie, où l'activité s'est là aussi repliée. Les taux de croissance enregistrés en Espagne, au Portugal et, surtout, en Irlande, ont même été particulièrement élevés. Selon la première estimation « flash », la croissance dans la zone euro n'aurait cependant plus fléchi au troisième trimestre et serait remontée à 0,2 %, soit un rythme toujours modéré. Les deux principales économies de la zone euro, l'Allemagne et la France, ont en outre renoué avec une croissance positive, certes encore très faible en Allemagne.

Comme le montre la divergence des taux de croissance dans la zone euro, le processus de rétablissement interne y donne progressivement lieu au rééquilibrage attendu, le redressement étant nettement plus vigoureux dans les pays qui ont été confrontés par le passé aux plus gros déséquilibres macroéconomiques. Ces pays ont dès lors dû mettre en œuvre les programmes d'ajustement les plus ambitieux afin de redresser leur compétitivité, et ces

mesures semblent désormais porter leurs premiers fruits. Dans le cas de l'Irlande, l'expansion a de plus été largement soutenue par les étroites relations commerciales que ce pays entretient avec des pôles de croissance mondiaux, tels les États-Unis et le Royaume-Uni.

La reprise se poursuit au niveau mondial. Bien que la croissance mondiale ait été comprimée durant le premier semestre par quelques facteurs spécifiques, comme les très mauvaises conditions climatiques qui ont sévi aux États-Unis au début de l'année et, au deuxième trimestre, le relèvement de la TVA au Japon, qui a pesé sur la consommation privée, l'activité semble être repartie à la hausse au second semestre. Au total, la croissance mondiale devrait s'établir cette année à peu près au même niveau qu'en 2013. Les différentes régions du monde n'évoluent cependant pas de concert. Les pays émergents affichent toujours, globalement, les taux de croissance les plus robustes, mais plusieurs d'entre eux doivent composer avec un ralentissement graduel, voire marqué, de leur économie. Ainsi, la croissance de l'activité en Chine s'est de nouveau inscrite en recul au troisième trimestre de cette année, revenant à son plus bas niveau depuis la grande récession. L'économie russe paraît même en pleine stagnation, sous l'effet notamment de la détérioration de ses relations avec les pays avancés, qui a entre autres débouché sur des sanctions économiques réciproques. À l'inverse, les pays avancés affichent une expansion soutenue et de plus en plus affirmée, qui dépasse les attentes dans certains cas.

Une source de préoccupation, qui pourrait résulter de la composition différente de la croissance mondiale, réside dans les échanges internationaux qui semblent être nettement moins tirés par la croissance. Une baisse de l'importance des échanges commerciaux dans la croissance mondiale peut freiner le rythme auquel la reprise se

propage, et, surtout, le redressement de la zone euro, qui est aujourd'hui à la traîne, en dépit de la forte dépréciation de l'euro.

Les marchés financiers paraissent essentiellement refléter la politique monétaire extrêmement accommodante et l'abondante création de liquidités dans les pays avancés. Les actifs se sont considérablement renchérissés et les rendements sont retombés à des niveaux historiquement bas. Ce dernier constat vaut par exemple aussi pour les obligations d'État, pour lesquelles des primes de risque particulièrement élevées étaient jusqu'il y a peu demandées. Plusieurs épisodes de turbulences financières, comme en août et en octobre, ont toutefois rappelé que les marchés étaient toujours susceptibles de réagir très nerveusement à un regain de tensions géopolitiques et à des variations, même limitées, des perspectives de croissance.

Les présentes projections d'automne pour la Belgique, qui ont été clôturées le 20 novembre 2014, tiennent déjà compte des diverses mesures qui ont été adoptées par les nouveaux gouvernements ou qui ont été annoncées de manière suffisamment précise, même si, à cette date, tous les détails concernant leur mise en œuvre n'étaient pas encore connus. Pour ce qui est du gouvernement fédéral, il s'agit entre autres de la suspension temporaire des mécanismes d'indexation des salaires et des revenus de remplacement par un saut d'index, qui vient s'ajouter à la poursuite du gel des salaires réels. Compte tenu de l'importance de cet élément pour cet exercice de projection, une explication détaillée de la façon dont son incidence macroéconomique a été estimée est donnée dans l'encadré 1. Si cette mesure devrait faire reculer substantiellement l'inflation, ses effets réels au cours de la période sous revue demeureront globalement limités. De fait, il faudra un certain temps avant que le saut d'index, qui devrait être appliqué dans le courant du premier trimestre de 2015, ne se traduise complètement par une hausse moins soutenue des salaires, et ce a fortiori dans un environnement de faible inflation. De plus, la répercussion du fléchissement des coûts salariaux sur les prix et l'incidence positive de l'amélioration de la compétitivité-coût sur les exportations prendront du temps avant de produire leurs effets. Enfin, l'effet favorable de cette mesure sur la croissance de l'activité sera, surtout durant les premières années, largement compensé par celui du ralentissement de l'augmentation des revenus sur la consommation privée.

Nonobstant le fait que les projections continuent de faire état d'un raffermissement de l'activité, les estimations de croissance ont été clairement revues à la baisse. Compte tenu de la contraction plus marquée qu'attendu de la croissance depuis le printemps dernier, l'activité progresserait d'à peine 1 % cette année. L'économie devrait croître

à un rythme presque identique l'année prochaine, avant de rebondir quelque peu en 2016. L'importante révision à la baisse de l'estimation de la croissance pour 2015, de 0,7 point de pourcentage par rapport aux projections de printemps, est imputable pour plus d'un tiers à l'effet de niveau lié au repli de la croissance au cours de cette année-ci. Par ailleurs, d'autres facteurs jouent également un rôle. Ainsi, la prise en compte des mesures de consolidation prévues dans les budgets du pouvoir fédéral et dans ceux des entités régionales a raboté la contribution à la croissance des dépenses publiques de quelque 0,1 point de pourcentage. Par ailleurs, la croissance de la consommation privée a été revue à la baisse du fait de l'incidence susmentionnée du ralentissement de l'augmentation des revenus, tout comme l'a été celle des investissements des entreprises à la suite de l'essoufflement de la production à partir de 2014. Enfin, la contribution à la croissance des exportations nettes, abstraction faite de l'effet de niveau, s'inscrit en retrait de 0,1 point de pourcentage en 2015, en raison, principalement, d'une expansion bien plus modeste des débouchés. Celle-ci est dérivée des hypothèses techniques et externes communes, sur lesquelles reposent les prévisions de l'Eurosystème et dont les principales sont exposées dans l'encadré 2 de la première partie de cet article.

L'embellie continue néanmoins de se dessiner sur le marché du travail. Alors qu'en 2013, 12 000 emplois ont de nouveau été perdus, plus de 60 000 postes devraient être créés au cours de la période 2014-2016. En dépit de la révision à la baisse des estimations de croissance, ce nombre n'est guère inférieur à celui avancé dans les projections de printemps. Cette évolution illustre le fait que la maîtrise beaucoup plus stricte des coûts salariaux rend la main-d'œuvre relativement meilleur marché, tout en reflétant aussi en partie la progression légèrement plus soutenue que prévu de l'emploi au premier semestre de cette année. Sous l'effet de la remontée du taux de participation, qui découle notamment de certaines mesures d'activation, cette création d'emplois ne serait toutefois pas suffisante pour faire reculer le taux de chômage.

Tout comme dans l'ensemble de la zone euro, l'inflation retomberait à un niveau inhabituellement bas en 2014, bien qu'en Belgique, cela soit partiellement imputable à la réduction de la TVA sur la consommation d'électricité des ménages entrée en vigueur en avril 2014. Expurgés de leurs composantes volatiles, les prix augmenteraient cependant un peu plus rapidement qu'en 2013. D'après les projections actuelles, l'inflation sous-jacente reviendrait progressivement à moins de 1 %, du fait, principalement, de la maîtrise des coûts salariaux. Par contre, l'inflation des composantes volatiles augmenterait sensiblement, compte tenu, entre autres, des hypothèses communes tablant

sur un renchérissement du pétrole à partir de 2015. De ce fait, malgré l'orientation à la baisse de la tendance sous-jacente, les indices des prix à la consommation (IPCN et IPCH) devraient tout de même revenir de leur niveau exceptionnellement bas à l'heure actuelle à un peu plus de 1 % en 2016.

S'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire dépasserait encore le seuil de 3 % du PIB cette année, mais il serait marqué par un net repli à partir de 2015. En 2016, il sera toutefois toujours supérieur à l'objectif budgétaire. Il convient de rappeler à cet égard que, conformément aux règles applicables aux exercices de projection réalisés par

Encadré 1 – Les effets macroéconomiques du saut d'index

Parmi les mesures citées dans la déclaration de politique générale du nouveau gouvernement fédéral, le saut d'index est certainement l'un des éléments les plus importants pour les développements macroéconomiques en Belgique au cours des prochains trimestres. Tous les détails relatifs à la mise en œuvre de cette mesure n'étant pas encore connus, cette dernière a été interprétée ici comme une non-augmentation de 2 % de tous les salaires et revenus de remplacement. Cette mesure favorise les entreprises en ce qui concerne les salariés du secteur privé, et les administrations publiques s'agissant des salariés de ce secteur et du versement d'allocations sociales.

Outre le saut d'index annoncé, le gouvernement fédéral a manifesté sa volonté de poursuivre la politique de modération salariale, d'où l'hypothèse d'une croissance nulle des salaires réels conventionnels tant en 2015 qu'en 2016. Il est donc supposé que les salariés ne pourront pas atténuer les conséquences du choc négatif sur les salaires dû au saut d'index lors des prochaines négociations salariales. Dans l'environnement actuel de faible inflation, le saut d'index, qui serait mis en œuvre au premier trimestre de 2015, induit une indexation très limitée du salaire moyen sur l'horizon de projection, ce qui implique que la principale source d'augmentation des salaires nominaux sera le glissement des salaires ou *wage drift*.

Cette limitation importante de la croissance salariale a pour conséquence :

- un choc de revenu négatif sur le revenu des ménages qui devrait entraîner une baisse temporaire de leur consommation. Cette réduction ne sera toutefois que graduelle étant donné le comportement de lissage du profil de consommation dans le temps habituellement observé, ce qui implique une diminution du taux d'épargne;
- un choc de compétitivité positif pour les entreprises devenant plus important à mesure que le choc initial sur les salaires aboutit à une diminution du prix final. L'ajustement des prix de vente des entreprises à leurs coûts de production n'est cependant pas instantané, et la transmission des prix relatifs aux performances à l'exportation prend également du temps, de sorte que les gains en termes de parts de marché ne se manifesteront qu'à moyen terme;
- une diminution relative du coût du facteur travail qui augmentera progressivement l'intensité en travail du processus de production;
- un effet légèrement négatif pour les finances publiques durant les premières années, puisque l'impact positif sur les dépenses liées aux transferts et aux rémunérations sera plus qu'entièrement compensé par de moindres recettes issues de l'impôt direct sur les revenus des ménages et des cotisations sociales, ainsi que de l'impôt indirect étant donné la réduction de la consommation. Au fil du temps, les effets de retour positifs sur l'activité et l'emploi finiront par compenser le coût budgétaire initial du saut d'index.

La contraction de 2 % du salaire horaire nominal par rapport à un scénario sans saut d'index ne se matérialisera que très graduellement. En effet, la vitesse à laquelle le saut d'index affectera le salaire nominal moyen dépendra des mécanismes d'indexation spécifiques à chaque secteur. Le choc est d'ailleurs ralenti par l'environnement de faible inflation qui caractérise actuellement la Belgique. De plus, les entreprises n'ajustent que progressivement le prix de leur output aux coûts de production, et donc aux salaires. Finalement, comme indiqué plus haut, les variables macroéconomiques réelles (consommation, exportations, créations d'emplois, etc.) ne réagissent en général qu'avec un certain décalage aux changements de prix. Les effets macroéconomiques ne se feront donc pleinement sentir qu'au-delà de 2016, soit au-delà de l'horizon de ces projections. À partir de 2017, la baisse des



prix engendrera à son tour une croissance salariale moins dynamique lorsque les mécanismes d'indexation seront réactivés, amplifiant l'impact initial. Dès lors, l'effet total cumulé du saut d'index sur les salaires sera, à terme, plus élevé que le choc initial de 2 %.

Les effets quantitatifs du saut d'index ont été évalués à l'aide du modèle économétrique trimestriel de la Banque nationale de Belgique⁽¹⁾. Dans le cadre de la simulation dont les résultats sont présentés dans le tableau ci-dessous, la contribution des salaires au coût marginal des entreprises a été recalibré à la baisse par rapport à la version publiée du modèle, avec pour effet d'atténuer quelque peu la spirale prix-salaires durant les trimestres qui suivent le saut d'index. Ce recalibrage tient compte notamment des résultats obtenus par Cornille et Robert (2005)⁽²⁾, qui suggèrent que la rémunération du facteur travail ne constituerait qu'environ un tiers des coûts de production totaux d'un produit de consommation finale type.

IMPACT DU SAUT D'INDEX DANS LES PROJECTIONS D'AUTOMNE

(pourcentages de déviation par rapport à un scénario de base sans saut d'index, différences de croissance cumulées à partir de 2015)

	2015	2016	2017	2018	2019
Coût salarial horaire nominal dans le secteur privé	-0,3	-1,6	-2,7	-3,0	-3,1
Déflateur des exportations	0,0	-0,4	-1,0	-1,2	-1,2
Inflation IPCH	-0,1	-0,5	-0,9	-1,1	-1,1
Déflateur du PIB	-0,1	-0,8	-1,7	-2,1	-2,2
Revenu disponible des particuliers ⁽¹⁾	-0,1	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0
Consommation privée ⁽¹⁾	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4
Taux d'épargne des particuliers ⁽²⁾	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
Contribution à la croissance des exportations nettes ⁽¹⁾⁽²⁾	0,0	+0,1	+0,3	+0,5	+0,7
PIB ⁽¹⁾	0,0	0,0	+0,1	+0,3	+0,5
Emploi dans le secteur privé ⁽³⁾	0,0 (0,4)	+0,1 (4,4)	+0,2 (11,9)	+0,5 (22,3)	+0,8 (33,3)
Solde de financement des administrations publiques (pourcentages du PIB) ⁽²⁾	0,0	-0,1	-0,1	0,0	+0,2
Dette publique (pourcentages du PIB) ⁽²⁾	+0,2	+1,1	+2,0	+2,2	+1,9

Source : BNB.

(1) En termes réels.

(2) Différences en point de pourcentage.

(3) Les chiffres entre parenthèses sont exprimés en milliers de personnes, mesurés en fin d'année.

Selon la simulation effectuée sur la base des hypothèses exposées ci-dessus, le saut d'index n'aura qu'un effet limité sur la croissance économique durant la période de projection, avec une incidence marginalement négative sur la consommation en 2015 et plus importante en 2016. Les effets de l'amélioration de la compétitivité-coût sur les exportations se feront sentir pleinement surtout après 2016.

Il faut toutefois tenir compte du fait que l'hypothèse d'une croissance zéro du salaire réel est probablement peu réaliste à moyen terme. En d'autres termes, contrairement au scénario proposé ici, il pourrait y avoir une renégociation salariale et une augmentation du salaire réel, qui écorneraient partiellement certains des bénéfices escomptés en termes de compétitivité-coût. Enfin, l'exercice rapporté ici présente le désavantage que la simulation

(1) Jeanfils P. et K. Burggraeve, *Noname – a new quarterly model for Belgium*, Banque nationale de Belgique, Working Paper No. 68, May 2005.

(2) Cornille, D. et B. Robert (2005), « Interdépendances sectorielles et structure des coûts de l'économie belge : une application des tableaux input-output », BNB, *Revue économique*, juin, 33-48.



fait abstraction des anticipations relatives aux développements futurs des agents économiques et que ces derniers peuvent réagir aux mesures annoncées avant leur mise en œuvre. Dans la simulation, chaque réduction graduelle du salaire nominal est vécue comme une surprise tant par les ménages que les entreprises, alors que dans un modèle avec attentes rationnelles, les bénéfices futurs de la mesure en termes de compétitivité et de croissance réelle seront perçus par les agents, qui adapteront alors directement leur comportement, avec pour effet d'accélérer la transmission de la politique de modération salariale à l'économie réelle.

L'Eurosystème, il est seulement tenu compte des mesures qui ont été formellement décidées par les pouvoirs publics – ou dont l'approbation est très vraisemblable – et dont les modalités sont connues de manière suffisamment précise au moment de la clôture de l'exercice. En outre, les estimations de l'incidence budgétaire de certaines mesures, telles celles relatives à la lutte contre la fraude, peuvent s'écarter des montants inscrits au budget.

1. Environnement international et hypothèses

1.1 Économie mondiale

La reprise inégale de l'économie mondiale s'est poursuivie au même rythme en 2014. Alors que l'activité a plutôt progressé dans les pays avancés – grâce à une politique monétaire très accommodante et à une consolidation budgétaire plus lente –, la croissance a été décevante dans les économies émergentes. Cette image masque toutefois des évolutions très hétérogènes d'un pays et d'une région à l'autre.

Aux États-Unis, la reprise de l'activité économique semble se renforcer après un tassement temporaire au premier trimestre de l'année en raison des mauvaises conditions météorologiques. Outre l'amélioration sur les marchés du travail et de l'immobilier résidentiel, ainsi que l'atténuation de l'incidence négative des efforts d'assainissement bilanciel consentis par les ménages, la politique monétaire, qui a encore été assouplie durant la majeure partie de 2014, et une consolidation budgétaire plus limitée ont elles aussi contribué à cette relance. Au Japon, l'activité économique s'est nettement repliée au deuxième trimestre de 2014, à la suite d'un relèvement de la TVA en avril, lequel avait certes partiellement conduit à un glissement de la consommation vers le premier trimestre, durant lequel une expansion vigoureuse avait été enregistrée. Alors que la nécessaire consolidation budgétaire pourrait freiner la croissance pendant

les prochaines années, la politique monétaire souple et les meilleures conditions de financement devraient, en revanche, soutenir l'économie. Néanmoins, contre toute attente, l'activité a encore fléchi au troisième trimestre.

Dans la zone euro, le redressement entamé au printemps de 2013 s'est sensiblement ralenti dans le courant de 2014. Au deuxième trimestre, l'économie y a même été quasiment à l'arrêt, la croissance trimestrielle ne dépassant pas 0,1 %. L'incidence des tensions géopolitiques grandissantes et l'essoufflement de la croissance dans certaines des plus grandes économies émergentes ont pesé sur les exportations, mais aussi, au travers d'effets d'incertitude, sur les investissements. L'absence de réformes structurelles fermes dans plusieurs pays importants de la zone euro, qui y a entraîné une nouvelle contraction de la croissance, n'y a peut-être pas été étrangère. On ne prévoit pas encore de net rétablissement de l'activité au deuxième semestre de l'année, et la Commission européenne a dès lors revu sensiblement à la baisse ses perspectives de croissance de la zone euro dans ses projections d'automne. D'après les premières statistiques trimestrielles, la croissance n'a certes pas poursuivi son repli au troisième trimestre, mais celle-ci est restée limitée à un maigre 0,2 %. Le rythme de croissance de l'économie de la zone euro resterait donc faible cette année, avant de progressivement s'accélérer en 2015 et en 2016. Au cours des prochaines années, c'est la demande intérieure qui contribuerait le plus à la croissance, portée notamment par une politique monétaire accommodante, de faibles coûts de financement, de meilleures conditions de crédit, l'atténuation du désendettement et un retour à une politique budgétaire plus neutre. En revanche, la contribution à la croissance des exportations nettes resterait limitée. S'agissant des pays considérés individuellement, l'économie a quelque peu piétiné en Allemagne aux deuxième et troisième trimestres, mais la vigueur du marché du travail et le raffermissement de la demande extérieure devraient soutenir l'activité ces prochaines années. En dépit de la croissance étonnamment positive au troisième trimestre, l'économie française stagne en fait depuis 2011, et, sur

fond de réfrènement des investissements, d'atonie de la consommation privée et de faiblesse des exportations, la croissance ne devrait pas repartir à la hausse avant 2016. En revanche, les pays périphériques de la zone euro connaissent actuellement un mouvement de rattrapage. Tandis que l'Irlande, la Grèce, l'Espagne et le Portugal enregistrent déjà des taux de croissance trimestriels élevés voire très élevés, l'activité devrait peu à peu aussi redémarrer à Chypre.

Parallèlement à la faiblesse de la croissance économique, la reprise sur le marché du travail demeure elle aussi hésitante. On prévoit que le taux de chômage ne reculera que modérément dans la zone euro au cours des prochaines années et qu'il sera toujours supérieur, en 2016, à son niveau d'avant la crise. Bien que les différences entre les États membres restent considérables, le fossé

se réduit cependant grâce à une embellie de la situation dans les pays les plus durement touchés par la crise.

Dans les économies émergentes, la situation diffère sensiblement d'un pays à l'autre, en raison de facteurs tant mondiaux que propres aux pays. Les pays émergents d'Asie – essentiellement la Chine, l'Inde et l'Indonésie – ont affiché une croissance relativement vigoureuse. En revanche, les tensions géopolitiques ont pesé sur l'activité en Russie, et la baisse des prix des matières premières a exercé une incidence négative sur la croissance dans certains pays d'Amérique latine. Malgré une croissance toujours vive, l'économie chinoise s'affaiblit progressivement, notamment à la suite d'une correction sur le marché de l'immobilier résidentiel. Cette dernière, associée à des mesures visant à contenir l'augmentation des crédits dans le secteur financier, devrait encore

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

	2013	2014 e	2015 e	2016 e
PIB en volume				
Monde	3,1	3,3	3,8	4,1
dont:				
Pays avancés	1,3	1,8	2,2	2,5
États-Unis	2,2	2,2	3,1	3,2
Japon	1,5	1,1	1,0	1,0
Union européenne	0,0	1,3	1,5	2,0
Pays émergents	4,5	4,4	5,0	5,3
Chine	7,6	7,3	7,1	6,9
Inde	4,7	5,8	6,4	6,9
Russie	1,3	0,3	0,3	1,2
Brésil	2,5	0,2	1,4	2,6
<i>p.m. Importations mondiales</i>	2,7	3,0	4,6	5,5
Inflation⁽¹⁾				
États-Unis	1,5	1,8	2,0	2,3
Japon	0,4	2,8	1,6	1,4
Union européenne	1,5	0,6	1,0	1,6
Chine	2,6	2,4	2,4	n.a.
Taux de chômage⁽²⁾				
États-Unis	7,4	6,3	5,8	5,4
Japon	4,0	3,8	3,8	3,8
Union européenne	10,8	10,3	10,0	9,5

Source: CE.

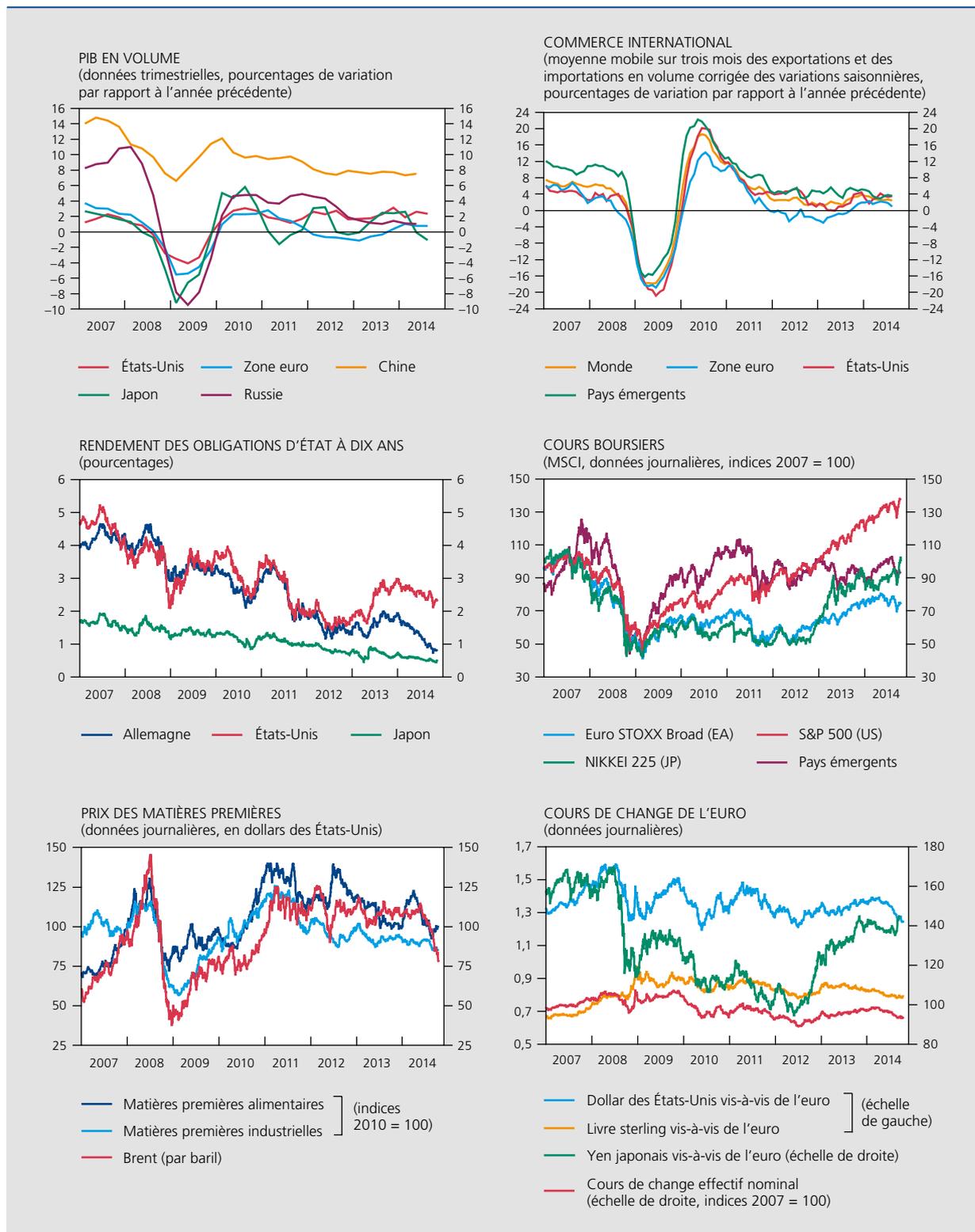
(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

freiner la croissance dans un avenir proche. En Russie, les investissements, déjà atones avant le déclenchement

de la crise avec l'Ukraine, ont notamment été fortement touchés. Il est dès lors attendu que l'économie russe soit

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



Sources : CPB, OCDE, Thomson Reuters Datastream.

en quasi-stagnation en 2014, avant de se redresser très légèrement par la suite, à mesure que les investissements et les exportations se rétabliront.

Alors que le commerce mondial avait retrouvé un certain dynamisme au deuxième semestre de 2013 après une longue période d'inertie, sa progression s'est à nouveau infléchie durant les premiers mois de 2014. Parallèlement à l'essoufflement de l'activité économique, le rythme de croissance du commerce mondial s'est tassé au début de l'année. C'est dans les économies émergentes d'Asie que le repli a été le plus prononcé, marqué principalement par une diminution sensible des importations en Chine. Outre des facteurs cycliques – notamment le net ralentissement de la croissance des composantes de la demande les plus tributaires du commerce extérieur, comme les investissements des entreprises –, des facteurs de nature plus structurelle sont également à l'origine de ce recul. Par facteurs structurels, on entend souvent un raccourcissement des chaînes de production mondiales, après que celles-ci avaient été étendues durant des années. Les facteurs précités semblent avoir eu pour conséquence de réduire l'élasticité du commerce international par rapport à la croissance économique. Si on prévoit un redémarrage graduel du commerce international, celui-ci se produirait à un rythme plus lent qu'avant la crise.

Sur les marchés financiers, le rendement des obligations d'État à long terme est revenu à de faibles niveaux ou s'y est stabilisé, sur fond de politique monétaire très

accommodante dans les pays avancés. De plus, la perspective d'une longue période de taux d'intérêt très bas a donné lieu à une « quête de rendement » continue (search for yield) de la part des investisseurs, laquelle a été renforcée par la volatilité généralement très faible sur les marchés internationaux. Les cours boursiers ont dès lors continué à grimper en 2014, tandis que les primes de risque sur les obligations d'État assorties de taux d'intérêt élevés, notamment dans les pays périphériques de la zone euro, sont retombées à leurs niveaux les plus bas depuis la crise. Bien que les marchés aient traversé, cette année aussi, des périodes de plus fortes turbulences, notamment en août et en octobre, celles-ci se sont, dans l'ensemble, jusqu'à présent avérées temporaires.

La chute généralisée des prix des matières premières amorcée en 2011 s'est interrompue à la fin de l'année dernière. Alors que les cours du pétrole brut de type Brent et ceux des matières premières industrielles n'ont pas affiché de tendance claire durant les premiers mois de 2014, les prix des denrées alimentaires ont, eux, fortement augmenté, en raison des mauvaises conditions météorologiques dans certains pays et des inquiétudes suscitées par la situation en Ukraine, qui est un important exportateur de céréales. Les cours du pétrole et les prix des denrées alimentaires sont néanmoins repartis à la baisse, respectivement depuis le début de mai et la fin de juin, suivis plus récemment par les prix des matières premières industrielles. Le niveau toujours timide de la demande mondiale joue un rôle, tandis que, pour ce qui est des

Encadré 2 – Hypothèses retenues pour les projections

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

S'agissant des cours de change, 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, le 14 novembre 2014. Pour le dollar des États-Unis, ce cours de change s'établissait à 1,25 dollar pour 1 euro. Ce niveau implique une nette dépréciation de l'euro par rapport au niveau moyen de 1,33 dollar affiché en 2013.

Pour les 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. À la mi-novembre 2014, cet indicateur laissait entrevoir qu'après le recul significatif enregistré au cours des derniers mois, le cours du baril de Brent augmenterait progressivement sur l'horizon de projection, passant de 84,6 dollars en moyenne au dernier trimestre de 2014 à 88,9 dollars au dernier trimestre de 2016. En dépit de cette progression, le cours du pétrole

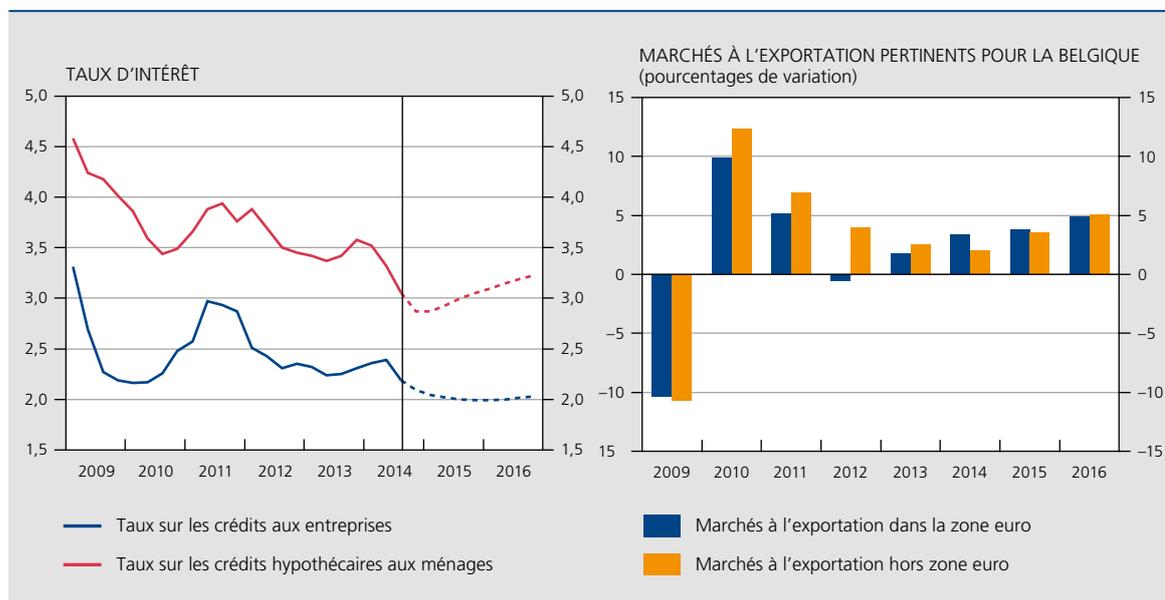


serait à la fin de 2016 nettement inférieur aux niveaux atteints en 2013 et au premier semestre de 2014, ce qui implique une forte révision à la baisse par rapport aux prévisions de printemps.

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés à la mi-novembre 2014. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois continuait d'afficher, au dernier trimestre de 2014, un niveau exceptionnellement bas de moins de 10 points de base. Le taux d'intérêt à court terme devrait se maintenir pendant un certain temps encore à ce faible niveau, et il ne remonterait à plus de 15 points de base qu'à la fin de la période de projection. Le niveau du taux d'intérêt à long terme en Belgique devrait également progressivement s'apprécier, passant de 1,3 % au dernier trimestre de cette année à 1,6 % en moyenne en 2016. C'est principalement le taux d'intérêt à long terme qui a été ajusté assez sensiblement à la baisse par rapport aux hypothèses retenues dans le cadre des dernières projections de printemps.

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

(pourcentages)



Source : Eurosysteme.

L'évolution attendue des taux appliqués par les banques sur les crédits d'investissement aux entreprises et sur les crédits hypothécaires aux particuliers prend en compte la transmission généralement observée par rapport aux taux de marché. Depuis juin, les révisions de ces taux de détail proposés par les banques sont, de manière générale, de plus faible ampleur. Au dernier trimestre de 2014, le taux hypothécaire moyen s'élèverait à 2,9 % environ, mais il diminuerait de près de 40 points de base dans le courant de 2015 et de 2016. Le taux moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, resterait quasiment inchangé à un niveau de quelque 2 %.

La croissance économique mondiale pour 2015 et 2016 a été très légèrement revue à la hausse depuis les projections de printemps de juin 2014. En raison de la part moindre du commerce dans la croissance évoquée ci-avant, l'élasticité de la demande d'importations par rapport à la croissance mondiale a été sensiblement révisée à la baisse, et les nouvelles hypothèses en la matière vont de pair avec une demande d'importations en net recul. Dans ce contexte, l'évolution annuelle des débouchés étrangers pertinents pour la Belgique a, elle aussi, été clairement ajustée à la baisse pour l'ensemble de la période de projection. La correction la plus importante a

concerné les débouchés hors zone euro, même si ceux dans la zone euro progresseraient eux aussi moins rapidement que prévu, également en raison du fléchissement marqué enregistré dans la zone euro dans le courant de 2014. L'expansion de ces marchés de débouchés se renforcerait cependant toujours, passant de moins de 3 % en 2014 à près de 5 % en 2016. Dans ce cadre, à partir de 2016, les marchés à l'exportation situés en dehors de la zone euro se développeront à nouveau plus rapidement que ceux à l'intérieur de la zone euro.

HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2014	2015	2016
	(moyennes annuelles)		
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis . . .	1,33	1,25	1,25
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	101,2	85,6	88,5
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	0,2	0,1	0,1
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	1,7	1,3	1,6
Taux sur les crédits aux entreprises	2,3	2,0	2,0
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages	3,2	3,0	3,2
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique (en volume)	2,9	3,7	4,9
Prix des concurrents à l'exportation	-0,9	1,0	1,4

Source : Eurosysteme.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par la croissance de ces débouchés, mais aussi par l'évolution des parts de marché, et donc par la compétitivité de la Belgique. Parmi les aspects de la compétitivité liés aux coûts, les fluctuations des prix pratiqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation sont un élément important. En 2014, les prix appliqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation baisseraient de 0,9 %, après s'être déjà repliés de 1,7 % en moyenne en 2013. Pour 2015 comme pour 2016, on prévoit néanmoins que les prix seront nettement orientés à la hausse. Pour 2014, il s'agit d'une révision à la hausse par rapport aux prévisions de printemps, qui s'explique notamment par la dépréciation de l'euro, mesurée sur la base du cours de change effectif réel.

Globalement, l'ajustement des hypothèses techniques, financières et internationales par rapport à celles des prévisions de printemps exerce, par solde, une influence baissière de l'ordre de quelque 0,3 point de pourcentage, sur la prévision de croissance pour 2015, et d'environ 0,2 point de pourcentage sur celle de 2016. En effet, l'incidence relativement importante de l'expansion plus modeste des débouchés est seulement partiellement compensée par celles du niveau plus faible des taux d'intérêt, du cours du pétrole plus bas et des prix des concurrents étrangers plus élevés, exprimés en euro meilleur marché.

matières premières industrielles, il s'agit essentiellement de l'inquiétude relative à la contraction de la croissance chinoise. Au niveau de l'offre, les forages de pétrole de schiste en Amérique du Nord et les importantes capacités de réserves en Arabie saoudite ont largement compensé

les interruptions d'approvisionnement survenues à la suite des tensions géopolitiques liées à la Russie, à la Lybie et à l'Irak. Grâce aux bonnes récoltes, l'offre de denrées alimentaires (principalement des céréales) devrait, elle aussi, être élevée cette année.

TABLEAU 2 PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME POUR LA ZONE EURO

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

	2014 e	2015 e	2016 e
Inflation (IPCH)	0,5	0,7	1,3
Inflation sous-jacente ⁽¹⁾	0,8	1,0	1,3
PIB en volume	0,8	1,0	1,5
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL	0,8	1,3	1,2
Dépense de consommation finale des administrations publiques	0,9	0,5	0,4
Formation brute de capital fixe	0,7	1,4	3,2
Exportations de biens et de services	3,2	3,2	4,8
Importations de biens et de services	3,3	3,7	4,9
Emploi intérieur	0,4	0,6	0,5
Taux de chômage ⁽²⁾	11,6	11,2	10,9
Besoin (-) ou capacité de financement des administrations publiques ⁽³⁾	-2,6	-2,5	-2,2

Source: BCE.

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

(2) Pourcentages de la population active.

(3) Pourcentages du PIB.

En 2014, les variations des cours de change bilatéraux ont en grande partie résulté des anticipations divergentes quant à la politique monétaire des pays concernés. Ainsi, l'euro a commencé à se déprécier vis-à-vis de la livre sterling et du dollar des États-Unis, respectivement à partir de mars et du début de mai, une normalisation plus rapide de la politique monétaire dans ces deux pays par rapport à celle de la zone euro ayant été anticipée.

1.2 Estimations pour la zone euro

D'après les projections d'automne de l'Eurosystème, la reprise dans la zone euro, qui s'est amorcée au printemps de 2013, continuerait de gagner en vigueur, mais à un rythme bien plus lent que prévu dans les projections de printemps et dans les projections de septembre de la BCE. En effet, les facteurs déjà à l'origine du net ralentissement aux deuxième et troisième trimestres de cette année continueraient de brider l'activité durant les prochains trimestres. Il s'agit notamment de la persistance de fortes tensions géopolitiques de l'atonie du commerce international, mais aussi du manque d'avancées en matière de réformes économiques dans certains pays de la zone euro. Néanmoins, la croissance s'accélérait au cours des deux années à venir, jusqu'à 1,5 % en 2016.

Contrairement à ce qui a été observé durant la période allant de 2011 à 2013, la demande intérieure deviendrait

de loin le principal moteur de la croissance. Cela induirait également une hausse progressive des importations, qui compenserait en grande partie le redressement des exportations auquel le renforcement attendu de la demande extérieure et un euro déprécié devraient donner lieu. Cette augmentation de la demande intérieure serait notamment soutenue par la politique monétaire accommodante ainsi que par la hausse progressive des revenus dans un contexte de faible inflation. La nécessité de poursuivre la réduction de l'endettement dans de nombreux pays, tant pour les administrations publiques que dans le secteur privé, pèse toutefois toujours sur les perspectives de croissance à plus long terme.

De même, l'inflation qui, depuis les projections de printemps, a poursuivi son repli jusqu'à atteindre un niveau inhabituellement bas, devrait peu à peu remonter, pour avoisiner 1,4 % au dernier trimestre de 2016. Cette évolution est certes attribuable au raffermissement de la demande, mais aussi au renversement de la pression des prix des composantes volatiles, tels que les produits énergétiques, dont les fortes baisses de prix observées au cours des derniers mois ont vivement contenu l'inflation. Ce dernier élément explique pourquoi l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire l'inflation expurgée de l'évolution volatile des prix des produits énergétiques et des denrées alimentaires, progresserait à un rythme moins soutenu et atteindrait en 2016 un niveau proche de celui de l'IPCH, alors qu'elle était au départ plus élevée.

La reprise sur le marché du travail paraît jusqu'à présent épargnée par l'essoufflement récent de l'activité. La modération salariale et, surtout, les réformes du marché du travail qui ont été mises en œuvre semblent soutenir ce redressement et avoir renforcé le lien entre la croissance économique et celle de l'emploi. Ce dernier devrait dès lors croître encore, et ce de façon un peu plus prononcée, en 2015 et en 2016. Le taux de chômage serait toujours nettement supérieur à son niveau structurel à la fin de la période de projection, en dépit du recul d'un point de pourcentage sur trois ans.

Le déficit budgétaire moyen de la zone euro diminuerait pour revenir à 2,2 % du PIB en 2016. Cette amélioration est essentiellement due à l'embellie conjoncturelle et à la réduction continue des charges d'intérêts liée à la faiblesse inhabituelle des taux. La politique budgétaire demeurerait relativement neutre sur la période considérée.

2. Activité et demande

La reprise de l'activité économique en Belgique s'est essoufflée plus fortement qu'attendu à partir du deuxième

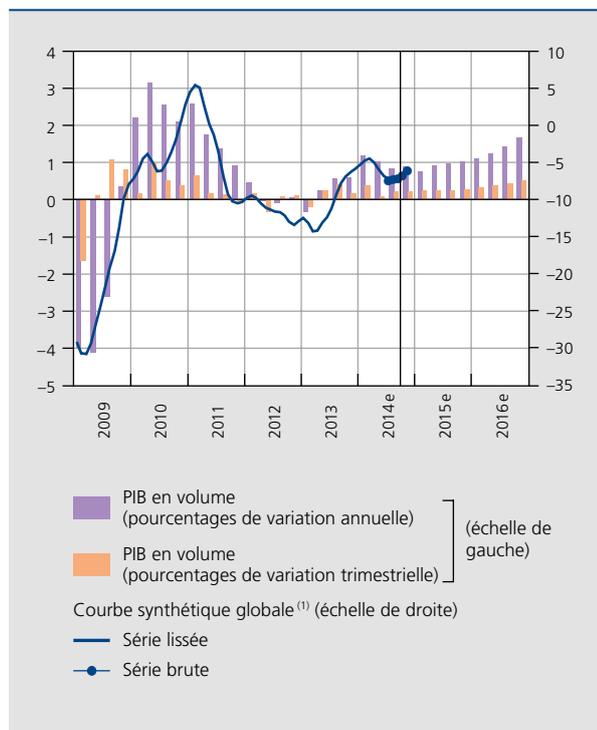
trimestre de 2014. Même si les projections de printemps de la Banque envisageaient déjà une légère diminution de la croissance, les premières statistiques trimestrielles indiquent que, dans les faits, celle-ci s'est repliée de façon beaucoup plus marquée, retombant à 0,1 %. La demande intérieure n'a certes que faiblement fléchi, mais la contribution des exportations nettes à la croissance aurait été fortement négative. En cause, notamment, une série de facteurs spécifiques, tels que l'acquisition, par une société d'armateurs, d'une importante flotte de navires à l'étranger, qui a fait grimper à la fois les investissements des entreprises et les importations. Selon l'estimation la plus récente de l'ICN, l'activité se serait raffermie au troisième trimestre, pour remonter à 0,3 %.

La croissance en Belgique est semblable aux évolutions observées dans l'ensemble de la zone euro. Elle s'est infléchie au deuxième trimestre au sein de cette dernière, surtout en Allemagne, principal partenaire commercial de notre pays, après s'être montrée un peu plus robuste au premier trimestre. S'agissant de l'ensemble de la zone euro, ce ralentissement est davantage imputable à un brusque affaiblissement de la demande intérieure, et plus particulièrement à la diminution du volume des investissements. D'après les premières estimations « flash » d'Eurostat, la zone euro a enregistré une croissance de 0,2 % au troisième trimestre de cette année. En dépit de la volatilité récente des taux de croissance trimestriels et des écarts de croissance entre les différents pays de la zone euro évoqués ci-dessus, les premières analyses font apparaître que la tendance sous-jacente irait dans le sens d'une confirmation de la reprise dans les économies européennes.

La modération observée aux deuxième et troisième trimestres en Belgique est à considérer dans un contexte d'érosion de la confiance des producteurs et des consommateurs. Selon les enquêtes de la Banque, ces deux indicateurs se sont repliés en Belgique depuis le début de 2014. La confiance des consommateurs est depuis lors à nouveau inférieure à sa moyenne de long terme, tandis que celle des producteurs oscille actuellement autour de ce seuil mais semble se rétablir ces derniers mois. Les indicateurs partiels qui présentent la corrélation la plus étroite avec les évolutions économiques à court terme renvoient toutefois une image un peu plus nuancée. Ainsi, les perspectives d'emploi des personnes sondées aux fins de l'enquête sur la confiance des consommateurs ne se révèlent en fin de compte pas plus médiocres qu'au début de l'année et demeurent plus proches de leur moyenne de long terme. Pour ce qui est de la confiance des producteurs, c'est avant tout l'évolution des prévisions relatives à la demande dans l'industrie manufacturière qui revêt de l'importance. Bien qu'elles aient également baissé, elles

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DU PIB ET DE L'INDICATEUR DE CONJONCTURE

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des effets de calendrier.

TABEAU 3 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

	2013	2014 e	2015 e	2016 e
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL	0,3	0,7	1,0	0,9
Dépense de consommation finale des administrations publiques	1,1	0,9	0,8	0,4
Formation brute de capital fixe	-2,2	2,7	2,3	2,6
des administrations publiques	-5,4	-1,8	5,7	-1,7
en logements	-3,5	1,2	1,7	1,1
des entreprises	-1,2	3,9	2,0	3,8
<i>p.m. Dépenses intérieures, hors variation des stocks</i>	<i>-0,1</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>
Variation des stocks ⁽¹⁾	-0,7	-1,0	0,0	0,0
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	1,0	0,7	-0,3	0,2
Exportations de biens et de services	2,9	2,9	3,1	4,7
Importations de biens et de services	1,7	2,0	3,6	4,6
Produit intérieur brut	0,3	1,0	0,9	1,4

Sources: ICN, BNB.

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

semblent renouer ces derniers mois avec un niveau bien supérieur à leur moyenne de long terme.

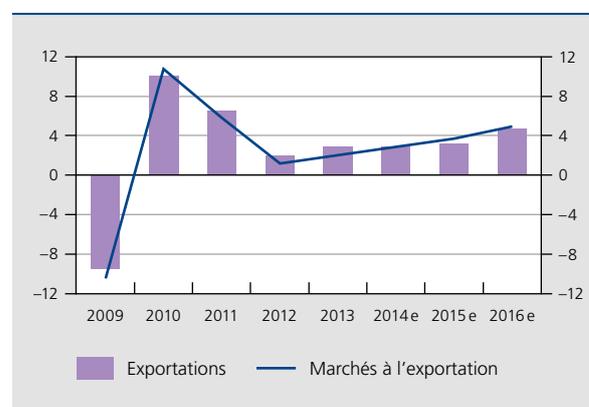
Les modèles de prévision à court terme ou de prévision immédiate utilisés à la Banque, tel le modèle BREL, décrit dans la Revue économique de juin 2014, donnent dès lors à penser que la croissance resterait pratiquement identique au dernier trimestre de 2014. Sur une base annuelle, celle-ci ressortirait globalement à 1 % en 2014. En raison notamment d'un effet de niveau plus faible que prévu, elle se cantonnerait pratiquement à ce même rythme en 2015. Il faudrait attendre 2016 pour que, grâce notamment à l'incidence positive de l'amélioration de la compétitivité-coût sur les exportations, la croissance annuelle soit supérieure à la croissance potentielle et atteigne 1,4 %.

En termes annuels, tant la demande intérieure, hors variation des stocks, que les exportations nettes apportent une contribution notable à l'expansion de l'activité en 2014. Dans le cas des secondes, cette contribution est exclusivement le résultat d'un important effet de niveau positif de l'année précédente : en cours d'année, les exportations devraient en effet augmenter plus modérément que les importations. La contribution positive de ces deux composantes de la demande est largement compensée par l'ampleur de la contribution négative de la variation des stocks à la croissance, qui résulte elle aussi uniquement d'un effet de niveau provenant des évolutions recensées jusqu'au deuxième trimestre de 2014, qui est le dernier

pour lequel des statistiques trimestrielles détaillées sont disponibles. Cette contribution négative de la formation des stocks à la croissance suggère que les entreprises, probablement sous l'influence de l'incertitude à nouveau grandissante, ont réduit leur production plus fortement que la demande intérieure et la demande extérieure ne se sont contractées. Bien qu'il ne soit pas exclu qu'elles ralentissent la réduction de leurs stocks ou accélèrent la formation de ceux-ci dans un avenir proche, les hypothèses techniques retenues pour tous les trimestres à

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.

partir de 2015 tablent sur un effet neutre de la variation des stocks sur la croissance, eu égard notamment à la grande incertitude statistique qui entoure ce concept.

En 2015, les exportations nettes devraient encore grever l'expansion annuelle de l'activité. Comme l'évoque l'encadré 1 et le commente la partie 4, la croissance des coûts salariaux par unité produite serait freinée par la forte modération salariale et, en 2016, par la baisse des cotisations sociales. Il en résulterait une nette amélioration de la compétitivité, qui entraînerait à son tour les exportations à la hausse. L'évolution, dans les projections, des parts de marché des entreprises exportatrices belges l'illustre clairement. Selon les comptes nationaux et les statistiques existantes relatives à la croissance de la demande d'importations des partenaires commerciaux, ces entreprises ont récemment, c'est-à-dire entre 2011 et 2013, vu leurs parts de marché s'accroître en termes réels. Dans une perspective à plus long terme, l'économie belge perd cependant des parts de marché de manière tendancielle, essentiellement en raison de différences en matière de compétitivité à attribuer non seulement à des facteurs liés aux coûts, mais aussi à des facteurs hors coûts. Les présentes projections d'automne considèrent que ces pertes iront en s'amenuisant et que, dans le courant de 2016, elles pourraient même se muer en léger gains sur une base trimestrielle. Dès lors, mais aussi du fait du renforcement de la demande d'importations de la part des partenaires commerciaux, la croissance des exportations

belges exprimées en volume augmenterait, pour atteindre 4,7 % d'ici 2016.

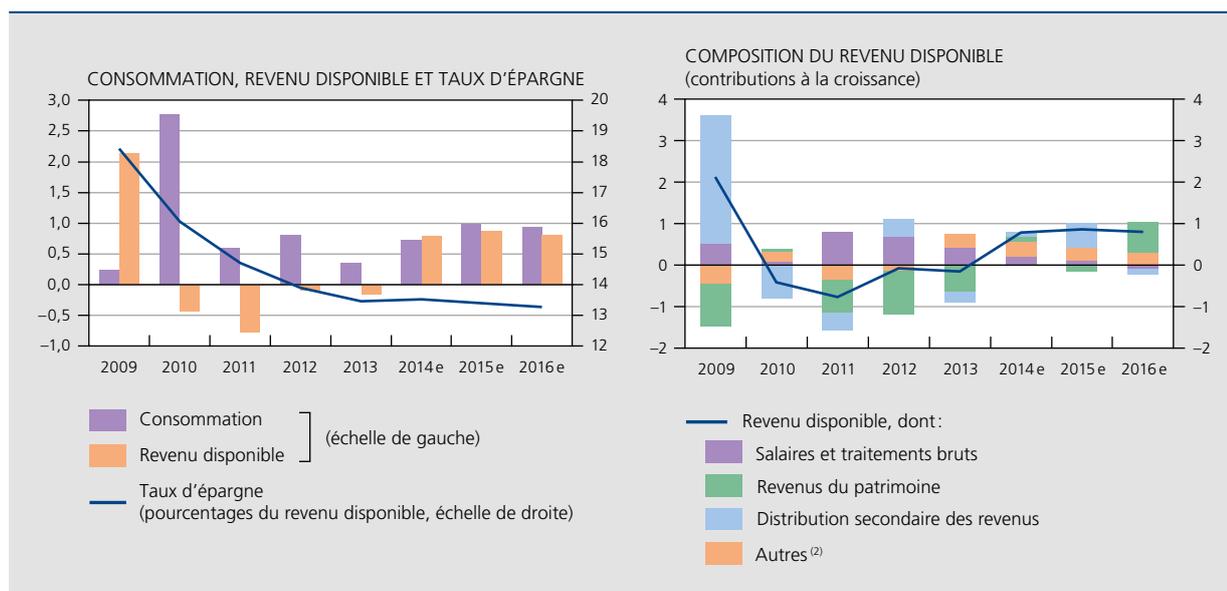
Dans la mesure où la progression des importations serait plus lente, à la faveur notamment de l'amélioration de la compétitivité sur l'horizon de projection, les exportations nettes s'affermiront progressivement. En 2016, les exportations nettes apporteront déjà une contribution de 0,2 point de pourcentage à la croissance annuelle. La hausse sensible de cette contribution, par rapport à 2015, est à l'origine du net renforcement de la croissance durant la dernière année de la période de projection.

D'après les prévisions, la contribution à la croissance de la demande intérieure, hors stocks, demeurerait en revanche relativement inchangée sur l'horizon de projection. La croissance annuelle de la consommation privée, principale composante de la demande intérieure, serait même largement supérieure, durant les deux prochaines années, à celle de 2014, malgré une baisse minime en 2016.

Le redressement de la consommation privée s'explique avant tout par celui du revenu disponible. Ces quatre dernières années, celui-ci a affiché une croissance négative en termes réels, principalement en raison de la nette contraction des revenus du patrimoine, mais, sur l'horizon de projection, il gonflerait de 0,8 % en moyenne par an. La hausse des revenus du travail est très largement bridée par

GRAPHIQUE 4 CONSOMMATION PRIVÉE, REVENU DISPONIBLE⁽¹⁾ ET TAUX D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS

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



Source : BNB.

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

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

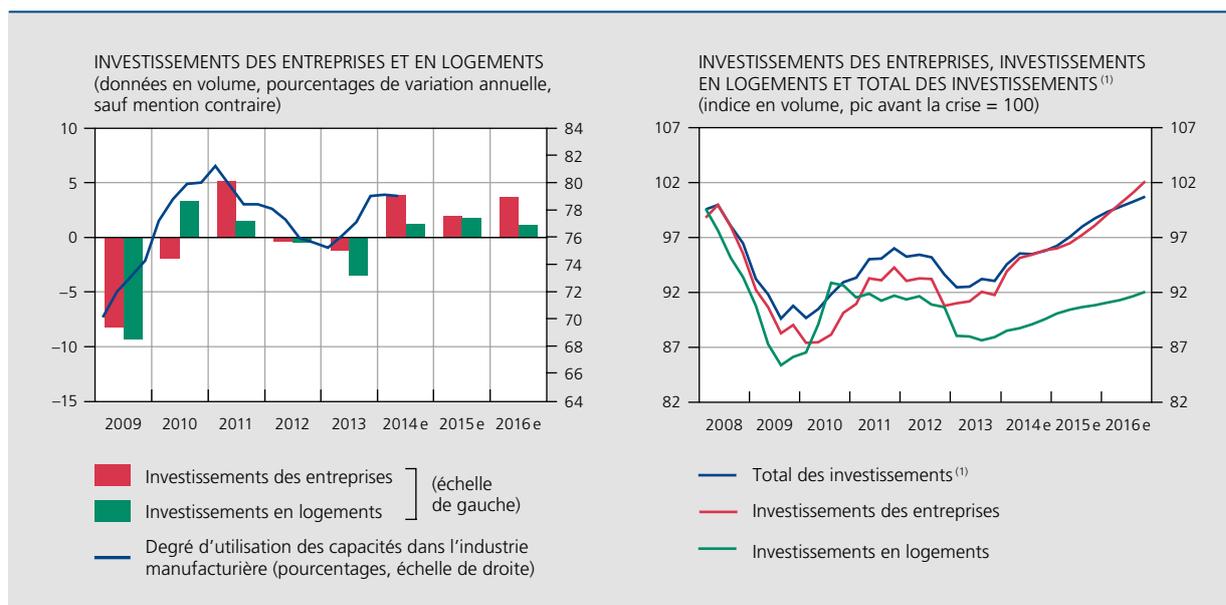
la faiblesse de la croissance des salaires nominaux et découle donc essentiellement de l'augmentation estimée du nombre moyen d'heures ouvrées et de l'emploi. En 2016, les revenus du travail présenteraient même une progression négative, en raison, entre autres, du saut d'index, qui sera cependant largement compensée par les autres sources de revenu. Ainsi, les revenus du patrimoine, qui déclineront encore légèrement en 2015, grimperont fortement en 2016, sous l'influence du relèvement des taux postulé par les hypothèses techniques. En dépit des mesures de consolidation prises par les pouvoirs publics, la distribution secondaire des revenus soutient également la hausse du revenu disponible. En 2015, cela découle notamment de l'augmentation des frais professionnels déductibles des revenus imposés à l'IPP. En 2016, l'élargissement de cette mesure est amplement compensée par d'autres facteurs tels que les économies dans la sécurité sociale.

Selon les projections actuelles, la consommation privée devrait s'accroître à un rythme légèrement plus élevé que le revenu disponible tant en 2015 qu'en 2016, ce qui fera encore baisser le taux d'épargne. Cela résulte de deux mouvements jouant en sens inverses. D'une part, une proportion relativement plus large des revenus du patrimoine sont épargnés, si bien que la part croissante de ces revenus dans le revenu total des ménages, surtout en 2016, devrait en principe accroître le taux d'épargne. D'autre part, comme l'indique l'encadré 1, les ménages n'adaptent leur profil de consommation au recul de la

croissance des revenus du travail qu'avec un certain décalage. Ce second effet, qui grève le taux d'épargne, pèse davantage d'après les projections actuelles. En conséquence, le taux d'épargne des particuliers retomberait en 2016 à un étiage historique de 13,3 %, soit à peine plus que le niveau moyen dans la zone euro, alors que la propension à épargner des particuliers belges était auparavant largement supérieure à cette moyenne.

En ce qui concerne les investissements, les prévisions tablent sur une lente progression des investissements en logements sur l'ensemble de la période de projection. Après un brusque repli ces dernières années, ces investissements enregistrent à nouveau, depuis le dernier trimestre de 2013, une croissance réelle positive. Aucun élément ne devrait *a priori* venir plomber cette reprise naissante. Bien que la confiance générale des consommateurs se soit fortement érodée depuis le début de 2014, les indicateurs partiels pertinents, parmi lesquels les perspectives en matière de chômage des consommateurs, ne se sont, comme on l'a évoqué ci-dessus, globalement pas détériorés de manière significative. L'importante réforme du bonus-logement dans l'une des régions est susceptible d'induire quelques fluctuations dans le profil temporel de ces investissements (même s'il est probable qu'elles se manifesteront davantage sur le marché secondaire), mais elle ne devrait avoir qu'une incidence relativement limitée sur leur croissance tendancielle. À la fin de 2016, les investissements en logements devraient, en volume,

GRAPHIQUE 5 INVESTISSEMENTS PRIVÉS



Sources : ICN, BNB.

(1) Englobe également les investissements publics.

toujours afficher un niveau inférieur de près de 8 % à celui qui était le leur avant la grande récession.

Les investissements des entreprises enregistreraient une croissance en volume bien plus vive sur l'horizon de projection. En 2015, leur rythme d'expansion déclinerait quelque peu, retombant à environ la moitié de celui de 2014. Ce ralentissement tient au fait qu'en 2014, ces investissements ont largement bénéficié d'un facteur spécifique, à savoir l'acquisition, par une société d'armateurs, de plusieurs navires. Les présentes projections impliquent que les investissements des entreprises, exprimés en volume, afficheront dès la fin de 2016 un niveau nettement supérieur à celui d'avant la grande récession. Cette croissance relativement robuste bénéficie des perspectives plus optimistes en matière de demande qui apparaissent lorsque la conjoncture se redresse. De plus, depuis le début de l'année, le taux d'occupation des capacités de production dans l'industrie manufacturière est à nouveau légèrement supérieur à la moyenne de long terme. Aussi, une demande ascendante générera-t-elle, outre des investissements de remplacement, de plus en plus d'investissements d'extension. Les possibilités de financement des entreprises sont également favorables : les possibilités de financement interne sont soutenues par la hausse de l'excédent brut d'exploitation, tandis que les conditions de crédit appliquées au financement externe ont encore été assouplies depuis le début de l'année, si on en croit

l'enquête sur la distribution du crédit bancaire et que les entreprises présentent des positions de liquidité solides d'après les comptes financiers.

En dépit des efforts de consolidation, la consommation des administrations publiques continuerait d'augmenter sur l'horizon de projection, mais son rythme se ralentirait cependant, affichant à peine 0,4 % en volume, grâce, surtout, au saut d'index. Les investissements des administrations publiques, qui s'étaient contractés en termes réels l'année dernière sous l'effet du cycle électoral, devraient repartir à la hausse à compter de 2014.

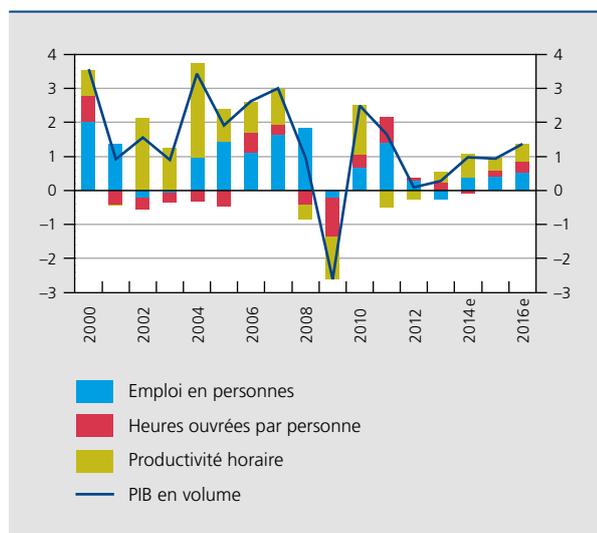
3. Marché du travail

Comme c'est toujours le cas lors d'une phase de redressement, la productivité par heure ouvrée se raffermirait à un rythme relativement constant, quoique modéré. Dans le même temps, l'accroissement de l'activité durant la période de projection s'accompagnerait d'un gonflement du volume de travail. La durée moyenne de travail diminuerait encore légèrement en 2014, comme l'attestent les statistiques déjà disponibles pour les trois premiers trimestres. Cette baisse tient, d'une part, au recours accru des employeurs à des instruments de flexibilité tels que les contrats temporaires de courte durée – reflétant leurs réticences à procéder à des engagements fermes à l'aube de la reprise – et, d'autre part, à une réduction sensible de la durée moyenne de travail au deuxième trimestre de 2014, notamment dans les branches de l'industrie et de la construction, qui n'est corrigée que partiellement sur le reste de l'année. Les deux prochaines années, cette durée moyenne de travail s'allongerait légèrement et, en 2016, elle retrouverait le niveau qui était le sien avant la grande récession. Tel ne sera néanmoins pas le cas si on ne prend en compte que les salariés : en 2016, leur durée de travail moyenne serait encore inférieure à ce qu'elle était en 2008.

Ceci devrait se traduire par des créations nettes d'emplois pour environ 62 000 personnes entre 2014 et 2016. Sur l'ensemble de l'année 2013, l'emploi avait reculé de 0,3 %, en dépit de sa progression au cours des deux derniers trimestres de celle-ci. La croissance de l'emploi augmenterait pendant la période de projection, non seulement en raison du rebond de l'activité en 2016, mais aussi parce que les mesures que le gouvernement a prises en vue de maîtriser les coûts salariaux rendent le facteur de production travail relativement meilleur marché. À cet égard, il convient de rappeler que l'impact de ces mesures sur l'économie réelle ne sera ressenti qu'avec un certain décalage. Les retombées positives de celles-ci, notamment sur l'emploi, seront en principe

GRAPHIQUE 6 EMPLOI INTÉRIEUR, DURÉE DU TRAVAIL ET PRODUCTIVITÉ

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



Sources : ICN, BNB.

encore plus significatives au terme de la période de projection.

L'emploi dans les branches sensibles à la conjoncture devrait au total renouer avec la croissance, certes modestement au départ, mais celle-ci devrait se raffermir jusqu'en 2016 pour apporter le soutien le plus important à la création d'emplois. La branche largement subventionnée des « autres services » (surtout les soins de santé et l'action sociale) devrait elle aussi encore amplement contribuer à la hausse de l'emploi sur l'horizon de prévision. Le système des titres-services devrait également continuer de soutenir la création d'emplois. Cependant, son rythme de croissance devrait être plus modéré que précédemment en raison, d'une part, des effets de saturation progressive de la demande et du relèvement du coût horaire pour les utilisateurs et, d'autre part, des difficultés de recrutement que rencontrent les prestataires de ces services. En revanche, les effectifs dans la branche « administration publique et enseignement » devraient se contracter. Cette situation résulte

des mesures budgétaires de non-remplacement d'une partie du personnel des administrations publiques ayant atteint l'âge de la retraite. Ce mouvement est appelé à se renforcer, conformément aux économies de personnel annoncées dans les accords de gouvernement pour les années à venir. Enfin, le travail indépendant soutiendrait, comme par le passé, l'évolution de l'emploi, affichant un taux de croissance d'environ 1 % entre 2014 et 2016, ce qui représente entre 7 000 et 9 000 travailleurs supplémentaires chaque année. Le rythme de progression du nombre d'indépendants restera dès lors sensiblement supérieur à celui des salariés, nonobstant la hausse de ce dernier.

Bien que la croissance de la population en âge de travailler se soit fortement ralentie depuis 2013 et que, selon les prévisions démographiques les plus récentes, elle resterait en moyenne plus ou moins au même niveau durant la période de projection, la population active grossirait plus vivement en raison du relèvement du taux de participation. Elle devrait croître d'environ 32 000 personnes

TABLEAU 4 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

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

	2013	2014 e	2015 e	2016 e
	(pourcentages de variation)			
Volume de travail	-0,1	0,3	0,6	0,8
Emploi intérieur en personnes	-0,3	0,4	0,4	0,5
	(variations en milliers de personnes)			
Emploi intérieur	-12,4	17,9	19,3	25,2
<i>p.m. Variation en cours d'année⁽¹⁾</i>	12,2	24,0	17,8	32,1
Travailleurs	-19,1	10,8	11,5	16,3
Branches sensibles à la conjoncture	-23,4	1,5	7,0	12,0
Administration publique et enseignement	2,2	-0,4	-5,4	-4,2
Autres services	2,1	9,8	9,9	8,5
<i>p.m. Titres-services</i>	8,5	5,2	4,0	3,4
Indépendants	6,7	7,1	7,8	8,9
Travailleurs frontaliers	-0,7	-0,1	0,0	0,0
Emploi national	-13,0	17,8	19,3	25,2
Demandeurs d'emploi inoccupés	24,6	13,7	55,5	-6,4
<i>p.m. Variation en cours d'année⁽¹⁾</i>	-20,2	-1,4	58,3	-14,3
Population active	11,5	31,5	74,8	18,7
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé⁽²⁾</i>	8,4	8,5	8,8	8,7

Sources: ICN, ONEM, BNB.

(1) Différence entre le quatrième trimestre de l'année considérée et le quatrième trimestre de l'année précédente.

(2) Pourcentages de la population active.

en 2014. La hausse de l'emploi attendue ne sera pas suffisante pour compenser celle de la population active, de sorte que le chômage continuera de grimper en 2014, mais toutefois moins vivement qu'en 2013 puisqu'il y aurait 14 000 demandeurs d'emploi supplémentaires, contre 25 000 en 2013. La barre des 600 000 chômeurs en moyenne annuelle serait néanmoins presque franchie. Le taux de chômage harmonisé augmenterait encore légèrement, à 8,5 %, soit le niveau le plus élevé depuis 2005.

L'élargissement plus marqué de la population active attendu pour 2015 s'explique principalement par une mesure prise par le gouvernement fédéral, à savoir la suppression du statut de chômeur âgé dispensé de recherche d'emploi. En effet, à partir du 1^{er} janvier 2015, ces chômeurs (au nombre de 56 000 au troisième trimestre de 2014 selon l'ONEM) seront considérés comme des demandeurs d'emploi ordinaires soumis aux obligations de recherche active d'emploi et bénéficieront à terme de l'accompagnement des services publics de l'emploi (SPE) dans leurs démarches. De ce fait, ce groupe réintègre la population active, entraînant un rebond du taux de chômage à 8,8 %.

Ce n'est qu'en 2016 que la croissance de l'emploi serait suffisante pour faire reculer le taux de chômage, qui retomberait à 8,7 %, mais demeurerait toujours supérieur au niveau élevé de 2013. Bien que le taux de chômage dans la zone euro dans son ensemble serait encore supérieur de deux points de pourcentage en 2016, il affiche néanmoins une baisse sensible sur l'horizon de projection (cf. tableau 2).

4. Prix et coûts

Les projections pour les coûts salariaux sont marquées par les mesures prises par le gouvernement fédéral en vue d'améliorer la compétitivité de l'économie belge, notamment par l'allègement du coût du travail. En effet, le gel des salaires conventionnels réels est supposé perdurer sur l'ensemble de l'année 2014, conformément aux dispositions du projet d'accord interprofessionnel pour la période 2013-2014 imposé par le gouvernement. La politique de modération des coûts salariaux devrait se maintenir et s'accroître au cours de la période 2015-2016. Cela se traduit d'abord par la poursuite du gel des salaires conventionnels réels, qui devrait néanmoins s'accompagner de modestes hausses réelles dues au glissement des salaires en réponse à l'apparition graduelle de tensions sur plusieurs segments du marché du travail dans un contexte de reprise économique. Cependant, les facteurs qui participent le plus à la modération salariale sont la suspension temporaire des mécanismes d'indexation et l'incidence indirecte de celle-ci sur l'inflation. En outre, à partir de 2016, les mesures annoncées d'abaissement des cotisations patronales à la sécurité sociale devraient contribuer au repli des coûts salariaux. Ces réductions, de l'ordre de 960 millions d'euros, correspondent à un réaménagement des mesures prévues initialement par le « Pacte pour la compétitivité et l'emploi » de novembre 2013. Ainsi, les mesures programmées pour 2015 n'entreraient en vigueur qu'en 2016, tout en étant significativement renforcées par des mesures auparavant planifiées pour 2017. Cependant, certaines de ces dispositions se traduisent par des diminutions du précompte professionnel qui ne sont pas prises en compte dans le

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

	2013	2014 e	2015 e	2016 e
Coûts salariaux dans le secteur privé				
Coûts salariaux par heure ouvrée	2,4	0,8	0,6	0,2
dont indexation	1,9	0,7	0,2	0,2
Productivité du travail ⁽¹⁾	0,2	0,5	0,3	0,5
Coûts salariaux par unité produite	2,2	0,3	0,3	-0,2
Déflateur du PIB	1,5	0,6	0,9	1,0
IPCH	1,2	0,6	0,8	1,2
Indice-santé	1,2	0,4	0,7	1,1
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾	1,4	1,5	1,3	0,9

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

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

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

calcul des coûts salariaux selon la définition des comptes nationaux.

La décision du nouveau gouvernement fédéral d'imposer un saut d'index de 2 % en 2015 affecte directement les coûts salariaux. Même si certaines indexations devraient encore avoir lieu en raison des modalités spécifiques des mécanismes qui sont mis en œuvre et qui, pour certains, donnent lieu à une suspension graduelle des indexations, l'effet de celles-ci sur la croissance salariale serait très limité. De plus, le saut d'index vient consolider l'incidence sur l'évolution des salaires de la moindre progression de l'indice-santé, à 0,4 % en 2014 – contre 2,7 % en 2012 et 1,2 % en 2013 –, notamment à la suite de l'abaissement de la TVA sur l'électricité pour les particuliers au 1^{er} avril 2014 prévu par le Pacte pour la compétitivité et l'emploi.

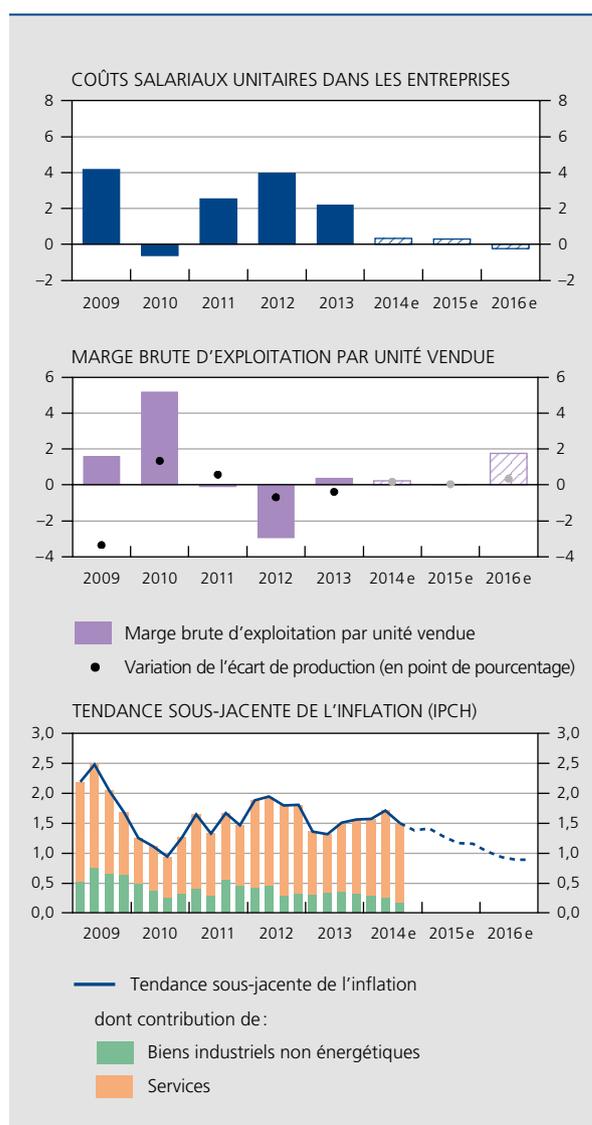
Au total, les coûts salariaux nominaux devraient décélérer sensiblement, leur croissance retombant de 2,4 % en 2013 à 0,8 % en 2014, pour chuter à 0,6 % en 2015 et à 0,2 % en 2016. Combiné au redressement progressif des gains de productivité du travail, ce ralentissement influence avantageusement les perspectives d'évolution des coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé. Leur croissance est en repli rapide depuis le pic de 4 % enregistré en 2012, et ces coûts devraient même baisser de 0,2 % en 2016. Il en découle que la compétitivité-coût au niveau des salaires des entreprises belges par rapport à celle observée dans les trois principaux pays partenaires de la Belgique, à savoir l'Allemagne, la France et les Pays-Bas, devrait s'améliorer au cours de la période 2014-2016, et surtout en 2016.

Comme l'explique l'encadré 1, l'évolution des coûts de la main-d'œuvre devrait se refléter graduellement dans la formation des prix, et plus particulièrement dans la tendance sous-jacente de l'inflation, qui exclut les prix des produits alimentaires et des produits énergétiques. Celle-ci se caractérise pourtant par une certaine rigidité à la baisse en Belgique, et elle devrait d'ailleurs encore afficher un taux moyen de 1,5 % en 2014. De premiers signaux de ralentissement sont cependant apparus ces derniers mois, qui devraient s'accroître en 2015, de sorte que l'inflation s'établirait à 1,3 % en moyenne sur l'ensemble de l'année. La tendance sous-jacente de l'inflation reviendrait peu à peu à moins de 1 % en 2016.

Le contexte d'une reprise économique encore relativement atone, peu propice à un rétablissement des marges des entreprises, qui se sont pourtant nettement réduites depuis 2011, devrait en effet favoriser la transmission de la modération salariale à la formation des prix. Ces marges ne s'élargiraient qu'en 2016, même si cela tiendrait principalement au ralentissement de la transmission

GRAPHIQUE 7 COÛTS SALARIAUX ET TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION

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



Sources : CE, BNB.

aux prix de la modeste hausse des salaires et de la forte baisse des cotisations sociales.

Globalement, l'inflation mesurée par l'IPCH s'établirait à 0,6 % en 2014, contre 0,5 % dans la zone euro. La hausse des prix est donc en nette régression par rapport aux années précédentes puisque l'inflation avait atteint 3,4 % en 2011 et 2,6 % en 2012. Cette décélération de l'inflation totale découle des fluctuations des prix des produits alimentaires et, surtout, des produits énergétiques. Ces derniers s'inscrivent en retrait à un an d'écart depuis le début de 2013. Les projections actuelles tablent sur une diminution de 5,9 % en 2014 par rapport à 2013, année durant laquelle ces prix s'étaient déjà tassés de

TABLEAU 6 COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

	2013	2014 e	2015 e	2016 e
Ensemble des administrations publiques				
Recettes	51,5	51,0	50,9	50,8
Recettes fiscales et parafiscales	44,8	44,7	44,9 ⁽¹⁾	44,8
Autres	6,7	6,3	6,0	6,0
Dépenses primaires	51,2	51,2	50,6	50,1
Solde primaire	0,3	-0,2	0,4	0,7
Charges d'intérêts	3,2	3,1	2,8	2,8
Besoin (-) ou capacité de financement	-2,9	-3,2	-2,5	-2,1
<i>p.m. Effet des facteurs non récurrents</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Solde de financement par sous-secteur				
Pouvoir fédéral	-2,4	-2,8	-2,1	-1,7
Sécurité sociale	-0,1	0,0	0,0	0,0
Communautés et régions	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3
Pouvoirs locaux	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1

Sources: ICN, BNB.

(1) La hausse des recettes fiscales et parafiscales en 2015 résulte largement de changements d'ordre statistique liés à la sixième réforme de l'État. Ces facteurs, neutres au niveau du solde de financement, augmentent les recettes parafiscales de plus de 1,3 milliard d'euros, soit 0,3 % du PIB.

4,6 % en moyenne. Même si l'ampleur de la contraction devrait progressivement se réduire, des taux de croissance négatifs à un an d'écart sont encore attendus jusqu'au troisième trimestre de 2015, avec un recul moyen sur l'année de 2,8 %. Les prix des produits énergétiques devraient cependant à nouveau afficher une croissance positive en 2016.

La dissipation progressive de la baisse des prix des produits énergétiques pendant la période de projection, de même que l'accélération du renchérissement des produits alimentaires, expliquent pourquoi l'inflation augmenterait néanmoins, passant du niveau actuel inhabituellement faible, à un peu plus de 1 % en 2016, et ce en dépit de l'effritement de la tendance sous-jacente de l'inflation.

5. Finances publiques

5.1 Solde de financement

Selon les estimations les plus récentes, à politique inchangée, les finances publiques devraient clôturer l'année 2014 sur un déficit de 3,2 % du PIB. Dans le contexte macroéconomique décrit ci-avant, ce déficit reviendrait à 2,5 % et 2,1 % du PIB respectivement en

2015 et en 2016, soit des niveaux supérieurs aux objectifs de déficit nominal fixés par les autorités belges au début d'octobre pour ces deux années, à savoir 2,1 % et 1,3 % du PIB.

La détérioration du solde de financement en 2014 est exclusivement imputable à la baisse des recettes en pourcentage du PIB. L'amélioration de ce solde en 2015 et en 2016 est dans une large mesure attribuable aux mesures de consolidation prises par les gouvernements fédéral et régionaux. Ces mesures visaient essentiellement à réduire les dépenses publiques. Les charges d'intérêts diminueraient encore en 2014 et en 2015, mais se stabiliseraient en 2016.

Les déficits toucheraient principalement le pouvoir fédéral. La sécurité sociale s'afficherait en équilibre, la dotation qu'elle reçoit du pouvoir fédéral visant précisément à atteindre ce résultat. Les communautés et régions et les pouvoirs locaux accuseraient de légers déficits.

5.2 Recettes

Les recettes des administrations publiques exprimées en pourcentage du PIB se contracteraient de 0,5 point de pourcentage en 2014 et de 0,1 point supplémentaire en 2015 comme en 2016. L'évolution des recettes marque

ainsi un changement de tendance par rapport à la hausse continue enregistrée entre 2009 et 2013.

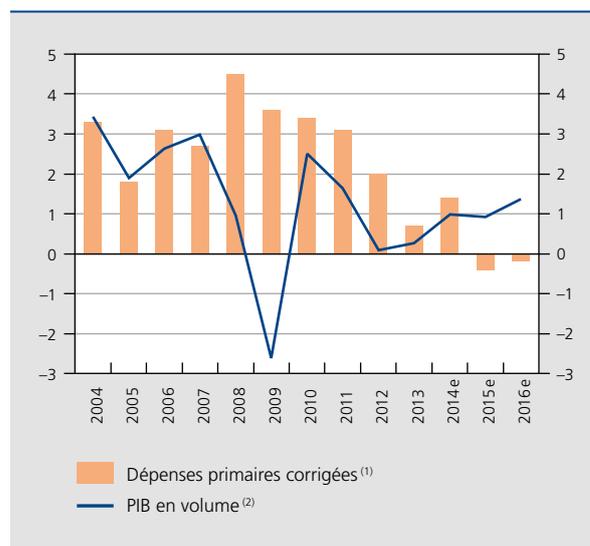
Le tassement des recettes en 2014 est essentiellement la conséquence de l'amenuisement des revenus que l'État perçoit auprès de diverses institutions financières. Des facteurs temporaires participent également à la modération des recettes : en 2013, les recettes fiscales avaient été dopées par les rentrées exceptionnelles provenant de la régularisation fiscale et par l'effet d'anticipation de la mesure portant sur les bonis de liquidation, tandis qu'en 2014 seule la régularisation fiscale produit des rentrées exceptionnelles. En outre, l'impôt des sociétés est amputé d'importants remboursements en faveur de quelques entreprises. Au contraire, les mesures fiscales et parafiscales structurelles sont globalement favorables aux recettes des administrations publiques, à hauteur de 0,1 % du PIB. Les éléments les plus importants concernent les majorations d'accises et l'amointrissement des déductions pour intérêts notionnels dont les sociétés bénéficient à la suite de l'infléchissement des taux d'intérêt de référence. Plusieurs mesures touchant au capital ou aux revenus qu'il rapporte, notamment la *fairness tax* – d'application à certaines sociétés dont les bénéficiaires distribués sont supérieurs à la base d'imposition de l'impôt des sociétés – et une majoration de la taxe sur les dépôts d'épargne, gonflent également les recettes. Toutefois, d'autres mesures, comme l'abaissement de la TVA sur l'électricité et de nouveaux allègements des cotisations sociales, rabotent les rentrées et compensent en partie l'effet des mesures génératrices de revenus supplémentaires.

En 2015, le saut d'index et la modération salariale auront des effets négatifs sur les recettes fiscales et parafiscales puisqu'il n'y aura pas de prélèvements sur la partie qui aurait été indexée. L'impôt des personnes physiques, en particulier, subirait un fort ralentissement, renforcé par la hausse de la déduction pour les frais professionnels forfaitaires. Par ailleurs, les rentrées liées à la régularisation fiscale devraient entièrement disparaître. Seul l'impôt des sociétés bénéficierait d'une embellie, à la suite de l'amélioration de la rentabilité des entreprises, de la taxation des intercommunales et de la nouvelle contraction des déductions pour intérêts notionnels résultant de la poursuite de la diminution du taux d'intérêt de référence utilisé et des restrictions sur l'usage de ce système par les banques. En outre, la perception avancée de taxes sur l'épargne assure des recettes additionnelles. Les recettes non fiscales et non parafiscales continueraient également de décroître, principalement sous l'effet de l'affaiblissement des rémunérations versées par les banques pour les garanties octroyées par l'État.

En 2016, la poursuite de la politique salariale restrictive contribuerait toujours à freiner les recettes fiscales et

GRAPHIQUE 8 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PIB

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Dépenses primaires déflatées par le déflateur du PIB et corrigées de l'incidence des facteurs conjoncturels, non récurrents et budgétairement neutres, ainsi que de l'effet de l'indexation. Ce dernier est l'effet découlant de l'écart entre l'indexation effective (ou théorique pour les années 2015 et 2016, en raison du saut d'index qui a été décidé) des rémunérations du personnel 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.

parafiscales. Par ailleurs, les mesures structurelles de réduction des coûts salariaux par le biais des cotisations patronales et la nouvelle augmentation des frais professionnels déductibles écorneraient les recettes fiscales et parafiscales. Par contre, les mesures en matière d'accises les alourdiraient, de même que le repli attendu du taux d'intérêt de référence utilisé pour le calcul des déductions pour intérêts notionnels. La baisse des dividendes versés par les institutions financières comprimerait encore quelque peu les recettes non fiscales et non parafiscales.

5.3 Dépenses primaires

Rapportées au PIB, les dépenses primaires se stabiliseraient en 2014, avant de régresser très nettement les deux années suivantes. En termes nominaux, le rebond des dépenses serait donc globalement inférieur à celui de l'activité économique.

Corrigées pour tenir compte de l'incidence des facteurs non récurrents et conjoncturels, ainsi que de l'effet de l'indexation, les dépenses primaires réelles progresseraient de 1,4 % en 2014, excédant ainsi de peu la croissance du PIB en volume. Les dépenses corrigées du pouvoir fédéral et des pouvoirs locaux ne grimperaient guère après avoir

diminué l'année précédente. En revanche, les dépenses des communautés et régions et de la sécurité sociale s'inscriraient en hausse de près d'un point de pourcentage de plus que l'activité économique. Pour la sécurité sociale, il s'agirait d'un mouvement principalement imputable aux pensions.

La projection des dépenses primaires pour 2015 et 2016 est étroitement liée aux mesures d'économie décidées par les nouveaux gouvernements constitués depuis les élections du 25 mai 2014. Le recul anticipé des dépenses corrigées, de 0,4 % en 2015 et de 0,1 % en 2016, s'explique notamment par l'absence d'indexation des prestations sociales et des salaires de la fonction publique en raison du saut d'index et de la faible inflation. Ces évolutions des dépenses primaires, largement inférieures à la croissance économique attendue, renforceraient la tendance à la consolidation des finances publiques qui s'est dessinée ces dernières années.

5.4 Endettement

Le taux d'endettement n'a cessé d'augmenter depuis l'éclatement de la crise économique et financière, atteignant 104,5 % à la fin de 2013.

En 2014, la dette publique s'alourdirait encore, à 106,6 % du PIB. Les facteurs endogènes exerceraient un effet haussier sur le taux d'endettement à concurrence de 1,7 point de pourcentage du PIB. Cette augmentation s'explique par la croissance relativement faible du PIB nominal, associée au solde primaire de -0,2 % du PIB. Les facteurs exogènes, ainsi nommés parce qu'ils ont un impact sur la

dette mais pas sur le solde de financement, devraient également faire grimper la dette de 0,4 point de pourcentage du PIB. Il s'agit notamment de l'incidence d'impôts des sociétés déjà enrôlés mais non encore encaissés, de crédits accordés par le biais de la facilité européenne de stabilité financière à des pays de la zone euro confrontés à des difficultés de financement et de l'apport de capital dans le MES. La gestion de la dette publique exercerait un effet baissier, notamment par l'intermédiaire de nombreuses primes d'émission. Dans la mesure où le taux du coupon des titres de la dette publique a été plus élevé que les taux de marché, la valeur d'émission de ces titres a en effet été supérieure à leur valeur nominale.

En 2015, la dette publique s'élargirait encore un peu, s'établissant à 107 % du PIB. Les facteurs endogènes orienteraient toujours celle-ci à la hausse, même si le solde primaire devrait devenir positif à partir de cette année-là.

En 2016, par contre, un infléchissement du ratio de la dette devrait être observé. Celui-ci se replierait alors très modérément, uniquement du fait des facteurs endogènes, revenant à 106,8 % du PIB.

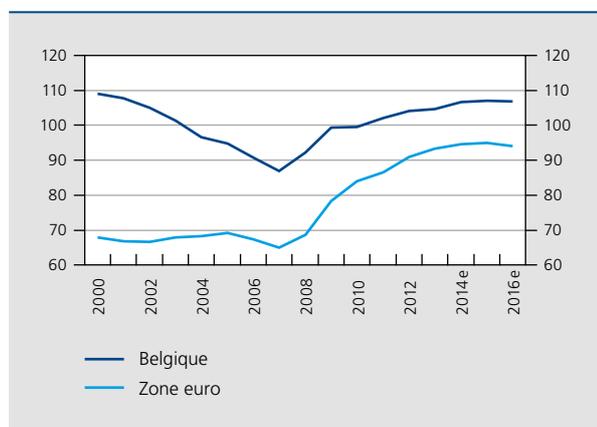
Alors que le taux d'endettement s'aggraverait en Belgique entre 2014 et 2016, il reculerait légèrement dans la zone euro. Le différentiel entre la Belgique et la zone euro se creuserait dès lors, après qu'il s'était systématiquement resserré ces deux dernières décennies.

6. Appréciation des facteurs de risque

Les présentes projections d'automne continuent de faire état d'un redressement graduel de l'activité, fût-ce à un rythme légèrement inférieur à celui attendu dans les projections de printemps. Bien que la croissance attendue de l'activité ait déjà été nettement revue à la baisse, principalement en 2015, les risques liés à l'environnement international demeurent principalement orientés à la baisse.

S'agissant des risques externes, la Belgique, en tant que petite économie ouverte, est naturellement surtout tributaire de la poursuite de la reprise dans les autres pays de la zone euro, en particulier chez ses principaux partenaires commerciaux. A cet égard, une intensification des tensions géopolitiques pourrait peser davantage sur la croissance en Belgique, aussi et surtout par des canaux indirects tels que la croissance de nos partenaires commerciaux et des effets de confiance. D'une manière plus générale, le ralentissement observé en Chine et dans d'autres pays émergents pourrait être plus marqué ou de plus longue durée que postulé dans les hypothèses

GRAPHIQUE 9 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

internationales actuelles. L'incertitude persiste encore quant au caractère durable de la reprise dans plusieurs pays avancés, comme l'atteste la nouvelle contraction inopinée de l'économie japonaise au troisième trimestre de 2014. Enfin, même si l'intensité en commerce de la croissance mondiale a, comme indiqué, été revue à la baisse, les hypothèses actuelles continuent de tabler sur une augmentation de celle-ci sur l'horizon de projection. Si la croissance mondiale devait de nouveau donner lieu à une expansion moins forte qu'attendue des flux commerciaux, cela grèverait également la production des exportateurs belges et de leurs fournisseurs nationaux.

En ce qui concerne les facteurs de risque domestiques, il convient d'attirer l'attention sur les modalités de prise en compte, dans les projections, des nouvelles mesures gouvernementales visant à améliorer la compétitivité, à savoir le saut d'index, la poursuite du gel des salaires réels et la diminution des cotisations sociales. Comme expliqué dans l'encadré 1, il est supposé que la croissance bien plus lente des salaires nominaux se répercutera très largement sur les prix, quoiqu'avec un certain décalage. Ce constat vaut aussi pour les importantes réductions de cotisations patronales, qui ne seraient, certes, mises en œuvre qu'au cours de la dernière année de la période de projection. Si cette transmission venait à diverger (si elle s'avérait plus lente ou plus rapide, plus ou moins partielle) ou si les agents économiques, parmi lesquels les employeurs, les investisseurs et les destinataires étrangers des exportations belges, devaient réagir à l'évolution plus faible des salaires et des prix d'une manière autre que celle supposée ici, les évolutions de l'activité, de l'emploi, du solde budgétaire et de l'inflation pourraient s'écarter des présentes projections d'automne.

L'éventail relativement large des estimations des diverses institutions, tant pour la croissance que pour l'inflation, illustre l'ampleur de l'incertitude. Une comparaison de ces estimations doit toutefois tenir compte des moments différents auxquels elles ont été réalisées ainsi que des données alors disponibles. Ainsi, les ambitieuses mesures du nouveau gouvernement fédéral n'ont pas encore été intégrées dans les prévisions publiées en septembre ou en octobre, telles les dernières projections élaborées par le Bureau fédéral du plan dans le cadre du Budget économique. En outre, parmi l'ensemble des estimations présentées au tableau 7, seules les projections d'automne de la Banque et de l'OCDE ont pu prendre en compte les statistiques trimestrielles les plus récentes, établies selon la méthodologie du SEC 2010, ainsi que l'estimation « flash » de l'ICN portant sur la croissance de l'activité au troisième trimestre.

Indépendamment de ce dernier point, les prévisions d'automne de la Commission Européenne (CE) sont probablement les plus proches des projections détaillées dans le présent article. La CE table sur une inflation légèrement plus élevée mais, surtout, sur une croissance économique nettement plus faible en 2016. Une comparaison des composantes de dépenses dans les deux estimations montre que, même si la CE est d'avis que la demande intérieure devrait elle aussi progresser moins vigoureusement, l'important écart de croissance en 2016 sera en grande partie imputable à une hausse moins dynamique des exportations. Cela semble découler d'une évaluation bien plus défavorable de l'incidence macroéconomique des récentes mesures visant à améliorer la compétitivité. À cet égard, l'estimation plus élevée de l'inflation par la CE peut aussi refléter une répercussion plus lente ou plus partielle du recul des coûts du travail sur les prix.

TABLEAU 7 COMPARAISON AVEC LES ESTIMATIONS DES AUTRES INSTITUTIONS
(pourcentages)

Institution	Date de publication	Croissance du PIB en volume			Inflation (IPCH, sauf mention contraire)		
		2014 e	2015 e	2016 e	2014 e	2015 e	2016 e
Bureau fédéral du Plan	Septembre 2014 ⁽¹⁾	1,1	1,5		0,6	1,3	
FMI	Octobre 2014	1,0	1,4	1,5	0,7	1,0	1,3
Consensus Economics	Octobre 2014	1,1	1,3		0,6	1,2	
CE	Novembre 2014	0,9	0,9	1,1	0,6	0,9	1,3
OCDE	Novembre 2014	1,0	1,4	1,7	0,6	0,7	1,2
BNB	Décembre 2014	1,0	0,9	1,4	0,6	0,8	1,2

(1) Budget économique (septembre 2014). L'inflation indiquée correspond à l'IPCN, laquelle peut légèrement s'écarter de l'IPCH.

Annexe

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE: SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2013	2014 e	2015 e	2016 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)				
PIB en volume	0,3	1,0	0,9	1,4
Contributions à la croissance:				
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	-0,1	1,2	1,2	1,2
Exportations nettes de biens et services	1,0	0,7	-0,3	0,2
Variation des stocks	-0,7	-1,0	0,0	0,0
Prix et coûts				
Indice des prix à la consommation harmonisé	1,2	0,6	0,8	1,2
Indice-santé	1,2	0,4	0,7	1,1
Déflateur du PIB	1,5	0,6	0,9	1,0
Termes de l'échange	0,1	0,5	0,3	0,1
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé	2,2	0,3	0,3	-0,2
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé	2,4	0,8	0,6	0,2
Productivité horaire dans le secteur privé	0,2	0,5	0,3	0,5
Marché du travail				
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes)	-12,4	17,9	19,3	25,2
<i>p.m. Variation en cours d'année, milliers de personnes⁽¹⁾</i>	12,2	24,0	17,8	32,1
Volume total de travail ⁽²⁾	-0,1	0,3	0,6	0,8
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active)	8,4	8,5	8,8	8,7
Revenus				
Revenu disponible réel des particuliers	-0,2	0,8	0,9	0,8
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	13,5	13,5	13,4	13,3
Finances publiques				
Solde de financement (pourcentages du PIB)	-2,9	-3,2	-2,5	-2,1
Solde primaire (pourcentages du PIB)	0,3	-0,2	0,4	0,7
Dette publique (pourcentages du PIB)	104,5	106,6	107,0	106,8
Compte courant (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB)				
	0,1	1,4	1,3	1,5

Sources: CE, DGSIE, ICN, BNB.

(1) Différences entre le quatrième trimestre de l'année considérée et le quatrième trimestre de l'année précédente.

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

TIC	Technologies de l'information et de la communication
TLTROs	Targeted long-term refinancing operations
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
VIX	Volatility Index
XBRL	Extensible business reporting language