

Projections économiques pour la Belgique

Décembre 2015

© Banque nationale de Belgique

Tous droits réservés.

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

ISSN 1372-3162

Projections économiques pour la Belgique – Automne 2015

Introduction

Depuis la clôture des projections de printemps de la Banque, publiées en juin 2015, l'environnement économique a assez fortement évolué. S'agissant de la croissance mondiale, les projections tenaient déjà compte d'un certain tassement dans le courant de 2015, lié principalement à l'essoufflement de l'activité dans plusieurs économies émergentes. Au vu des dernières statistiques, la croissance mondiale hors de la zone euro semble même actuellement encore un peu en retrait par rapport aux estimations des projections de printemps. Cela étant, c'est davantage le commerce mondial qui a accusé, au premier semestre de 2015, un ralentissement considérablement plus marqué que prévu, alors même que les projections de printemps établies par l'Eurosystème tablaient déjà sur des estimations de l'intensité en commerce de la croissance très faibles et plus prudentes, notamment, que certaines estimations publiées simultanément par d'autres institutions internationales. D'après les statistiques les plus récentes, les débouchés étrangers de la zone euro se sont en réalité même contractés pendant les deux premiers trimestres de 2015, accusant un repli de quelque 1 % chaque trimestre. Il s'agit d'un phénomène très exceptionnel, qui n'avait été observé récemment que durant la grande récession de 2009, étant entendu, il va sans dire, que le recul avait alors été d'une tout autre ampleur. Bien qu'on envisage une certaine reprise au second semestre, la progression du commerce restera très en deçà de la croissance mondiale, et la demande d'importations pour la zone euro demeurera à peu de choses près inchangée en 2015.

Les causes précises du déclin sensible du commerce mondial ne sont pas encore tout à fait claires. Si la volatilité et l'incertitude qui entachent les premières statistiques

disponibles du commerce peuvent jouer un rôle à cet égard, il paraît plausible que la principale explication soit à rechercher dans la composition changeante de la croissance mondiale. Sont essentiellement à épingle le rétrécissement de la part des économies émergentes dans la croissance, mais aussi la transition vers un modèle de croissance reposant davantage sur la consommation et moins sur les investissements dans certains pays tels que la Chine. À noter toutefois que les exportations de la zone euro semblent, pour l'heure, ne pas trop souffrir du ralentissement de la demande mondiale, puisqu'elles ont grimpé de près de 3 % au premier semestre de 2015. Les entreprises exportatrices de la zone euro auraient en effet vu augmenter sensiblement leurs parts de marché dans le commerce mondial; par ailleurs, les exportations de la zone euro vers les États-Unis, entre autres, semblent s'être nettement amplifiées. Ce constat n'est probablement pas sans lien avec la dépréciation de l'euro depuis l'automne de l'année précédente, lorsque les anticipations du marché quant à l'assouplissement quantitatif de la politique monétaire européenne, décidé en janvier 2015, ont commencé à se matérialiser. En conséquence, la compétitivité des exportateurs européens s'est vivement améliorée. Dans la mesure où les projections s'appuient sur l'hypothèse selon laquelle les cours de change resteront stables, l'éventuelle faiblesse prolongée du commerce mondial grèvera plus lourdement la croissance des pays de la zone euro une fois que l'incidence positive d'un euro meilleur marché aura disparu.

Pour ce qui est des marchés financiers, le calme est peu à peu revenu après la période de volatilité accrue et de fort recul des cours boursiers amorcée à la fin du printemps. Les bourses se sont peu à peu redressées, et la crainte que le récent plongeon des cours boursiers chinois ne traduise un affaiblissement plus marqué de l'économie réelle s'est quelque peu estompée. De même, les taux d'intérêt à long

terme, qui s'étaient fortement appréciés, comme l'attestent notamment les taux d'intérêt sur les emprunts publics, sont légèrement repartis à la baisse. En Europe, les problèmes financiers persistants de la Grèce ont finalement débouché sur un nouvel accord avec les créanciers internationaux, permettant à l'incertitude de retomber légèrement, comme l'illustrent également les taux de croissance positifs de l'économie hellène au premier semestre. Par ailleurs, l'euro s'est encore déprécié depuis le début de novembre, un mouvement qui s'explique surtout par le renforcement des anticipations du marché quant aux dissonances croissantes entre la politique monétaire de la zone euro et celle, notamment, des États-Unis à la fin de l'année. Enfin, après le redressement observé en début d'année, les cours du pétrole n'ont pas poursuivi leur tendance haussière, comme le prévoyaient les hypothèses techniques des projections de printemps, mais se sont à nouveau inscrits en baisse.

Les premières indications donnent à penser que la faiblesse de la demande extérieure a tout de même pesé un peu plus sur la croissance dans la zone euro au troisième trimestre, qui, d'après l'estimation « flash », se serait de nouveau faiblement repliée, affichant un rythme trimestriel de 0,3%. L'activité s'est en effet quelque peu essoufflée dans une poignée d'économies importantes, telles que l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie. Le Portugal a enregistré une croissance nulle, tandis que d'autres économies, comme la Finlande et la Grèce, ont même à nouveau décliné. Au total, l'Eurosystème n'a pourtant revu que légèrement à la baisse ses perspectives de croissance pour la zone euro en regard des projections de printemps: la croissance plus faible des exportations en 2016 et 2017 sera, du reste, largement compensée par une demande intérieure plus dynamique, alimentée notamment par un accroissement un peu plus prononcé de la consommation des particuliers et des pouvoirs publics.

L'environnement politique intérieur s'est lui aussi profondément modifié par rapport aux projections de printemps. Les projections actuelles tiennent en effet compte des budgets des administrations publiques fédérales et régionales pour 2016, ainsi que de l'ensemble des mesures que le pouvoir fédéral a finalisées en 2015 dans le cadre du tax shift, qui vise un glissement des prélèvements sur les revenus du travail vers certaines formes de consommation et vers les transactions et les revenus financiers. Qui plus est, si les nouvelles réductions des cotisations sociales patronales exercent une incidence baissière directe sur les coûts du travail, celle-ci sera partiellement annihilée dès 2016 par une indexation plus élevée des salaires, due principalement aux différentes mesures des pouvoirs fédéral et flamand qui entraînent une hausse du prix de l'électricité. De ce fait, l'estompement des effets du saut d'index s'opérerait plus vite que prévu initialement.

Dans ce contexte, les perspectives de croissance de la Belgique pour les deux prochaines années présentées dans ces projections d'automne, clôturées le 19 novembre 2015, ont été revues quelque peu à la baisse. Le ralentissement conjoncturel au second semestre semble en effet également concerner la Belgique - comme le montre d'ailleurs déjà l'estimation « flash » de la croissance au troisième trimestre, qui peine à atteindre 0,2% -, et implique un ajustement à la baisse de l'estimation de la croissance, surtout pour 2016. En revanche, la croissance annuelle pour 2015 a été adaptée légèrement à la hausse, en raison d'un effet de débordement plus favorable lié à la révision des comptes nationaux pour l'année 2014. Compte tenu des hypothèses techniques et extérieures communes sur lesquelles reposent les prévisions de l'Eurosystème, et dont les principales sont décrites dans l'encadré 1 figurant dans la première partie du présent article, l'essoufflement conjoncturel serait de courte durée et la reprise gagnerait par la suite progressivement en intensité. Estimée à 1,6%, la croissance annuelle en 2017 ne s'écarterait d'ailleurs que peu des projections de printemps. À cet égard, il convient de rappeler la grande marge d'incertitude inhérente aux estimations portant sur des années plus éloignées. Le raffermissement de la croissance est en outre alimenté de manière croissante par les investissements et les exportations nettes, même si les résultats annuels pour ces composantes sont quelque peu biaisés par des facteurs spécifiques, en particulier des achats d'actifs incorporels à l'étranger au premier trimestre de 2015, qui n'ont certes pas eu d'incidence sur la croissance, mais qui ont engendré une hausse dans les mêmes proportions des importations et des investissements des entreprises. Comme le postulaient les projections de printemps, la consommation privée décelerait sous l'effet conjugué de la disparition graduelle de l'augmentation du pouvoir d'achat induite par la baisse des prix des produits pétroliers et de l'affaiblissement de la croissance des revenus des ménages résultant de la politique de modération salariale.

La reprise sur le marché du travail ne devrait que peu souffrir de l'adaptation mineure à la baisse des estimations de croissance et se poursuivrait pleinement. Sur les trois années considérées, soit de 2015 à 2017, près de 115 000 postes de travail supplémentaires devraient être créés, c'est-à-dire plus encore que selon les projections de printemps, grâce notamment à la croissance de l'emploi légèrement supérieure aux attentes au premier semestre de 2015. En dépit du taux de participation qui continue de grimper et de la croissance de la population en âge de travailler plus vive qu'escompté, en raison de l'afflux relativement important de demandeurs d'asile, cette évolution dépasse aussi largement la progression de la population active. Par conséquent, le taux de chômage refluerait peu à peu pour revenir à 8,1% environ en 2017,

un pourcentage qui n'en demeure pas moins supérieur au taux de chômage moyen observé depuis le début du siècle.

Au début de l'année, l'inflation est retombée à un plancher, sous l'influence principalement de la chute des prix énergétiques, mais elle est redevenue positive en avril 2015 et a continué d'augmenter depuis lors. D'après les projections actuelles, le rythme moyen de l'inflation ne progresserait que très faiblement cette année en comparaison de 2014, mais il s'accélélerait considérablement dès 2016, s'approchant des 2 %, et n'afficherait qu'une modération limitée en 2017. Malgré l'évolution plus favorable des cours des produits pétroliers, l'estimation d'inflation est nettement supérieure à celle présentée dans les projections de printemps, ce qui s'explique intégralement par la prise en compte des diverses hausses d'impôts indirects décidées par les pouvoirs fédéral et flamand. Un tiers environ de l'inflation totale en 2016 proviendrait d'ailleurs de l'incidence directe de nouvelles taxes ou d'un relèvement de la fiscalité sur la consommation. En raison essentiellement de l'effondrement des cours du pétrole, l'inflation totale est en 2015 sensiblement inférieure à l'inflation sous-jacente, qui avoisinerait 1,7 % au dernier trimestre de cette année. L'évolution particulièrement modérée des coûts salariaux par unité produite entraînerait par la suite progressivement l'inflation sous-jacente à la baisse, jusqu'au début de 2017 environ, même si la réduction des coûts devrait être partiellement compensée par l'élargissement des marges. Ce n'est qu'ensuite que l'inflation sous-jacente repartirait à la hausse, portée par le rebond de la croissance des coûts salariaux à partir de 2017.

S'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire demeurerait cette année juste sous le seuil des 3 % du PIB. Il faudrait attendre 2017 pour le voir baisser à nouveau. L'amélioration de la situation budgétaire à l'horizon des projections s'explique pour ainsi dire exclusivement par l'allègement des charges d'intérêts sous l'effet des faibles taux d'intérêt du marché. Elle reste d'ailleurs clairement plus limitée que ne l'escomptaient les projections de printemps, ce que les estimations légèrement moins favorables de la croissance ne permettent d'expliquer que partiellement et qui découle surtout de l'ajustement à la baisse de l'évolution du solde primaire structurel. Ces projections budgétaires sont d'ailleurs inférieures aux objectifs actuels du gouvernement en matière de résorption des déficits nominal et structurel. Il convient de rappeler à cet égard que, conformément aux règles applicables aux exercices de projection réalisés par l'Eurosysteme, il est tenu compte exclusivement des mesures qui ont été formellement décidées par les pouvoirs publics – ou dont l'approbation est très vraisemblable – et dont les

modalités sont connues de manière suffisamment précise au moment de la clôture de l'exercice. Dans le même ordre d'idées, les dépenses supplémentaires décidées par le pouvoir fédéral dans le sillage des attaques terroristes perpétrées à Paris n'ont pas encore pu être comptabilisées, étant donné qu'elles sont postérieures à la clôture des présentes projections. Par ailleurs, les estimations de l'incidence budgétaire de certaines mesures, telles celles relatives à la lutte contre la fraude, s'écartent des montants inscrits au budget.

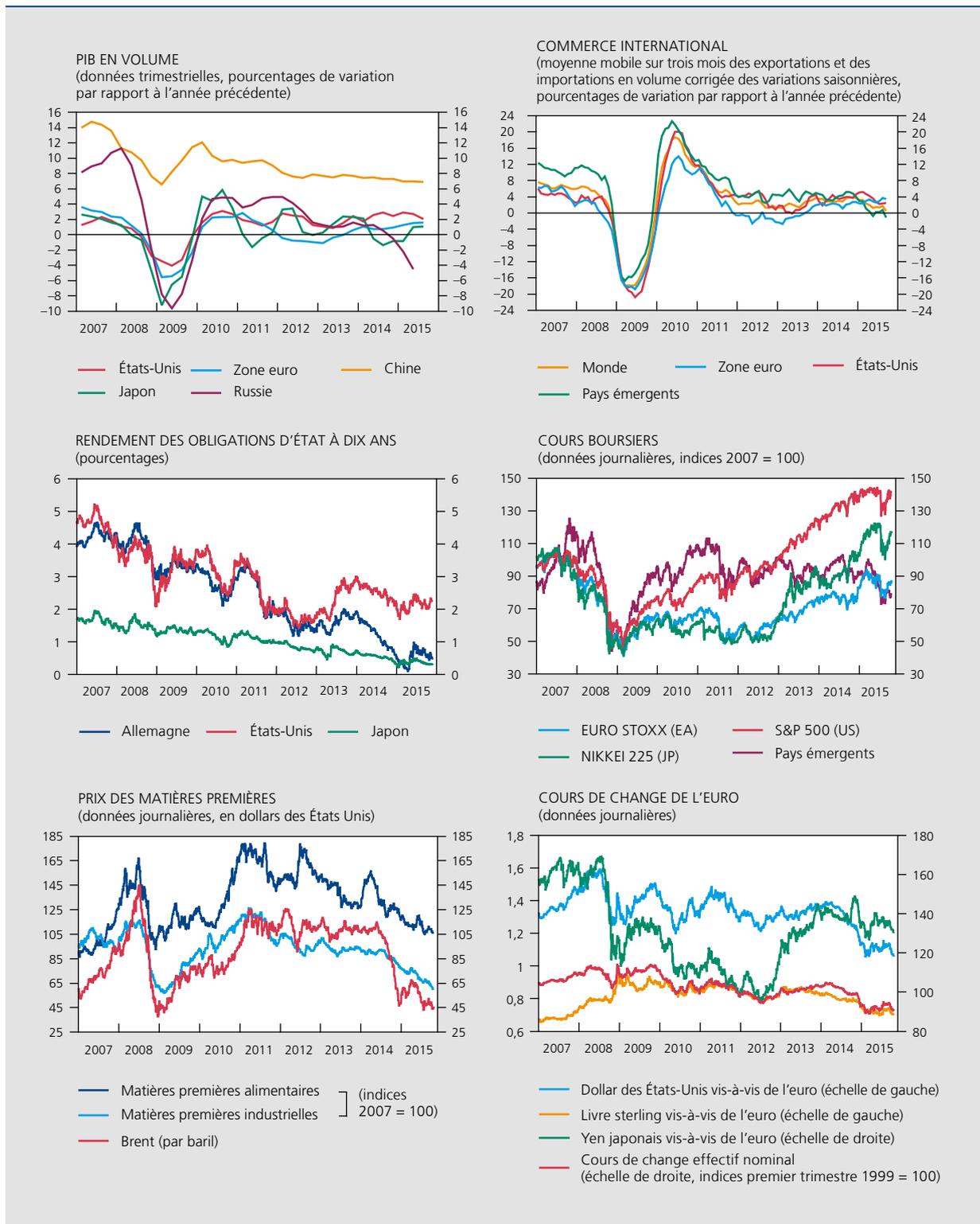
1. Environnement international et hypothèses

1.1 Économie mondiale

Au cours de l'année écoulée, la reprise de l'économie mondiale a nettement perdu de sa vigueur, en raison d'un ralentissement généralisé et prononcé dans les économies émergentes, dont principalement la Chine, et dans les pays exportateurs de matières premières. Dans la plupart des pays avancés, l'économie a en revanche poursuivi sa progression à pas modérés, soutenue par la faiblesse des cours du pétrole et par la politique monétaire accommodante. Dans le sillage de la crise, le bas niveau des investissements continue toutefois de peser sur la croissance (potentielle).

L'activité dans les économies émergentes a été soumise cette année à de lourdes pressions. La transition d'une économie orientée vers les investissements et les exportations vers un modèle davantage porté par la consommation et les services pèse sur la croissance chinoise – qui, à 7 % environ, demeure néanmoins robuste – et sur celle de ses partenaires commerciaux. Pour contrer quelque peu les effets négatifs de ce processus complexe, les autorités chinoises ont pris différentes mesures, parmi lesquelles l'abaissement des taux de la politique monétaire et l'accroissement des dépenses destinées aux infrastructures. L'activité dans les pays exportateurs de matières premières a de nouveau pâti de la chute des prix des matières premières. Ce sont surtout le Brésil et la Russie qui se sont enlisés dans une profonde récession, des facteurs propres à ces pays ayant joué un rôle également. Au Brésil, l'activité a surtout été mise sous pression par l'incertitude politique, la situation budgétaire précaire et la consolidation budgétaire nécessaire. En Russie, ce sont les tensions géopolitiques liées au conflit en Ukraine, et leurs conséquences en termes de sanctions internationales, qui ont grevé l'activité. L'Inde a été relativement épargnée : la croissance y a été soutenue par les mesures structurelles adoptées, dont l'effet sur les investissements est positif.

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



Sources : CPB Wereldhandelsmonitor, OCDE, Thomson Reuters Datastream.

On s'attend à ce que, de toutes les grandes économies mondiales, l'Inde soit cette année celle qui affichera la plus forte croissance.

L'essoufflement observé dans les économies émergentes a exercé une incidence plus marquée que prévu sur la croissance du commerce mondial, qui se replie sensiblement cette année. Alors que la fragilité de la reprise du commerce mondial dans la foulée de la crise avait essentiellement reflété l'atonie de la demande dans la zone euro, sa faiblesse actuelle peut en effet être principalement imputée à la contraction des volumes d'importations dans les pays émergents, essentiellement en Chine. Cette situation peut notamment s'expliquer par le rééquilibrage de l'économie chinoise évoqué plus haut, étant donné que la consommation et les services sont moins axés sur le commerce que les investissements et l'industrie. Ce rééquilibrage a également eu une grande influence sur les importations chinoises de matières premières. En outre, des facteurs structurels globaux jouent un rôle dans le tassement du commerce mondial par rapport à la croissance du PIB mondial. C'est ainsi que l'élargissement des chaînes de valeur mondiales semble, à tout le moins, avoir ralenti quelque peu depuis la crise et que, en conséquence, ce phénomène ne soutient plus la croissance du commerce mondial dans la même mesure qu'auparavant.

En ce qui concerne les principales économies avancées, ce sont les États-Unis qui ont jusqu'à présent enregistré le plus net rétablissement. Après avoir légèrement reculé au premier trimestre de 2015, sous l'effet de certains facteurs temporaires, l'activité s'est redressée au deuxième trimestre. La consommation des ménages demeure le principal moteur de la croissance de l'économie américaine. Outre les facteurs généraux précités qui ont soutenu la croissance des pays avancés, la consommation a reposé sur l'amélioration combinée de la situation sur le marché du travail et des bilans des ménages. De plus, les salaires moyens se sont également mis à croître plus vigoureusement. En revanche, l'appréciation du dollar a pesé sur les exportations, tandis que les investissements dans le secteur de l'énergie ont diminué.

La reprise au Japon et dans la zone euro en est à un stade plus précoce du cycle et demeure modeste. Le fragile redémarrage de l'économie nippone au début de l'année a été cassé par l'amenuisement de la croissance en Chine et dans les autres économies émergentes asiatiques, qui représentent près de la moitié des exportations japonaises. La progression des salaires réels est restée modérée, en dépit d'un taux de chômage historiquement bas, et a été compensée par une vive augmentation, inattendue, du taux d'épargne des ménages, si bien que la consommation privée est demeurée atone. Au troisième trimestre, la

formation des stocks a grevé la croissance, entraînant une baisse de l'activité pour le deuxième trimestre consécutif. On s'attend toutefois à ce que la croissance économique se redresse d'ici la fin de l'année. En l'occurrence, les exportations devraient bénéficier de la faiblesse du cours du yen, tandis que la consommation privée, portée par une nouvelle hausse des salaires et par la chute des cours du pétrole, devrait rebondir.

Après l'accélération de la reprise dans la zone euro au second semestre de l'année précédente et au début de cette année, la croissance s'est à nouveau quelque peu effritée au cours des trimestres suivants. C'est ainsi que la croissance à un trimestre d'écart est revenue de 0,5 % au premier trimestre à 0,4 puis à 0,3 % au cours des derniers trimestres. Le caractère dynamique des exportations au premier semestre a été remarquable, compte tenu du net reflux du commerce mondial, et peut s'inscrire dans le contexte de la dépréciation de l'euro découlant de la politique accommodante de la BCE. Le rétablissement dans la zone euro repose toutefois essentiellement sur la consommation privée, qui s'appuie sur la hausse du pouvoir d'achat consécutive à la baisse des prix de l'énergie et, plus structurellement, sur l'embellie de la situation sur le marché du travail. En outre, les investissements devraient à terme continuer d'être soutenus par les conditions de financement toujours très favorables. Néanmoins, l'incertitude et, dans certains États membres, la nécessité de poursuivre la réduction de l'endettement continuent de peser sur les investissements, d'où l'absence provisoire d'un redressement plus vigoureux de ceux-ci.

Le rétablissement économique dans la zone euro s'est par ailleurs élargi. C'est surtout dans certains pays dits périphériques que la croissance, sous l'influence des récentes réformes structurelles et des programmes d'ajustement macroéconomiques, progresse vigoureusement à l'heure actuelle, portée non seulement par l'amélioration sur le marché du travail mais également par la reprise dans le reste de la zone euro. En dépit de la grande incertitude qui a entaché le changement de gouvernement à la fin de 2014, suivie des négociations prolongées sur un nouveau programme d'aide, l'économie grecque, qui s'était redressée au cours des trois premiers trimestres de 2014, a poursuivi sa croissance au premier semestre de 2015, notamment grâce à une forte baisse de l'épargne des ménages. Au troisième trimestre, l'activité s'est toutefois à nouveau éteinte. En ce qui concerne les grands pays du cœur de la zone euro, la croissance en France a poursuivi sa progression, bien que les investissements demeurent faibles et que le chômage ne diminue que graduellement. La reprise en Allemagne s'appuie essentiellement sur la consommation privée, portée par la solidité du marché du travail.

La dépréciation de l'euro a également eu un effet positif sur les exportations allemandes, qui sont de surcroît de moins en moins destinées aux pays émergents, mais de plus en plus soutenues par la demande du reste de la zone euro et des autres pays avancés, comme les États-Unis.

L'inflation dans la zone euro demeure très ténue cette année encore, principalement sous l'influence de la faiblesse persistante des cours du pétrole. L'inflation, qui avait commencé à baisser à compter de la fin de 2011, a atteint un creux en janvier 2015, lorsque les prix à la consommation ont reculé de 0,6% sur une base annuelle. Bien que l'inflation soit ensuite repartie à la hausse, elle est redevenue négative en septembre, à la suite de la nouvelle chute des prix des matières premières et de la légère réappréciation de l'euro. À partir de la fin de cette année, l'inflation devrait toutefois à nouveau rebondir, sous l'effet de la poursuite de la reprise économique, ainsi que du rebond attendu des cours du pétrole. La situation sur le marché du travail s'améliore, ce qui entraîne également une baisse du chômage, dont le niveau reste néanmoins supérieur à celui d'avant la crise et demeure significatif dans certains pays considérés individuellement. Parallèlement à l'accélération de la croissance, l'emploi devrait à terme continuer de progresser, également soutenu dans certains pays par des mesures fiscales et structurelles ainsi que par une modération salariale.

Cette année, les marchés financiers ont été confrontés, de manière répétée, à des épisodes de volatilité accrue, qui ont reflété l'inquiétude croissante quant à l'atonie de l'activité dans les économies émergentes. Au cours des premiers mois de l'année, les marchés boursiers ont toutefois poursuivi la tendance ascendante qu'ils avaient entamée en 2014. En raison de la forte demande d'obligations d'État à long terme dans la zone euro, le taux de ces instruments est même retombé à un plancher historique. Vers le début de l'été, la volatilité sur les marchés financiers s'est toutefois à nouveau accentuée, à mesure que grandissait l'inquiétude quant à la situation dans les pays émergents et à l'incidence de la normalisation imminente de la politique monétaire des États-Unis. Cette incertitude a engendré une nette diminution des flux de capitaux vers les économies émergentes, une hausse des écarts de taux et la dépréciation des monnaies de ces pays, de même qu'une baisse des cours des actions. Dans ce contexte, ce sont surtout les économies les plus vulnérables qui ont été touchées, là où l'augmentation des crédits avait vivement progressé ces dernières années, alimentée par des conditions de financement favorables dans la période de l'après-crise financière. Ce sont surtout les entreprises dans certains pays émergents qui ont vu leur taux d'endettement, souvent largement exprimé en devises étrangères, grimper sensiblement.

L'incidence sur les marchés financiers de la lenteur des négociations à propos d'un nouveau programme de financement en faveur de la Grèce est demeurée globalement limitée, de même que les effets de contamination aux pays périphériques de la zone euro, comme l'attestent les faibles répercussions sur les primes de risque des obligations d'État de ces pays. En revanche, les marchés ont été très perturbés par les évolutions survenues en Chine. Entre le 12 juin et le 8 juillet, la Bourse chinoise a accusé une chute de plus de 30 %, en conséquence de certaines nouvelles mesures prises par l'autorité de contrôle chinoise en vue de réprimer le comportement de placements à risque du secteur bancaire parallèle. L'inquiétude à l'origine de cette situation a été aggravée par l'annonce, le 11 août, d'un ajustement de sa politique de change par la Banque populaire de Chine. Bien que cette décision ait été présentée comme une transition vers une valorisation du renminbi plus conforme au marché et que la dépréciation de la devise chinoise qui en a résulté soit demeurée réduite, elle a été interprétée par les marchés comme un signal de la poursuite de l'essoufflement de l'économie chinoise. La volatilité sur les marchés financiers s'est accrue, les cours boursiers se sont repliés, les prix des matières premières ont diminué, et la fuite vers les placements sûrs a entraîné un recul du taux des obligations d'État des pays avancés. Ce n'est qu'ensuite que le calme est peu à peu revenu sur les marchés financiers.

Les évolutions observées sur les marchés des changes des pays avancés ont reflété, tout comme l'année précédente, les différences en matière de politique monétaire dans les diverses zones économiques. Tandis que la BCE a annoncé, le 22 janvier, une extension de son programme d'achats, la banque centrale américaine avait mis un terme à son programme d'achats dès octobre de l'année précédente. La forte dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar à l'approche de ces événements s'est également poursuivie au début de cette année. Parallèlement au report de la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis dans les attentes des marchés, l'euro s'est toutefois quelque peu apprécié vis-à-vis du dollar dans le courant de l'année. Depuis peu, l'euro se déprécie néanmoins à nouveau, les marchés s'étant clairement mis à prendre de plus en plus en compte une nouvelle divergence en matière de politique monétaire entre la zone euro et les États-Unis à partir de décembre 2015.

Après qu'ils avaient plongé dès la mi-2014, les cours du pétrole se sont à nouveau redressés durant les premiers mois de l'année. Ce rétablissement temporaire a fait suite à des signaux indiquant que la production de pétrole de schiste aux États-Unis s'adaptait progressivement à un contexte de repli des cours pétroliers et que la demande mondiale de pétrole repartait à nouveau doucement à la

TABLEAU 1 PROJECTIONS POUR LES PRINCIPALES ZONES ÉCONOMIQUES

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

	2014	2015 e	2016 e	2017 e
PIB en volume				
Monde	3,3	3,1	3,5	3,7
dont:				
Pays avancés	1,8	2,0	2,3	2,3
États-Unis	2,4	2,6	2,8	2,7
Japon	-0,1	0,7	1,1	0,5
Union européenne	1,4	1,9	2,0	2,1
Pays émergents	4,5	3,9	4,4	4,7
Chine	7,4	6,8	6,5	6,2
Inde	7,1	7,2	7,4	7,5
Russie	0,6	-3,7	-0,5	1,0
Brésil	0,1	-2,6	-0,5	1,2
<i>p.m. Importations mondiales</i>	3,3	2,3	3,6	4,5
Inflation⁽¹⁾				
États-Unis	1,6	0,2	2,1	2,3
Japon	2,7	0,8	0,7	1,8
Union européenne	0,6	0,0	1,1	1,6
Chine	2,1	1,7	2,5	2,5
Taux de chômage⁽²⁾				
États-Unis	6,2	5,3	4,8	4,6
Japon	3,6	3,4	3,3	3,3
Union européenne	10,2	9,5	9,2	8,9

Source : CE.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

hausse. De même, les prix des matières premières alimentaires et industrielles ont brièvement rebondi au premier semestre de l'année. Au cours de l'été, les prix des matières premières ont toutefois repris leur tendance baissière. Bien que l'atonie de la demande des pays émergents joue un rôle, c'est principalement l'offre abondante qui continue de peser sur les prix du pétrole. S'agissant du cours des métaux, ils ont essentiellement pâti de la demande moins importante des économies émergentes, davantage que du renforcement de l'offre, dans la foulée de la hausse des investissements dans la production minière.

1.2 Estimations pour la zone euro

S'agissant de la zone euro, les projections d'automne de l'Eurosystème sont un peu moins optimistes que ne

l'étaient les dernières projections de printemps et sont très proches des estimations que la BCE a publiées en septembre 2015. La croissance rebondirait fortement, jusqu'à atteindre 1,5 % cette année, et elle avoisinerait même 2 % en 2017. La reprise pourra s'appuyer sur les conditions de base favorables, comme un euro meilleur marché et de faibles taux d'intérêt, que la politique monétaire a aidé à mettre en place. En dépit de gains relativement importants en termes de parts de marché, l'essoufflement de la demande extérieure pèserait sur la contribution à la croissance des exportations nettes. Il serait néanmoins compensé par une vive progression de la demande intérieure et, plus particulièrement, de la consommation privée et des investissements.

L'inflation dans la zone euro est retombée à un point bas en janvier 2015, mais elle s'est redressée depuis lors,

Encadré 1 – Hypothèses retenues pour les projections

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

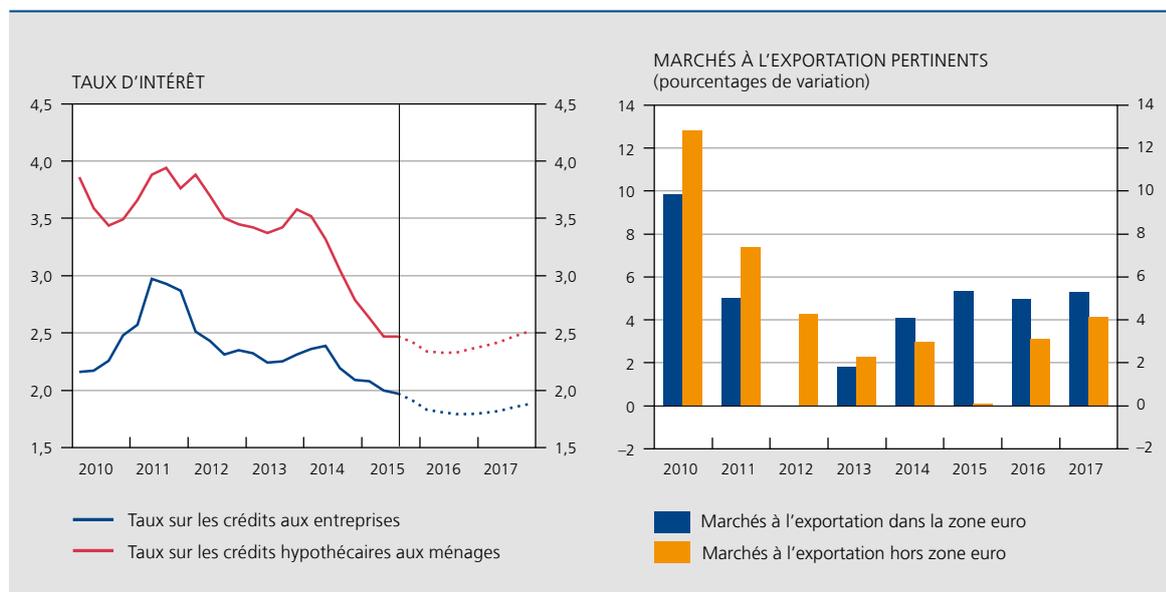
S'agissant des cours de change à venir, les projections s'appuient sur l'hypothèse selon laquelle ceux-ci resteront figés sur l'ensemble de la période de projection aux niveaux moyens observés durant les dix derniers jours ouvrables précédant la clôture des hypothèses, le 13 novembre 2015. Pour le dollar des États-Unis, ce cours de change s'établissait à 1,09 dollar pour 1 euro.

En ce qui concerne les futurs cours du pétrole, il est tenu compte, comme à l'accoutumée, des anticipations des marchés telles qu'elles se reflètent dans les contrats à terme conclus sur les marchés internationaux. Après les reculs amorcés à l'automne de 2014, les marchés s'attendaient, à la mi novembre 2015, à voir le cours du baril de Brent repartir progressivement à la hausse à l'horizon des projections, de 48,2 dollars en moyenne au dernier trimestre de 2015 à un peu moins de 58 dollars au dernier trimestre de 2017. Ce constat implique, une fois de plus, une sensible révision à la baisse par rapport aux hypothèses établies dans le cadre des projections de printemps de 2015.

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés observées à la mi novembre 2015. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois ressortirait à 10 points de base au dernier trimestre de 2015 et s'infléchirait même quelque peu par la suite, avant de se redresser légèrement à la fin de l'horizon

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

(pourcentages)



Source : Eurosystème.

des projections pour avoisiner 6 points de base. Le niveau du taux d'intérêt à long terme en Belgique afficherait une progression plus soutenue, passant de 0,9 % au quatrième trimestre de cette année à 1,5 % à la fin de 2017.

L'évolution attendue des taux appliqués par les banques sur les crédits d'investissement aux entreprises et sur les crédits hypothécaires aux particuliers peut cependant diverger quelque peu de celle des taux de marché. Ainsi, le taux hypothécaire moyen ne devrait guère suivre le mouvement haussier du taux du marché à long terme et resterait assez stable sur l'ensemble de la période de projection, en raison notamment de la politique monétaire particulièrement accommodante de la BCE et de l'abondante liquidité qui en découle. Le taux moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, demeurerait lui aussi relativement constant à l'horizon des projections : à la fin de 2017, il ressortirait à 1,9 %, soit un niveau très proche de celui qu'il affiche actuellement.

Les perspectives relatives à la croissance économique mondiale, hors zone euro, se sont clairement assombries depuis les projections de printemps publiées en juin 2015, notamment en ce qui concerne les économies émergentes. Par ailleurs, la récente atonie du commerce international évoquée précédemment a donné lieu à une nouvelle révision à la baisse de l'importance des échanges commerciaux dans la croissance mondiale. Cette situation grève surtout la croissance des marchés étrangers en dehors de la zone euro, qui devrait même être à peu de choses près nulle en 2015, enregistrant ainsi son rythme de progression le plus faible depuis la grande récession de 2009. L'expansion des marchés étrangers dans la zone euro a fait l'objet d'un ajustement à la baisse moins marqué par rapport aux projections de printemps. Au total, la croissance des marchés étrangers pertinents pour les exportateurs belges devrait continuer de s'affermir constamment, pour approcher les 5 % en 2017.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par l'élargissement de ces débouchés étrangers, mais aussi par le développement des parts de marché, et donc par la compétitivité de la Belgique. Parmi les aspects de la compétitivité liés aux coûts, les fluctuations des prix pratiqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation occupent une place de choix. Sous l'effet, entre autres, de la dépréciation de l'euro, les prix pratiqués par

HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2015	2016	2017
	(moyennes annuelles)		
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis	1,11	1,09	1,09
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	53,8	52,2	57,5
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	0,0	-0,2	-0,1
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	0,9	1,1	1,4
Taux sur les crédits aux entreprises	2,0	1,8	1,8
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages	2,5	2,3	2,4
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	3,1	4,2	4,8
Prix des concurrents à l'exportation	3,0	1,0	2,2

Source : Eurosysteme.



les concurrents sur les marchés à l'exportation, exprimés en euros, augmenteraient de 3 % en 2015, alors qu'ils s'étaient infléchis tant en 2013 qu'en 2014. Le raffermissement de l'inflation, dans la zone euro mais aussi ailleurs, ouvre peu à peu la voie à une nouvelle pression haussière sur les prix chez les concurrents des exportateurs belges en 2017, et ce même en faisant abstraction des fluctuations des cours de change.

Globalement, l'ajustement des hypothèses par rapport à celles des projections de printemps exerce une incidence négative sur les prévisions de croissance pour la Belgique. L'influence négative de l'environnement international moins favorable n'est en effet que partiellement compensée par le niveau légèrement plus faible des taux d'intérêt et par l'adaptation à la baisse des cours du pétrole.

essentiellement sous l'effet du cours du pétrole reparti à la hausse; elle serait néanmoins en moyenne encore quasi nulle cette année. Les projections tablent sur une poursuite du mouvement de hausse, jusqu'à 1,6 % en moyenne en 2017. Cette évolution ne serait que partiellement attribuable au renversement supposé de la pression des prix des composantes volatiles, tel le cours du pétrole. En effet, l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire l'inflation abstraction faite de ces composantes volatiles, doublerait quasiment elle aussi au cours de la période couverte par les projections, passant à 1,6 % en 2017. Cette progression s'explique non seulement par l'accélération des salaires et par l'élargissement des marges bénéficiaires des entreprises, mais aussi par l'incidence de l'affaiblissement

de l'euro – qui s'opère avec un certain délai –, qui rend les importations plus onéreuses.

La reprise sur le marché du travail s'est raffermie cette année, et l'emploi continuerait de grimper à un rythme relativement rapide jusqu'en 2017. Cette embellie sera bien entendu favorisée à la fois par l'avivement de la croissance économique et par l'incidence tant des récentes réformes menées sur les marchés du travail que des mesures spécifiques visant à freiner la hausse des coûts salariaux dans certains pays. Pour ce qui est de la zone euro dans son ensemble, le taux de chômage continuerait de reculer et reviendrait à quelque 10 % en 2017, soit un niveau inférieur de près de deux points de pourcentage

TABLEAU 2 PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME POUR LA ZONE EURO

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

	2015 e	2016 e	2017 e
PIB	1,5	1,7	1,9
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL	1,6	1,9	1,7
Dépense de consommation finale des administrations publiques	1,4	1,2	1,0
Formation brute de capital fixe	2,3	2,8	3,8
Exportations de biens et de services	4,8	4,0	4,8
Importations de biens et de services	5,3	4,8	5,3
Inflation (IPCH) ⁽¹⁾	0,1	1,0	1,6
Inflation sous-jacente ⁽¹⁾⁽²⁾	0,9	1,3	1,6
Emploi intérieur ⁽¹⁾	1,0	1,0	1,0
Taux de chômage ⁽³⁾	11,0	10,5	10,1
Besoin (–) ou capacité de financement des administrations publiques ⁽⁴⁾	–2,0	–2,0	–1,8

Source : BCE.

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

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

(3) Pourcentages de la population active.

(4) Pourcentages du PIB.

à celui enregistré en 2013. L'augmentation de l'immigration nette due à l'afflux de réfugiés gonflerait l'offre de main-d'œuvre.

Le déficit budgétaire moyen de la zone euro reviendrait à 1,8 % du PIB en 2017. Ce repli serait toutefois exclusivement imputable à l'amélioration de la conjoncture et à la poursuite de la baisse des charges d'intérêts induite par le niveau anormalement bas des taux d'intérêt. L'orientation de la politique budgétaire serait par contre légèrement assouplie durant la période considérée.

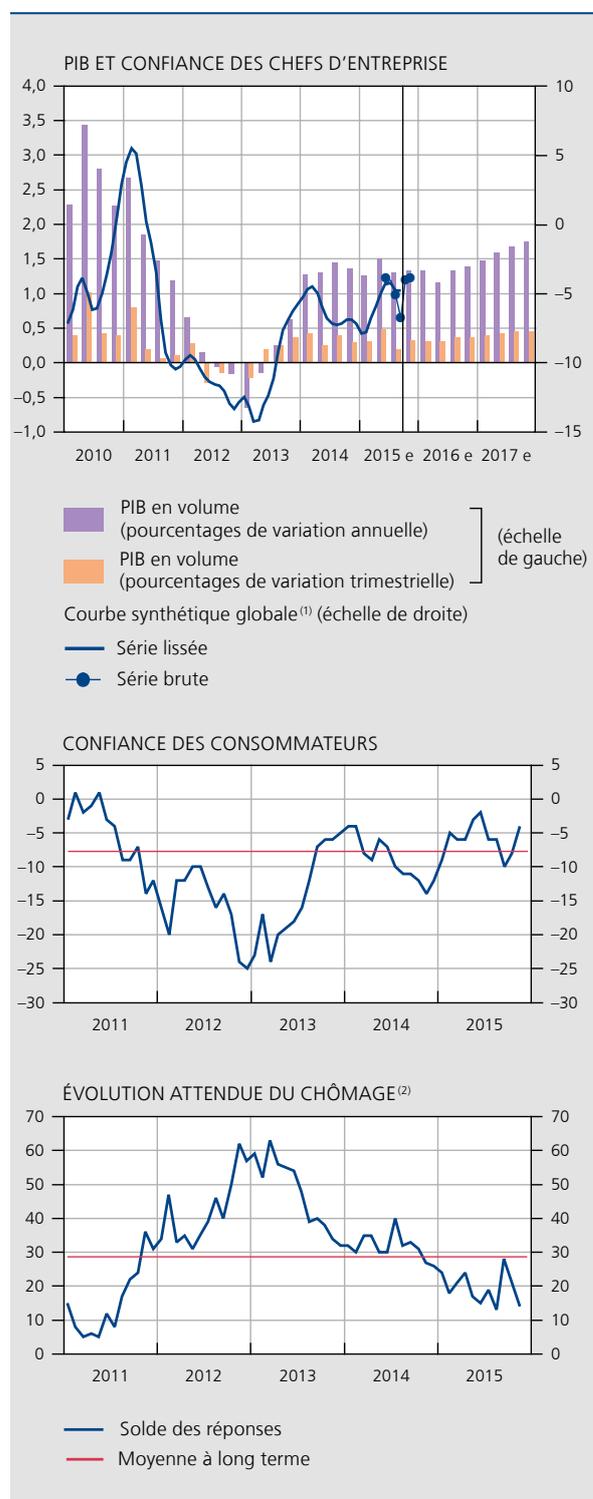
2. Activité et demande

Dans le courant du premier semestre de 2015, l'activité économique en Belgique s'est de nouveau redressée, affichant un rythme d'accroissement moyen comparable à celui qui avait été observé au second semestre de 2014 et correspondant à une croissance annuelle proche de 1,5 %. Par ailleurs, la croissance a été portée dans une large mesure par la vive progression de la consommation privée, elle-même étayée par une embellie de la confiance des consommateurs, et plus particulièrement des perspectives de chômage, et par la hausse des revenus réels résultant de la forte baisse des cours du pétrole. S'agissant de la production, la reprise s'est matérialisée dans toutes les branches d'activité importantes, même si la croissance a principalement été soutenue par l'expansion de l'activité dans les services marchands.

À partir de l'été, l'économie belge, tout comme celle de la zone euro, a toutefois ralenti. Bien que la croissance estimée par la Banque en juin 2015 pour les deuxième et troisième trimestres soit assez proche des statistiques trimestrielles actuelles, ce repli semble, d'après la première estimation « flash » de l'ICN, légèrement plus prononcé que celui dont tenaient déjà compte les projections de printemps : la croissance trimestrielle, qui atteignait encore 0,5 % au deuxième trimestre, serait retombée à 0,2 % à peine au troisième trimestre. Ce tassement est indissociable du ralentissement de l'économie mondiale, qui s'accompagne d'une sensible dégradation des indicateurs de confiance. La confiance des consommateurs s'est inscrite en net recul après le mois de juin, plongeant même temporairement sous sa moyenne de long terme. Il est en outre frappant de constater que les perspectives de chômage – après avoir enregistré une amélioration tendancielle durant un an environ – ont subitement grimpé en septembre pour retrouver le niveau qui était le leur à la fin de l'année précédente, même si la raison de cette évolution serait surtout à rechercher dans l'intensification de tensions géopolitiques spécifiques. La confiance des chefs d'entreprises se serait elle

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DU PIB ET DES INDICATEURS DE CONFIANCE

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



Sources : ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des variations saisonnières.

(2) Pour ce qui est des perspectives de chômage, une hausse dans le graphique est le signe d'une évolution moins favorable tandis qu'une baisse est le signe d'une évolution plus favorable.

aussi vivement infléchi depuis l'été selon les enquêtes de la Banque.

Ces indicateurs de confiance laissent toutefois entrevoir une reprise au début du dernier trimestre. Dans ce contexte, nos prévisions à court terme pour ce trimestre indiquent une légère consolidation de la croissance trimestrielle, qui s'établirait à quelque 0,3 %, ce qui porterait finalement la croissance annuelle à 1,4 % pour 2015. La croissance s'essoufflerait très faiblement en 2016, avant de regagner en vigueur pour atteindre 1,6 % en 2017. En comparaison des projections de printemps de 2015, les estimations actuelles impliquent, en dépit du ralentissement un peu plus marqué au second semestre, une faible révision à la hausse de la croissance annuelle attendue pour 2015. Ce constat ne résulte toutefois que d'un effet de débordement qui, en raison de l'ajustement à la hausse de la croissance pour 2014 dans les comptes annuels publiés à la fin de septembre 2015, s'avère plus favorable que ne le donnaient à penser les statistiques disponibles au moment des projections de printemps.

En moyenne annuelle, la croissance en 2015 serait amplement soutenue par la demande intérieure, même si, sous l'effet de l'érosion de la confiance et de la disparition progressive de l'incidence favorable de la baisse des cours du pétrole sur la croissance des revenus, la consommation privée se replierait sensiblement au second semestre. De plus, les variations des stocks apportent également une contribution positive à la croissance; les entreprises auraient freiné la réduction de leurs stocks ou en auraient accéléré la formation au premier semestre de l'année – et ce pour la première fois depuis 2011. Bien qu'il ne soit pas exclu, et qu'il soit même probable, que tel sera de nouveau le cas dans un avenir proche, les hypothèses techniques retenues pour l'ensemble des trimestres de la période couverte par les projections tablent, comme cela est habituellement le cas, sur un effet neutre de la variation des stocks sur la croissance, eu égard notamment à la grande incertitude statistique qui entoure ce concept. La contribution positive des stocks en 2015 est du reste presque intégralement compensée par une contribution négative des exportations nettes à la croissance. Même si l'évolution des exportations a toujours été orientée à la hausse en moyenne trimestrielle et si elle a notamment été stimulée par la dépréciation de l'euro, les importations ont progressé plus vivement en base annuelle. À cet égard, il convient de tenir compte du fait que, bien que sans incidence sur la croissance du PIB, une série d'achats importants de biens d'investissement spécifiques à l'étranger ont quelque peu faussé les taux de croissance des importations, et, par conséquent, les investissements

des entreprises et la demande intérieure. Par le jeu d'effets de débordement, il en ira de même pour les taux de croissance de 2016. Abstraction faite de ces facteurs spécifiques, les exportations nettes apporteraient une contribution légèrement positive à la croissance en 2015.

L'estimation un peu plus prudente (par rapport aux projections de printemps) de la croissance pour les deux prochaines années peut certes être mise en rapport avec l'estompement de l'effet de débordement dû à l'essoufflement modéré de la croissance au second semestre de 2015, mais elle s'explique surtout plus généralement par l'ajustement à la baisse des débouchés étrangers pour la Belgique, comme évoqué à l'encadré 1.

Il n'en demeure pas moins que les exportations nettes continueront d'apporter une contribution positive, quoique limitée, à la croissance durant ces deux années. Tel est au demeurant aussi le cas après correction des statistiques pour neutraliser l'effet des achats spécifiques de biens d'investissement à l'étranger, étant entendu qu'il est toujours tenu compte, pour 2016, d'une série d'investissements importants dans la branche de la navigation maritime.

Plus généralement, les différentes mesures prises dans le but de modérer les coûts salariaux, comme le saut d'index, les réductions des charges patronales et les limitations de la progression des salaires conventionnels, entraînent une amélioration de la compétitivité-coût des exportateurs belges. L'évolution des coûts salariaux par unité produite, qui sera examinée plus en détail dans la

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.

partie 4, reste en effet très en deçà de celle enregistrée dans les principaux pays limitrophes et dans l'ensemble de la zone euro. Bien que cet avantage en matière de coûts ne soit répercuté sur les prix que partiellement et avec un certain décalage – ce qui induit un élargissement des marges des entreprises, surtout à court terme – il exercera un effet modérateur sur l'évolution, principalement, des prix des biens et des services négociables, bénéfique aux exportations. Les présentes projections supposent dès lors que les exportateurs belges étendront encore leurs parts de marché de quelque 0,2 à 0,5 % par an.

À la fin de la période de projection, la contribution des exportations nettes à la croissance s'amenuisera. D'une part, les gains en parts de marché des entreprises exportatrices repartiront à la baisse dans le courant de 2017, entraînés par la nette augmentation des coûts salariaux durant cette même année. D'autre part, la croissance des dépenses intérieures, notamment de la consommation privée, renforcera celle des importations.

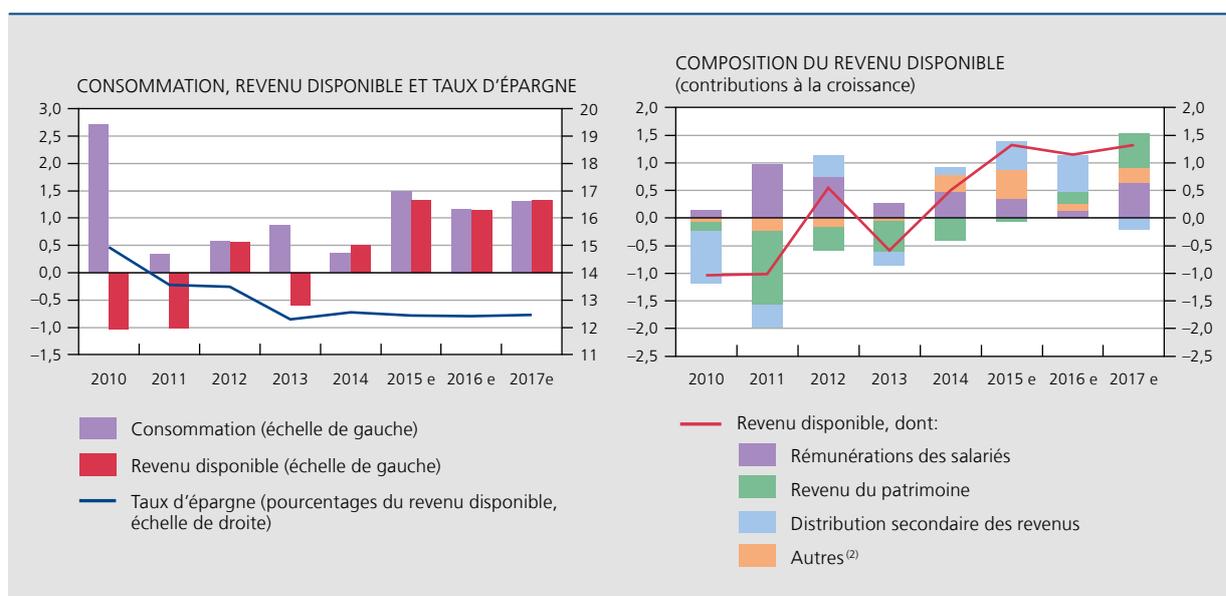
S'agissant des dépenses intérieures, la consommation privée progresserait à un rythme assez modéré sur l'ensemble de la période couverte par les projections, après s'être inscrite en recul à partir de l'été de cette année. Cette évolution s'explique en premier lieu par la croissance limitée des revenus des ménages, qui

est avant tout attribuable aux revenus primaires du travail. En dépit du redressement de l'emploi et de l'augmentation (certes limitée) des salaires conventionnels, ces derniers afficheraient, en termes réels, une trajectoire relativement plane en 2016. Cela s'explique par l'impact du saut d'index, qui continuera de se faire sentir jusqu'en 2016, et par les différents relèvements des impôts indirects et des prélèvements sur la consommation privée d'électricité instaurés par les autorités flamandes. Plusieurs relèvements des impôts indirects, tels que les accises sur l'alcool, le tabac et le diesel, n'exercent, en outre, pas d'effet haussier sur l'indice-santé et ne donnent donc pas lieu à une accélération de l'indexation.

La très faible croissance des revenus primaires du travail est également légèrement compensée par une répartition plus favorable des revenus secondaires. Celle-ci découle notamment de l'allègement de l'impôt des personnes physiques, principalement pour les bas et moyens revenus, qui a été décidé dans le cadre du tax shift. De manière générale, la croissance des revenus réels des particuliers accusera un certain repli en 2016. Les ménages devraient réduire leur consommation dans des proportions très similaires, de sorte que leur taux d'épargne demeurerait au niveau historiquement bas auquel il est retombé en 2015, s'écartant d'ailleurs peu de la moyenne de la zone euro.

GRAPHIQUE 4 CONSOMMATION ET REVENU DISPONIBLE⁽¹⁾ DES PARTICULIERS

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



Sources : ICN, BNB.

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

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

En 2017, les revenus réels du travail enregistreraient un net rebond, sous l'effet conjugué du renforcement de la croissance des salaires nominaux, soutenu par la réactivation des mécanismes d'indexation, et d'un léger tassement de l'inflation. Dans la mesure où les ménages belges disposent d'actifs financiers nets importants, l'augmentation supposée des taux d'intérêt à long terme, de même que la majoration des dividendes des entreprises versés, engendrerait une forte remontée des revenus du patrimoine en 2017. Cela étant, une proportion relativement plus élevée de ces revenus étant épargnée, ce sont surtout les revenus du travail et les allocations de remplacement qui déterminent la croissance de la consommation. La consommation privée s'accélérait donc quelque peu en 2017, mais, dans le même temps, le taux d'épargne des particuliers rebondirait lui aussi quelque peu.

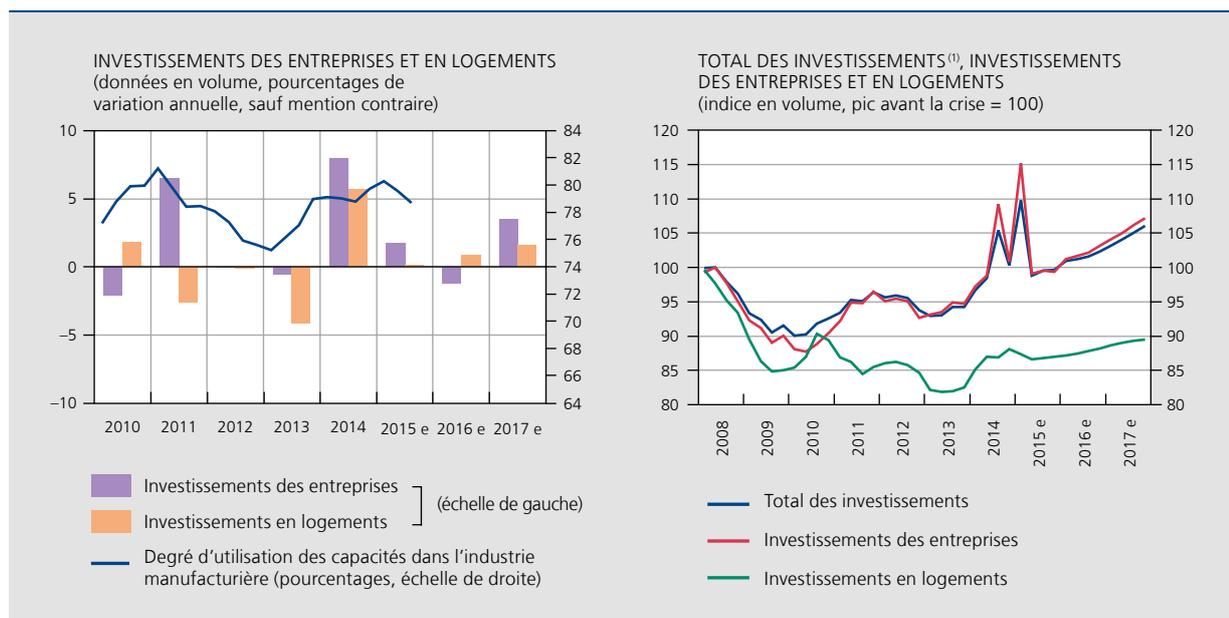
De même, les investissements en logements des ménages ne devraient progresser que modérément. D'après les statistiques trimestrielles actuelles, ces investissements se sont sensiblement repliés au premier semestre, certes après avoir enregistré une croissance vigoureuse en 2014. Ce fléchissement peut en partie s'expliquer par des effets d'anticipation à la suite de la réduction annoncée du bonus logement en Région flamande à compter du 1^{er} janvier 2015, qui a incité de nombreux ménages à avancer la construction ou l'achat d'une habitation existante dans la région. Les transactions sur le marché

secondaire peuvent influencer l'évolution des investissements dans la mesure où les droits d'enregistrement acquittés relèvent de cette catégorie, conformément à la méthodologie du SEC 2010. Les prévisions actuelles tablent sur une normalisation très progressive suivie d'un redressement, si bien que la croissance annuelle s'avérerait quasiment nulle en 2015, mais qu'elle repartirait à la hausse les deux années suivantes. Cette reprise sera encore favorisée, en 2016 en particulier, par la faiblesse persistante des taux hypothécaires. Cependant, ces investissements s'établiraient encore, à la fin de 2017, à un niveau inférieur de 10 % environ au pic ayant précédé la grande récession.

Bien que biaisée par les importants achats spécifiques de biens d'investissement à l'étranger évoqués plus haut, la croissance des investissements des entreprises est nettement plus robuste. Ainsi, le recul apparent de ces investissements en 2016 est uniquement dû à un achat spécifique dans l'industrie pharmaceutique effectué au début de 2015. Abstraction faite des facteurs spécifiques, les investissements des entreprises augmenteraient constamment pendant la période de projection, atteignant à la fin de 2017 un rythme d'accroissement annuel proche de 4 %.

La progression des investissements des entreprises sera soutenue par l'élargissement des marges bénéficiaires des entreprises, conjugué à leurs importantes réserves

GRAPHIQUE 5 INVESTISSEMENTS PRIVÉS



(1) Sources : ICN, BNB.

(2) Englobent également les investissements publics.

TABLEAU 3 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

	2013	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL	0,9	0,4	1,5	1,2	1,3
Dépense de consommation finale des administrations publiques	-0,1	0,6	0,6	0,4	0,4
Formation brute de capital fixe	-1,7	7,0	1,8	-0,4	3,0
des administrations publiques	-3,7	4,0	5,6	1,6	3,1
en logements	-4,1	5,7	0,2	0,9	1,6
des entreprises	-0,5	8,0	1,8	-1,2	3,5
<i>p.m. Dépenses intérieures, hors variation des stocks</i>	<i>0,0</i>	<i>1,9</i>	<i>1,3</i>	<i>0,6</i>	<i>1,5</i>
Variation des stocks ⁽¹⁾	-0,7	-0,2	0,5	0,1	0,0
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	0,7	-0,4	-0,5	0,6	0,2
Exportations de biens et de services	1,6	5,4	3,4	4,5	5,3
Importations de biens et de services	0,8	5,9	4,0	3,9	5,3
Produit intérieur brut	0,0	1,3	1,4	1,3	1,6

Sources: ICN, BNB.

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

de liquidités, à l'environnement de faibles taux d'intérêt et à l'assouplissement des conditions de financement. Qui plus est, le degré d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière est, depuis quelque temps déjà, légèrement supérieur à la moyenne de long terme, si bien que la croissance de la demande générera de plus en plus d'investissements d'extension. Les investissements des entreprises devraient d'ailleurs renouer au début de 2016 avec le niveau qu'ils atteignaient avant la grande récession.

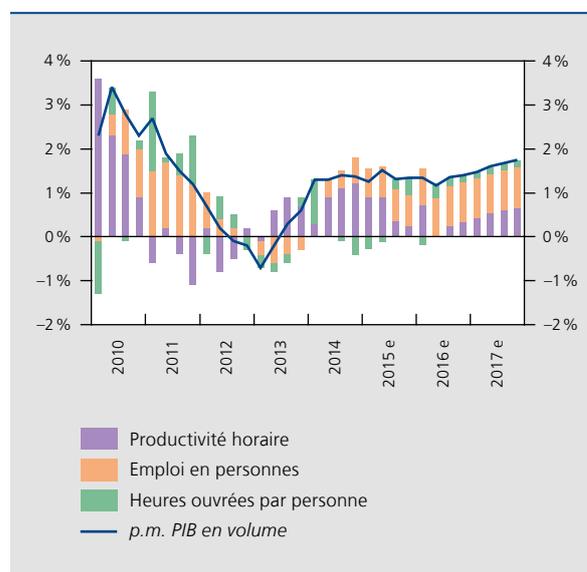
S'agissant des dépenses publiques, la croissance en volume de la consommation des administrations publiques diminuerait en 2016 et en 2017, en raison des mesures de consolidation visant entre autres à réduire les effectifs de personnel. Les investissements publics en volume enregistreraient une accélération prononcée cette année, en raison notamment de l'intensification de la construction d'écoles, en Communauté flamande principalement, avant de ralentir quelque peu en 2016 et en 2017.

3. Marché du travail

La reprise de l'activité observée à partir du deuxième trimestre de 2013 a rapidement débouché sur un redressement de l'emploi, qui, de trimestre en trimestre, a progressé de manière relativement constante de quelque 0,1 à 0,2 %, même si ce rebond a dans un premier

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.

temps été contrebalancé par une légère diminution du temps de travail moyen par personne. Sur l'ensemble de la période de projection, la demande de main-d'œuvre continuerait de grimper régulièrement et, selon les prévisions actuelles, elle serait à peine altérée par le léger ralentissement conjoncturel qui surviendrait à partir du second semestre de 2015, notamment à la suite des différentes mesures visant à comprimer les coûts de la main-d'œuvre et à rendre les engagements moins onéreux pour les employeurs. Cela implique toutefois que la productivité s'inscrirait en net recul au début de la période de projection et qu'elle ne se redresserait que graduellement, à mesure que la croissance économique gagne en vigueur. Étant donné que le nombre d'heures ouvrées par personne n'augmenterait que de manière marginale, la demande croissante de main-d'œuvre se traduirait presque intégralement par une remontée de l'emploi.

Au total, l'emploi intérieur gonflerait de 114 000 unités au cours de la période 2015-2017, sous l'effet du redémarrage de l'activité, mais également de la politique de modération des coûts salariaux. Tant les indépendants que les salariés contribueront à l'embellie de l'emploi. Contrairement aux années précédentes, les branches

sensibles à la conjoncture seraient le principal moteur de cette croissance, suivies par les autres services. En raison des mesures d'économie prises par les pouvoirs publics, la branche « Administration publique et enseignement » devrait enregistrer une baisse de ses effectifs, rompant avec la tendance ascendante de la dernière décennie. Le vieillissement de la population freine depuis pas mal de temps déjà l'expansion de la population en âge de travailler, mais les répercussions sur la population active sont en partie compensées par la hausse tendancielle du taux de participation. Cette dernière est soutenue par le relèvement du taux de participation des travailleurs âgés, en raison des mesures prises par le gouvernement fédéral en vue de limiter les sorties anticipées du marché du travail, et en particulier la suppression du statut de chômeur âgé et le renforcement des critères d'accès au régime de chômage avec complément d'entreprise. En outre, la recrudescence actuelle de l'afflux net de migrants, et notamment de réfugiés, gonfle quelque peu la population en âge de travailler, mais cet effet ne se manifesterait pas clairement dans les chiffres annuels moyens avant 2016. C'est donc surtout à partir de cette année-là que l'accroissement de la population en âge de travailler et de la population active sera revu à la hausse par rapport aux prévisions de printemps.

TABLEAU 4 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

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

	2013	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Population totale	57	55	53	58	56
Population en âge de travailler	12	9	10	16	11
Population active	6	29	13	27	24
Travailleurs frontaliers	-1	-1	0	0	0
Emploi intérieur	-18	16	32	40	42
Salariés	-24	9	23	31	32
Branches sensibles à la conjoncture ⁽¹⁾	-25	-4	11	18	22
Administration publique et enseignement	3	5	-2	1	-3
Autres services ⁽²⁾	-1	7	14	12	13
Indépendants	6	7	9	9	10
Demandeurs d'emploi inoccupés	25	14	-18	-13	-18
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé⁽³⁾⁽⁴⁾</i>	8,5	8,6	8,7	8,4	8,1
<i>Taux d'emploi harmonisé⁽³⁾⁽⁵⁾</i>	67,2	67,3	67,1	67,3	67,8

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

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

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

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

(4) En pourcentage de la population active (15-64 ans), données brutes.

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

L'augmentation de la demande de main-d'œuvre reste cependant suffisamment vigoureuse pour contrebalancer cette progression plus vive de la population active. Le nombre de chômeurs commencerait à se replier en 2015, au terme de trois années successives de hausse. Même si cette baisse sera quelque peu modérée en 2016, on dénombrerait néanmoins à la fin de la période de projection environ 49 000 chômeurs de moins qu'au début de 2015. Le taux de chômage harmonisé, qui est établi sur la base des enquêtes sur les forces de travail et des définitions du Bureau international du travail et qui exprime le rapport entre le nombre de personnes sans emploi disponibles pour travailler et activement à la recherche d'un emploi (indépendamment de leur enregistrement ou non sous le statut de chômeur indemnisé auprès de l'ONEM) et la population active, retomberait dès lors de 8,6 % en 2014 à 8,1 % en 2017.

4. Prix et coûts

Comme dans les projections de printemps, l'évolution des coûts salariaux au cours de la première partie de la période couverte par les projections a été marquée par les différentes mesures prises par le pouvoir fédéral pour resserrer l'écart salarial avec les trois principaux pays voisins et pour renforcer la compétitivité des entreprises belges en matière de coûts. Il s'agit en l'occurrence du gel

(en 2015) et (en 2016) de la modération de la croissance salariale conventionnelle, de la suspension temporaire des mécanismes d'indexation (le saut d'index) et d'importants nouveaux allègements, déjà programmés dans le cadre du Pacte pour la compétitivité, des prélèvements sur le travail en 2016, notamment grâce à des baisses supplémentaires des cotisations patronales à la sécurité sociale et à une augmentation de l'exonération de précompte professionnel pour le travail de nuit et en équipe.

Dans le cadre du tax shift, la diminution des coûts salariaux en 2016 a encore été étendue, afin de ramener le taux moyen des cotisations patronales à 25 % en 2018, en prenant particulièrement en compte les bas salaires et les salaires moyens. Des mesures additionnelles ont été prises pour stimuler la création d'emplois dans les PME, notamment grâce à des réductions spécifiques des coûts salariaux, qui, s'agissant d'une mesure groupes-cibles, sont également comptabilisées comme des subventions selon la méthodologie du SEC 2010.

Pour réaliser la baisse du taux des cotisations patronales à 25 %, il a également été décidé de convertir l'actuelle exonération linéaire du versement du précompte professionnel, la réduction dite AIP, de 1 % dans le secteur marchand, en une diminution des cotisations patronales. Contrairement aux mesures précitées, cette décision n'implique pas d'allègement proprement dit des coûts du

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

	2013	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Coûts salariaux dans le secteur privé ⁽¹⁾					
Coûts salariaux par heure ouvrée	2,5	0,6	0,2	0,2	1,9
dont indexation	1,9	0,8	0,1	0,4	1,1
Productivité du travail ⁽²⁾	0,4	0,9	0,6	0,3	0,5
Coûts salariaux par unité produite	2,1	-0,3	-0,4	-0,1	1,3
<i>p.m. Coûts salariaux par heure ouvrée selon les comptes nationaux</i> ⁽³⁾	2,5	0,7	0,3	0,1	1,7
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽⁴⁾	1,4	1,5	1,6	1,4	1,4
Produits énergétiques	-4,6	-6,0	-7,7	4,0	3,2
Produits alimentaires	3,6	0,8	1,8	2,4	2,0
IPCH	1,2	0,5	0,6	1,9	1,7
Indice-santé	1,2	0,4	1,1	1,7	1,4

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

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

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

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

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

travail pour les employeurs et n'a donc pas d'incidence macroéconomique, puisqu'il ne s'agit que d'un glissement (statistique) entre les subventions salariales et les cotisations sociales.

Les subventions salariales ne sont toutefois pas incluses dans le concept des coûts salariaux tel que mesuré traditionnellement dans les comptes nationaux. Le tableau 5 ci-dessus présente les deux concepts. C'est la définition plus large, y compris les subventions salariales, qui est pertinente pour les entreprises. Elle montre une progression des coûts salariaux par heure ouvrée au cours de la période 2016-2017 légèrement plus rapide que le concept des comptes nationaux. Lorsqu'on prend en considération le simple glissement comptable de la réduction AIP, qui biaise ce dernier concept, on obtient en effet un montant plus important qu'en tenant compte de la nouvelle extension des subventions salariales qui ne sont pas incluses dans le concept des comptes nationaux.

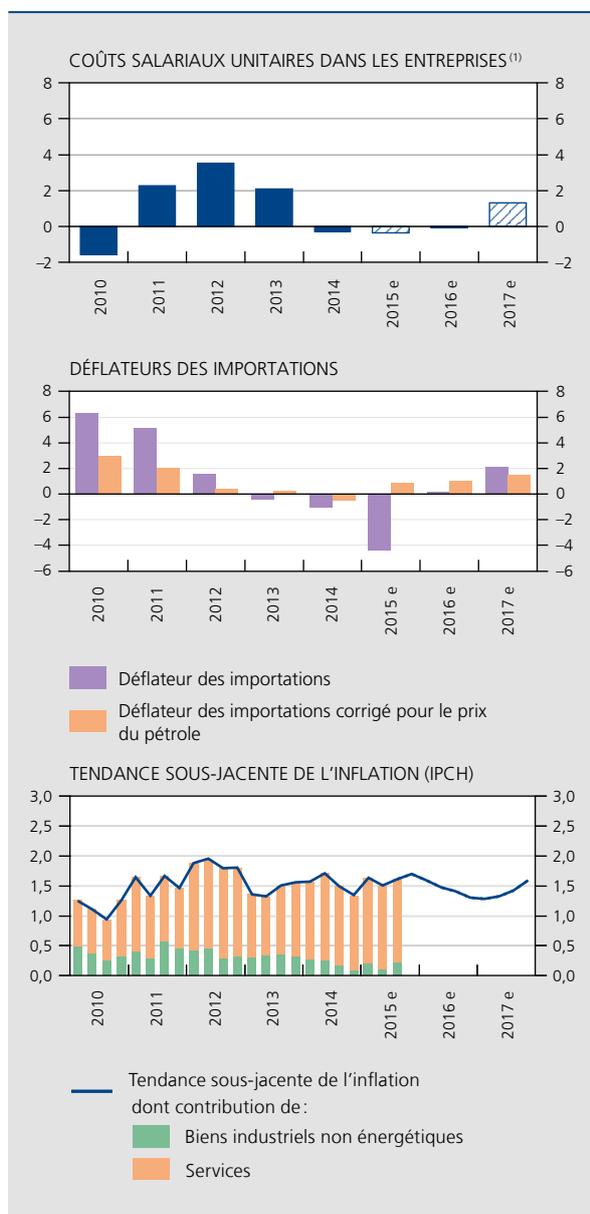
Au total, ces allègements des charges sur le travail devraient comprimer les coûts salariaux par heure ouvrée de 1% environ au cours de la période couverte par les projections, l'effet principal se situant en 2016. Du fait du tax shift, cela représente près du double de l'estimation figurant dans les projections de printemps. Il est néanmoins frappant de constater que les coûts salariaux par unité produite n'ont pas été revus à la baisse dans la même mesure. En effet, l'incidence de la diminution accrue des charges pesant sur le travail est neutralisée en grande partie par deux autres éléments. D'une part, le ralentissement de la croissance de la productivité en 2016, qui accroît celle des coûts salariaux par unité produite. D'autre part, l'accélération de l'inflation est plus marquée, et certains nouveaux impôts indirects, notamment sur le prix de l'électricité, poussent l'indice-santé à la hausse. Dès lors, les effets du saut d'index se manifestent plus vite que ne le prévoyaient les projections de printemps, et les mécanismes d'indexation devraient jouer à nouveau dès la fin du premier trimestre de 2016. En dépit de l'aspect progressif de ce processus, en fonction des règles d'indexation spécifiques à chaque branche d'activité, il en résulte une remontée de l'indexation des salaires dès 2016, mais surtout en 2017.

S'agissant des autres éléments de la croissance salariale, il est supposé, tout comme dans les projections de printemps, que la marge maximale de 0,67% de hausse des salaires conventionnels, issue de la norme salariale imposée par le pouvoir fédéral, sera entièrement utilisée en 2016 après trois ans sans augmentations conventionnelles réelles et dans un contexte d'embellie persistante sur le marché du travail. De même, les estimations du glissement des salaires ne sont guère révisées.

Globalement, les coûts salariaux par unité produite devraient se replier en 2016, et ce pour la troisième année consécutive. En 2017, les coûts salariaux devraient à nouveau nettement gonfler. D'une part, l'effet de l'indexation s'élève déjà à plus de 1% en raison de la remontée de l'inflation. D'autre part, la croissance salariale conventionnelle devrait progresser. Pour 2017, les marges des adaptations conventionnelles réelles ne sont pas encore fixées puisque l'issue des négociations d'un accord interprofessionnel pour cette année-là ne

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

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



Sources : CE, BNB.

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

sera connue qu'en 2016. Tout comme pour les projections de printemps, les estimations actuelles à cet égard s'appuient sur l'hypothèse technique d'une croissance salariale conventionnelle de 0,9 %. Ce léger rebond des salaires conventionnels, par rapport à la croissance attendue pour 2016, tient compte à la fois de la poursuite du rétablissement du marché du travail et de la poursuite attendue du resserrement de l'écart salarial avec les pays voisins, générant ainsi peu à peu une plus grande marge pour les augmentations salariales réelles.

L'évolution très modérée des coûts du travail devrait en principe se refléter graduellement – avec un certain décalage – dans la formation des prix, et plus particulièrement dans la tendance sous-jacente de l'inflation, qui fait abstraction des prix des composantes volatiles que sont les produits alimentaires et énergétiques. Cette inflation sous-jacente est toutefois demeurée pratiquement inchangée ces dernières années, surtout sur une base annuelle. Au dernier trimestre de 2015, la tendance sous-jacente de l'inflation devrait encore avoisiner 1,7 %. Quant aux composantes extérieures de la structure des coûts, les prix à l'importation ont été gonflés par le plongeon de l'euro après l'été de 2014, lié à (l'anticipation de) l'assouplissement de la politique monétaire dans la zone euro. Il en résulte que ce sont surtout les biens importés ou ceux pour lesquels des inputs intermédiaires importés sont utilisés qui renchérissent sensiblement. C'est principalement le cas des biens industriels non énergétiques et, dans une moindre mesure, des services. En revanche, le pétrole importé est devenu bien meilleur marché, ce qui a entraîné une baisse effective des coûts de l'énergie pour les entreprises belges ainsi que des prix moyens à l'importation en 2015.

En outre, l'inflation sous-jacente est jusqu'à présent également demeurée relativement vive en Belgique par rapport à la zone euro et aux principaux pays voisins, en dépit de l'évolution relativement favorable des coûts du travail. C'est principalement dans le secteur des services que les hausses de prix sont encore persistantes, ce qui peut être lié à certains facteurs structurels, comme un degré de concurrence relativement faible sur certains marchés des services et des gains de productivité relativement bas. L'existence de différents mécanismes d'indexation qui déterminent la formation des prix sur de nombreux marchés et qui n'ajustent les prix que partiellement ou avec retard à la structure sous-jacente des coûts peut également jouer un rôle.

Les prévisions actuelles d'inflation tablent toutefois sur le fait que la pression très modeste des coûts d'origine intérieure et la disparition de l'incidence de la dépréciation de l'euro induiront une érosion progressive de l'inflation

sous-jacente, même si le repli demeure très limité. L'inflation sous-jacente devrait s'infléchir à 1,3 % environ d'ici la fin de 2016, avant de repartir à la hausse, compte tenu du redressement des coûts salariaux. Exprimée en moyenne annuelle, l'inflation sous-jacente restera donc relativement stable au cours de la période couverte par les projections, bien qu'à un niveau légèrement inférieur au niveau actuel.

L'inflation totale est déterminée non seulement par la tendance sous-jacente de l'inflation, mais également par les développements des prix des composantes volatiles, à savoir les produits énergétiques et alimentaires, ainsi que par l'influence de facteurs exogènes, comme la fiscalité indirecte.

À cet égard, les différentes hausses des prélèvements sur la consommation exerceront une incidence directe importante sur le taux d'inflation. C'est ainsi que les accises sur le diesel, l'alcool, le tabac et les boissons rafraîchissantes seront (ou ont déjà été) majorées et que la TVA sur la consommation d'électricité par les ménages est repassée de 6 à 21 % en septembre. Outre ces mesures prises par le pouvoir fédéral dans le cadre du financement du tax shift, certaines mesures adoptées par les pouvoirs publics flamands font également grimper les prix, notamment ceux de l'électricité. Il s'agit là entre autres du prélèvement instauré à partir de 2016 qui vise à éponger la dette historique que les gestionnaires des réseaux de distribution d'électricité ont accumulée en raison de l'octroi obligatoire de subventions aux ménages flamands qui produisent eux-mêmes de l'énergie. En outre, certains prix réglementés, comme les droits d'inscription dans l'enseignement supérieur, ont augmenté. Bien que cette mesure, et d'autres encore, prises par les pouvoirs publics flamands ne fassent remonter les prix qu'en Région flamande, elles participent à la hausse de l'inflation belge moyenne et, dans la mesure où elles sont incluses dans l'indice-santé, ce qui est le cas en l'occurrence, elles entraînent une indexation accrue des salaires et des revenus de remplacement belges.

Les développements des prix de l'énergie et des produits alimentaires exerceront eux aussi un effet haussier sur l'inflation au cours de la période couverte par les projections. Compte tenu des hypothèses de cours du pétrole présentées dans l'encadré 1, l'incidence négative de l'évolution des cours des produits énergétiques sur l'inflation totale s'atténuerait peu à peu, avant de se muer en une contribution positive à partir de 2016. Combinée au relèvement plus vif attendu des prix des produits alimentaires, cette situation entraînerait, malgré une tendance sous-jacente de l'inflation d'abord plane et ensuite orientée à la baisse, une nette accélération de l'inflation. Même si,

cette année, elle ne sera en moyenne guère supérieure au niveau de l'année dernière, la moyenne annuelle atteindrait déjà 1,9 % à partir de 2016, et l'inflation ne diminuerait que légèrement en 2017, pour s'établir à 1,7 %. À cet égard, l'inflation relativement élevée en 2016 serait imputable à hauteur de près d'un tiers aux mesures fédérales et flamandes en matière d'impôts indirects et de prix réglementés. L'indice-santé, qui est déterminé par l'indice des prix à la consommation national, à l'exclusion de l'alcool, du tabac et des carburants, progresserait lui aussi, de 1,1 % en 2015, de 1,7 % en 2016 puis de 1,4 % en 2017.

5. Finances publiques

5.1 Solde de financement

Selon les estimations les plus récentes, les finances publiques devraient clôturer l'année 2015 sur un déficit de 2,9 % du PIB. Dans le contexte macroéconomique décrit ci-avant, ce déficit s'établirait également à 2,9 % du PIB en 2016, avant de revenir à 2,5 % du PIB en 2017.

Les déficits seraient principalement concentrés au niveau du pouvoir fédéral, mais les communautés et régions ainsi que les pouvoirs locaux en enregistreraient eux aussi de nouveau – qui seraient certes plus légers – au cours

de la période couverte par les projections. En revanche, les comptes de la sécurité sociale s'afficheraient en quasi-équilibre.

La diminution du déficit de financement de l'ensemble des administrations publiques entre 2014 et 2017 est exclusivement attribuable à la baisse des charges d'intérêts. On prévoit en effet que les emprunts publics arrivant à échéance pourront être refinancés à des taux d'intérêt favorables pour les administrations publiques. Les dépenses primaires, quant à elles, se réduiraient de 1,5 point de pourcentage du PIB, sous l'influence du saut d'index et des autres mesures d'économies prises par les pouvoirs publics. Le ratio des recettes baisserait de manière presque identique. Par conséquent, le solde primaire, qui était en équilibre en 2014, demeurerait assez stable au cours de la période couverte par les projections.

Les présentes projections tiennent compte de toutes les mesures budgétaires annoncées et suffisamment précisées, y compris le tax shift décidé par le pouvoir fédéral pour alléger la pression fiscale élevée sur les revenus du travail et la reporter vers d'autres assiettes fiscales. Les dépenses figurant dans les estimations devraient être supérieures aux chiffres budgétaires en raison d'une série de mesures insuffisamment précisées, notamment en ce qui concerne les dépenses de sécurité sociale et le « redesign » des administrations fédérales, et de l'hypothèse selon laquelle la sous-utilisation des crédits serait légèrement

TABEAU 6 COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Ensemble des administrations publiques				
Recettes	52,0	51,1	50,8	50,4
Dépenses primaires	52,0	51,2	51,0	50,5
Solde primaire	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
Charges d'intérêts	3,1	2,8	2,6	2,4
Besoin (-) ou capacité de financement	-3,1	-2,9	-2,9	-2,5
Solde de financement par sous-secteur				
Pouvoir fédéral ⁽¹⁾	-2,5	-2,5	-2,5	-2,0
Sécurité sociale	0,0	0,1	0,0	0,0
Communautés et régions ⁽¹⁾	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Pouvoirs locaux	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2

Sources : ICN, BNB.

(1) Ces chiffres tiennent compte des avances sur les additionnels régionaux à l'IPP, même s'il convient, d'après la méthodologie du SEC 2010, de considérer ces avances comme de pures transactions financières et de ne comptabiliser les additionnels régionaux qu'au moment de l'enrôlement.

inférieure celle attendue par le gouvernement. En outre, l'estimation des recettes des administrations publiques est inférieure aux chiffres budgétaires puisqu'on escompte que les recettes de TVA augmenteront moins rapidement, que les recettes supplémentaires anticipées de la lutte contre la fraude fiscale ne peuvent pas être prises en compte par convention au sein de l'Eurosystème et que certaines mesures devraient rapporter moins. Il ressort des projections que des mesures de consolidation additionnelles seront nécessaires pour parvenir aux objectifs budgétaires visant un équilibre structurel en 2018.

5.2 Recettes

Les recettes des administrations publiques, exprimées en pourcentage du PIB, reculeraient de 0,9 point de pourcentage en 2015 et continueraient de se contracter de 0,3 point de pourcentage en 2016 comme en 2017. L'évolution des recettes poursuivrait ainsi la décrite entamée en 2014. Ce sont principalement les prélèvements sur les revenus du travail qui diminueraient fortement.

La diminution des recettes en 2015 résulte à la fois d'un affaiblissement des recettes fiscales et parafiscales et d'une baisse des autres recettes. L'impôt des personnes

physiques et les cotisations sociales pâtissent de la contraction de la part des salaires dans le PIB qui découle du saut d'index et du gel des salaires conventionnels réels. S'agissant de l'impôt des personnes physiques, cet effet est renforcé par le relèvement des frais professionnels forfaitaires déductibles qui sont pris en considération dans le calcul du précompte professionnel. Le précompte mobilier diminuerait également en raison de la modification législative concernant les bonis de liquidation, pour lesquels le précompte a été porté de 10 à 25 % en octobre 2014, ce qui avait entraîné une hausse temporaire de ces recettes. En outre, les impôts sur les biens et sur les services ont également diminué. Ceci est principalement imputable à la baisse des recettes de la TVA, provoquée par une nette augmentation des restitutions. Les impôts sur les bénéfices des sociétés ont, quant à eux, augmenté du fait de l'assujettissement de certaines intercommunales à l'impôt des sociétés et d'une moindre incidence des déductions pour intérêts notionnels, à la suite de l'infléchissement des taux d'intérêt de référence et d'une restriction de l'utilisation de ce système par les banques. Comme l'effet de ces mesures ne se manifesterait que partiellement dans les versements anticipés en 2015, les recettes des rôles devraient poursuivre leur progression au cours des prochaines années. Le recul des recettes non fiscales et non parafiscales, pour sa part, résulte notamment d'une

TABLEAU 7 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Recettes fiscales et parafiscales	44,8	44,2	43,9	43,6
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	26,2	25,8	24,7	24,4
Impôt des personnes physiques ⁽²⁾	11,6	11,3	10,7	10,6
Cotisations sociales ⁽³⁾	14,5	14,5	14,0	13,8
Impôts sur les bénéfices des sociétés ⁽⁴⁾	3,2	3,3	3,5	3,5
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ⁽⁵⁾	4,4	4,2	4,3	4,3
Impôts sur les biens et sur les services	11,1	10,9	11,4	11,5
dont :				
TVA	6,9	6,8	7,0	7,1
Accises	2,1	2,1	2,2	2,2
Recettes non fiscales et non parafiscales ⁽⁶⁾	7,2	6,8	6,9	6,9
Recettes totales	52,0	51,1	50,8	50,4

Sources: ICN, BNB.

(1) Conformément au SEC 2010, les recettes des administrations publiques n'incluent ni le produit des droits de douane que celles-ci transfèrent à l'UE, ni les recettes directement perçues par l'UE.

(2) Principalement le précompte professionnel, les versements anticipés, les rôles et les centimes additionnels à l'IPP.

(3) Y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.

(4) Principalement les versements anticipés, les rôles et le précompte mobilier.

(5) Principalement le précompte mobilier des particuliers, le précompte immobilier (y compris le produit des centimes additionnels), les droits de succession et les droits d'enregistrement.

(6) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital provenant des autres secteurs et ventes de biens et de services produits.

baisse des revenus que l'État perçoit auprès de différentes institutions financières. En outre, le transfert de la compétence des allocations familiales vers les communautés dans le cadre de la sixième réforme de l'État a conduit à un glissement des cotisations sociales imputées vers les cotisations sociales effectives pour les allocations octroyées au personnel des administrations publiques.

En 2016, l'impôt des personnes physiques devrait pâtir d'une nouvelle hausse des frais professionnels forfaitaires déductibles ainsi que de l'adaptation des barèmes fiscaux en vue de renforcer le pouvoir d'achat, en particulier des travailleurs à faibles et à moyens revenus. En outre, les cotisations patronales à la sécurité sociale seront allégées à partir du 1^{er} avril 2016 afin d'améliorer la compétitivité des entreprises et de relancer l'emploi. Les impôts sur les biens et sur les services devraient, quant à eux, grimper sensiblement en raison du relèvement du taux de TVA sur l'électricité et de l'alourdissement des accises sur le diesel, le tabac et l'alcool.

En 2017, la plupart des catégories de recettes devraient rester assez stables par rapport au niveau de 2016. Les cotisations sociales devraient toutefois se replier modestement puisque l'abaissement des cotisations patronales produira alors pleinement ses effets.

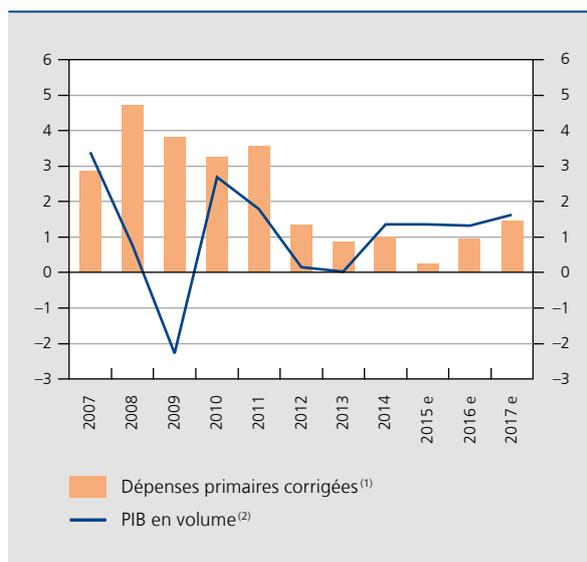
5.3 Dépenses primaires

Les dépenses primaires rapportées au PIB devraient sensiblement fléchir en 2015 et, à politique inchangée, les deux années suivantes. En termes nominaux, les dépenses des administrations publiques évolueraient donc à un rythme inférieur à l'expansion de l'activité économique. Le ratio des dépenses primaires reviendrait ainsi de 52 % du PIB en 2014 à 50,5 % en 2017.

Ces développements sont en grande partie le reflet des mesures d'économies décidées par les gouvernements issus des élections de mai 2014. L'effet le plus important résulte du saut d'index, qui limitera sensiblement la hausse des prestations sociales et des salaires dans tous les sous-secteurs des administrations publiques en 2015 et en 2016. Par ailleurs, le pouvoir fédéral a l'ambition de réduire ses frais de fonctionnement, ce qui devrait passer par une contraction de l'emploi public ainsi que par une modération des achats de biens et de services. L'impact de ces mesures serait toutefois partiellement compensé par de nouvelles dépenses attendues pour la gestion de la crise de l'asile, lesquelles ont été intégrées à l'estimation. La croissance des dépenses de la sécurité sociale sera également tempérée par une série de mesures visant à freiner, entre autres, l'évolution du coût des soins de

GRAPHIQUE 8 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PIB

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



Sources: ICN, BNB.

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

(2) Données corrigées des effets de calendrier.

santé. Les communautés et les régions ont aussi décidé de procéder à des économies, notamment en matière de frais de fonctionnement dans l'administration et l'enseignement et de subsides. Enfin, les pouvoirs locaux ont également dû prendre des mesures de restriction pour maintenir leurs finances saines.

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 afficheraient une modeste progression de 0,2 % en 2015, soit 1 point de pourcentage de moins que celle du PIB en volume. En 2016 et en 2017, la croissance des dépenses corrigées se redresserait quelque peu, à respectivement 1 et 1,5 %, tout en demeurant en deçà de l'évolution du PIB réel.

5.4 Endettement

Le taux d'endettement n'a cessé de grimper depuis 2008, pour atteindre 106,7 % du PIB à la fin de 2014. En 2015, la dette publique s'alourdirait encore, passant à 106,9 % du PIB, en raison de la hausse endogène de 0,2 % du PIB. Celle-ci s'explique par le fait que le taux d'intérêt implicite est supérieur à la croissance nominale du PIB, ainsi que par un solde primaire légèrement négatif. L'incidence des

facteurs exogènes sur la dette, ainsi nommés parce qu'ils ont une influence sur la dette mais non sur le solde de financement, serait pour ainsi dire neutre. La gestion de la dette publique comprimerait quelque peu le taux d'endettement, principalement grâce à de considérables primes d'émission. Le remboursement des fonds octroyés par les pouvoirs publics exercerait lui aussi un modeste effet baissier sur le taux d'endettement. C'est notamment le cas pour le nouveau remboursement de capital par KBC et pour le remboursement par la Grèce d'une partie de l'emprunt que celle-ci a obtenu par l'intermédiaire du Fonds européen de stabilité financière. En revanche, le taux d'endettement serait tiré à la hausse par certains facteurs dont l'augmentation attendue des prêts consentis dans le cadre de la politique en matière de logement social.

En 2016, la dette publique s'élargirait encore, pour ressortir à 107,3 % du PIB. Malgré une diminution endogène de la dette de 0,4 % du PIB grâce à la croissance plus vive du PIB nominal, la dette s'alourdirait à cause de l'incidence des facteurs exogènes à hauteur de 0,8 % du PIB. Ces derniers sont en grande partie liés à la gestion de la dette publique et à une nouvelle augmentation attendue des prêts pour le logement social.

En 2017, sous l'effet des facteurs endogènes, le ratio d'endettement retomberait à 106,8 % du PIB. On s'attend effectivement à ce que la progression nominale du PIB dépasse largement le taux d'intérêt implicite de la dette publique. Ce faisant, la dette publique serait orientée à

la baisse pour la première fois depuis l'éclatement de la crise financière.

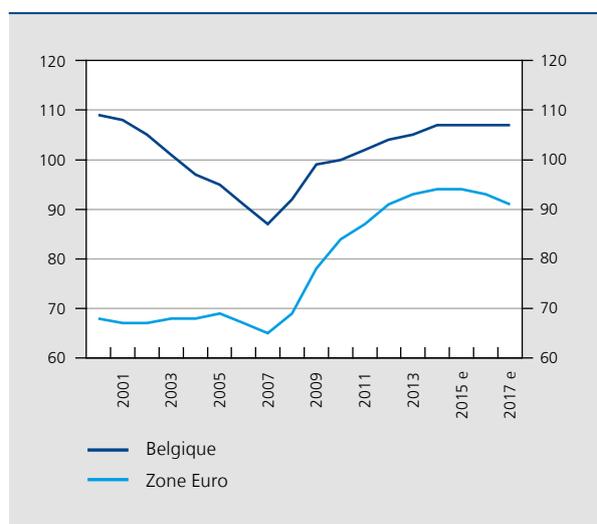
6. Conclusion et appréciation des facteurs de risque

Les présentes projections d'automne tablent sur un scénario de reprise progressive qui est en grande partie conforme aux prévisions précédentes. Toutefois, le ralentissement légèrement plus prononcé qu'attendu au second semestre de 2015, et la détérioration des perspectives de commerce international en particulier, ont conduit à revoir quelque peu à la baisse la croissance anticipée pour 2016 et 2017 par rapport aux projections de printemps.

Ces projections sont très proches, en tout cas en ce qui concerne la croissance, de celles des autres institutions, telles les récentes prévisions d'automne de la CE. Certaines institutions internationales, comme l'OCDE et le FMI, tablent encore actuellement sur une croissance un peu plus soutenue en 2016. Lorsque l'on compare les différentes prévisions, il convient de prendre en considération les différentes périodes durant lesquelles elles ont été réalisées et les informations disponibles à ce moment-là. Ainsi, dans les prévisions du BFP pour le Budget économique remontant déjà à septembre 2015, dans lesquelles la croissance en 2016 avait aussi été estimée à 1,3 %, il n'avait pas pu être tenu compte des mesures liées au tax shift. Les différences entre les prévisions sont plus marquées en matière d'inflation. Cette situation tient en partie au fait que les prévisions plus anciennes, n'intègrent pas encore les différentes nouvelles taxes indirectes qui poussent certains prix à la hausse, pas plus que les chiffres mensuels de l'inflation les plus récents, qui s'avèrent un peu plus élevés que prévu.

La nette convergence des estimations macroéconomiques ne peut masquer le fait que de telles estimations sont toujours entachées d'une grande incertitude. S'agissant de l'environnement international, ce sont aujourd'hui encore les risques à la baisse qui priment. Ainsi, une nouvelle intensification des tensions géopolitiques pourrait peser d'avantage sur la croissance européenne. Le risque subsiste également que le ralentissement de la croissance en Chine et dans d'autres pays émergents soit plus prononcé ou dure plus longtemps que ne l'anticipent actuellement les hypothèses internationales. Dans ce cas, la croissance en Belgique pourrait être bridée principalement par des canaux indirects, tels que la croissance chez nos partenaires, des effets de confiance ou une augmentation de la volatilité sur les marchés financiers. En outre, l'approche du début de la normalisation de la politique monétaire

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



Sources : CE, ICN, BNB.

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

Institution	Date de publication	Croissance du PIB en volume			Inflation (IPCH, sauf mention contraire)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Bureau fédéral du Plan	Septembre 2015 ⁽¹⁾	1,2	1,3		0,6	1,7	
FMI	Octobre 2015	1,3	1,5	1,5	0,7	1,1	1,3
Consensus Economics	Novembre 2015	1,2	1,4		0,5	1,5	
CE	Novembre 2015	1,3	1,3	1,7	0,6	1,7	1,5
OCDE	Novembre 2015	1,3	1,5	1,6	0,6	1,3	1,4
BNB	Décembre 2015	1,4	1,3	1,6	0,6	1,9	1,7

(1) Budget économique 2015-2016. L'inflation correspond toutefois à l'IPCN, comme estimé dans les projections d'inflation de décembre 2015.

américaine peut influencer sur les marchés financiers. En revanche, une relative dépréciation de l'euro due à une divergence croissante entre les politiques monétaires américaine et européenne est de nature à soutenir la croissance européenne. Enfin, la reprise dans la zone euro demeure fragile et sensible aux effets de confiance négatifs et à des facteurs spécifiques qui peuvent grever la croissance dans certains pays ou dans certaines branches d'activité.

S'agissant des risques domestiques, il convient d'attirer l'attention sur la manière dont les récentes mesures gouvernementales visant à améliorer la compétitivité ont été intégrées aux projections. Comme dans les estimations précédentes, il est supposé que le ralentissement de la croissance des salaires nominaux se répercutera largement dans les prix, fût-ce avec un certain décalage. Si cette répercussion venait à diverger (si elle s'avérait plus rapide ou plus lente, plus ou moins partielle), ou si les agents économiques, tels les employeurs, les investisseurs ou les destinataires étrangers des exportations belges, devaient réagir à la croissance plus faible des salaires et des prix d'une manière autre que ce qui est admis dans ces projections, les évolutions de l'activité, de l'emploi, du solde budgétaire et de l'inflation pourraient s'écarter des présentes projections d'automne. Globalement, les risques domestiques pour la croissance, par solde, semblent orientés à la hausse. Les risques d'une reprise plus marquée de la confiance et d'une croissance trimestrielle un peu plus vive au deuxième semestre de 2015 et au début de 2016 semblent prévaloir, en tout cas à court

terme. Par ailleurs, il n'a pas été tenu compte dans ces prévisions de l'incidence macroéconomique des aspects de redistribution des différentes mesures gouvernementales, surtout dans le cadre du tax shift. Dans la mesure où un pouvoir d'achat en hausse profite relativement plus aux bas ou aux moyens revenus, dont le taux d'épargne est généralement plus faible, la consommation privée peut augmenter plus rapidement que ne le prévoient ces projections. En revanche, d'autres mesures gouvernementales, telles celles qui taxent la consommation, pourraient peser relativement plus lourd sur le pouvoir d'achat des ménages à bas ou à moyens revenus.

Ensuite, il y a lieu de rappeler que ces estimations ne tiennent pas compte d'éventuelles nouvelles mesures budgétaires que les pouvoirs publics seraient amenés à prendre à l'avenir.

Enfin, il est actuellement difficile d'estimer quelles seront les conséquences économiques en Belgique – à court et à plus long termes – du relèvement de la menace terroriste après les attentats de Paris et des importantes mesures de sécurité supplémentaires qui en ont découlé. À court terme, il semble que c'est surtout l'activité dans quelques branches spécifiques telles que l'horeca qui en pâtira, tandis que la consommation des administrations publiques sera vraisemblablement plus élevée que prévu compte tenu des dépenses supplémentaires en matière de sécurité. À plus long terme, les conséquences de ces attentats et leurs implications géopolitiques sont beaucoup plus incertaines.

Annexe

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE : SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)				
PIB en volume	1,3	1,4	1,3	1,6
Contributions à la croissance:				
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	1,9	1,3	0,6	1,4
Exportations nettes de biens et services	-0,4	-0,5	0,6	0,2
Variation des stocks	-0,2	0,5	0,1	0,0
Prix et coûts				
Indice des prix à la consommation harmonisé	0,5	0,6	1,9	1,7
Indice-santé	0,4	1,1	1,7	1,4
Déflateur du PIB	0,7	1,2	1,8	1,7
Termes de l'échange	0,0	2,9	0,3	0,1
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé ⁽¹⁾	-0,3	-0,4	-0,1	1,3
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé ⁽¹⁾	0,6	0,2	0,2	1,9
Productivité horaire dans le secteur privé	0,9	0,6	0,3	0,5
Marché du travail				
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes)	15,6	31,6	40,4	42,0
Volume total de travail ⁽²⁾	0,5	0,7	1,0	1,1
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active, 15-64 ans)	8,6	8,7	8,4	8,1
Revenus				
Revenu disponible réel des particuliers	0,5	1,3	1,1	1,3
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	12,6	12,4	12,4	12,5
Finances publiques				
Besoin (-) ou capacité de financement des administrations publiques (pourcentages du PIB)	-3,1	-2,9	-2,9	-2,5
Solde primaire (pourcentages du PIB)	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
Dette publique (pourcentages du PIB)	106,7	106,9	107,3	106,8
Compte courant (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB)				
	0,1	0,8	1,4	1,7

Sources: CE, DGS, ICN, BNB.

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

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

Banque nationale de Belgique
Société anonyme
RPM Bruxelles – Numéro d’entreprise: 0203.201.340
Siège social: boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles
www.bnb.be



Éditeur responsable

Jan Smets

Gouverneur

Banque nationale de Belgique
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

Luc Dufresne

Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be

© Illustrations: Banque nationale de Belgique

Couverture et mise en page: BNB AG – Prepress & Image

Publié en décembre 2015