

# Projections économiques pour la Belgique – Automne 2011

## Introduction

L'élan qui a sous-tendu le regain de l'activité économique mondiale pendant deux ans s'est fortement essoufflé dans le courant de 2011, dans un contexte d'escalade de l'incertitude et d'alourdissement des tensions financières. Jusqu'au printemps, la consolidation de la reprise amorcée à la mi-2009 a semblé pouvoir se poursuivre, sous l'effet, notamment, de l'impulsion de politiques accommodantes dans les économies avancées et de la vigueur des économies émergentes. Toutefois, il apparaît que ce répit n'a pas suffi pour progresser assez dans l'assainissement en profondeur des déséquilibres mis au jour ou suscités par la première vague de la crise financière et par la récession économique de 2008-2009.

Cette fois, ce sont principalement les marchés des obligations souveraines de certains pays de la zone euro qui sont au cœur des tensions financières. Les perspectives de réduction du niveau élevé de l'endettement public n'étant pas jugées suffisantes pour renouer avec une trajectoire soutenable à long terme – soit en raison de lacunes dans les mesures de consolidation budgétaire, soit en raison de doutes quant au potentiel de croissance de l'économie –, les écarts des taux de rendement par rapport aux valeurs refuge se sont creusés de manière drastique. Les obstacles rencontrés pour mettre en œuvre les mesures structurelles nécessaires dans les différents pays et, au niveau européen, les discussions relatives aux mécanismes de sauvegarde des économies confrontées à des difficultés de financement exacerbent fortement l'incertitude de tous les agents économiques. Cet environnement pèse considérablement sur les institutions financières, qui détiennent de larges portefeuilles de titres publics.

Ces questions ne sont pas circonscrites à la zone euro, puisque le débat sur la politique budgétaire à mener aux États-Unis est de la même nature et alimente également le climat d'incertitude. En outre, l'essoufflement de la zone euro pourrait exercer des effets défavorables sur ses partenaires commerciaux.

Dans ce contexte, compte tenu aussi de l'affaiblissement de la demande extérieure, les projections pour la zone euro établies dans le cadre de l'exercice semestriel de l'Eurosystème, dont les résultats sont publiés dans le Bulletin mensuel de la BCE de décembre 2011, font état d'une vive révision à la baisse de la croissance moyenne du PIB en 2012. En particulier, une période de stagnation de l'activité, voire de légère récession, est attendue à la fin de 2011 et au début de 2012, tandis que, subséquemment, la reprise resterait modérée. Toutes les principales catégories de la demande contribueraient à la faiblesse de l'activité, y compris les dépenses publiques de consommation et d'investissement dans les pays qui mettent en œuvre des mesures de consolidation budgétaire.

En Belgique, l'activité et, surtout, l'emploi ont continué d'évoluer de manière favorable au début de 2011. Par la suite, l'économie n'a toutefois pas été épargnée par la conjoncture défavorable au niveau européen et par l'affaiblissement de la demande intérieure. Ainsi, selon l'estimation initiale de l'ICN, le PIB aurait stagné au troisième trimestre de 2011, et cette atonie devrait se poursuivre à la fin de 2011 et au début de 2012. À l'incertitude générale quant aux perspectives économiques en Europe, s'est ajoutée celle générée en Belgique par l'absence prolongée, jusqu'à récemment, d'un plan d'assainissement structurel du budget et de réformes visant à consolider le potentiel de croissance de l'économie.

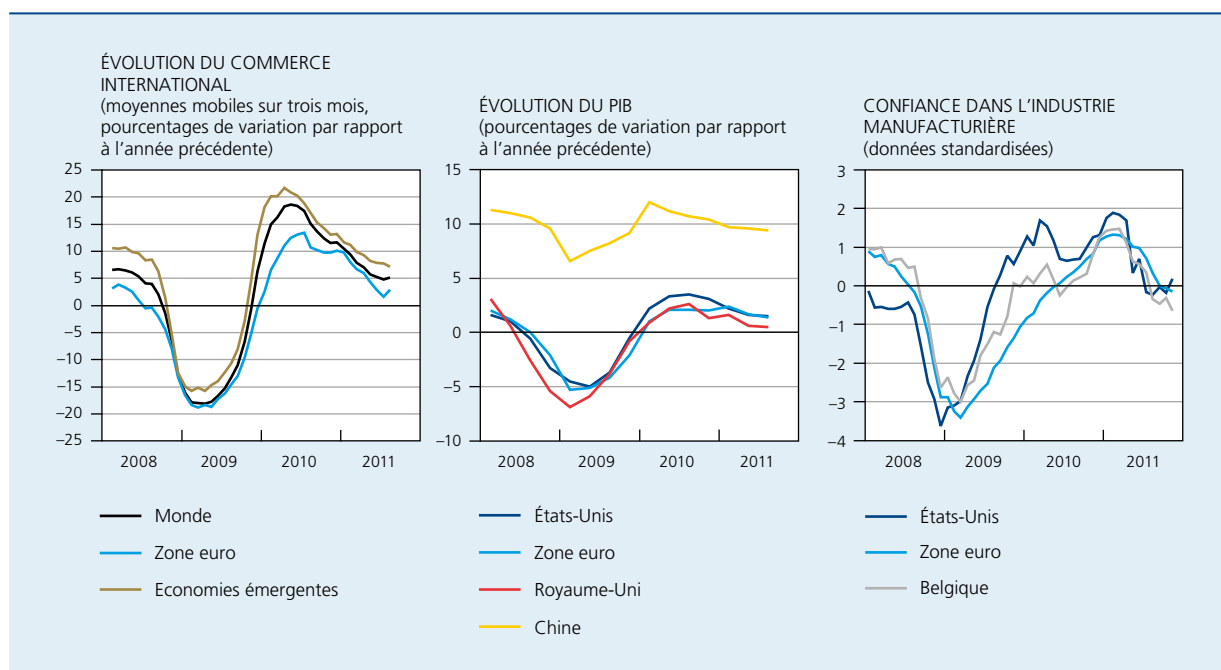
Les projections économiques auxquelles est consacré cet article ont été clôturées le 25 novembre 2011. Elles ont été établies sur la base d'hypothèses techniques de l'Euro-système arrêtées le 17 novembre, dont les principales sont décrites dans l'encadré figurant dans la première section. Comme de coutume dans le cadre de ces exercices, les projections en matière de finances publiques, présentées dans la quatrième section, ne prennent en compte que les mesures formellement décidées par les autorités et dont les modalités sont connues de manière suffisamment précise au moment de la clôture de l'exercice. Il n'a donc pas été possible de prendre en compte les mesures pour le budget 2012 annoncées après la clôture de cet exercice, dans le cadre des négociations pour la formation du gouvernement. Dès lors, pour éviter de présenter des résultats dépassés, les estimations pour le compte des administrations publiques ne vont pas au-delà de 2011 dans cet article. La dernière section rappelle les facteurs de risque qui entachent les perspectives économiques. Ils sont particulièrement importants dans le contexte actuel; ils portent notamment sur la définition et sur la mise en œuvre des mesures essentielles qui doivent être prises dans la zone euro pour contenir et apaiser la crise de la dette souveraine et la contagion aux institutions financières et, en Belgique, sur la capacité de ramener l'évolution de la dette publique sur une trajectoire soutenable à long terme et de renforcer le potentiel de croissance et la compétitivité de l'économie.

## 1. Environnement international et hypothèses

L'économie mondiale a pâti d'un net ralentissement de l'activité et des échanges internationaux dans le courant de 2011. Même si une certaine décélération était anticipée après deux années de rebond relativement soutenu dans la plupart des économies, l'affaiblissement a été plus prononcé que prévu; il a touché plus particulièrement les économies avancées.

Au début de l'année, le tassement a en partie résulté de facteurs temporaires tels que l'interruption de la production dans les zones sinistrées par le tremblement de terre et le tsunami du 11 mars au Japon. Ces catastrophes ont non seulement pesé sur la fourniture d'énergie dans ce pays, mais ont également désorganisé certaines chaînes de production d'automobiles ou de matériels électroniques à travers le monde. Plus fondamentalement, la reprise a été bridée aux États-Unis par les problèmes persistants sur le marché immobilier et sur le marché du travail, dans un contexte d'essoufflement des impulsions des politiques budgétaires mobilisées pour soutenir initialement la reprise. Au contraire, comme dans d'autres économies avancées, les effets de la consolidation budgétaire ont commencé à grever la demande.

GRAPHIQUE 1 DÉVELOPPEMENTS CONJONCTURELS GLOBAUX



Sources : BEA, CE, CEIC, CPB, Thomson Reuters Datastream, BNB.

En revanche, au-delà des effets résultant de l'affaiblissement de la demande extérieure, les économies émergentes ont continué de faire montre d'un dynamisme soutenu, s'appuyant de manière croissante sur le relèvement du revenu moyen de leur population et, partant, sur le renforcement de la demande intérieure. Il est prévu que cette tendance perdure en 2012, même si le rythme de progression du PIB pourrait être un peu moindre que les années précédentes, en raison, notamment, de la poursuite des efforts des autorités pour contenir les risques de surchauffe qui apparaissent dans ces économies.

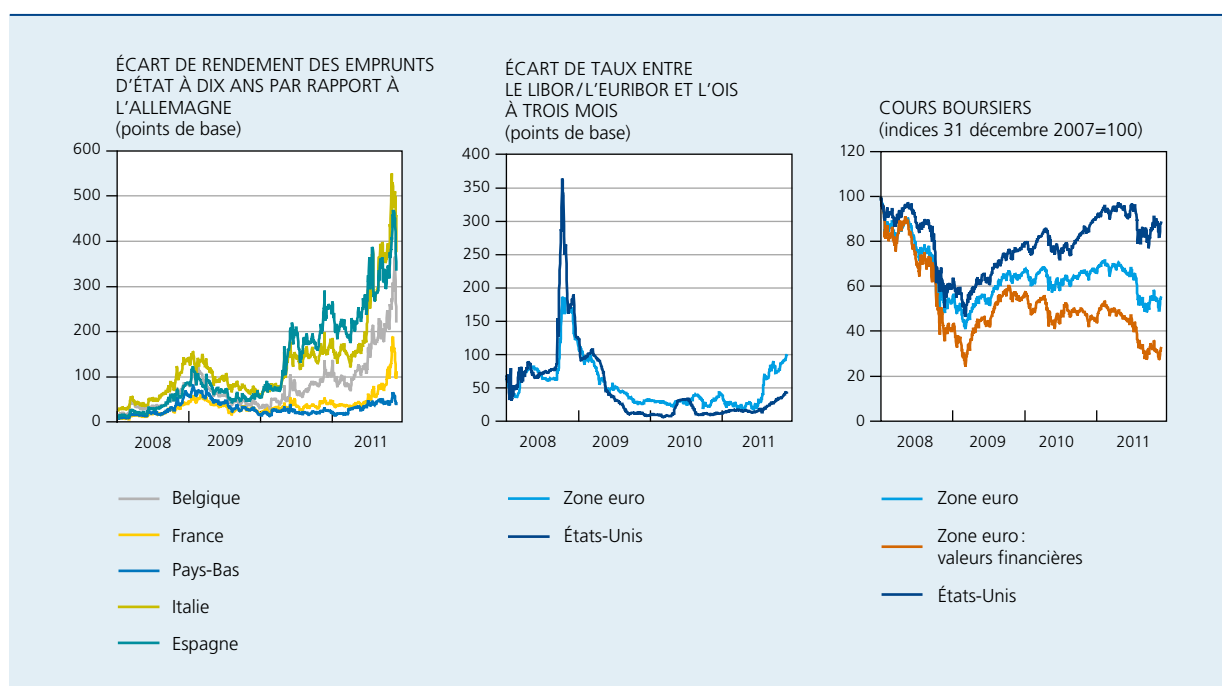
La vigueur de la demande émanant des économies émergentes explique d'ailleurs que les prix des matières premières sur les marchés internationaux aient retrouvé des niveaux élevés au début de 2011. En particulier, alors qu'il ne valait plus que 79,6 dollars en moyenne en 2010, le baril de Brent cotait à nouveau 123 dollars en avril 2011, soit un niveau proche du pic enregistré avant la récession, en 2008. Depuis, les cours du pétrole n'ont que légèrement reculé, se stabilisant aux alentours de 110 dollars le baril entre août et octobre 2011, et, selon les contrats à terme, ils ne se replieraient que légèrement sous ce niveau en 2012.

La dégradation de la conjoncture s'est fortement amplifiée durant l'été, comme l'atteste le plongeon des indicateurs de confiance dans l'industrie observé tant aux États-Unis que dans la zone euro et dans les autres économies

avancées. Cette détérioration s'est accompagnée d'un considérable regain des tensions sur les marchés financiers, dans un contexte d'aversion accrue pour le risque. Cette fois, l'épicentre de ces tensions se situe principalement sur les marchés des obligations souveraines de certains pays de la zone euro, mais leurs effets se propagent aux institutions financières. Par l'incertitude qu'elles insistent dans l'appréciation des perspectives de revenus et de demande pour les agents privés, ces tensions exercent in fine des effets négatifs sur l'activité des pays concernés et de leurs partenaires commerciaux.

En effet, l'amorce de ralentissement conjoncturel a ravivé les craintes des investisseurs quant à la capacité des États de rembourser les dettes qu'ils ont contractées. Dans la plupart des économies avancées, la récession économique, mais aussi les actions visant à renforcer les institutions financières entreprises durant la première phase de la crise financière, ont entraîné une forte hausse de l'endettement des pouvoirs publics, et y ont déclenché une dynamique considérée comme intenable à terme. Les mesures de consolidation budgétaire, d'une part, et de raffermissement structurel de la croissance, d'autre part, ne sont pas jugées suffisantes pour remédier à cette situation. En outre, les discussions relatives à la mise en place de mécanismes de sauvegarde pour les pays de la zone euro ou de l'Union européenne rencontrant de graves difficultés de financement ont fortement accru l'incertitude

## GRAPHIQUE 2 TENSIONS FINANCIÈRES



Source : Thomson Reuters Datastream.

sur les marchés. Des problèmes du même ordre se posent d'ailleurs aux États-Unis, comme en témoignent le débat sur le relèvement du plafond d'endettement public mené en août et, dans la foulée, celui sur l'ampleur et la nature des mesures de consolidation.

Sur les marchés des obligations souveraines dans la zone euro, outre les trois pays – Grèce, Irlande et Portugal – faisant l'objet d'un programme d'aide par le FMI et l'UE, un nombre croissant de pays ont dû faire face à un rapide nouvel élargissement des spreads par rapport aux taux des Bunds allemands. Tout comme les mesures de soutien aux institutions financières avaient participé au relèvement du taux d'endettement des pouvoirs publics lors de la première phase de la crise financière, les tensions sur les titres publics affectent maintenant à leur tour la position des institutions financières. La diminution de la valeur de ces titres pèse directement sur la valorisation de leurs portefeuilles et sur leur financement. Dans ce contexte, le cours des actions des institutions financières a reculé sur les bourses. Cette détérioration de la situation du système financier fait naître à son tour des spéculations quant à la nécessité pour les pouvoirs publics d'avoir à nouveau à se porter au secours d'institutions en difficulté.

S'ajoutant au ralentissement de la demande extérieure et aux effets à court terme des efforts de redressement des finances publiques, ces facteurs de tensions financières et d'incertitude élevée grèvent la demande intérieure de consommation et d'investissement. Pour leur part, les autorités monétaires ont réagi au développement d'une spirale récessive entre les problèmes de finances publiques, ceux des institutions financières et les évolutions de l'activité réelle. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a réduit les taux directeurs de 25 points de base le 3 novembre 2011, et les différentes mesures renforçant l'octroi de liquidités ont été maintenues ou renforcées aux États-Unis, tandis qu'elles ont été réactivées dans la zone euro.<sup>(1)</sup>

Dans ce contexte, les perspectives de croissance de l'activité pour 2011 et 2012 de la plupart des économies avancées ont été révisées à la baisse au cours des derniers mois. Selon les prévisions d'automne de la CE, la progression du PIB serait limitée à 1,6 % en 2011 et à 1,5 % en 2012 aux États-Unis. Pour l'ensemble de l'Union européenne, la croissance reviendrait même de 1,6 % en 2011 à 0,6 %. Parmi les principales économies avancées, seul le Japon enregistrerait une accélération entre ces deux années, mais il s'agirait uniquement d'un effet mécanique de rebond,

après les pertes de production subies durant l'année en cours. De manière générale, de tels rythmes de croissance seraient insuffisants pour permettre une diminution significative du chômage.

Dans ce contexte de fortes tensions financières, de chute de la confiance des entrepreneurs et des consommateurs et de ralentissement de la demande extérieure, les projections de l'Eurosystème relatives à la croissance du PIB dans la zone euro ont également été fortement revues à la baisse. Elles se situent désormais dans une fourchette comprise entre -0,4 et 1 % en 2012, une reprise modérée étant prévue dans le courant de l'année, après une période de stagnation, voire de légère récession, à la fin de 2011 et au début de 2012. En moyenne annuelle, la progression du PIB en termes réels serait de l'ordre de 1,5 à 1,7 % en 2011. Les divergences de performances resteraient importantes entre les pays de la zone euro; elles résultent, notamment,

**TABLEAU 1** PROJECTIONS POUR LES PRINCIPALES ZONES ÉCONOMIQUES

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

	2010	2011	2012
	Réalisations	Projections	
<b>PIB en volume</b>			
Monde .....	5,0	3,7	3,5
dont:			
États-Unis .....	3,0	1,6	1,5
Japon .....	4,0	-0,4	1,8
Union européenne .....	2,0	1,6	0,6
Chine .....	10,3	9,2	8,6
Inde .....	8,5	7,5	7,5
Russie .....	4,0	3,9	3,8
Brésil .....	7,5	3,6	4,0
<i>p.m. Importations mondiales ..</i>	<i>14,0</i>	<i>6,5</i>	<i>5,0</i>
<b>Inflation<sup>(1)</sup></b>			
États-Unis .....	1,6	3,2	1,9
Japon .....	-0,7	-0,2	-0,1
Union européenne .....	2,1	3,0	2,0
<b>Taux de chômage<sup>(2)</sup></b>			
États-Unis .....	9,6	9,0	9,0
Japon .....	5,1	4,9	4,8
Union européenne .....	9,7	9,7	9,8

Source: CE (prévisions d'automne, novembre 2011).

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

(1) Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé le 8 décembre 2011 d'une diminution supplémentaire de 25 points de base des taux directeurs et d'un renforcement des mesures d'octroi de liquidités aux institutions financières.

**TABLEAU 2** PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	Zone euro			p.m. Belgique		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Inflation (IPCH) .....	1,6	2,6 / 2,8	1,5 / 2,5	2,3	3,5	2,4
PIB en volume .....	1,8	1,5 / 1,7	-0,4 / 1,0	2,3	2,0	0,5
dont :						
Consommation privée .....	0,8	0,3 / 0,5	-0,4 / 0,6	2,3	1,0	0,2
Consommation publique .....	0,5	-0,3 / 0,5	-0,5 / 0,7	0,2	1,3	2,9
Investissements .....	-0,6	1,6 / 2,4	-1,6 / 1,8	-0,9	4,9	1,2
Exportations .....	10,8	5,4 / 7,2	0,3 / 6,1	9,9	5,5	1,7
Importations .....	9,2	4,0 / 5,4	-0,5 / 5,1	8,7	6,0	2,1

Sources : BCE, BNB.

de l'ampleur des efforts d'ajustement à réaliser en matière de finances publiques ou de restauration de la compétitivité des économies qui avaient à corriger de graves déséquilibres.

Pour sa part, l'inflation dans la zone euro a atteint 3 % de septembre à novembre 2011, en raison du niveau élevé atteint par les prix de l'énergie et des biens alimentaires

ces derniers mois. Cet effet de base s'estomperait dans le courant de 2012, tandis que les pressions des coûts d'origine intérieure – notamment les coûts salariaux – demeureraient contenues. Selon les projections de l'Euro-système, en moyenne annuelle, l'inflation dans la zone euro s'établirait entre 1,5 et 2,5% en 2012, contre un taux compris entre 2,6 et 2,8 % en 2011.

## Encadré – Hypothèses retenues pour les projections

Réalisées dans le cadre d'un exercice commun, les projections économiques de l'Eurosystème pour la zone euro, de même que celles de la Banque pour la Belgique, sont établies en prenant en compte un ensemble d'hypothèses techniques et de prévisions pour l'environnement international arrêtées conjointement par la BCE et par les banques centrales nationales de l'Eurosystème.

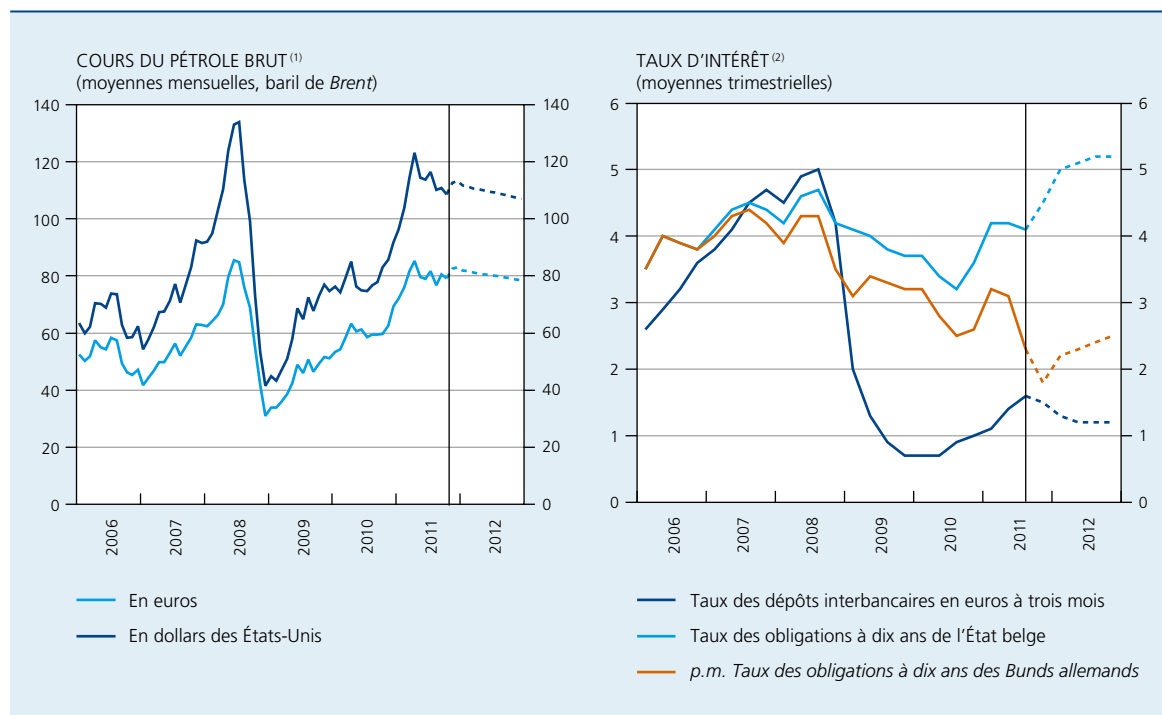
Les cours de change sont maintenus constants aux niveaux moyens observés durant les dix derniers jours avant la clôture des hypothèses, à la mi-novembre 2011. Ainsi, par rapport à la monnaie américaine, le cours s'est établi à 1,36 dollar pour 1 euro, soit un taux légèrement inférieur à la moyenne de 2011 (1,40 dollar).

Conformément à l'évolution des prix implicites des contrats à terme sur les marchés internationaux, le cours du baril de *Brent* passerait de 79,6 dollars en moyenne en 2010 à 111,5 dollars en 2011, avant de revenir à 109,4 dollars en 2012.

Compte tenu du ralentissement attendu des importations des partenaires de la Belgique, à la fois au sein de la zone euro et dans les pays tiers, la croissance en volume des marchés à l'exportation reviendrait de plus de 10 % en 2010 à respectivement 5,8 % en 2011 et 3,7 % en 2012.

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés observées à la mi-novembre 2011. En moyenne annuelle, le taux des dépôts interbancaires à trois mois passerait de 0,8 % en

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



Source : BCE.

(1) Évolution effective jusqu'en octobre 2011, hypothèses à partir de novembre 2011.

(2) Évolution effective jusqu'au troisième trimestre de 2011, hypothèses à partir du quatrième trimestre de 2011.

2010 à 1,4 % en 2011, avant de revenir à 1,2 % en 2012. Cette diminution reflète, notamment, la baisse des taux directeurs décidée par le Conseil des gouverneurs de la BCE le 3 novembre et, de manière plus générale, la détérioration du contexte économique.

## HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

	2010	2011	2012
	(moyennes annuelles)		
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	0,8	1,4	1,2
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	3,5	4,3	5,1
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis	1,33	1,40	1,36
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	79,6	111,5	109,4
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	10,1	5,8	3,7
Prix des concurrents à l'exportation	6,1	4,0	1,9

Source : BCE.

Le taux des obligations à dix ans de l'État belge s'établirait à 4,3 % en 2011 et à 5,1 % en 2012, contre un niveau de 3,5 % en 2010. L'augmentation du niveau des taux des obligations publiques belges reflète, d'une part, le relèvement généralisé attendu pour la zone euro en 2012, et, d'autre part, l'élargissement récent du différentiel par rapport au taux des Bunds allemands, jusqu'à 277 points de base en novembre 2011. Dans les hypothèses, cet écart est maintenu constant jusqu'à la fin de la période des projections.

L'évolution attendue des taux appliqués par les banques aux crédits d'investissement des entreprises et aux crédits hypothécaires des particuliers prend en compte la transmission généralement observée par rapport aux taux de marché. Ainsi, les taux hypothécaires sont pour une large part influencés par les taux des obligations publiques à dix ans, tandis que ceux appliqués aux crédits des entreprises dépendent de taux de maturités plus courtes.

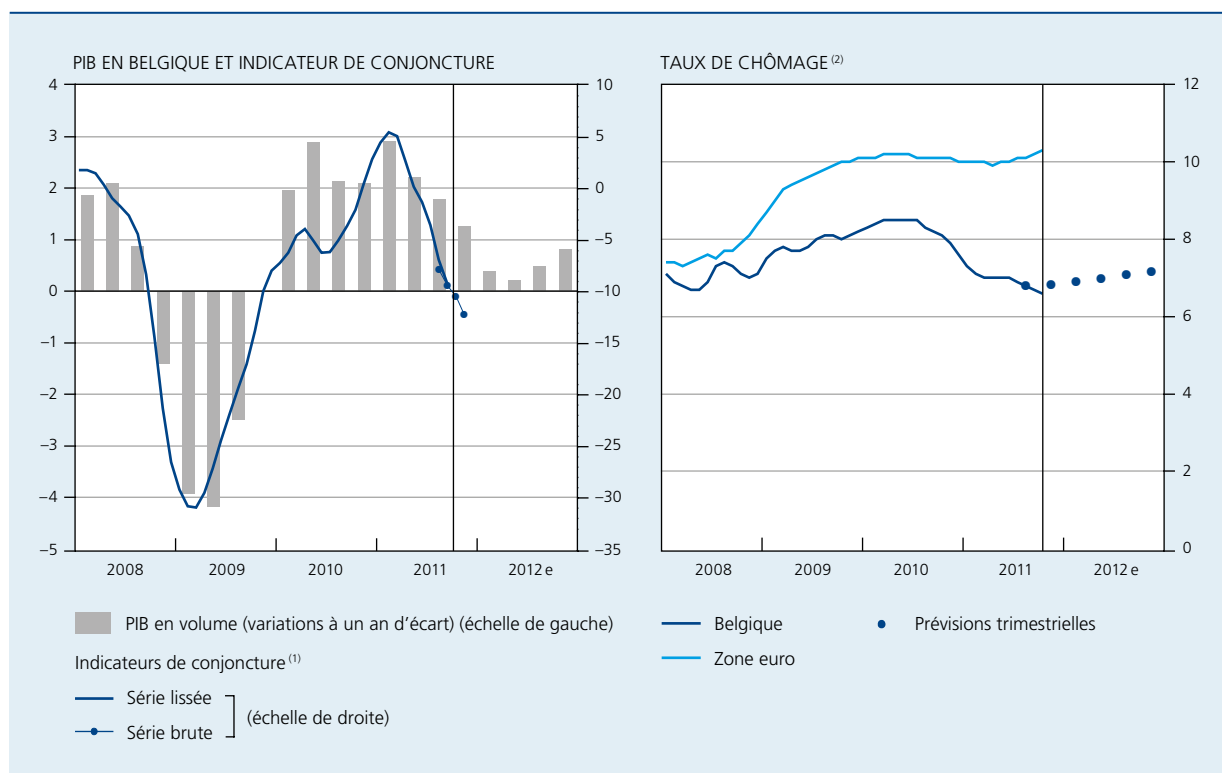
## 2. Activité, emploi et demande

En Belgique aussi, au début de 2011, il semblait que l'activité pourrait continuer de s'inscrire dans le mouvement de reprise amorcé à la mi-2009. En termes annuels, le PIB a progressé à un taux de 2,9 % au premier trimestre,

et il s'est encore inscrit en hausse de 2,2 % au deuxième trimestre. À mesure que progressait la sortie de récession, l'assise de la croissance s'est élargie des exportations à la demande intérieure, la consommation privée d'abord, puis les investissements des entreprises, au début de 2011, apportant une contribution positive à la croissance.

### GRAPHIQUE 3 ACTIVITÉ ET TAUX DE CHÔMAGE

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



Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Données corrigées des variations saisonnières.

(2) Taux de chômage harmonisé (15 ans et plus), en pourcentage de la population active.

La détérioration de l'environnement extérieur, la montée des tensions financières et, concomitamment, celle de l'incertitude, ont brutalement mis un terme à ce mouvement durant l'été 2011. Selon les estimations flash de l'ICN, le PIB a stagné au troisième trimestre et, compte tenu notamment de l'orientation défavorable des indicateurs de conjoncture, on s'attend à ce que la croissance demeure proche de zéro à la fin de l'année et au début de 2012. Un renforcement de l'activité est attendu par la suite, grâce, notamment, à la demande extérieure; il serait toutefois modéré, car bridé par des perspectives toujours incertaines, dans un contexte de nécessaires assainissement des finances publiques et renforcement des institutions financières.

Au total, les projections pour la Belgique présentées ici font état d'une croissance du PIB de 2 % en 2011 et de 0,5 % en 2012. Il s'agit d'une révision à la baisse de respectivement 0,6 et 1,8 point de pourcentage par rapport aux projections publiées en juin.

Après avoir fait montre d'une résilience inattendue au plus fort de la récession de 2008-2009, l'emploi est devenu particulièrement réactif à la reprise de l'activité depuis le début de 2010. En moyenne annuelle, le volume de travail a progressé de 1,1 % de 2010 et de 1,8 % en 2011. L'accroissement du nombre de personnes occupées serait inférieur de 0,3 point de pourcentage pour chacune de ces années, en raison de la normalisation de la durée de travail implicite par travailleur. En effet, alors qu'ils avaient été fortement mobilisés en 2009, les systèmes de flexibilité permettant de moduler à la baisse le temps de travail – notamment le chômage temporaire – ont été moins utilisés à mesure que l'activité se raffermissait. Compte tenu de la forte dégradation de la conjoncture, l'emploi n'augmenterait plus que de 0,4 % en 2012, et le volume de travail de 0,2 %.

Les taux de croissance annuels moyens masquent en partie le profil de l'évolution de l'emploi en cours d'année, la majorité des créations nettes d'emplois étant concentrées entre le début de 2010 et le deuxième trimestre de 2011. Au total, quelque 63 000 emplois ont été créés en termes nets – c'est à dire par différence entre les nouveaux emplois et ceux qui ont été supprimés – dans le courant de 2010, puis 38 000 supplémentaires au premier semestre de 2011. Par la suite, l'accroissement de l'emploi se ralentirait fortement, tout en demeurant légèrement positif. Entre la mi-2011 et la fin de 2012, l'emploi intérieur s'accroîtrait d'environ 23 000 unités. Cette évolution résulterait de la poursuite de l'expansion du nombre de personnes occupées dans le cadre des titres-services et dans le secteur de la santé et des autres services non marchands. Abstraction faite de ces emplois, une diminution

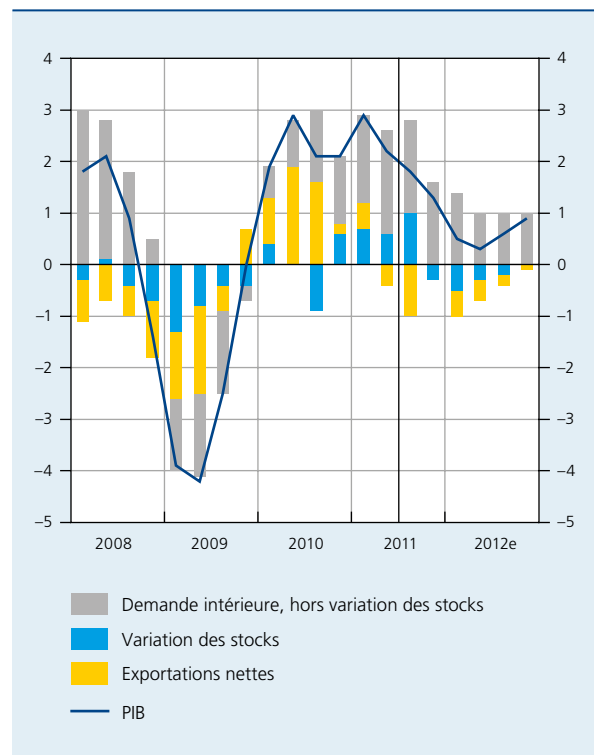
sensible, de l'ordre de 15 à 20 000 postes de travail, est prévue dans les branches sensibles à la conjoncture.

Compte tenu de l'effet conjugué du ralentissement des créations nettes d'emplois et de l'augmentation régulière du nombre de personnes qui se présentent sur le marché du travail, le mouvement de repli du taux de chômage observé au cours des derniers mois, de 8,5 % au printemps de 2010 à 6,6 % en octobre 2011, se retournerait en 2012. En moyenne, le taux de chômage harmonisé s'établirait à 7 % au cours de cette année.

Parallèlement à l'évolution favorable de l'emploi, les sources de la demande se sont élargies dans le courant de 2010 et au début de 2011; l'expansion du PIB a ainsi pu s'appuyer sur une base plus équilibrée. Alors que les exportations nettes avaient été les premières à participer au regain de l'activité dès la mi-2009, la variation des stocks a rapidement cessé de peser sur la croissance, avant de lui apporter une contribution positive au tournant de 2010 et de 2011. Les autres composantes de la demande intérieure se sont également renforcées. La résurgence des tensions financières et la détérioration

**GRAPHIQUE 4 PRINCIPALES COMPOSANTES DE LA DEMANDE**

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



Sources : ICN, BNB.



TABLEAU 3 PIB, EMPLOI ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

	2009	2010	2011 e	2012 e
PIB <sup>(1)</sup> .....	-2,7	2,3	2,0	0,5
Volume total de travail <sup>(2)</sup> .....	-1,6	1,1	1,8	0,2
Emploi intérieur total en personnes .....	-0,2	0,8	1,5	0,4
<i>p.m. Variation en milliers de personnes</i> .....	-7,6	37,0	68,3	18,3
Revenu disponible réel des particuliers .....	2,9	-0,5	0,9	1,2
<i>Composantes de la dépense <sup>(1)</sup></i>				
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	0,8	2,3	1,0	0,2
Dépenses de consommation finale des administrations publiques .....	0,8	0,2	1,3	2,9
Formation brute de capital fixe .....	-8,1	-0,9	4,9	1,2
Logements .....	-9,2	1,6	-1,5	-1,3
Administrations publiques .....	7,2	-1,8	5,4	5,3
Entreprises .....	-9,3	-1,6	7,8	1,7
<i>p.m. Dépenses intérieures à l'exclusion de la variation des stocks <sup>(3)</sup></i> .....	-1,3	1,1	1,8	1,1
Variation des stocks <sup>(3)</sup> .....	-0,7	0,0	0,5	-0,3
Exportations nettes de biens et services <sup>(3)</sup> .....	-0,7	1,2	-0,2	-0,3
Exportations de biens et services .....	-11,3	9,9	5,5	1,7
Importations de biens et services .....	-10,6	8,7	6,0	2,1

Sources : ICN, BNB.

(1) En volume.

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

(3) Contribution à la variation du PIB.

généralisée du climat conjoncturel et des perspectives ont brutalement assombri ce tableau. À la fin de l'année courante et en 2012, tant les exportations nettes que les variations des stocks contribueraient négativement à la croissance, tandis que le soutien de la demande intérieure se réduirait fortement.

Après avoir bénéficié jusqu'au premier trimestre de 2011 du dynamisme retrouvé de la demande extérieure, en particulier de celle émanant des économies émergentes et de leurs principaux fournisseurs, parmi lesquels l'Allemagne, les exportations de biens et de services ont commencé à pâtir du ralentissement généralisé de ces débouchés dès le deuxième trimestre. L'expansion des marchés extérieurs se poursuivrait à un rythme modeste durant les prochains trimestres, leur taux de progression revenant de 10,1 % en 2010 à 5,8 % en 2011 et à 3,7 % en 2012, selon les hypothèses retenues par l'Eurosystème. Les marchés extérieurs n'enregistreraient donc cette fois pas une chute, contrairement à ce qui avait été observé en 2009, lorsque le commerce mondial avait régressé de plus de 10 % en volume. Au total, l'évolution en volume des exportations

de la Belgique s'inscrirait dans un profil similaire, la croissance attendue revenant de 9,9 à 5,5 %. Elle ne s'établirait qu'à 1,7 % en 2012, les indicateurs les plus récents, issus des statistiques du commerce extérieur et des enquêtes de conjoncture, suggérant un recul temporaire des exportations de biens de la Belgique à la fin de 2011, et donc un point de départ défavorable pour l'année suivante.

Comparativement aux autres composantes de la demande intérieure, la croissance de la consommation des ménages s'était redressée assez rapidement au lendemain de la crise : après s'être fortement tassée en 2009, elle a atteint 2,3 % en termes réels dès 2010. Cette progression a largement résulté du rapide repli du taux d'épargne, à mesure que les ménages redevenaient plus optimistes quant aux perspectives économiques, particulièrement en matière d'emploi. Cet effet ne s'est plus renforcé en 2011, de sorte que la consommation privée s'accélérait de 1 % par rapport à l'année précédente, soit un taux de variation similaire à celui du pouvoir d'achat. À l'impact du niveau élevé de l'inflation qui, depuis la fin de 2010, érode de plus de 3 points de pourcentage l'accroissement

du revenu disponible réel, s'est ajouté celui de la dégradation de la confiance des consommateurs depuis l'été. À cet égard, les ménages belges ont été touchés non seulement par la détérioration générale du climat économique en Europe et par les tensions financières, mais aussi par les discussions prolongées sur les perspectives budgétaires en Belgique. Ainsi, la consommation privée ne gonflerait que de 0,2 % en volume en 2012, sous l'effet conjugué d'une hausse du revenu disponible limitée à 1,2 % et d'un relèvement du taux d'épargne de 0,8 point de pourcentage en 2012. Celui-ci s'établirait ainsi à 17 %, soit un taux légèrement supérieur à celui observé de 2000 à 2007. Dans ce contexte très incertain, et compte tenu du relèvement progressif des taux des crédits hypothécaires, les investissements en logements des ménages devraient à nouveau reculer en 2011 et en 2012, d'environ 1,5 % par an. En 2010, ils avaient été temporairement soutenus par les mesures de relance en faveur de la construction, notamment via une réduction du taux de TVA pour une première tranche de travaux.

Le volume des investissements des entreprises, après avoir accusé un repli cumulé de l'ordre de 11 % en 2009 et en 2010, devrait pour sa part se redresser de 7,8 % en 2011. Ce rattrapage s'inscrit dans le contexte d'une augmentation sensible du taux d'utilisation des capacités de production des entreprises – il est passé de 70,1 % en avril 2009 à 81,2 % en avril 2011, soit un résultat proche de la moyenne des deux dernières décennies selon l'enquête auprès des entreprises de l'industrie manufacturière –, parallèlement au renforcement de la demande finale et à la restauration de leur rentabilité. En effet, l'excédent brut d'exploitation des entreprises a grimpé de 10 % en 2010, et il s'accroîtrait encore de 6,1 % en 2011, ce qui raffermit les capacités de financement interne des sociétés. Parallèlement à l'affaiblissement de la demande et au recul sensible du degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie dans le courant de 2011 – celui-ci n'était plus que de 78,4 % en octobre 2011 –, un net ralentissement des investissements des entreprises est attendu en 2012, puisque ceux-ci ne progresseraient plus que de 1,7 %.

Enfin, en l'absence dans ces projections de mesures spécifiques destinées à les contenir, les dépenses de consommation des pouvoirs publics augmenteraient, en termes réels, de 1,3 % en 2011 et de 2,9 % en 2012. Les investissements des pouvoirs publics devraient afficher une hausse soutenue en 2011 et en 2012, de plus de 5 % par an, en raison de la proximité des élections locales.

### 3. Prix et coûts

Depuis la fin de 2010, l'inflation des prix à la consommation se situe en Belgique à un niveau significativement supérieur à 3 %. Selon les projections actuelles, elle devrait dépasser ce taux jusque dans les premiers mois de 2012, avant de refluer progressivement jusqu'à environ 2 % à la fin de l'année. En moyenne, l'inflation s'établirait à 3,5 % en 2011 – contre quelque 2,7 % dans la zone euro –, et à 2,4 % en 2012.

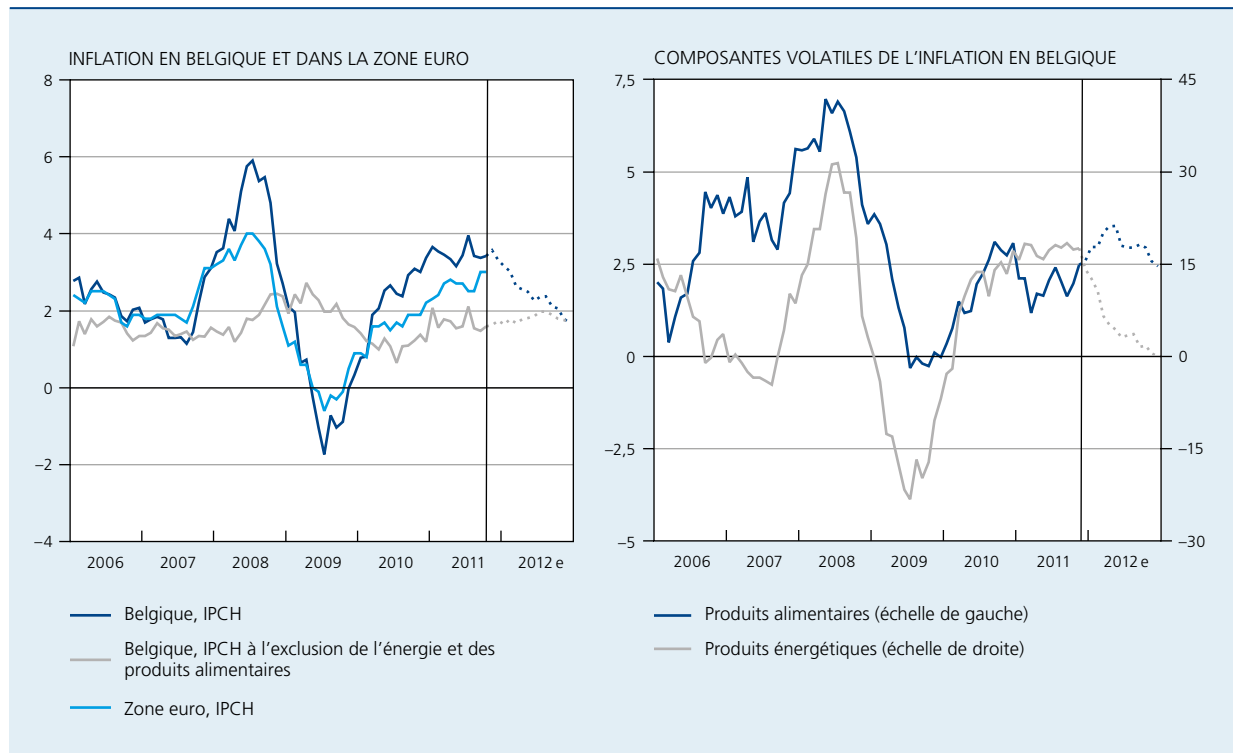
Le haut niveau de l'inflation totale en 2011 résulte largement des composantes volatiles de l'inflation. En particulier, les prix des produits énergétiques repris dans le panier de l'IPCH ont renchéri en moyenne de 10 % en 2010, et ils augmenteraient encore de 17 % sur l'ensemble de l'année 2011. Cette évolution est principalement imputable à la remontée rapide des cotations des produits pétroliers sur les marchés internationaux, jusqu'à atteindre un niveau de 123 dollars le baril de Brent en avril, puis du maintien d'un niveau élevé, de l'ordre de 110 dollars le baril, par après. Compte tenu de l'hypothèse d'une légère baisse des prix des produits pétroliers pendant la période couverte par les projections, les effets de base découlant de leurs fluctuations devraient progressivement diminuer en intensité, ce qui explique le recul prévu de l'inflation. Ce mouvement est toutefois en partie contrecarré par la hausse considérable des tarifs de distribution de l'électricité sur une grande partie du territoire de la Flandre, dont l'incidence sur la composante énergétique de l'inflation est estimée à environ 1 point de pourcentage en 2011 et en 2012; elle est la conséquence du coût important des subsides régionaux pour l'installation de panneaux photovoltaïques.

Alors qu'une décélération progressive provenant de la composante des produits énergétiques est attendue en 2012, l'inflation sous-jacente demeurerait élevée. Elle a augmenté à la fin de 2010 et au début de 2011, passant de 1,1 % en moyenne en 2010 à 1,7 % en avril 2011 – principalement sous l'impulsion des services –, et on s'attend à ce qu'elle demeure à un niveau légèrement supérieur. Ce mouvement est en partie dû à la prise en compte des hausses des prix des carburants et des biens alimentaires, par exemple dans le prix des billets d'avion ou des services de restauration. Elle a aussi été nourrie par les adaptations de prix directement liées à l'inflation ou d'autres indices de référence pour une série de services. Enfin, elle serait soutenue par la forte progression des coûts salariaux, elle-même largement alimentée par l'indexation de ceux-ci sur l'évolution de l'indice-santé.

En Belgique, les coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé, après être demeurés stables en 2010, devraient s'accroître fortement en 2011 et en 2012, de

## GRAPHIQUE 5 INFLATION

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



Sources : CE, BNB.

respectivement 2,2 et 2,9 %. Cette accélération marquée des coûts salariaux unitaires résulte de la conjugaison de gains de productivité faibles et d'un accroissement plus rapide des coûts salariaux horaires. Au total, la progression cumulée de plus de 5 % pour les deux années couvertes par ces prévisions excède significativement celle prévue par la CE ou par l'OCDE pour les trois principaux partenaires commerciaux – l'Allemagne, la France et les Pays-Bas –, ce qui pèse sur la compétitivité des entreprises belges.

En 2010, la productivité apparente du travail s'était redressée de 0,9 %, sous l'effet de la résorption des réserves de main d'œuvre sous-utilisées dans les entreprises au moment de la récession de 2008-2009. En réalité, cette accélération a été relativement limitée, ne permettant pas de ramener le niveau de la productivité sur la trajectoire potentielle après les pertes subies pendant la première phase de la crise. En outre, la détérioration conjoncturelle observée au second semestre de 2011 et en 2012 ramènerait les gains de productivité à respectivement 0,3 et 0,4 % par an pour ces deux années, soit des taux largement inférieurs à ceux enregistrés en moyenne. La faiblesse des gains de productivité constitue depuis 2007 une caractéristique de l'économie belge. Pendant

les périodes de basse conjoncture, elle s'explique par le comportement de rétention de main-d'œuvre et de faiblesse des investissements. Au-delà de ces fluctuations conjoncturelles, elle pourrait aussi résulter de l'insertion de travailleurs moins qualifiés, soutenue par les différentes mesures en faveur de l'emploi décrites ci-avant. Toutefois, cela ne se traduit guère par une progression moyenne plus faible des coûts salariaux, ce à quoi on aurait pu s'attendre en cas d'augmentation de la part de ce type d'emplois.

Pour sa part, la croissance des coûts salariaux horaires passerait de 0,9 % en 2010 à 2,5 % en 2011 et à 3,3 % en 2012. Cette accélération marquée résulte très largement de l'indexation automatique des salaires. Selon les projections, l'indice-santé des prix à la consommation, qui sert de référence pour l'indexation, progresserait de 3,1 % en 2011 et de 2,4 % en 2012. Compte tenu des décalages qui résultent des mécanismes d'indexation dans les différentes commissions paritaires, l'effet sur l'évolution des salaires serait toutefois un peu plus prononcé la deuxième année. Outre l'indexation, l'hypothèse retenue pour l'évolution des coûts salariaux horaires dans le secteur privé en 2011 et en 2012 prend essentiellement en compte l'accroissement maximum de 0,3 % des salaires

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

	2009	2010	2011 e	2012 e
IPCH total .....	0,0	2,3	3,5	2,4
Produits énergétiques .....	-14,0	10,0	17,0	4,3
Total hors produits énergétiques .....	1,9	1,3	1,8	2,1
Déflateur du PIB .....	1,2	1,8	2,5	2,3
Coûts salariaux dans le secteur privé:				
Coûts par unité produite .....	4,0	0,0	2,2	2,9
Coûts horaires .....	2,8	0,9	2,5	3,3

Sources: CE, ICN, BNB.

conventionnels prévu pour la deuxième année dans les dispositions du projet d'accord interprofessionnel imposées par le gouvernement.

#### 4. Finances publiques

Les projections en matière de dépenses publiques présentées dans cet article ne vont pas au-delà de 2011. L'accord budgétaire qui a été conclu le 26 novembre 2011 dans le cadre de la formation du gouvernement fédéral est en effet intervenu après la clôture des projections.

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

	2009	2010	2011 e
Recettes .....	48,0	48,8	48,9
Recettes fiscales et parafiscales .....	42,7	43,2	43,2
Autres .....	5,2	5,5	5,8
Dépenses primaires .....	50,1	49,5	49,8
Solde primaire .....	-2,2	-0,7	-0,9
Charges d'intérêts .....	3,6	3,3	3,3
Besoin (-) ou capacité de financement .....	-5,8	-4,1	-4,2
<i>p.m. Effet de mesures non récurrentes</i> .....	-1,0	0,0	-0,1
Dette brute consolidée .....	95,9	96,2	97,7

Sources: ICN, BNB.

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

Sur la base des informations les plus récentes, les finances publiques devraient afficher à la fin de l'année 2011 un déficit de 4,2 % du PIB, soit un ratio supérieur de 0,1 % du PIB à celui de l'année précédente.

Les recettes fiscales et parafiscales resteraient stables par rapport au PIB en 2011. Les impôts sur les biens et les services reflueraient certes sous l'effet de la baisse de la consommation de produits du tabac et de carburants automobiles, relativement lourdement taxés, notamment au travers des accises, mais les prélèvements sur le travail augmenteraient quelque peu. Par contre, les recettes non fiscales et non parafiscales bondiraient en 2011, en raison, d'une part, du nouveau prélèvement opéré dans le cadre du système de protection des dépôts et, d'autre part, de la vive progression des versements aux pouvoirs publics en compensation de leur soutien durant la crise financière, notamment à la suite du premier versement effectué par KBC à titre de rémunération des moyens financiers injectés par les autorités.

Les dépenses primaires, qui représentaient encore 49,5 % du PIB en 2010, atteindraient 49,8 % du PIB en 2011. Cette augmentation est essentiellement imputable aux mesures qui ont été prises à la suite des difficultés rencontrées par le Holding communal, un important actionnaire de Dexia, dont le cours des actions s'est effondré. Ces événements ont débouché sur un transfert en capital d'un montant de 0,2 % du PIB des pouvoirs publics à cette institution<sup>(1)</sup>.

(1) Les projections ne tiennent pas compte de l'incidence éventuelle de la garantie d'un montant de 0,4 % du PIB qui a été accordée aux coopérateurs particuliers du groupe Arco, en raison des incertitudes en la matière.

Les charges d'intérêts demeurerait assez stables en 2011. La dette publique augmenterait, mais l'incidence sur les charges d'intérêts serait presque intégralement neutralisée par la baisse – fût-elle modeste – du taux d'intérêt.

Le taux d'endettement des administrations publiques serait alourdi par les emprunts que l'État belge a contractés en vue de financer l'achat de Dexia Banque Belgique ainsi que par les prêts consentis à la Grèce, à l'Irlande et au Portugal.

## 5. Appréciation des facteurs de risque

S'inscrivant dans la ligne des projections de l'Eurosystème pour la zone euro, les résultats présentés ici pour la Belgique montrent une stagnation de l'activité à la fin de 2011 et au début de 2012, qui serait suivie d'une reprise modérée durant la seconde moitié de l'année. Sur cette base, la prévision de croissance du PIB est plus basse que celles publiées au cours des derniers mois par les autres institutions, exception faite de l'OCDE. Il apparaît néanmoins que les risques entachant ces projections, s'ils devaient se matérialiser, sont majoritairement – voire presque exclusivement – de nature à freiner plus encore l'activité.

Compte tenu de la volatilité normale des évolutions à court terme de l'activité et des habituelles révisions des données statistiques, un recul modeste du PIB durant l'un ou l'autre trimestre n'est pas exclu, même dans le scénario de base retenu dans ces projections. Toutefois, dans ce scénario, l'absence de forte récession à court terme et le

retour à la croissance dans le courant de 2012 impliquent que le climat d'incertitude s'apaise, ou à tout le moins qu'il pèse moins sur le comportement des entreprises et des ménages. Cela suppose clairement que la crise de la dette souveraine dans la zone euro ne s'aggrave pas et que ses répercussions sur les institutions financières demeurent contenues.

Même dans ce cas, les institutions financières doivent poursuivre et mener à bien une restructuration en profondeur, afin d'assainir leur situation et de s'adapter au nouvel environnement en matière de conditions de marché et de réglementation prudentielle. Cela passera par une réduction de la taille de leur bilan ou par un accroissement du capital. Suivant la manière dont cet ajustement sera réalisé, l'octroi de crédits aux entreprises et aux ménages pourrait en être affecté d'une manière plus importante que prévu, et peser ainsi sur la reprise.

En outre, dans certains pays de la zone euro, la consolidation budgétaire devrait se poursuivre et se renforcer pour atteindre les objectifs fixés dans les programmes de stabilité.

Plus largement, la situation dans la zone euro présente un risque pour les partenaires des autres économies du monde, au-delà des problèmes spécifiques auxquels ils sont eux-mêmes confrontés. Un affaiblissement plus prononcé que prévu de la demande aux États-Unis, au Royaume-Uni ou dans les économies émergentes, parmi les principaux partenaires commerciaux de l'Europe, obérerait une des sources potentielles de la reprise.

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

	PIB en volume		Inflation <sup>(1)</sup>		Solde budgétaire <sup>(2)</sup>		Date de publication
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	
BNB – Automne 2011 .....	2,0	0,5	3,5	2,4	-4,2	n.	décembre 2011
<i>p.m. Printemps 2011</i> .....	2,6	2,2	3,4	2,2	-3,5	-4,1	juin 2011
ICN .....	2,4	1,6	3,5	2,0	n.	n.	septembre 2011
FMI .....	2,4	1,5	3,1	2,0	-3,5	-3,4	septembre 2011
CE .....	2,2	0,9	3,5	2,0	-3,6	-4,6	novembre 2011
OCDE .....	2,0	0,5	3,4	2,5	-3,5	-3,2	novembre 2011
<i>p.m. Réalisations 2010</i> .....		2,3		2,3		-4,1	

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

(2) Pourcentages du PIB.

En ce qui concerne plus spécifiquement la Belgique, étant donné le temps qu'il aura fallu pour parvenir à un accord, les mesures budgétaires du nouveau gouvernement n'ont pas pu être intégrées à ces projections. D'une part, certaines de ces mesures sont de nature à exercer un effet restrictif sur l'activité et les revenus. D'autre part, pour autant qu'elles permettent d'assainir de manière crédible les comptes publics et de ramener l'évolution de la dette sur une trajectoire soutenable à long terme, elles pourraient inciter les ménages à réduire l'épargne de précaution qu'ils auraient sinon accumulée pour se prémunir contre les menaces qu'un déraillement des finances

publiques ferait peser sur leurs perspectives de revenus. La consolidation budgétaire pourrait aussi réduire la prime de risque incluse dans les taux d'intérêt.

De manière générale, les mesures structurelles pour le marché du travail et pour les pensions doivent également soutenir à long terme la consolidation budgétaire et le renforcement du potentiel de croissance et de compétitivité de l'économie. À cet égard, la progression attendue de l'inflation et, partant, celle des coûts salariaux sont supérieures à celle des concurrents et constituent donc un risque pour l'évolution de l'activité et de l'emploi.

## Annexe

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

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

	2008	2009	2010	2011 e	2012 e
<b>Croissance</b> (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB en volume .....	0,9	-2,7	2,3	2,0	0,5
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variation des stocks .....	2,0	-1,2	1,1	1,8	1,1
Exportations nettes de biens et services .....	-0,8	-0,7	1,2	-0,2	-0,3
Variation des stocks .....	-0,3	-0,7	0,0	0,5	-0,3
<b>Prix et coûts</b>					
Indice des prix à la consommation harmonisé .....	4,5	0,0	2,3	3,5	2,4
Indice-santé .....	4,2	0,6	1,7	3,1	2,4
Déflateur du PIB .....	2,2	1,2	1,8	2,5	2,3
Termes de l'échange .....	-2,4	3,4	-1,5	-1,1	0,0
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé .....	3,5	4,0	0,0	2,2	2,9
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé .....	3,6	2,8	0,9	2,5	3,3
Productivité horaire dans le secteur privé .....	0,1	-1,2	0,9	0,3	0,4
<b>Marché du travail</b>					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes) .....	79,1	-7,6	37,0	68,3	18,3
<i>p.m. Variation en cours d'année<sup>(1)</sup>, en milliers de personnes</i> ...	63,1	-23,2	63,4	55,7	4,8
Volume total de travail <sup>(2)</sup> .....	1,5	-1,6	1,1	1,8	0,2
Taux de chômage harmonisé <sup>(3)</sup> (pourcentages de la population active) .....	7,0	8,0	8,4	6,9	7,0
<b>Revenus</b>					
Revenu disponible réel des particuliers .....	2,2	2,9	-0,5	0,9	1,2
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible) .....	16,8	18,4	16,2	16,2	17,0
<b>Finances publiques<sup>(4)</sup></b>					
Solde de financement (pourcentages du PIB) .....	-1,3	-5,8	-4,1	-4,2	n.
Solde primaire (pourcentages du PIB) .....	2,5	-2,2	-0,7	-0,9	n.
Dette publique (pourcentages du PIB) .....	89,3	95,9	96,2	97,7	n.
<b>Compte courant</b> (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB) .....					
	-1,6	-1,7	1,5	0,9	0,3

Sources: CE, DGSIE, ICN, BNB.

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

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

(3) Pourcentages de la population active (15-64 ans), données non corrigées des effets de calendrier.

(4) Selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP).