

Projections économiques pour la Belgique – Printemps 2015

Introduction

Depuis la clôture des projections d'automne publiées en décembre 2014, l'environnement extérieur de l'économie belge a été profondément modifié. Ainsi, le cours du pétrole n'a pas atteint un creux comme prévu, mais a continué de diminuer à un rythme accéléré. En dépit de la tendance à la hausse observée depuis le début du printemps, le pétrole est à présent nettement meilleur marché, tant en dollars des États-Unis qu'en euros, que ne le prévoyaient les projections d'automne basées sur les contrats à terme conclus alors sur les marchés internationaux. En outre, la politique monétaire a poursuivi son assouplissement, non seulement dans la zone euro, mais également dans quelques autres zones. En janvier 2015, la BCE a en effet décidé d'élargir considérablement le programme d'achats existant de certains titres en acquérant également des obligations du secteur public, et ce à partir de mars 2015. Son intention est de procéder à des achats combinés d'actifs privés et publics à hauteur de 60 milliards d'euros par mois jusqu'en septembre 2016 et ce, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs de la BCE constate un changement persistant dans l'évolution de l'inflation, qui soit conforme à son objectif à moyen terme d'atteindre un taux d'inflation inférieur à, mais proche de, 2%.

Sous l'effet notamment de cette nouvelle orientation de la politique monétaire et des attentes y afférentes, les marchés financiers ont subi des fluctuations importantes. D'une part, la valeur de l'euro a continué de diminuer fortement, principalement depuis le début de 2015, ce qui se traduit par exemple par un cours du dollar inférieur, pour le premier trimestre de 2015, de près de 10% au niveau pris en compte dans les projections de printemps. D'autre part, les taux de marché ont

poursuivi leur recul jusqu'à des niveaux inhabituellement bas, une baisse qui s'est répercutée plus largement que précédemment sur les taux applicables aux prêts accordés aux ménages et aux entreprises. En parallèle, les bourses ont connu une forte hausse depuis le début de cette année. La reprise sensible sur les marchés financiers a cependant été suivie d'une période de grande volatilité au début du mois de mai, lorsque les cours des obligations ont affiché un net repli et que les cours des actions ont enregistré une correction limitée, tant en Europe qu'ailleurs dans le monde. De même, l'euro s'est quelque peu réapprécié depuis la mi-avril. Ces évolutions récentes peuvent suggérer que la réaction initiale des marchés financiers à l'assouplissement quantitatif de la BCE a été, dans une certaine mesure, exagérée, mais également que les anticipations des marchés concernant la croissance et l'inflation futures dans la zone euro augmentent progressivement par rapport à celles d'autres zones. L'évolution récente des taux d'intérêt et du taux de change de l'euro, en lien avec la politique monétaire, sont présentées de manière plus détaillée dans l'encadré 1 du présent article.

Les perspectives de croissance pour la zone euro se sont en effet améliorées depuis les projections d'automne, comme l'indique notamment la mise à jour de ces estimations publiée en mars 2015 par la BCE. Les dernières statistiques trimestrielles confirment également la poursuite de la reprise de l'économie européenne. Selon la première estimation « flash », la croissance dans la zone euro au cours du premier trimestre de cette année s'est raffermie et, d'après les premières indications, ce rebond est notamment influencé par la forte progression de la consommation privée. En outre, la croissance européenne est plus généralisée : les économies française et italienne, qui ont

quasiment stagné au cours de ces derniers trimestres, affichent par exemple une croissance plus élevée, tandis qu'à Chypre, la profonde récession a pris fin. En revanche, l'activité dans certains pays plus petits de la zone euro, comme la Grèce et certains pays baltes, s'est encore contractée. L'incertitude entourant l'issue des négociations avec les créanciers internationaux dans le premier cas et les tensions géopolitiques avec la Russie dans le second ont incontestablement joué un rôle à cet égard.

La reprise légèrement plus importante de l'économie européenne doit être considérée comme un mouvement de rattrapage, qui s'explique par la forte baisse du cours de l'euro et par des effets de confiance positifs, dans lequel c'est principalement la consommation privée qui semble s'être accrue en raison de l'impact favorable du recul des cours du pétrole sur les revenus réels des ménages. Au niveau mondial, en revanche, les perspectives de croissance n'ont pas été revues à la hausse. Le rythme de croissance dans certains pays avancés importants s'est même nettement dégradé, alors que le ralentissement enregistré dans certaines économies émergentes, dont la Chine, est plus significatif que prévu. En outre, les échanges internationaux semblent être nettement moins tirés par la croissance : l'intensité en commerce de la croissance mondiale demeure singulièrement basse, comme l'indiquaient déjà les projections d'automne.

L'environnement lié à la politique intérieure n'a guère changé par rapport aux projections d'automne. En effet, les mesures annoncées dans l'accord du gouvernement fédéral d'octobre 2014 étaient déjà presque intégralement reprises dans ces prévisions. Les modifications limitées qui ont été apportées sont principalement liées à de nouvelles informations sur la mise en œuvre précise de certaines mesures. C'est ainsi que la politique d'activation des chômeurs âgés et des chômeurs avec complément d'entreprise a été instaurée de manière plus progressive qu'annoncé précédemment, d'où une absence de hausse soudaine de la population active (et du taux de chômage) en janvier 2015, comme le suggéraient les projections d'automne. En outre, ces estimations tiennent compte d'une croissance salariale légèrement accrue en 2016, sur la base du projet d'accord interprofessionnel de janvier 2015 entériné par le gouvernement fédéral. Enfin, la mise en place du saut d'index a également été légèrement modifiée et retardée par rapport aux projections d'automne, mais les effets macroéconomiques estimés demeurent quasiment inchangés. De manière générale, la politique de maîtrise des coûts salariaux entraîne également une amélioration relativement importante de la compétitivité en matière

de coûts pour les entreprises belges exposées à la concurrence internationale dans ces projections.

Dans ce contexte, les projections de printemps actuelles, qui ont été clôturées le 20 mai 2015, indiquent également une reprise accrue pour la Belgique, qui est légèrement plus importante que ne le prévoyaient les projections d'automne. À cet égard, l'estimation de la croissance a été revue à la hausse, à 1,2 %, principalement pour 2015, bien que cela s'explique en partie par une révision à la hausse par l'ICN de certaines statistiques relatives à la croissance trimestrielle pour 2014. L'année prochaine, la croissance progresserait comme prévu, pour atteindre quelque 1,5 % et, pour 2017, dont la croissance a été estimée pour la première fois, une nouvelle accélération limitée de l'activité est attendue. À cet égard, il convient de rappeler la grande marge d'incertitude inhérente aux estimations pour des années plus éloignées. L'affermissement de la croissance est principalement soutenu par la progression des exportations nettes. C'est la conséquence non seulement de l'augmentation continue des débouchés étrangers pertinents pour la Belgique, selon les hypothèses techniques et extérieures communes sur lesquelles reposent les prévisions de l'Eurosystème et dont les principales sont décrites dans l'encadré 2 figurant au premier chapitre du présent article, mais également de l'amélioration de la compétitivité par la voie de la politique de modération salariale. Bien que cette dernière, comme l'indiquait l'article de décembre 2014 sur les dernières projections d'automne, pèse dans un premier temps sur la demande intérieure, l'incidence sur la croissance est meilleure à terme en raison de la progression des exportations.

La reprise économique et l'incidence favorable de la lente croissance des coûts salariaux continuent de se répercuter sur le marché du travail. Au cours de ces trois années, de 2015 à 2017, quelque 94 000 postes de travail supplémentaires seraient créés, et ce en dépit de la poursuite de la progression du taux de participation au-delà de la hausse de la population active. Le taux de chômage reviendrait donc graduellement à moins de 8 % en 2017, soit un taux encore supérieur au taux de chômage moyen observé depuis le début de ce siècle.

Au début de cette année, l'inflation a atteint un creux, principalement sous l'effet de la nette diminution des prix de l'énergie, mais est redevenue positive depuis avril 2015. Selon les projections actuelles, le rythme moyen de l'inflation progresserait à peine cette année par rapport à 2014, mais augmenterait à partir de 2016 pour atteindre près de 1,5 %. En raison des fortes variations des composantes volatiles, au niveau desquelles

l'incidence négative de la baisse des cours du pétrole fait peu à peu place à une contribution positive restreinte à l'inflation, cette évolution s'écarte quelque peu de celle de l'inflation sous-jacente. Cette dernière, qui s'est déjà significativement accrue au cours de ces derniers mois, demeurerait d'abord relativement élevée durant le reste de l'année en raison de l'incidence haussière d'un euro meilleur marché sur les prix à l'importation, qui s'observerait principalement dans les prix des biens industriels. Ensuite, l'inflation sous-jacente diminuerait peu à peu pour retomber à environ 1 %, sous l'influence de l'évolution très modérée des

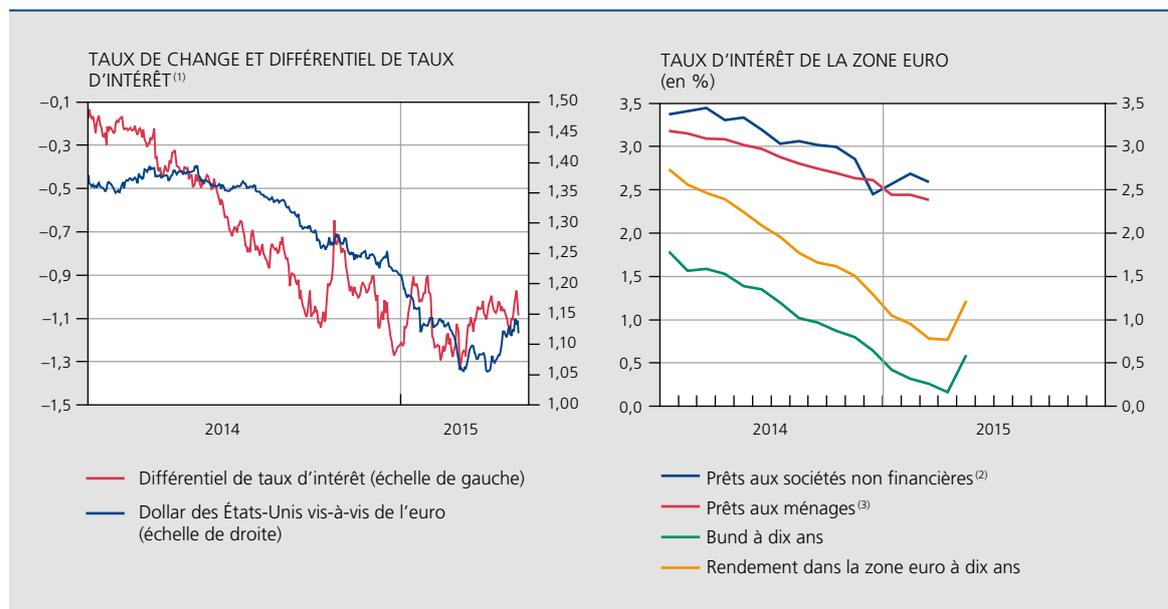
coûts salariaux. Ce n'est qu'en 2017 que la tendance sous-jacente de l'inflation serait à nouveau orientée à la hausse, reflétant principalement l'augmentation de la croissance salariale.

S'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire reviendrait sous le seuil des 3 % du PIB cette année, principalement en raison de la réduction des charges d'intérêts et, dans une moindre mesure, des mesures de consolidation budgétaires. Selon les projections, le déficit continuerait de diminuer pour s'établir à près de 2 % du PIB en 2017, demeurant ainsi supérieur aux objectifs

Encadré 1 – Les hypothèses financières qui sous-tendent les projections et les récentes mesures de politique monétaire

Les projections présentées dans le présent article sont basées sur des hypothèses financières qui diffèrent considérablement de celles qui sous-tendaient les projections précédentes, publiées en décembre 2014. Le présent encadré examine plus en détail l'évolution de deux hypothèses financières – le taux de change de l'euro exprimé en dollars des États-Unis et le niveau des taux d'intérêt (à plus long terme) – qui sont essentielles pour les projections. En dépit d'une forte progression depuis mi-avril, ces deux indicateurs se sont nettement contractés au cours des mois précédents et s'établissent actuellement à des niveaux sensiblement inférieurs à ceux prévus par les projections d'automne de 2014. Ces mouvements de baisse enregistrés au premier semestre de 2015 s'inscrivent

HYPOTHÈSES FINANCIÈRES



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, BCE.

(1) Différence entre les OIS (Overnight Indexed Swaps, swaps indexés au jour le jour) anticipés à un an dans un an dans la zone euro et aux États-Unis. En point de pourcentage.

(2) Taux d'intérêt des prêts aux sociétés non financières assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à un an et inférieure ou égale à cinq ans.

(3) Taux d'intérêt des prêts au logement assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à un an.

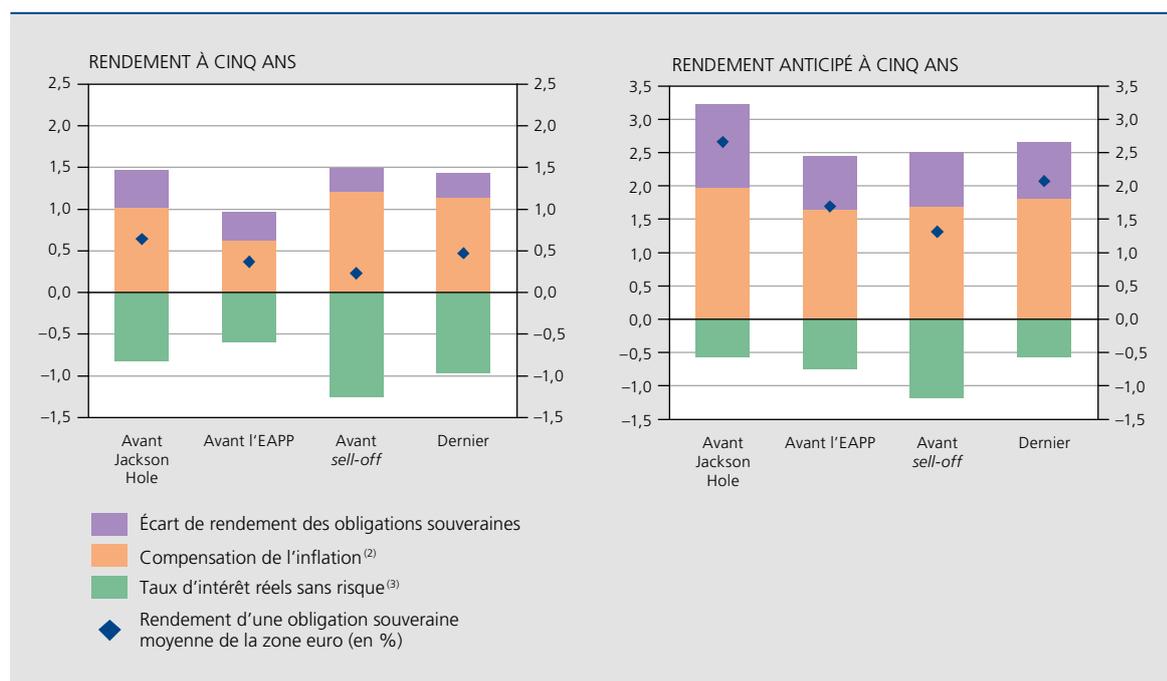
en fait dans une tendance à plus long terme, mais sont également liés à l'environnement de politique monétaire et, en particulier, au nouvel assouplissement récent de la politique monétaire dans la zone euro.

À cet égard, de nouvelles mesures bilanciées, à savoir le programme étendu d'achats d'actifs (Extended Asset Purchase programme – EAPP), ont été annoncées en janvier 2015 et mises en œuvre depuis mars 2015. Toujours conformément aux règles applicables à ces projections, ces mesures n'étaient évidemment pas incluses dans les projections de décembre 2014.

Après que deux diminutions des taux, en juin et en septembre 2014, avaient amené les taux directeurs à des minima historiques (et le taux de la facilité de dépôt à des niveaux négatifs), les mesures précitées ont contribué à un nouveau recul des taux d'intérêt de marché et, en particulier, des rendements des obligations souveraines à plus long terme. En effet, les rendements des obligations souveraines, qui s'étaient déjà inscrits en baisse, dans une certaine mesure sous l'effet des anticipations d'une telle mesure par la BCE, ont encore diminué après l'annonce du programme et, à nouveau, lors du lancement effectif des achats en mars 2015, retombant à des niveaux historiquement bas au cours des semaines suivantes. La forte baisse des rendements souverains – qui, associés à d'autres taux de marché, constituent la référence pour déterminer les taux sur d'autres marchés – s'est également reflétée dans les taux débiteurs bancaires. De même, le taux de change de l'euro a été vivement influencé par la politique monétaire de la zone euro. Par rapport au dollar des États-Unis, l'euro s'est déprécié de manière significative (de 18 %) entre mai 2014

DÉCOMPOSITION DE L'ÉVOLUTION DU RENDEMENT DE L'OBLIGATION SOUVERAINE À DIX ANS DE LA ZONE EURO ⁽¹⁾

(en point de pourcentage, sauf mention contraire)



Sources: Bloomberg, BCE.

(1) Rendement d'une obligation souveraine composite de la zone euro incluant tous les émetteurs de toutes les notations. La décomposition présentée dans ces graphiques est la suivante: rendement dans la zone euro = compensation de l'inflation + taux d'intérêt réel sans risque + écart de rendement des obligations souveraines de la zone euro par rapport au taux d'intérêt sans risque.

(2) Compensation de l'inflation calculée à partir des taux des swaps indexés sur l'inflation.

(3) Taux des OIS corrigés de la compensation de l'inflation à l'horizon correspondant.

(4) Écart du rendement obligataire de la zone euro par rapport au taux d'intérêt sans risque (OIS) de l'échéance correspondante.

Avant Jackson Hole: moyenne au cours de la semaine du 18 au 22 août 2014.

Avant l'EAPP: moyenne au cours de la semaine du 12 au 16 janvier 2015.

Avant self-off: moyenne au cours de la semaine du 13 au 17 avril 2015.

Dernier: moyenne au cours de la semaine du 11 au 15 mai 2015.



et mai 2015, en raison des anticipations de taux d'intérêt de plus en plus divergentes entre ces deux devises. Il s'agit d'une conséquence des orientations divergentes de la politique monétaire entre les deux économies, les anticipations d'un resserrement de la politique monétaire américaine coïncidant avec celles d'une accentuation de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la zone euro.

Toutefois, ces tendances, observées à la fois dans les rendements et dans le taux de change, ont été interrompues vers la mi-avril 2015. S'agissant du taux de change, une légère appréciation s'est accompagnée d'une réduction du différentiel entre les anticipations de taux d'intérêt pour la zone euro et les États-Unis, celles pour la zone euro ayant été revues à la hausse alors que celles pour les États-Unis ont été revues à la baisse.

De même, les obligations souveraines de la zone euro ont changé de cap au cours de la même période, les rendements s'accroissant sensiblement dans un laps de temps très court. Tandis que les rendements nominaux ont augmenté en mai, leur composition a considérablement varié. Une décomposition du rendement obligataire souverain à dix ans de la zone euro en différentes échéances et composantes peut apporter un éclairage sur cette évolution récente.

Comme mentionné ci-dessus, l'attente de nouvelles mesures accommodantes de politique monétaire par l'Eurosystème (suggérées par le président de la BCE, Mario Draghi, dans son discours de Jackson Hole d'août 2014), ainsi que l'annonce et le lancement consécutifs de l'EAPP, ont entraîné une forte diminution des rendements nominaux pour les échéances tant à court qu'à long termes. De plus, l'inversion du mouvement baissier des attentes d'inflation après l'annonce de l'EAPP a engendré des taux d'intérêts réels nettement plus négatifs, qui favorisent généralement les perspectives de croissance. Les variations des autres déterminants du rendement obligataire souverain de la zone euro (à savoir l'écart du rendement par rapport au taux d'intérêt sans risque) ont été minimes et ont relevé essentiellement d'un élargissement de l'écart négatif entre le taux d'intérêt réel sans risque et le rendement des obligations souveraines allemandes, en raison de l'offre relativement limitée de ces dernières au regard des montants des achats prévus par l'Eurosystème. Comme les attentes d'inflation n'ont guère varié, la récente poussée des taux d'intérêt a été principalement influencée par une hausse du taux d'intérêt réel implicite, en particulier sur le compartiment à plus long terme.

Le fait que les hausses aient été plus marquées sur le segment à plus long terme semble indiquer que les taux d'intérêt nominaux sur les échéances plus courtes sont demeurés bien ancrés, notamment grâce aux indications prospectives de la BCE. Il convient également de noter que les taux d'intérêt à la fois nominaux et réels demeurent à des niveaux inférieurs à ceux observés lors de l'été de 2014. En outre, il se peut que la hausse des rendements à long terme traduise des primes de terme moins négatives dans un contexte de correction des marchés après une progression très prononcée, et/ou de meilleures perspectives de croissance à long terme, qui se refléteraient également dans une augmentation des taux d'intérêt réels à plus long terme. En ce sens, ces évolutions ne doivent pas nécessairement être considérées de manière trop négative.

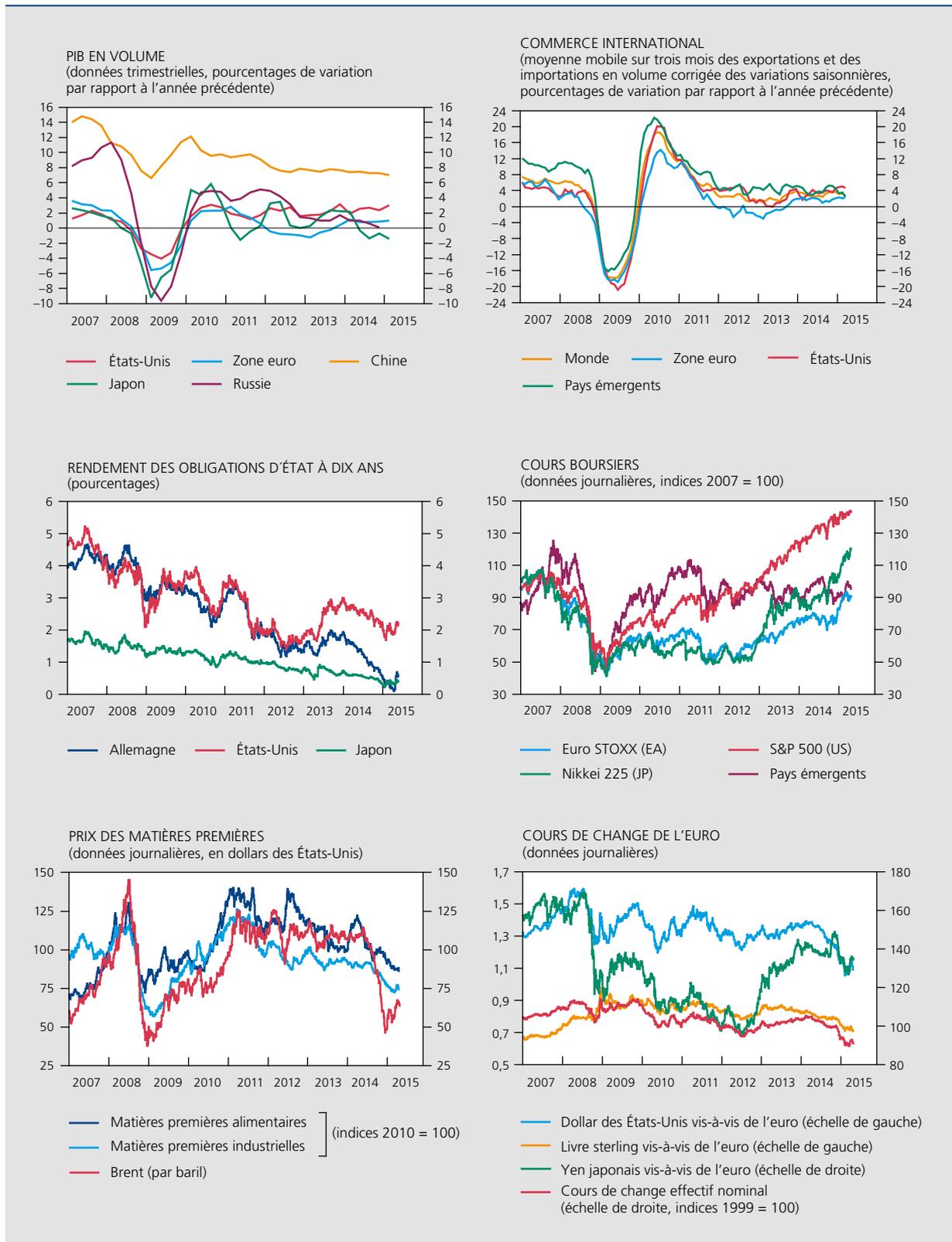
budgétaires nominaux actuels. Il convient de rappeler à cet égard que, conformément aux règles applicables aux exercices de projection réalisés par l'Eurosystème, il est tenu compte exclusivement des mesures qui ont été formellement décidées par les pouvoirs publics – ou dont l'approbation est très vraisemblable – et dont les modalités sont connues de manière suffisamment précise au 20 mai 2015, au moment de la clôture de l'exercice. En outre, les estimations de l'incidence budgétaire de certaines mesures, telles celles relatives à la lutte contre la fraude, peuvent s'écarter des montants inscrits au budget.

1. Environnement international et hypothèses

1.1 Économie mondiale

La reprise soutenue et inégale de l'économie mondiale s'est poursuivie en 2014 et au début de 2015. L'activité a continué de progresser dans les économies avancées. Outre la politique monétaire accommodante, l'incidence positive de la baisse des cours du pétrole, notamment sur les revenus réels des ménages et sur la consommation

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION CONJONCTURELLE MONDIALE ET DÉVELOPPEMENTS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET DES MATIÈRES PREMIÈRES



Sources : OCDE, CPB Wereldhandelsmonitor, Thomson Reuters Datastream.

privée, a, à cet égard, généralement constitué un important facteur de soutien. La croissance mondiale a toutefois été comprimée par l'essoufflement de l'activité dans plusieurs grands pays émergents ainsi que dans les pays exportateurs de pétrole. Au sein du groupe des économies avancées, la dynamique de croissance s'est récemment déplacée au profit de la zone euro.

Après avoir nettement rebondi dans le courant de 2014, l'activité économique aux États-Unis a légèrement reculé au premier trimestre de 2015, sous l'effet d'un dollar fort et d'une série de facteurs temporaires, tels le repli des investissements dans le secteur énergétique et des conditions météorologiques défavorables. Cela étant, la croissance demeure robuste aux États-Unis par rapport aux autres pays avancés. La reprise continue également de se dessiner sur le marché du travail, avec une augmentation constante de l'emploi et un recul du taux de chômage. La hausse modérée des salaires peut cependant encore attester une certaine sous-utilisation du potentiel de main-d'œuvre, ce qui se reflète en partie dans la persistance du nombre élevé de personnes travaillant involontairement à temps partiel.

Au Japon, la croissance économique reste très modeste. Après le fléchissement observé aux deuxième et troisième trimestres, qui a suivi le relèvement de la TVA en avril, mais qui a été plus marqué que prévu, l'activité s'est à nouveau raffermie – sur une base trimestrielle – à la fin de l'année dernière, quoique de manière limitée. Au premier trimestre de 2015, la confiance des consommateurs et les hausses salariales réelles ont alimenté la consommation privée, tandis que les dépenses d'investissement ont repris dans l'industrie manufacturière. Toutefois, l'importante contribution de la formation des stocks témoigne de la fragilité du redressement. Dans ce contexte, le gouvernement a annoncé de nouvelles mesures de relance, qui, conjuguées à la baisse du yen, devraient continuer de soutenir la croissance.

Alors que la situation économique dans la zone euro est demeurée intrinsèquement fragile durant la majeure partie de 2014, l'activité a recommencé à y progresser à partir de la fin de l'année dernière. La reprise ayant encore gagné en vigueur au premier trimestre de cette année, les premières estimations font état d'une croissance de 0,4 % par rapport au trimestre précédent. L'économie de la zone euro a à cet égard également tiré profit des conditions de base favorables, comme le niveau extrêmement bas des taux d'intérêt et le plongeon de l'euro, tous deux ayant été favorisés par la politique accommodante additionnelle de la BCE, sous la forme de l'assouplissement quantitatif précité. D'après les premières indications, l'accélération de la croissance est surtout soutenue par la demande

intérieure, et plus particulièrement par la consommation privée. L'amélioration de la confiance des consommateurs joue elle aussi un rôle à cet égard. Un redressement marqué et généralisé des investissements se fait cependant encore attendre. Pour remédier à l'atonie persistante des investissements, un programme d'investissement – l'Investment Plan for Europe – a été annoncé par la Commission européenne en novembre dernier: il vise à générer de nouveaux investissements pour un montant total de 315 milliards d'euros au cours des trois prochaines années.

Le rétablissement dans la zone euro est par ailleurs soutenu de plus en plus largement par les différents États membres. Ainsi, la croissance dans les pays dits périphériques de la zone euro avait déjà progressé en 2014. À cet égard, l'activité économique s'est encore considérablement renforcée en Espagne au premier trimestre de 2015, tandis que la reprise s'est également poursuivie au Portugal. En outre, l'activité a fortement bondi au premier trimestre de 2015 en France, après n'avoir affiché qu'une très légère hausse en 2014. En Italie également, où l'économie s'était encore quelque peu essoufflée en 2014, une augmentation du PIB réel a été à nouveau observée au premier trimestre. En revanche, la croissance en Allemagne et aux Pays-Bas s'est contractée dans une certaine mesure au premier trimestre, après s'être nettement accélérée au dernier trimestre de 2014. En Grèce, la reprise économique qui avait été enregistrée au cours des trois premiers trimestres de 2014 s'est encore interrompue. L'activité dans certains États baltes a, par ailleurs, dû faire face aux retombées négatives des relations tendues avec la Russie.

L'inflation dans la zone euro, qui avait commencé à baisser à partir de la fin de 2011, a également poursuivi son repli en 2014. Elle a finalement été négative en décembre, sous l'influence de la forte baisse des cours du pétrole, et a atteint un creux en janvier 2015 lorsque l'IPCH a reculé de 0,6 % sur une base annuelle. Elle est ensuite repartie légèrement à la hausse. L'on s'attend à ce qu'elle reste faible durant les mois à venir, avant de rebondir à nouveau à la fin de l'année. Cette progression serait soutenue par l'incidence des récentes mesures de politique monétaire de la BCE sur la demande et par l'effet de la dépréciation de l'euro ainsi que du redressement graduel attendu des cours du pétrole dans les prochaines années.

Bien que la situation sur le marché du travail reste extrêmement précaire dans plusieurs pays, une légère embellie est perceptible dans la zone euro. De plus, les différences entre États membres s'atténuent peu à peu, dans la mesure où les récentes augmentations de l'emploi ont largement été soutenues par des améliorations dans les pays

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

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

Source : CE.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

présentant les taux de chômage les plus élevés, comme l'Espagne, le Portugal et la Grèce. Malgré une progression de l'emploi et un tassement des taux de chômage, la hausse des salaires dans la zone euro demeure encore limitée, sauf en Allemagne.

L'activité dans les pays émergents s'est encore modérée, bien que la situation diffère fortement selon les pays et les régions. Alors que la croissance s'est légèrement ralentie en Chine l'année dernière, elle a continué de progresser en Inde, même si les chiffres favorables pour l'Inde résultent en partie de révisions méthodologiques dans les données sous-jacentes. Dans l'attente que cette tendance se poursuive cette année également, l'Inde dépasserait ainsi la Chine en tant que principal pôle de croissance dans le groupe des grands pays émergents. Dans le contexte

de la décélération de la croissance et de la correction persistante sur le marché de l'immobilier résidentiel, les autorités chinoises ont pris des mesures visant à stimuler la croissance. À mesure que l'économie évolue vers un développement plus durable, ce processus s'accompagnera, selon toute vraisemblance, d'un tassement graduel de la croissance. Dans certains pays d'Amérique latine, la diminution des prix des matières premières depuis le milieu de l'année dernière a pesé sur l'activité. Alors que la croissance a également été mise sous pression en Russie du fait de la chute des cours du pétrole, les tensions géopolitiques, les sanctions internationales et les turbulences sur les marchés financiers à la fin de l'année dernière y ont aussi joué un rôle majeur.

Le redressement du commerce mondial observé à partir de la seconde moitié de l'année dernière a à nouveau quelque peu perdu en vigueur au début de cette année, sur fond de repli des volumes d'importations dans les pays émergents, notamment en Chine, en Russie et dans les pays exportateurs de pétrole. Même si, selon les prévisions, le commerce mondial devrait s'affermir à mesure que l'économie se rétablit, cela se produira vraisemblablement à un rythme inférieur à celui d'avant la crise.

Sur les marchés financiers, les cours boursiers ont poursuivi leur tendance ascendante, tandis que les cours de change et les taux d'intérêt ont continué d'évoluer de manière disparate selon les pays et les régions. Les cours des actions dans les pays avancés ont encore sensiblement augmenté, atteignant des niveaux records. Ce sont surtout les cours boursiers européens qui ont affiché une hausse remarquable depuis le début de l'année, sous l'effet de nouvelles favorables quant à la situation économique en Europe et de l'importante création de liquidité. Le rendement des obligations d'État à long terme dans les pays avancés s'est à nouveau nettement contracté, en raison, notamment, de la politique monétaire particulièrement accommodante. À plus court terme, des rendements négatifs ont même été temporairement enregistrés dans différents pays européens. Les primes de risque sur les obligations d'État assorties de taux d'intérêt élevés dans les pays périphériques de la zone euro sont, elles aussi, tombées à leur plus bas niveau depuis la crise, sauf en Grèce, où l'incertitude entachant la situation politique et financière a entraîné un nouveau resserrement des conditions de financement.

Toutefois, en mai, une période de volatilité accrue a été observée sur les marchés financiers, les taux d'intérêt grimpaient fortement et les bourses enregistrant une correction limitée.

L'évolution sur les marchés des changes a, elle aussi, été largement marquée par les différences en matière de politique monétaire. Ainsi, l'euro a continué de se replier, surtout à partir du début de 2015, dans le contexte d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire dans la zone euro, qui contraste avec les anticipations relatives à l'imminence d'un début de normalisation de cette politique monétaire, principalement aux États-Unis. Une certaine correction a également été notée en mai, permettant à l'euro de s'apprécier par rapport au dollar des États-Unis, notamment parce que les projections de croissance pour l'économie américaine ont été revues à la baisse après un premier trimestre défavorable et que la normalisation attendue de la politique monétaire a été quelque peu repoussée.

Les prix des matières premières ont lourdement chuté depuis le milieu de l'année dernière. Ce sont surtout les cours du pétrole qui ont baissé de manière spectaculaire. En dépit d'un léger renchérissement du pétrole au début de cette année et, plus récemment, des matières premières industrielles, leur niveau demeure bas. Bien que la baisse plus généralisée des prix des matières premières donne à penser que des facteurs de demande ont également joué un rôle, le net repli des cours du pétrole résulte principalement de facteurs d'offre, et notamment de l'accroissement de l'offre de pétrole non conventionnel

Encadré 2 – Hypothèses retenues pour les projections

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

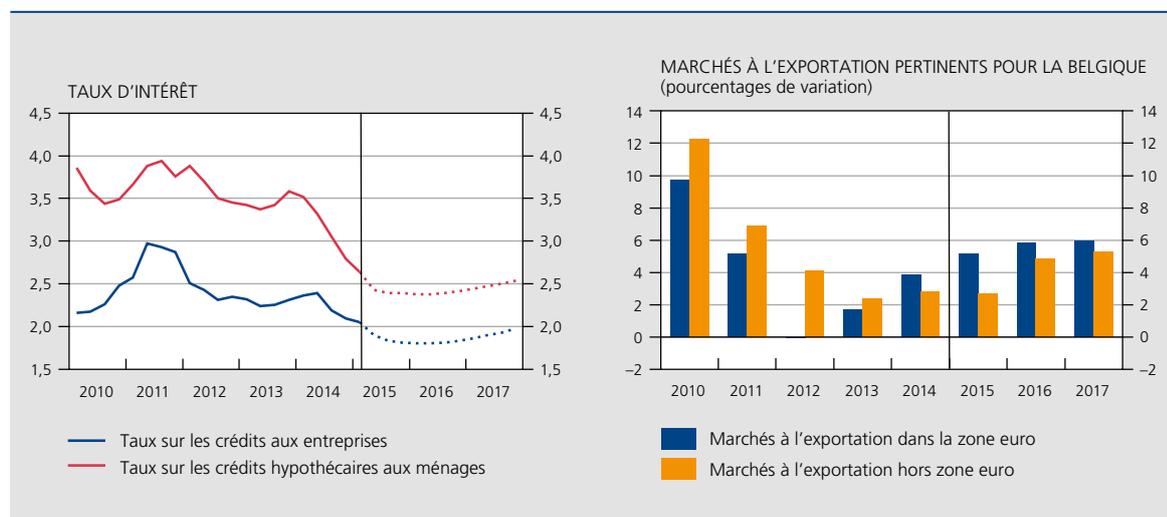
S'agissant des cours de change à venir, les projections s'appuient sur l'hypothèse selon laquelle ceux-ci resteront figés sur l'ensemble de la période de projection aux niveaux moyens observés durant les dix derniers jours ouvrables précédant la clôture des hypothèses, le 13 mai 2015. Pour le dollar des États-Unis, ce cours de change s'établissait à 1,12 dollar pour 1 euro. Bien que l'euro se soit à nouveau apprécié depuis la mi-avril, ce cours demeure nettement inférieur au niveau moyen de 1,33 dollar enregistré en 2014.

Les hypothèses concernant l'évolution des cours du pétrole, qui, comme à l'accoutumée, tiennent compte des anticipations des marchés telles qu'elles se reflètent dans les contrats à terme conclus sur les marchés



HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)



Source: Eurosysteme.

internationaux, ont été nettement revues à la baisse, après le fort recul des cours amorcé à l'automne de 2014 qui a été plus important que prévu. Toutefois, selon les informations collectées à la mi-mai 2015, le cours du baril de Brent passerait graduellement, au cours de la période de projection, de 63,9 dollars en moyenne au deuxième trimestre de 2015 à plus de 73 dollars au dernier trimestre de 2017. Ce niveau reste cependant nettement inférieur à celui atteint au premier semestre de 2014.

HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2015	2016	2017
	(moyennes annuelles)		
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis . . .	1,12	1,12	1,12
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	63,8	71,0	73,1
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	0,0	0,0	0,2
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	0,9	1,2	1,5
Taux sur les crédits aux entreprises	1,9	1,8	1,9
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages	2,5	2,4	2,5
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique (en volume)	4,2	5,5	5,7
Prix des concurrents à l'exportation	3,5	2,0	1,9

Source: Eurosysteme.



Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés observées à la mi-mai 2015. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois continuait d'afficher, au deuxième trimestre de 2015, un niveau inhabituellement bas proche de zéro. Le taux à court terme demeurerait à ce niveau pendant un certain temps encore, avant de progresser quelque peu à la fin de la période de projection, pour atteindre 30 points de base environ à la fin de 2017. Le niveau du taux d'intérêt à long terme en Belgique, qui a fortement augmenté au début du mois de mai, devrait également peu à peu s'apprécier, passant de 0,8 % au deuxième trimestre de cette année à plus de 1,5 % à la fin de 2017. Malgré la récente hausse, les prévisions relatives aux taux d'intérêt à long terme ont été révisées assez sensiblement à la baisse en comparaison des hypothèses retenues dans le cadre des dernières projections d'automne.

L'évolution attendue des taux appliqués par les banques sur les crédits d'investissement aux entreprises et sur les crédits hypothécaires aux particuliers prend en compte la transmission généralement observée par rapport aux taux de marché. Cette transmission semble s'être légèrement accrue depuis le second semestre de 2014, ce qui peut être lié aux anticipations relatives aux nouvelles injections de liquidité par la BCE et, en particulier, à l'assouplissement quantitatif annoncé en janvier 2015. Par rapport aux projections d'automne, les taux hypothécaires ont donc eux aussi été fortement revus à la baisse pour 2015 et, surtout, pour 2016. Le taux hypothécaire moyen s'élèverait encore à environ 2,4 % au deuxième trimestre de 2015, niveau qui ne devrait augmenter que très modérément d'ici à la fin de 2017. Le taux moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, présente lui aussi une évolution relativement stable: il reculerait encore de quelque 10 points de base dans le courant de cette année, avant de repartir légèrement à la hausse à la fin de la période de projection.

Depuis les projections d'automne de décembre 2014, la croissance économique mondiale, abstraction faite de la zone euro, a été très légèrement adaptée à la baisse pour 2015 et pour 2016. L'importance des échanges commerciaux dans cette croissance est une nouvelle fois restée quelque peu en deçà des attentes. Elle est toutefois plus que compensée par le fait que la croissance plus vigoureuse de l'économie européenne gonfle la demande d'importations émanant de la zone euro, qui représente plus de la moitié des exportations belges. Au total, la croissance des marchés étrangers pertinents pour la Belgique devrait déjà être nettement supérieure à 5 % l'année prochaine – ce qui constitue une révision à la hausse par rapport aux projections d'automne –, et continuerait d'augmenter en 2017.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par la croissance de ces débouchés étrangers, mais aussi par l'évolution des parts de marché, et donc par la compétitivité de la Belgique. Parmi les aspects de la compétitivité liés aux coûts, les fluctuations des prix pratiqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation sont un élément important. En 2015, les prix appliqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation progresseraient de 3,5 %, après s'être repliés en 2013 et en 2014. Pour 2016, comme pour 2017, on prévoit une hausse plus modérée de quelque 2 %. Pour 2015 et pour 2016, il s'agit d'un ajustement à la hausse par rapport aux prévisions d'automne, qui s'explique dans une large mesure par le plongeon de l'euro, mesuré sur la base du cours de change effectif réel.

Globalement, l'ajustement des hypothèses par rapport à celles des dernières prévisions d'automne exerce une incidence positive sur les prévisions de croissance pour la Belgique.

et de la décision de l'OPEP de ne pas réduire les quotas de production. C'est pourquoi il est communément admis que la diminution des cours du pétrole exercera une incidence positive sur la croissance mondiale par l'effet sur les revenus réels des ménages et sur la structure des coûts des entreprises, qui compenserait la perte de revenus réels des producteurs de pétrole.

1.2 Estimations pour la zone euro

Les projections de printemps de l'Eurosystème sont, pour la zone euro, nettement plus optimistes que les dernières projections d'automne et sont fort proches des estimations de la BCE de mars 2015. La croissance devrait s'accroître vivement pour s'établir à 1,5 % cette année

TABLEAU 2 PROJECTIONS DE L'EUROSystème POUR LA ZONE EURO

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

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

Source : BCE.

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

(2) Pourcentages de la population active.

(3) Pourcentages du PIB.

et 2 % environ en 2016-2017. À cet égard, la reprise est soutenue par des conditions de base favorables, comme un euro meilleur marché et un faible niveau des taux d'intérêt, qu'a contribué à favoriser la politique monétaire, et notamment l'élargissement quantitatif précité décidé par le Conseil des gouverneurs de la BCE en janvier 2015. La croissance économique ne serait pas seulement alimentée par la hausse des exportations mais se traduirait également par une forte augmentation de la demande intérieure et, en particulier, de la consommation privée et des investissements.

L'inflation dans la zone euro a atteint un plancher en janvier 2015, mais est remontée depuis lors, principalement sous l'effet du renchérissement du pétrole. Les projections indiquent une poursuite de la hausse de l'inflation, qui atteindrait en moyenne 1,8 % en 2017. Cette évolution n'est que partiellement attribuable au renversement supposé de la pression des prix des composantes volatiles, telles que le cours du pétrole. En effet, l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire l'inflation abstraction faite de ces composantes volatiles, devrait également rebondir au cours de la période couverte par les projections. Cette progression s'explique par le raffermissement de la demande et par

l'accélération de la croissance salariale, mais également par l'incidence tardive de la faiblesse de l'euro, qui rend les importations plus onéreuses.

La reprise récemment observée sur le marché du travail a été plus vigoureuse que prévu sur la base des liens historiques entre l'emploi et la croissance économique. La modération salariale et les réformes menées au niveau du marché du travail semblent avoir soutenu ce redressement et augmenté l'intensité en emplois de la croissance. L'emploi devrait encore croître dans les années à venir, même si cette expansion serait déjà freinée à la fin de la période de projection par des restrictions du côté de l'offre dans certains pays où le taux de chômage est déjà retombé à un niveau extrêmement bas. Pour l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage devrait continuer de baisser, pour atteindre 10 % en 2017, soit 2 points de pourcentage de moins que le niveau enregistré en 2013.

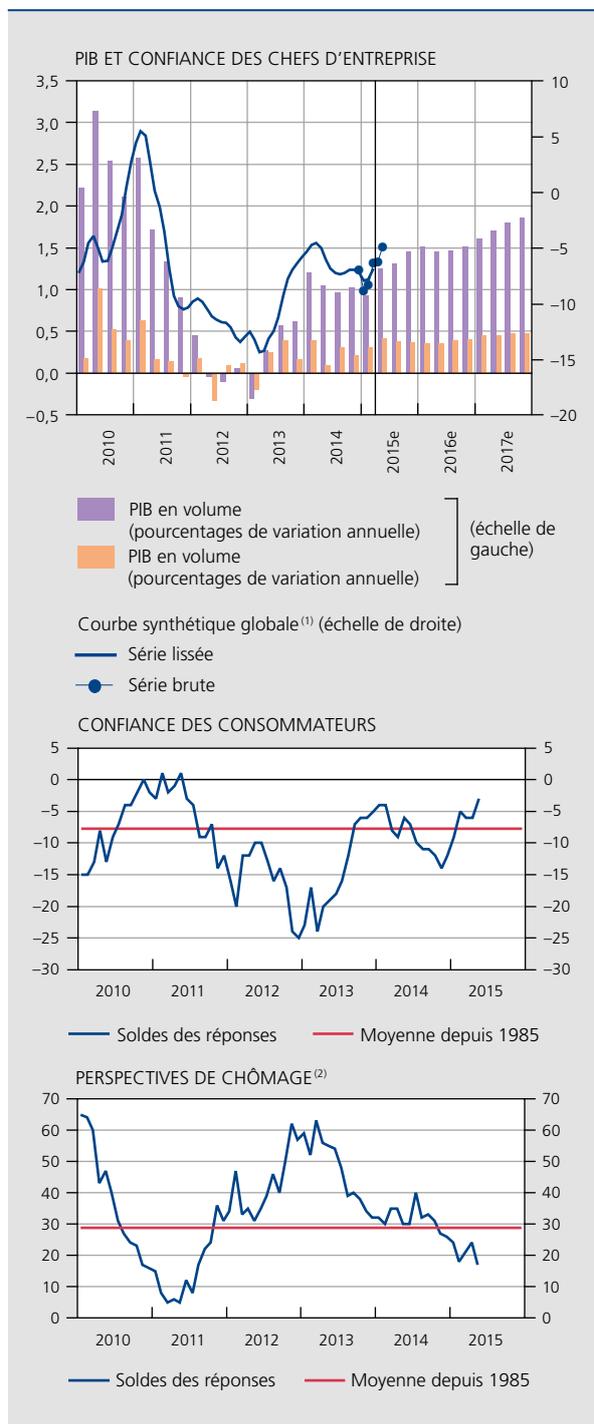
Le déficit budgétaire moyen de la zone euro diminuerait, pour revenir à 1,5 % du PIB en 2017. Toutefois, cette amélioration serait surtout attribuable à l'embellie conjoncturelle et à la poursuite de la réduction des charges d'intérêts liée à la faiblesse inhabituelle des taux. La politique budgétaire demeurerait relativement neutre sur la période considérée.

2. Activité et demande

Depuis le second semestre de 2014, l'économie belge croît à un rythme modéré et relativement constant correspondant à une croissance annuelle d'un peu plus de 1 %. L'estimation « flash » de l'ICN, dont tenaient compte les projections d'automne de la Banque pour estimer la croissance au troisième trimestre de 2014, a depuis lors encore été très légèrement revue à la hausse (0,3 %). D'après les statistiques trimestrielles actuelles, la croissance trimestrielle a grosso modo été la même au dernier trimestre de 2014 (0,2 %) et au premier trimestre de 2015 (0,3 %), ce qui cadre presque parfaitement avec les projections d'automne. La croissance est surtout stimulée par la poursuite du redressement de l'activité dans les services marchands, alors que l'industrie manufacturière a accusé un léger repli au quatrième trimestre de l'année dernière. S'agissant des composantes de dépenses, la vive augmentation de la consommation privée au second semestre a été partiellement compensée par une contribution négative des exportations nettes, et ce même après correction de l'effet d'une série d'achats spécifiques de biens d'investissement à l'étranger, qui, outre les investissements des entreprises, ont gonflé les chiffres des importations.

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.

L'économie belge continue toutefois d'afficher un redressement plus modéré que celui de la zone euro où la croissance

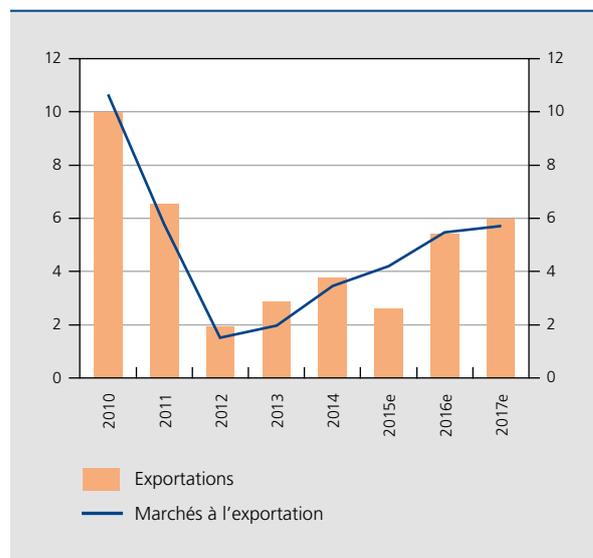
au cours des deux derniers trimestres y a été légèrement plus importante. De même, la reprise belge reste en deçà de la croissance enregistrée dans les trois principaux pays limitrophes. Bien que l'interprétation des premières statistiques trimestrielles appelle à une certaine prudence, l'analyse de celles-ci semble suggérer que d'autres pays tirent davantage profit de l'embellie conjoncturelle dans la zone euro.

Il convient par ailleurs de considérer le rythme toujours modéré de la croissance dans le contexte du rétablissement laborieux de la confiance des producteurs. Depuis le printemps de l'année dernière, cette dernière s'est progressivement effritée et est, pour l'heure, à peine supérieure à sa moyenne de long terme, en dépit de l'amélioration qui a été observée ces derniers mois. De même, l'indicateur synthétique de la confiance des consommateurs s'est replié en 2014 et ne s'est nettement raffermi qu'à partir de la fin de l'année. Important pour évaluer l'évolution de la conjoncture et, en particulier, de la consommation privée, le sous-indicateur de la confiance des consommateurs, qui sonde les participants sur leurs attentes en matière de chômage, enregistre cependant une amélioration tendancielle et presque ininterrompue depuis le début de 2013.

Les modèles de prévision immédiate utilisés par la Banque, tels que le modèle BREL décrit dans la Revue économique de juin 2014, se fondent non seulement sur des indicateurs de confiance de ce type, mais aussi

GRAPHIQUE 3 EXPORTATIONS ET MARCHÉS À L'EXPORTATION

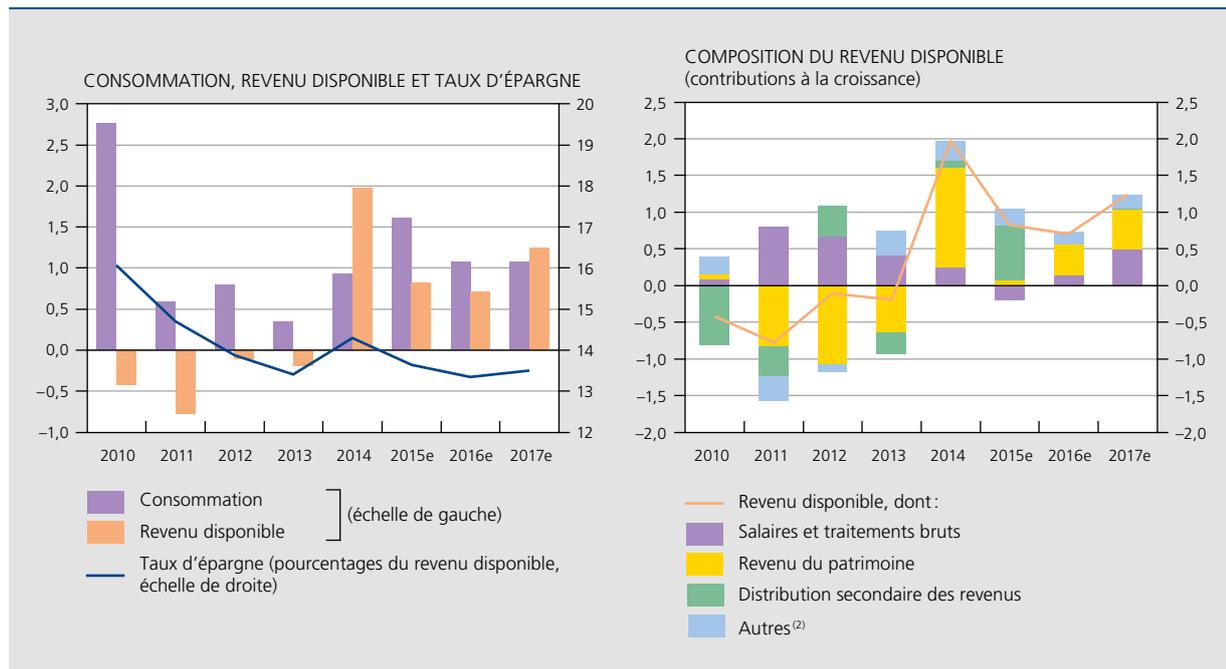
(données en volume corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources: ICN, BNB.

GRAPHIQUE 4 CONSOMMATION ET REVENU DISPONIBLE⁽¹⁾ DES PARTICULIERS

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



Source : BNB.

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

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

sur d'autres données disponibles plus fréquemment et plus rapidement que les statistiques trimestrielles, pour établir des projections à court terme. Sur la base de ces projections, on peut également tabler, à l'heure actuelle, sur une croissance très légèrement supérieure, de l'ordre de 0,4 %, pour le deuxième trimestre de 2015. Selon les prévisions actuelles, ce rythme d'expansion se maintiendrait au second semestre, ce qui porterait la croissance annuelle pour 2015 à quelque 1,2 %. Au cours des deux années suivantes, l'activité s'intensifierait graduellement, pour atteindre 1,7 % en 2017.

En termes annuels, le rebond de la croissance durant la période couverte par les projections serait essentiellement à mettre à l'actif de la contribution grandissante des exportations nettes, dans la mesure où les effets favorables sur la compétitivité de la maîtrise des coûts salariaux induisent à terme un renforcement de la progression des exportations. La contribution de la demande intérieure, hors variation des stocks, diminuerait quelque peu cette année, même si cela ne serait, dans une large mesure, dû qu'à la disparition de transactions spécifiques qui, en 2014, avaient fait grimper non seulement les investissements des entreprises mais également les importations. Cette contribution resterait inchangée en 2016, à 1,3 point de pourcentage, et elle n'augmenterait que légèrement en

2017. Enfin, avec une contribution moyenne négative de 0,8 point de pourcentage, la variation des stocks a fortement grevé la croissance du PIB au cours des trois années précédentes. Bien qu'il ne soit nullement exclu que les entreprises mettent progressivement fin à la réduction de leurs stocks ou en accélèrent la formation 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.

En 2015, la contribution à la croissance des exportations nettes resterait quasiment nulle, et donc légèrement en deçà de la contribution enregistrée en 2014. Les exportations belges tireront cependant clairement profit de l'amélioration de la compétitivité-coût. À cet égard, l'impact de la hausse très modérée des coûts salariaux observée dernièrement est renforcé par l'avantage en matière de coûts lié à la dépréciation de l'euro, qui soutient les exportations directes et indirectes vers les marchés extérieurs à la zone euro. La croissance trimestrielle des exportations belges progresse dès lors par rapport à 2014 et dépasse largement celle des débouchés étrangers pertinents pour la Belgique. Considérée dans une perspective

annuelle, la vive recrudescence des exportations est nettement moins marquée et est même quelque peu inférieure à celle de l'année dernière, ce qui s'explique, d'après les données statistiques actuelles, par des effets de débordement découlant entre autres du net repli des exportations au dernier trimestre de 2014. Cet effet de débordement explique également pourquoi, en base annuelle, une perte de parts de marché est encore notée en 2015. En outre, les importations seront de nouveau entraînées à la hausse par d'importants achats supplémentaires de biens d'investissement spécifiques à l'étranger.

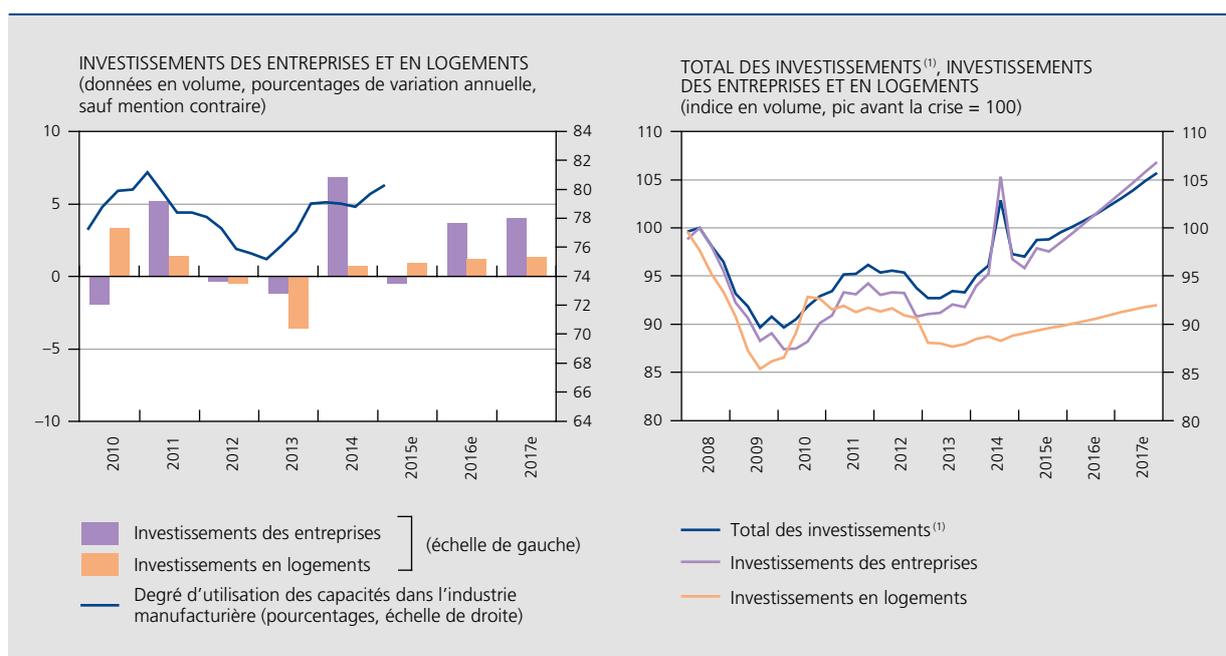
D'après les projections, la croissance des exportations resterait néanmoins orientée à la hausse durant les deux prochaines années et déboucherait sur une contribution positive, et en augmentation, des exportations nettes à la croissance. Bien que les hypothèses tablent sur un statu quo du cours de l'euro à partir de mai 2015, lequel n'aurait dès lors plus d'incidence sur l'évolution des coûts relatifs des entreprises à l'intérieur et à l'extérieur de la zone euro, les exportations belges continueraient d'être portées par les gains de la compétitivité-coût dus aux mesures prises par le gouvernement fédéral en vue de limiter les coûts salariaux. En conséquence, les exportateurs belges devraient continuer d'augmenter leurs parts de marché sur la période de projection, comme ils l'ont déjà fait pendant les quatre dernières années. Comme les importations devraient progresser un peu moins rapidement,

sous l'effet notamment de l'amélioration de la compétitivité, les exportations nettes devraient apporter une contribution positive à la croissance durant chaque trimestre à compter du second semestre de 2015. D'après les projections, cette contribution refluerait cependant légèrement à la fin de la période couverte par les projections sous l'influence des coûts salariaux, qui s'accéléraient à nouveau quelque peu, surtout en 2017.

Le fait que les dépenses intérieures, hors variation des stocks, ne progressent que faiblement sur l'horizon des projections occulte des évolutions divergentes au niveau des sous-composantes de la demande intérieure. La contribution de la consommation privée s'affaiblit par ailleurs peu à peu, et on s'attend également à une croissance limitée de la consommation des administrations publiques au cours des deux dernières années, tandis que le rythme d'expansion des investissements devrait se renforcer.

Au second semestre de 2014, la consommation privée s'est vivement raffermie, affichant une croissance trimestrielle moyenne de 0,6%. L'amélioration susvisée des perspectives de chômage, qui a exercé des effets de confiance positifs, n'y est pas étrangère. L'incidence favorable de la forte baisse des cours du pétrole sur les revenus réels des ménages constitue un autre facteur déterminant. Selon les projections actuelles, ce rythme d'expansion soutenu de la consommation privée devrait

GRAPHIQUE 5 INVESTISSEMENTS PRIVÉS



Sources: ICN, BNB.

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

Sources: ICN, BNB.

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

toutefois diminuer progressivement pour revenir à un rythme nettement plus faible de quelque 0,2 % par trimestre et ne repartirait légèrement à la hausse que dans le courant de 2017.

Ce ralentissement de la consommation des particuliers tient essentiellement à l'évolution de leurs revenus, et plus particulièrement à celle des revenus du travail et de remplacement, qui sont relativement moins épargnés que les revenus du patrimoine. En dépit de la hausse de l'emploi et de l'augmentation (limitée) des salaires conventionnels en 2016, la croissance réelle des revenus du travail devrait être négative en 2015 et demeurer très modérée l'année suivante en raison du saut d'index. Il faudra attendre 2017, lorsque les mécanismes d'indexation joueront à nouveau progressivement, pour que la croissance des revenus du travail renoue avec un rythme supérieur à l'augmentation observée en 2013 et en 2014. Compte tenu de l'inertie habituelle des habitudes de consommation, les ménages ne devraient toutefois adapter que graduellement leur consommation à cette évolution de leurs revenus, si bien que le taux d'épargne baisserait encore, pour retomber à un seuil historiquement bas. Par conséquent, la baisse tendancielle, qui s'était interrompue l'année précédente sous l'effet de la très nette augmentation des revenus du patrimoine, lesquels sont relativement plus épargnés, se poursuivrait jusqu'en 2016. Au cours de la dernière année de la période couverte par les projections, le taux d'épargne des particuliers se redresserait légèrement, sous

l'effet principalement de l'importance accrue des revenus du patrimoine, dans le contexte notamment du relèvement des taux d'intérêt.

Les projections pointent par ailleurs une lente progression des investissements réels en logements. Après s'être contractés durant deux années consécutives, les investissements ont pour la première fois en 2014, renoué avec une croissance positive, certes encore timide, en termes annuels. Selon les projections, ils continueraient de se renforcer peu à peu durant la période de projection, de sorte que la croissance resterait soutenue par des taux d'intérêt hypothécaires nominaux relativement bas. La réforme du bonus logement, qui, à terme, aurait d'importantes répercussions financières pour les ménages, en Région flamande en particulier, n'exercerait qu'une influence assez restreinte sur l'évolution tendancielle des investissements. En dépit du redressement graduel, les investissements en logements exprimés en volume afficheraient toujours, à la fin de la période couverte par les projections, quelque 8 % de moins qu'avant la grande récession.

Le repli limité des investissements des entreprises en volume observé en 2015 découle principalement de la disparition d'une large part des facteurs spécifiques énoncés précédemment et qui avaient fait grimper les investissements (et les importations) l'année précédente. Abstraction faite de ces facteurs, les investissements des entreprises en volume devraient augmenter graduellement et à un rythme

GRAPHIQUE 6 EMPLOI INTÉRIEUR, DURÉE DU TRAVAIL ET PRODUCTIVITÉ

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



Sources: ICN, BNB.

relativement constant correspondant à une croissance annuelle de quelque 4 %. L'ampleur des réserves de liquidités, l'excédent d'exploitation grandissant et la faiblesse des taux d'intérêt, de même que l'assouplissement des conditions de financement, contribuent au redressement

des investissements. En outre, depuis peu, le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière dépasse à nouveau légèrement sa tendance à long terme. La demande croissante générera dès lors de plus en plus d'investissements d'extension. Ce processus positif sur la croissance des investissements ne serait que modérément compensé par la hausse attendue des taux d'intérêt à partir de 2016.

S'agissant des dépenses des administrations publiques, le rythme de croissance de leur consommation reviendrait, à partir de l'année prochaine, à un niveau inhabituellement bas, nettement inférieur, du reste, à celui de la consommation privée, sous l'effet des mesures de consolidation budgétaire, et plus particulièrement de la réduction des effectifs de personnel. Les investissements des administrations publiques enregistreraient cette année une forte progression en volume, en raison notamment de l'accélération de la construction d'écoles en Région flamande, avant de se contracter quelque peu en 2016 puis d'augmenter modérément en 2017.

3. Marché du travail

En 2014, la productivité du travail s'est assez nettement raffermie, ce qui n'est pas inhabituel au cours de la première phase d'une reprise économique. Le volume de travail n'a donc augmenté que faiblement: la progression de l'emploi a été en partie compensée par un recul notable du nombre moyen d'heures ouvrées. Bien que les

TABLEAU 4 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

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

	2013	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Population en âge de travailler	12,0	7,5	8,4	7,4	1,7
Population active	11,5	31,6	17,2	21,4	20,1
Emploi national	-13,0	17,6	23,9	30,6	39,5
Travailleurs frontaliers	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0
Emploi intérieur	-12,4	17,7	23,9	30,6	39,5
Indépendants	6,7	7,2	7,9	8,9	9,4
Salariés	-19,1	10,6	16,0	21,8	30,1
Branches sensibles à la conjoncture	-23,4	0,0	9,2	15,2	23,7
Administration publique et enseignement	2,2	0,6	-3,9	-3,2	-3,4
Autres services	2,1	10,0	10,7	9,7	9,8
Chômage	24,5	14,0	-6,7	-9,2	-19,4
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé⁽¹⁾</i>	8,4	8,5	8,5	8,3	7,9

Sources: CE, ICN, BNB.

(1) Pourcentages de la population active (15 ans et plus).

projections fassent état d'une nouvelle amélioration de la productivité, certes à un rythme plus modéré, la croissance économique serait plus amplement soutenue par la participation au travail pendant la période de projection.

La hausse du volume de travail devrait donc s'amplifier en 2015 et se poursuivre les deux années suivantes. Les heures moyennes par personne devraient croître à un rythme plutôt constant, même si, en 2015, leur évolution en base annuelle sera encore fortement influencée par le profil particulièrement accidenté qu'elles ont affiché en 2014. Au premier trimestre, à la suite d'un hiver très doux, la durée moyenne de travail a été sensiblement plus élevée que la normale, en particulier dans la construction. Au deuxième trimestre, des conditions climatiques défavorables ont engendré un phénomène inverse. Au quatrième trimestre, enfin, les grèves ont nettement réduit les heures ouvrées par personne. Au total, l'emploi augmenterait de 94 000 unités sur la période 2015-2017. À cet égard, la demande de travail est non seulement influencée par l'extension de l'activité, mais également par le fait que la politique de maîtrise des coûts salariaux rend ce facteur de production relativement moins onéreux.

Dans ce contexte, et contrairement aux années précédentes, c'est l'emploi salarié dans les branches dites sensibles à la conjoncture qui contribuerait le plus à cette expansion. La branche largement subventionnée des « autres services » (principalement les soins de santé et l'action sociale) y concourrait elle aussi considérablement. Il est à noter que la progression de l'emploi dans le système des titres-services, qui relève majoritairement du secteur privé

marchand, ralentira. Après onze années de croissance vigoureuse, on observe en effet depuis 2013 une stagnation du nombre de chèques remboursés. Cette évolution témoigne, d'une part, de la saturation graduelle de la demande (près d'un ménage sur cinq recourt aux titres-services), dont les effets sont renforcés par la majoration du coût pour les utilisateurs, et, d'autre part, des difficultés de recrutement d'un personnel qui affiche un fort taux de rotation. Les effectifs dans la fonction publique et l'éducation se contracteraient sur toute la période de projection, reflétant le non-remplacement d'une fraction des départs naturels décidé par les différents niveaux de pouvoir en vue de réduire leurs frais de personnel. En revanche, comme par le passé, le travail indépendant participerait positivement à la croissance de l'emploi. On épinglera en particulier la hausse du nombre de pensionnés qui, profitant de l'élargissement des possibilités de cumuler retraite et revenu professionnel, ont entamé ces dernières années une carrière d'indépendant.

Bien que la progression de la population en âge de travailler se tarisse, la population active continuerait de gonfler, en raison du relèvement du taux de participation. Sa croissance devrait néanmoins être inférieure à celle de l'emploi, ce qui permettrait une diminution du chômage, qui devrait d'ailleurs s'intensifier au cours de la période sous revue. En moyenne annuelle, on dénombrerait 562 000 demandeurs d'emploi inoccupés en 2017, soit 35 000 de moins qu'en 2014. Ces évolutions se refléteraient dans le taux de chômage harmonisé, qui passerait de 8,5 % de la population active en 2014 à 7,9 % en 2017.

TABLEAU 5 INDICATEURS DE PRIX ET DE COÛTS
(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					
Coûts salariaux par heure ouvrée	2,4	0,8	0,3	0,6	1,6
dont indexation	1,9	0,8	0,2	0,2	0,5
Productivité du travail ⁽¹⁾	0,2	0,9	0,3	0,6	0,7
Coûts salariaux par unité produite	2,2	-0,1	0,0	0,1	0,9
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾	1,4	1,5	1,5	1,3	1,4
Prix des produits énergétiques	-4,6	-6,0	-7,2	2,5	1,0
Prix des produits alimentaires	3,6	0,8	1,5	1,9	1,9
IPCH	1,2	0,5	0,6	1,5	1,5
Indice-santé	1,2	0,4	0,8	1,2	1,4

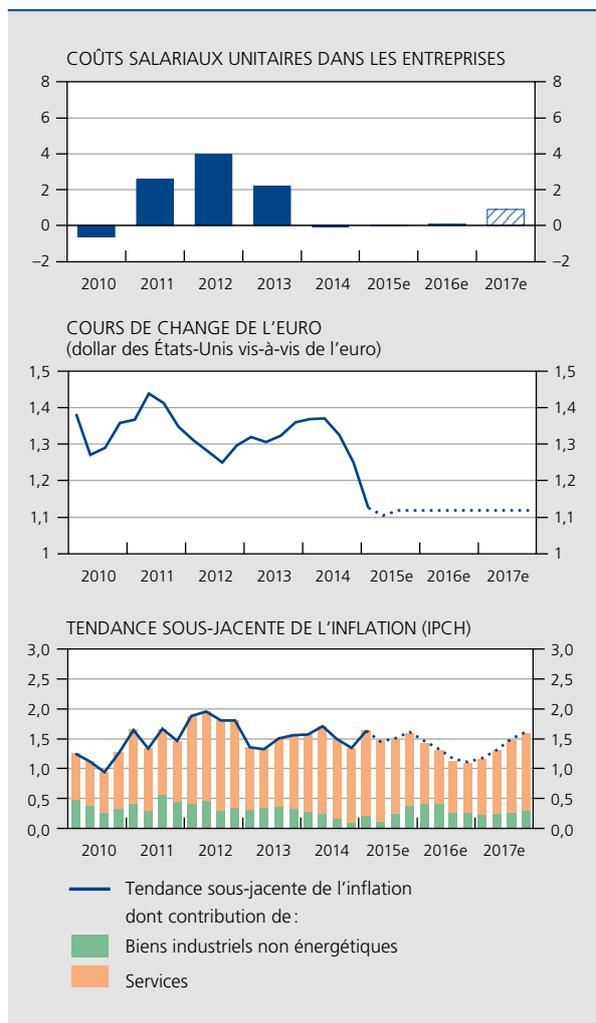
Sources : CE, ICN, SPF Emploi, Travail et Concertation sociale, BNB.

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

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

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

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



Source : BNB.

La remontée du taux de participation sur l'horizon de projection résulte en partie des mesures ayant trait à la fin de carrière prises par l'actuel et le précédent gouvernements : relèvement de l'âge minimum pour pouvoir prétendre à la pension anticipée, durcissement des conditions d'accès au régime de chômage avec complément d'entreprise (anciennement prépension), suppression du statut de chômeur âgé, augmentation des limites d'âge en matière de disponibilité pour le marché du travail des nouveaux chômeurs avec complément d'entreprise, etc.

4. Prix et coûts

Les présentes projections de printemps tablent sur une croissance très modérée des coûts salariaux. En 2015

comme en 2016, les coûts salariaux horaires progresseraient encore moins que l'année dernière, lorsque leur hausse s'était déjà nettement ralentie. Il faudrait attendre 2017 pour voir les coûts salariaux accélérer à nouveau. Compte tenu de l'estimation relative à la productivité du travail, cela signifie que les coûts salariaux demeureraient, comme en 2014, globalement inchangés au cours de la période 2015-2016, avant de croître de près de 1 % pendant la dernière année de la période couverte par les projections.

Au cours de la période 2015-2016, les projections pour les coûts salariaux sont largement influencées par les mesures prises par le gouvernement fédéral en vue d'améliorer la compétitivité de l'économie belge, notamment par l'allègement du coût du travail. Un des facteurs qui participe le plus à la modération salariale est la suspension temporaire des mécanismes d'indexation et l'incidence indirecte de celle-ci sur l'inflation.

L'imposition d'un saut d'index de 2 % à partir de mai 2015 – par un blocage de l'indice-santé lissé, calculé comme la moyenne des quatre derniers mois de l'indice-santé – affecte directement l'évolution des coûts salariaux. Même si certaines indexations devraient encore avoir lieu en raison des modalités spécifiques des mécanismes qui sont mis en œuvre, l'effet de celles-ci sur la croissance salariale serait toutefois très limité. Étant donné le profil attendu pour l'évolution de l'indice-santé, le blocage perdurerait jusqu'au premier trimestre de 2017. Les indexations reprendront ensuite comme auparavant. On ne peut s'attendre à une hausse immédiate des salaires : l'impact des indexations sera graduel, en fonction des multiples systèmes fixés au sein des commissions paritaires.

Par ailleurs, le gel des salaires conventionnels réels se poursuivrait en 2015, conformément aux dispositions du projet d'accord interprofessionnel pour la période 2015-2016 reprises par le gouvernement. Des augmentations à concurrence de maximum 0,67 % des salaires bruts pourront par contre être octroyées en 2016. Elles correspondent à une première enveloppe de maximum 0,37 %, soumise aux cotisations sociales patronales, et à une seconde enveloppe de maximum 0,3 % exemptée de prélèvements supplémentaires. Après trois années sans augmentation barémique réelle, il est supposé que cette marge sera entièrement utilisée, d'autant que, dans un contexte de reprise économique, des tensions sont appelées à se développer sur plusieurs segments du marché du travail. Ce facteur devrait également alimenter des hausses de salaires octroyées directement au niveau des entreprises, qui sont comptabilisées dans le glissement des salaires.

En 2016, un nouvel abaissement des cotisations patronales à la sécurité sociale devrait contribuer à comprimer les coûts salariaux à concurrence de 0,4 point de pourcentage. Cette mesure fait partie d'un paquet de réductions de charges, de l'ordre de 960 millions d'euros, qui comprend également des diminutions du précompte professionnel. S'agissant de « subsides salariaux », ces derniers ne sont pas pris en compte dans le calcul des coûts salariaux selon la définition des comptes nationaux, ni donc dans l'évaluation de l'évolution de l'écart salarial. La contribution des cotisations aux coûts salariaux devrait être légèrement négative en 2015, principalement en raison de la baisse du taux de cotisation au Fonds pour les fermetures d'entreprises (FFE) et du retour à la normale de l'incidence des primes de licenciement après l'impact d'importantes restructurations d'entreprises en 2014.

Pour 2017, les augmentations conventionnelles ne sont pas encore connues puisque les négociations du futur accord interprofessionnel ne débiteront qu'à la fin de 2016 sur la base de l'évaluation de l'écart salarial par rapport aux pays voisins que réalisera alors le Conseil central de l'économie (CCE). À la fin de 2014, le CCE avait estimé le handicap salarial à 2,9%. L'accélération des coûts salariaux prévu dans le cadre du présent exercice ne préjuge pas des résultats du prochain AIP; il se base, outre sur la fin du gel des indexations, sur l'hypothèse de hausses conventionnelles d'environ 1%, qui reflètent l'apparition probable d'une marge de progression à la suite de la résorption graduelle de l'écart salarial cumulé depuis 1996 (exprimé dans le cadre de la loi de 1996 en termes de coûts salariaux horaires). Au total, la croissance des coûts salariaux horaires nominaux devraient reculer sensiblement, retombant de 2,4% en 2013 à 0,8% en 2014, puis à 0,5% en 2015 et à 0,6% en 2016, avant de s'accélérer à nouveau quelque peu à 1,6% en 2017.

L'évolution très modérée des coûts du travail devrait en principe se refléter graduellement – avec un certain retard – 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. À plus court terme, le récent plongeon de l'euro exercera toutefois un effet ascendant sur l'inflation sous-jacente. De fait, un euro meilleur marché gonfle les prix à l'importation, ce qui avive l'inflation pour les biens qui sont importés ou pour lesquels des inputs intermédiaires importés sont utilisés. Comme c'est moins le cas dans le secteur des services, cette évolution entraîne surtout une pression haussière sur les prix des biens industriels non énergétiques. Ainsi, l'inflation sous-jacente, qui avait déjà nettement grimpé au cours des quatre premiers mois de 2015 pour ressortir à plus de 1,6% en moyenne, continuerait de fluctuer autour de

ce niveau durant le reste de l'année. Ce n'est qu'ensuite, lorsque l'effet du cours de change aura disparu, que l'incidence de l'évolution relativement plane des coûts salariaux sur la tendance sous-jacente de l'inflation serait, selon les prévisions, plus manifeste et ferait reculer la tendance sous-jacente à un peu plus de 1% d'ici à la fin de 2016. En 2017, la pression des coûts d'origine intérieure se ferait à nouveau plus intense en raison de la croissance plus soutenue des salaires, ce qui se traduirait progressivement par une accentuation de l'inflation sous-jacente.

Toutefois, il convient d'ajouter que l'inflation sous-jacente est jusqu'à présent demeurée relativement vive en Belgique par rapport à la zone euro et aux principaux pays voisins, du fait principalement de hausses de prix plus persistantes dans le secteur des services. La répercussion des coûts (salariaux) sur les prix dépend de surcroît du degré de concurrence sur les marchés et n'est pas nécessairement symétrique, surtout compte tenu des rigidités à la baisse des prix. En sus de l'existence de différents mécanismes d'indexation dans la formation des prix qui n'ajustent qu'avec retard certains prix au repli de l'inflation, cela peut expliquer la relative persistance de l'inflation sous-jacente. Les prévisions actuelles d'inflation partent donc de l'hypothèse que les facteurs qui ont maintenu dans un passé récent l'inflation sous-jacente à un niveau élevé feront peu à peu place à l'influence baissière de la très faible pression des coûts d'origine intérieure.

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. C'est surtout en raison du fort repli des prix des premiers que l'inflation est, ces derniers temps, restée nettement en deçà de sa tendance sous-jacente, et a même été négative de décembre 2014 à mars 2015. L'incidence du recul du cours du Brent à cet égard a encore été accentuée par l'abaissement de 21 à 6% du taux de TVA sur l'électricité. Cette mesure, qui avait été prise en avril 2014 dans le cadre du pacte pour la compétitivité et l'emploi, a eu un effet négatif sur l'évolution des prix de l'électricité jusqu'en avril 2015.

Compte tenu de la hausse des cours du pétrole selon les hypothèses présentées dans l'encadré 2, l'incidence négative de l'évolution des prix des produits énergétiques sur l'inflation totale s'atténuerait graduellement, avant de se muer en une contribution positive à partir de 2016. Combinée à l'augmentation plus vive attendue des prix des produits alimentaires, cette situation entraînera, malgré une tendance sous-jacente de l'inflation d'abord plane et ensuite à la baisse, une nette accélération de l'inflation: même si, cette année, elle ne sera en moyenne

TABLEAU 6 COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Ensemble des administrations publiques				
Recettes	51,1	50,7	50,4	50,3
Recettes fiscales et parafiscales	44,7	44,6	44,3	44,2
Autres	6,4	6,1	6,1	6,1
Dépenses primaires	51,3	50,7	50,2	49,9
Solde primaire	-0,2	0,1	0,2	0,4
Charges d'intérêts	3,1	2,7	2,5	2,3
Besoin (-) ou capacité de financement	-3,2	-2,7	-2,4	-2,0
<i>p.m. Effet des facteurs non récurrents</i>	<i>0,4</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>
Soldes de financement par sous-secteur				
Pouvoir fédéral	-2,6	-2,1	-2,0	-1,5
Sécurité sociale	-0,1	0,0	0,0	0,0
Communautés et régions	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2
Pouvoirs locaux	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2
Dette	106,6	107,0	107,6	106,8

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.

guère supérieure au niveau de l'année dernière; la moyenne annuelle passera déjà à 1,5 % à partir de 2016. 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, grimperait lui aussi de 0,8 % en 2015 à 1,4 % en 2017.

5. Finances publiques

5.1 Solde de financement

Selon les données publiées par l'ICN en avril 2015, les administrations publiques belges ont accusé un déficit de 3,2 % du PIB en 2014. Dans le contexte macroéconomique décrit ci-dessus, celui-ci retomberait à 2,7 % du PIB en 2015 et poursuivrait sur cette voie en 2016 et en 2017, affichant alors respectivement 2,4 et 2 % du PIB.

L'amélioration du solde de financement découle en grande partie de la baisse des taux d'intérêt, dans la mesure où on prévoit que les emprunts publics arrivant à échéance

pourront être refinancés à des taux d'intérêt favorables pour les administrations publiques. De plus, les mesures de consolidation prises par le gouvernement fédéral ainsi que par ceux des communautés et des régions concourent à l'amélioration du solde budgétaire. Ces mesures ciblent une réduction des dépenses des administrations publiques. Par conséquent, le poids des dépenses primaires par rapport au PIB diminuerait, mais il en irait de même pour les recettes des administrations publiques.

Les déficits seraient principalement concentrés au niveau du pouvoir fédéral. La sécurité sociale présenterait un équilibre, puisque la dotation qu'elle perçoit du pouvoir fédéral vise précisément à atteindre cet objectif. Les communautés et les régions ainsi que les pouvoirs locaux enregistreraient de légères pertes.

Il convient de noter que ces projections tiennent uniquement compte des mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment précisées. L'incidence des décisions à prendre, notamment dans le cadre de la confection des budgets pour 2016 et pour 2017, n'a pas encore été intégrée. Le programme de stabilité d'avril 2015 table sur un retour

à l'équilibre budgétaire structurel en 2018. Les présentes projections montrent que des mesures de consolidation supplémentaires seront nécessaires pour y parvenir.

5.2 Recettes

Les recettes des administrations publiques exprimées en pourcentage du PIB reculeraient de 0,4 point de pourcentage en 2015 et de respectivement 0,3 et 0,1 point supplémentaire en 2016 et en 2017. L'évolution des recettes continuerait ainsi la décrue entamée en 2014.

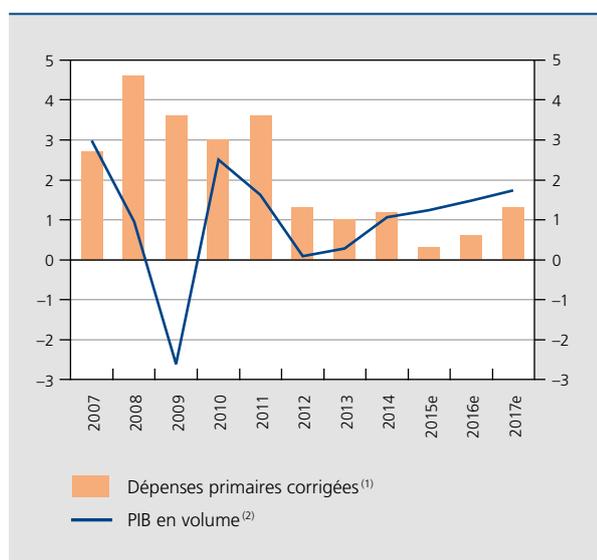
La diminution des recettes en 2015 résulte essentiellement d'une contraction des revenus que l'État perçoit auprès de diverses institutions financières et d'une baisse des impôts directs pesant sur les particuliers. Ces derniers pâtissent en effet de la relativement faible croissance de la masse salariale, d'une part, tandis qu'ils sont affectés par un ensemble de mesures, d'autre part. Ces dernières sont structurelles, telle l'augmentation des frais professionnels forfaitaires déductibles par voie de précompte professionnel, et temporaires, comme la fin de l'effet d'anticipation de la mesure portant sur les bonis de liquidation ou les retards d'enrôlements qui avaient encore favorisé les

rentrées en 2014. L'importance des recettes issues de la régularisation fiscale devrait également largement se tasser. Au contraire, l'impôt des sociétés devrait bénéficier de l'amointrissement des déductions pour intérêts notionnels dont les sociétés bénéficient, à la suite de l'infléchissement des taux d'intérêt de référence. En outre, une limitation de l'utilisation des intérêts notionnels par les banques et la taxation de certaines intercommunales devraient contribuer à la croissance de ces recettes. Enfin, les impôts en capital subissent des influences divergentes, l'impact à la baisse dû à la fin progressive de la régularisation fiscale étant compensé par la perception avancée de taxes sur l'épargne-pension et par l'effet du rattrapage de l'enrôlement tardif des droits de succession en Région flamande.

En 2016, la croissance toujours modérée des salaires et la nouvelle augmentation des frais professionnels forfaitaires comprimeront très nettement les recettes fiscales et parafiscales, ce qui viendra renforcer l'effet majeur du retour à un rythme d'enrôlement à l'impôt des personnes physiques plus en ligne avec le passé. Les cotisations à la sécurité sociale se réduiraient aussi largement, notamment sous l'effet des mesures d'allègement des cotisations patronales prises afin d'améliorer la compétitivité des entreprises et de relancer l'emploi. Seul l'impôt des sociétés bénéficierait d'une embellie, à la suite de l'amélioration de leur rentabilité et du nouveau repli du taux d'intérêt de référence en vigueur pour calculer la déduction fiscale pour capital à risque. Les taxes indirectes seraient elles aussi favorisées par des mesures en matière de TVA et par la réintroduction du système de cliquet sur le diesel. Les recettes non fiscales et non parafiscales seraient quant à elles relativement stables.

En 2017, la poursuite de la politique salariale restrictive jouerait toujours négativement sur les recettes fiscales, mais moins que les années précédentes. La plupart des recettes, fiscales ou non, se stabiliseraient pratiquement par rapport à 2016.

GRAPHIQUE 8 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PIB
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

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

(2) Données corrigées des effets de calendrier.

5.3 Dépenses primaires

Les dépenses primaires rapportées au PIB devraient sensiblement fléchir en 2015 et 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 51,3 % du PIB en 2014 à 49,9 % en 2017.

Ces développements sont le reflet des mesures d'économie décidées par les gouvernements issus des élections du 25 mai 2014. L'effet le plus important résulte du saut d'index,

TABLEAU 7 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
FMI	Avril 2015	1,3	1,5	1,5	0,1	0,9	1,1
Consensus Economics	Mai 2015	1,3	1,6		0,3	1,6	
CE	Mai 2015	1,1	1,5		0,3	1,3	
Bureau fédéral du Plan	Mai 2015 ⁽¹⁾	1,2	1,6	1,7	0,2	1,2	1,2
OCDE	Juin 2015	1,3	1,8		0,0	1,3	
BNB	Juin 2015	1,2	1,5	1,7	0,5	1,6	1,6

(1) Projections économiques 2015-2020. L'inflation indiquée correspond à l'IPCN, laquelle peut légèrement s'écarter de l'IPCH.

qui limitera fortement la hausse des prestations sociales et des salaires en 2015 et en 2016, et encore partiellement en 2017, et ce pour chaque sous-secteur des administrations publiques. En outre, le pouvoir fédéral a l'ambition de réduire ses frais de fonctionnement, ce qui devrait passer par une baisse des achats de biens et de services ainsi que de l'emploi public. De surcroît, ce niveau de pouvoir a décidé de restreindre ses subsides aux entreprises publiques et son budget de coopération au développement. L'augmentation des dépenses de la sécurité sociale sera également tempérée par une série de mesures qui visent à atteindre une croissance de maximum 1,5 % des dépenses de soins de santé. Enfin, les communautés et les régions ont aussi décidé de procéder à des économies, notamment en matière de subsides et d'enseignement.

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 0,3 % 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 0,6 et 1,3 %, tout en demeurant en-deçà de l'évolution du PIB réel. Cette modération, induite notamment par la limitation des allocations sociales et de la masse salariale de la fonction publique imputable au saut d'index, renforcerait la tendance à la consolidation des finances publiques qui s'est dessinée ces dernières années.

5.4 Endettement

Depuis 2008, le taux d'endettement n'a cessé de gonfler, pour s'établir à 106,6 % du PIB à la fin de 2014. En 2015,

la dette publique grossirait encore et atteindrait 107 % du PIB.

La progression du taux d'endettement résulte de facteurs endogènes, qui grossissent le taux d'endettement à hauteur de 0,4 point de pourcentage du PIB. Elle découle de la faiblesse relative de la croissance du PIB nominal, qui s'avérerait inférieure au taux implicite de la dette publique, et d'un solde primaire de 0,1 % du PIB.

Les facteurs exogènes, baptisés ainsi parce qu'ils influent sur la dette mais pas sur le solde de financement, feraient légèrement grimper l'endettement, de l'ordre de 0,1 point de pourcentage du PIB. Ceci serait notamment la conséquence de l'augmentation attendue des prêts consentis par la Vlaamse Maatschappij voor Sociaal Wonen et par le Vlaams Woningfonds, du nouveau remboursement par KBC à hauteur de 0,1 % du PIB et de la réduction de capital attendue des gestionnaires mixtes de réseaux de distribution d'électricité et de gaz naturel en Flandre au profit des communes flamandes. La gestion de la dette n'aurait presque aucune incidence sur le ratio d'endettement. L'influence des importantes primes d'émission est en effet compensée, d'une part, par l'acquittement d'un taux facial de coupon relativement élevé par rapport au taux du marché et, d'autre part, par les pertes accusées à la suite de l'annulation de swaps de taux d'intérêt et d'autres produits dérivés.

En 2016, la dette publique continuerait de s'alourdir, pour ressortir à 107,6 % du PIB, sous l'influence de facteurs exogènes liés à la gestion de la dette publique. En 2017, le ratio d'endettement retomberait à 106,8 % du PIB sous l'effet des facteurs endogènes. On s'attend effectivement à ce que la progression nominale du PIB dépasse le taux

d'intérêt implicite de la dette publique et à ce que le solde primaire soit légèrement positif. Ce faisant, la dette publique emprunterait à nouveau une trajectoire baissière, pour la première fois depuis l'éclatement de la crise financière.

6. Appréciation des facteurs de risque

Les actuelles prévisions de printemps étayent le scénario d'un redressement graduel de l'activité et présentent une révision à la hausse limitée par rapport aux projections d'automne, due notamment à la baisse des cours du pétrole et à la dépréciation de l'euro. Elles sont également conformes aux estimations d'autres institutions : pour ce qui est de la croissance économique, elles ne se distinguent que très légèrement de celles du BFP et de la CE. Parmi les prévisions les plus récentes, seules celles de l'OCDE tablent sur un raffermissement plus important de la croissance. Les estimations relatives à l'inflation affichent des disparités un peu plus marquées : les autres institutions s'attendent à une progression moindre de l'inflation, ce qui s'explique peut-être en partie par le fait que, comparativement aux hypothèses retenues par les autres institutions, ces projections de printemps tiennent compte d'une augmentation plus sensible du cours du pétrole en 2017. Cette convergence assez marquée des estimations macroéconomiques ne doit toutefois pas détourner l'attention quant à la grande incertitude qui entoure inévitablement ce type de projections.

À cet égard, il subsiste des risques baissiers en ce qui concerne l'environnement extérieur. Ainsi, une nouvelle aggravation des tensions géopolitiques pourrait peser sur la croissance européenne. De plus, le risque persiste que le ralentissement de la croissance en Chine et dans d'autres économies émergentes se renforce ou prenne un caractère plus permanent que ne le supposent actuellement les hypothèses internationales. Enfin, il règne encore une

certaine incertitude quant à la durabilité de la reprise dans plusieurs pays avancés, comme en témoigne la faiblesse relative des économies américaine et britannique au premier trimestre. En revanche, il n'est pas à exclure que la reprise dans la zone euro s'avère plus vigoureuse, du fait soit d'une incidence plus marquée sur les exportations nettes d'un euro qui reste relativement bon marché, soit de retombées plus positives des effets de confiance sur la consommation privée et sur les investissements.

S'agissant des marchés financiers, au moment de la clôture des prévisions, le retour au calme après la période de volatilité soutenue observée en mai était encore incertain. Des hausses supplémentaires des taux ou une nouvelle appréciation de l'euro peuvent peser sur la reprise. En outre, l'issue des négociations entre la Grèce et les créanciers internationaux reste une source d'incertitude.

Il convient par ailleurs d'épingler la manière dont les mesures que les pouvoirs publics ont prises récemment en vue d'améliorer la compétitivité ont été intégrées dans les projections. Comme cela a déjà été le cas pour les projections d'automne et comme l'explique en détail l'encadré 1 de la Revue économique de décembre 2014, le ralentissement de la croissance des salaires nominaux est supposé se répercuter dans une large mesure, quoiqu'avec un certain décalage, au niveau des prix. Si cette répercussion s'opère autrement (plus ou moins rapidement, plus ou moins progressivement) ou si les acteurs économiques, dont les employeurs, les investisseurs et les clients étrangers des exportateurs belges, en viennent à réagir différemment au repli des salaires et des prix que ne le prévoient les présentes projections, l'évolution de l'activité, de l'emploi, du solde budgétaire ou encore de l'inflation pourrait s'écarter de ces projections de printemps.

Pour conclure, il y a lieu de rappeler que ces estimations ne tiennent pas compte des mesures supplémentaires que les pouvoirs publics seraient amenés à prendre à l'avenir.

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	1,1	1,2	1,5	1,7
Contributions à la croissance:				
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	1,9	1,3	1,3	1,5
Exportations nettes de biens et de services	0,2	0,0	0,2	0,3
Variation des stocks	-1,0	-0,1	0,0	0,0
Prix et coûts				
Indice des prix à la consommation harmonisé	0,5	0,6	1,5	1,5
Indice-santé	0,4	0,8	1,2	1,4
Déflateur du PIB	0,6	0,9	1,0	1,4
Termes de l'échange	0,5	1,0	-0,3	-0,2
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé	-0,1	0,0	0,1	0,9
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé	0,8	0,3	0,6	1,6
Productivité horaire dans le secteur privé	0,9	0,3	0,6	0,7
Marché du travail				
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes)	17,7	23,9	30,6	39,5
Volume total de travail ⁽¹⁾	0,3	0,7	0,9	1,1
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active âgée de plus de 15 ans) ..	8,5	8,5	8,3	7,9
Revenus				
Revenu disponible réel des particuliers	2,0	0,8	0,7	1,2
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	14,3	13,6	13,3	13,5
Finances publiques				
Solde primaire (pourcentages du PIB)	-0,2	0,1	0,2	0,4
Solde de financement (pourcentages du PIB)	-3,2	-2,7	-2,4	-2,0
Dette publique (pourcentages du PIB)	106,6	107,0	107,6	106,8
Compte courant				
(selon la balance des paiements, pourcentages du PIB)	1,4	1,4	1,4	1,6

Sources: CE, DGS, ICN, BNB.

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