

Projections économiques pour la Belgique – Printemps 2016

Introduction

Depuis quelque temps, l'économie mondiale traverse régulièrement des phases d'intenses turbulences qui émanent souvent de la situation enregistrée dans les pays émergents. Ce fut notamment le cas lors de l'été de 2015 mais aussi, après la clôture des dernières projections d'automne de la Banque, lorsque l'économie mondiale a, à nouveau, semblé s'enliser peu à peu, reproduisant un schéma désormais familier. L'inquiétude quant à l'ampleur du ralentissement de la croissance et le niveau d'endettement dans nombre d'économies émergentes, la Chine en tête, s'est en effet intensifiée. Cette situation a occasionné un nouveau repli des prix des matières premières, notamment des produits pétroliers. Les craintes grandissantes quant à l'économie mondiale se sont par la suite propagées aux marchés financiers, où une aversion plus marquée pour le risque, en particulier au début de l'année, a à nouveau entraîné une volatilité relativement importante. Tandis que les devises des pays émergents ont continué de se déprécier, les cours boursiers ont lourdement chuté aux quatre coins du monde, et ce alors qu'ils s'étaient partiellement redressés durant l'automne de 2015. Par ailleurs, la recherche par les investisseurs de valeurs sûres a renforcé la tendance baissière des taux d'intérêts des obligations d'État dans les économies avancées. Dans la zone euro, cette volatilité financière a par ailleurs encore été renforcée par un regain d'inquiétude quant à la santé financière de certains établissements financiers.

La crainte d'une nouvelle appréciation du dollar des États-Unis suite à l'amorce du processus de normalisation de la politique de taux d'intérêt outre-Atlantique en décembre 2015 est par ailleurs venue assombrir un peu plus ce

tableau. De fait, un renchérissement du dollar qui rendrait plus intenable encore l'endettement des pays émergents, souvent exprimé en dollars, a fait craindre à certains intervenants de voir s'enclencher une sévère crise de la dette susceptible de se muer en une nouvelle profonde récession mondiale. Les indicateurs de confiance ont dès lors plongé au début de l'année et les estimations de croissance ont été revues à la baisse, comme l'atteste notamment la mise à jour des prévisions de décembre de l'Eurosystème pour la zone euro publiée au mois de mars par la BCE.

Qui plus est, l'intensité en commerce de la croissance mondiale est demeurée étonnamment faible. En effet, après avoir affiché un redressement limité au troisième trimestre, la croissance du commerce mondial et, partant, de la demande extérieure adressée aux entreprises exportatrices européennes, se serait à nouveau nettement ralentie à la fin de 2015. Sur l'ensemble de l'année écoulée, les débouchés étrangers de la zone euro ont en fin de compte crû d'à peine 0,6 %, soit une progression nettement inférieure à la croissance mondiale hors zone euro, en raison notamment du repli sensible de la demande d'importations émanant de la Chine, de la Russie, du Brésil et d'autres pays émergents. Dans les pays avancés également, le moteur de la croissance a semblé se gripper au tournant de l'année. Selon les statistiques relatives au premier trimestre de 2016, l'économie américaine ne se serait guère rétablie, tandis que la croissance au Japon serait demeurée particulièrement atone et fragile affichant un nouveau recul au dernier trimestre de l'année précédente.

L'inquiétude entourant la croissance mondiale est toutefois retombée peu à peu, et les marchés financiers et les prix des produits pétroliers ont commencé à se relever dès la

mi-février. Dans la zone euro, les premières données mensuelles, relatives notamment à la production industrielle et à la vente au détail à l'entame de l'année, donnaient d'ailleurs à penser que la situation conjoncturelle sous-jacente était meilleure que ne le laissaient présager les marchés financiers et les indicateurs de confiance. Les statistiques trimestrielles publiées par Eurostat dès la fin d'avril ont confirmé ce constat : après s'être effritée dans le courant de 2015, la croissance de l'activité dans la zone euro se serait redressée au premier trimestre de 2016 par rapport au trimestre précédent, pour atteindre 0,5 %. La zone euro a, à cette occasion, et ce pour la première fois depuis longtemps, affiché un rythme de croissance supérieur à celui de la plupart des autres économies développées, États-Unis et Royaume-Uni compris. Selon les premières indications, ce serait surtout la vigueur de la demande intérieure qui aurait soutenu les économies européennes et compensé la faiblesse des exportations nettes. De plus, la consommation des ménages, mais aussi celle des administrations publiques, se seraient nettement accrues, tandis que dans certains pays, les investissements auraient également enregistré une croissance relativement vigoureuse.

Aussi, bien que les projections concernant la demande extérieure soient relativement comparables, les nouvelles prévisions de printemps de l'Eurosystème font état, notamment au gré d'un début d'année favorable, d'une nette révision à la hausse des estimations intermédiaires établies en mars 2016 par la BCE. Les présentes projections sont par ailleurs très proches, certainement pour 2016, des dernières prévisions d'automne de l'Eurosystème.

En Belgique, le cadre des politiques élaborées n'a que peu changé depuis les projections d'automne. Les mesures qui ont été adoptées lors des contrôles budgétaires menés au printemps ont été prises en compte dans les présentes projections mais n'ont, de manière générale, qu'une incidence assez limitée sur l'économie. Au début du printemps, le saut d'index a sans surprise pris fin, permettant à nouveau l'indexation des salaires et ce, en fonction du système d'indexation propre à chaque branche d'activité. Pour l'année 2018, incluse pour la première fois dans l'horizon de projection, il a été tenu compte d'un nouvel élargissement des mesures liées au tax shift, et notamment des réductions supplémentaires au niveau de l'impôt des personnes physiques et des cotisations sociales patronales.

Un facteur exogène important s'exerçant à court terme sur l'activité concerne cependant la menace terroriste qui plane depuis les attentats perpétrés à Paris en novembre 2015, et qui a finalement débouché sur les attaques du 22 mars 2016 visant l'aéroport national et le réseau de métro bruxellois. Quantifier l'incidence précise de ce type de facteurs sur l'économie n'est certes pas chose aisée ;

il s'avère que des attaques terroristes isolées n'ont d'ordinaire pas d'effet significatif au niveau macroéconomique dans les pays avancés. Ceci étant, la menace terroriste qui règne depuis plusieurs mois semble en l'occurrence bel et bien se faire sentir sur l'économie belge. L'explication est principalement à rechercher auprès des touristes étrangers de loisirs et d'affaires qui sont nombreux à se détourner de la Belgique depuis les attentats de Paris et les importantes mesures de sécurité appliquées dans la foulée de ceux-ci dans la Région de Bruxelles-Capitale. Un constat qui laisse augurer une nette contraction des recettes tirées du tourisme, en particulier pour les entreprises du secteur de l'horeca. Cette défection aurait en effet exercé une incidence négative sur la croissance au premier trimestre pouvant se monter, selon les estimations, à 0,1 point de pourcentage – la croissance belge s'étant d'ailleurs révélée inférieure de 0,2 % à la moyenne de la zone euro – et pourrait encore peser sur l'activité au deuxième trimestre.

Pour autant, les présentes projections, clôturées à la date du 19 mai 2016, font état d'une croissance annuelle de 1,3 % en 2016, soit un chiffre inchangé par rapport aux dernières projections d'automne. Ce statu quo s'explique par le fait que l'incidence négative de la menace terroriste et les hypothèses techniques et extérieures légèrement moins favorables sur lesquelles reposent les estimations de l'Eurosystème, dont les principales sont décrites dans l'encadré 1 du présent article, sont contrebalancées par un effet de niveau favorable résultant de l'accélération de la croissance au dernier trimestre de 2015. De fait, cette dernière a récemment fait l'objet d'une révision à la hausse par l'ICN en raison d'une progression marquée de l'activité dans le secteur énergétique dont ne tenaient pas encore compte les projections d'automne et les précédentes éditions des comptes trimestriels de l'ICN. En 2016, l'expansion de l'économie belge devrait par conséquent être très proche du rythme de croissance enregistré les deux années précédentes. D'après les présentes projections, la croissance devrait encore demeurer limitée durant le trimestre en cours, bridée par le tarissement de l'afflux de touristes, mais elle repartirait à la hausse au second semestre, notamment sous l'effet conjugué de l'augmentation de la demande mondiale et de l'amélioration de la compétitivité-coût résultant de la politique de modération salariale. La croissance annuelle s'établirait dès lors à 1,5 % en 2017, s'écartant peu des projections d'automne, et elle devrait encore se renforcer légèrement en 2018. À cet égard, il convient de rappeler la grande marge d'incertitude inhérente aux estimations établies pour des années plus éloignées. Outre l'affermissement de la croissance des exportations, une augmentation des investissements et de la consommation des ménages, alimentée par une hausse des revenus, devrait contribuer

à l'accélération de l'activité au cours des deux prochaines années.

Le redressement du marché du travail demeure robuste, et il ne peut être dissocié de la politique de modération des coûts salariaux et des réformes structurelles apportées au marché du travail. L'accroissement de l'emploi intérieur devrait même, selon les dernières statistiques, dépasser les estimations des projections d'automne et ce, même si cette évolution est compensée par la durée moyenne du travail qui reste quelque peu inférieur aux projections. Sur la période de trois ans courant de 2016 à 2018, le rebond de la croissance devrait concourir à créer près de 140 000 postes de travail supplémentaires. Bien que le taux de participation reste orienté à la hausse et que la population en âge de travailler continue de croître à un rythme supérieur aux attentes sous l'effet du nombre relativement élevé de demandeurs d'asile, ce résultat outre-passe largement la croissance de la population active. Le taux de chômage devrait dès lors se réduire progressivement à 7,8 % environ en 2018, soit un taux comparable au niveau qu'il affichait juste avant la grande récession.

L'inflation a continué d'augmenter durant les premiers mois de l'année. En moyenne annuelle, l'inflation en 2016 augmenterait fortement par rapport à l'année précédente. Bien que cette évolution soit en premier lieu à mettre en rapport avec le retournement de l'évolution des prix des produits pétroliers, la tendance sous-jacente de l'inflation demeure elle aussi étonnamment élevée et ce, en dépit de la diminution continue des coûts salariaux par unité produite depuis 2013. Si ce constat traduit en partie un redressement normal des marges bénéficiaires des entreprises, il réduit cependant les retombées positives engendrées par l'amélioration de la compétitivité-coût ainsi que de l'emploi sur la croissance. Par ailleurs, étant donné que les mécanismes d'indexation des prix opèrent à nouveau, le fait que la Belgique présente une inflation sensiblement supérieure à celle des autres pays de la zone euro risque d'engendrer une augmentation relativement plus forte des coûts salariaux en Belgique et d'amener la compétitivité à se dégrader à nouveau. Selon les projections, l'inflation devrait continuer de grimper pour s'établir juste en-deçà de la barre des 2 % en 2018 et ce, sous l'effet notamment de la remontée des coûts salariaux. En ce qui concerne les salaires conventionnels, en l'absence d'une norme salariale centrale pour les deux prochaines années, l'hypothèse retenue a été celle d'une croissance réelle grimant à 1 % en 2018, dans un contexte de renforcement de la croissance et de pénurie grandissante de main-d'œuvre sur le marché du travail.

S'agissant des finances publiques, il faudra attendre 2017 pour voir se réduire le déficit budgétaire. À la fin

de l'horizon de projection, le déficit s'établirait à 2,4 %, soit un taux éloigné des objectifs fixés dans le programme de stabilité en matière de résorption des déficits nominal et structurel. En 2018, la dette publique s'établirait à un niveau à peine inférieur à celui de 2015. Il convient de rappeler à cet égard que, conformément aux règles de l'Eurosystème applicables aux exercices de projection, 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. En outre, les estimations de l'incidence budgétaire de certaines mesures peuvent s'écarter des montants inscrits au budget.

1. Environnement international et hypothèses

1.1 Économie mondiale

Au cours de l'année 2015, la reprise de l'économie mondiale s'est poursuivie, fût-ce dans un environnement marqué par l'incertitude; elle est restée inégale et fragile et est retombée à 3,0 %, après 3,3 % en 2014. Dans les pays avancés, l'activité a continué de se raffermir, demeurant plus dynamique dans les pays anglo-saxons que dans la zone euro et, surtout, qu'au Japon. À la fin de 2015, des signes d'affaiblissement y sont toutefois apparus: si les politiques monétaires accommodantes et le recul des prix pétroliers ont encore soutenu la demande intérieure, l'apathie croissante de la demande extérieure a fini par peser davantage sur le redressement en cours. Par contraste, du côté des pays émergents, le ralentissement économique s'est confirmé en 2015, notamment en Chine.

La moindre vigueur de l'économie chinoise a freiné l'activité dans les autres pays émergents. De plus, la baisse des cours des matières premières et le durcissement des conditions de financement – en partie lié à la normalisation de la politique monétaire américaine – ont aussi pénalisé leur activité. Les situations ont toutefois été très diverses. Une récession profonde était en cours en Russie et au Brésil, et plusieurs autres pays exportateurs de produits de base ont eux aussi rencontré des difficultés grandissantes. Par contre, la croissance est restée plus robuste dans d'autres pays, comme en Inde. Tout au long de l'année 2015, les marchés financiers ont régulièrement été secoués par des épisodes de volatilité reflétant les inquiétudes liées à l'atonie de l'activité dans les économies émergentes, en particulier en Chine. En effet, durant l'été de 2015, les marchés ont enregistré une poussée brutale des incertitudes à la suite des mesures prises par les autorités chinoises en vue d'enrayer les comportements

de placements à risque dans le secteur bancaire parallèle, d'une part, et de l'annonce par la Banque populaire de Chine d'un ajustement de sa politique de change, d'autre part. Ces craintes ont donné lieu à une volatilité croissante sur les places financières internationales, avec l'affaiblissement des cours boursiers, une diminution des flux de capitaux vers les économies émergentes, un resserrement de leurs conditions financières (contre un recul des taux des obligations d'État dans les pays avancés, où elles sont considérées comme des placements relativement plus sûrs) et une dépréciation des monnaies de certains pays émergents. De la fin de 2015 à la mi-février 2016, un nouvel épisode d'intense volatilité a été alimenté, une fois de plus, par l'avivement des craintes quant à un ralentissement désordonné et plus brutal que prévu de l'économie chinoise, mais aussi par des perspectives assombries pour d'autres économies et par la poursuite de la faiblesse des cours du pétrole et des retombées de celle-ci sur les pays exportateurs, interprétée comme le signe d'une plus grande anémie de l'économie mondiale.

La crainte d'une nouvelle détérioration de la situation économique dans les pays émergents a continué de peser sur les marchés financiers au cours des premières semaines de 2016, mais paraît toutefois jusqu'à présent infondée. Au premier trimestre de 2016, la croissance en Chine serait restée quasi stable. Ce scénario d'un atterrissage en douceur est conforté par l'adoption de politiques de soutien budgétaire et monétaire. En Russie, à la faveur de la remontée des cours des matières premières enregistrée cette année, les premières données tendent à indiquer un amoindrissement de la contraction, tandis que, au Brésil, les incertitudes politiques continuent d'enrayer la confiance. Même si des vulnérabilités et des vents contraires tenaces pèsent encore sur les économies émergentes – le haut niveau d'endettement de la Chine demeure un facteur de risque –, il semble que l'exacerbation des craintes au début de 2016 ait été exagérée, et des signes positifs se sont ainsi fait jour sur les marchés financiers dès la mi-février 2016. L'aversion pour le risque s'est atténuée, les marchés financiers se sont ressaisis, recouvrant en partie les pertes précédentes, et les taux d'intérêt des obligations d'État des pays avancés ont légèrement progressé. Les cours du pétrole sont remontés et les taux de change de certains pays émergents se sont redressés. En Chine, le renminbi s'est stabilisé et les sorties de capitaux se sont modérées, ce qui est en partie attribuable aux nouvelles données macroéconomiques, qui ont conforté le scénario d'un atterrissage en douceur.

Sur l'ensemble de l'année 2015, le commerce international de biens et de services s'est ralenti, freiné par la contraction des importations de plusieurs économies émergentes. En Chine, les surcapacités enregistrées dans la production

industrielle et dans le secteur de l'immobilier, de même que l'entame du rééquilibrage de l'activité vers le secteur des services, ont occasionné un essoufflement des investissements, qui sont relativement intensifs en importations. Dans d'autres pays émergents, la dépréciation de la monnaie, tout comme la moindre vigueur, voire le recul, de la demande intérieure, notamment du fait d'investissements étiques, ont limité leurs importations. Au cours des premiers mois de 2016, la croissance du commerce mondial se serait stabilisée à un niveau relativement bas.

Contrastant avec celle des économies émergentes, la croissance des pays avancés s'est quelque peu renforcée en 2015. Aux États-Unis, elle est restée soutenue, s'appuyant sur la demande intérieure, en particulier sur la consommation privée. Cette dernière reste ancrée autour de fondamentaux solides, tels la création d'emplois, la hausse des salaires réels et le gonflement du patrimoine net des ménages. En revanche, la perte de compétitivité-prix à la suite de l'appréciation du dollar a pesé sur les exportations. De plus, les investissements dans le secteur de l'énergie ont diminué. Depuis la fin de 2015, la croissance s'est sensiblement modérée, retombant à 0,8% en croissance annuelle au premier trimestre de 2016 selon les statistiques trimestrielles les plus récentes. Outre à l'augmentation de la contribution négative du commerce extérieur, le tassement est essentiellement imputable à la demande intérieure: alors que les dépenses des ménages ont relativement bien résisté, notamment celles en investissements résidentiels, les investissements non résidentiels, liés aux extractions de matières premières, mais aussi aux investissements productifs dans d'autres secteurs, ont plombé le rythme de croissance.

Au Japon, alors que la reprise semblait bien amorcée depuis le début de 2015, l'activité a fini par se contracter en fin d'année. Le ralentissement en Chine et dans d'autres économies asiatiques auxquelles le Japon est étroitement exposé ont pénalisé ses exportations et, partant, son secteur manufacturier. De plus, en dépit d'un marché du travail extrêmement serré, la consommation privée s'est repliée. Mais, au premier trimestre de 2016, la croissance a surpris en repassant en territoire légèrement positif, grâce à un rebond de la consommation privée et des exportations.

En 2015, la croissance dans la zone euro a montré des signes de relâchement en cours d'année, lestée par l'aggravation de la détérioration de l'environnement extérieur. La croissance a de nouveau reposé sur la demande intérieure. Le raffermissement de la consommation privée s'est appuyé sur la hausse du pouvoir d'achat des ménages à la suite de la baisse des prix de l'énergie et de l'embellie sur le marché du travail. La reprise des investissements a, en revanche, été plutôt timide dans l'ensemble. Si des conditions de financement très favorables les ont soutenues, l'incertitude et,

dans certains États membres, la nécessité de poursuivre la réduction de l'endettement ont différé les décisions d'investissement. Après un ralentissement graduel de la croissance économique en 2015, les premières données font état d'une accélération au premier trimestre de 2016 (à 0,5% en glissement trimestriel). Sur le marché du travail, la situation a continué de s'améliorer jusqu'au début de 2016. Les créations d'emplois ont progressé parallèlement au redressement de la croissance et au soutien de mesures fiscales, structurelles et de modération salariale dans certains pays. Le taux de chômage s'est peu à peu infléchi, tout en demeurant encore à des niveaux élevés, de l'ordre de ceux de 2011.

La reprise dans la zone euro en 2015 a reposé sur une assise géographique plus large. À l'exception de la Grèce, retombée en récession en milieu d'année, c'est surtout dans certains pays périphériques que la croissance a été la plus vigoureuse, portée par l'amélioration sur le marché du travail et par la reprise au sein des économies avancées en dehors de la zone euro, mais aussi par les effets des réformes structurelles et des programmes d'ajustement qui avaient été mis en œuvre. Dans les pays du cœur de la zone euro, la croissance tant en Allemagne qu'en France s'est appuyée sur le dynamisme de la consommation privée, tandis que le commerce extérieur a peiné à constituer un levier de croissance solide. En Allemagne, la consommation publique a aussi été robuste, en partie grâce aux dépenses engagées face à l'afflux de migrants, de même que les investissements. En France, par contre, la contraction dans le secteur de la construction a compensé la contribution positive des autres investissements.

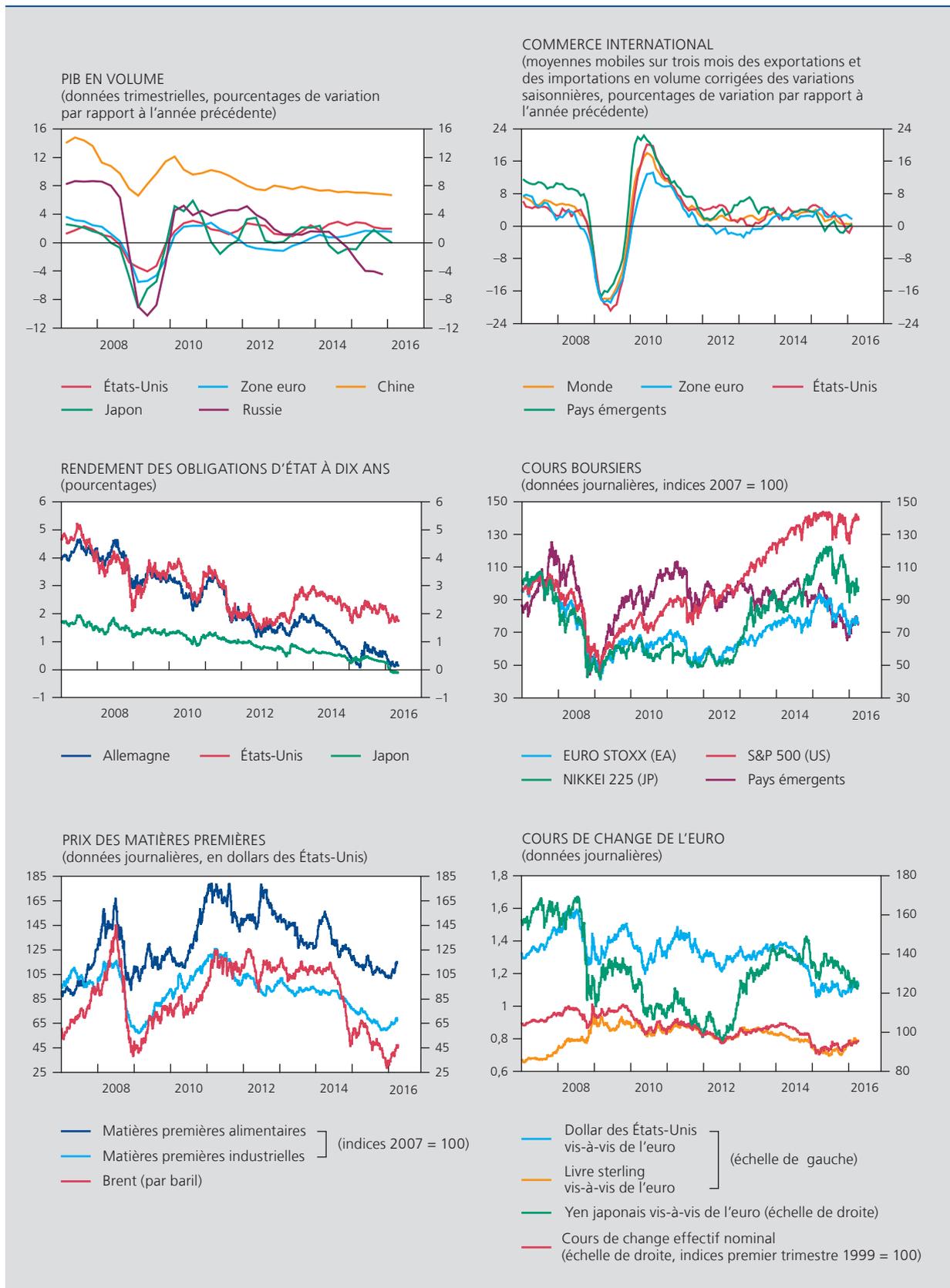
En recul depuis 2011, l'inflation dans la zone euro a atteint un creux en janvier 2015, avant d'évoluer de manière irrégulière autour de niveaux légèrement positifs, et, sur l'ensemble de l'année 2015, l'inflation a ainsi été nulle. La poursuite du repli des cours du pétrole et de nouveaux effets de base négatifs, de même que l'appréciation récente de l'euro, ont à nouveau poussé l'inflation en territoire négatif à partir de février 2016.

En 2015 et jusqu'au début de 2016, tandis que les monnaies des pays avancés se sont globalement appréciées, celles de plusieurs pays émergents et exportateurs de matières premières ont, au contraire, eu tendance à se déprécier. Les évolutions des monnaies des pays avancés ont aussi reflété les attentes quant aux différentes politiques monétaires et aux nouvelles mesures. En effet, l'euro s'est à nouveau déprécié par rapport au dollar des États-Unis au cours de la période qui a précédé les décisions de politique monétaire prises de part et d'autre de l'Atlantique en décembre 2015, avec, d'une part, la première levée des taux directeurs par la Réserve fédérale et, d'autre part, une prolongation de six mois des achats de la BCE.

En mars 2016, la BCE a annoncé l'adoption de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire. L'ensemble des taux directeurs a une nouvelle fois été abaissé. Le Conseil des gouverneurs a également décidé d'augmenter les achats mensuels d'actifs effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP), les faisant passer à 80 milliards d'euros (contre 60 auparavant) et d'étendre aux actifs éligibles certaines obligations des sociétés non financières dès la fin du deuxième trimestre de 2016. Enfin, une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II) sera lancée entre juin 2016 et mars 2017. Face au contexte troublé sur les marchés, aux incertitudes liées aux pays émergents et aux résultats macroéconomiques mitigés aux États-Unis, les autorités monétaires américaines ont quant à elles insisté sur l'adoption d'une conduite prudente quant aux relèvements futurs des taux d'intérêt et ont opté pour un rythme de normalisation de leur politique moins rapide qu'anticipé. Lors de sa réunion du 27 avril 2016, la Réserve fédérale a dès lors laissé sa politique monétaire inchangée, même si elle n'a pas exclu une hausse de ses taux plus tard dans l'année.

Une réévaluation de la divergence entre les politiques monétaires américaine et européenne, à la suite des décisions prises depuis décembre 2015, semble avoir contribué à la récente appréciation de l'euro face au dollar des États-Unis. À partir de décembre 2015, l'euro s'est d'ailleurs également nettement apprécié en termes effectifs.

Alors qu'ils s'étaient affichés en baisse tendancielle dès la mi-2014, les cours du Brent sont sortis du creux où ils étaient tombés en janvier 2016, lorsque le baril valait un peu moins de 30 dollars, pour grimper jusqu'à près de 48 dollars à la fin mai. Si l'offre de pétrole continue d'être excédentaire, plusieurs éléments ont pourtant récemment tendu à la modérer. En effet, la production a été réduite en raison de perturbations de la production en Irak, au Nigéria et aux Émirats arabes unis. En février, des quatre principaux pays membres de l'OPEP, à savoir l'Arabie saoudite, le Qatar, la Russie et le Venezuela, ont annoncé qu'ils gelaient leur production aux niveaux de janvier 2016. Dans les pays hors OPEP tels que les États-Unis, le Brésil ou la Chine, les données préliminaires de janvier et février 2016 font également état d'une diminution de la production. En outre, au Canada, les incendies de forêts survenus au mois de mai 2016 dans la région de l'Alberta auraient perturbé ses capacités de production à hauteur de près de la moitié. Les cours pétroliers restent toutefois très nerveux au vu des nombreuses incertitudes entachant leur évolution future, telles que, par exemple, l'offre supplémentaire attendue en provenance de l'Iran à l'avenir, dont le niveau est encore indéterminé. S'agissant des autres matières premières non pétrolières, les cours ont suivi le mouvement et sont également remontés.



Sources : CPB Wereldhandelsmonitor, OCDE, Thomson Reuters Datastream.

TABLEAU 1 PROJECTIONS POUR LES PRINCIPALES ZONES ÉCONOMIQUES

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

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

Sources: CE, OCDE.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

Encadré 1 – Hypothèses retenues pour les projections

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

S'agissant des cours de change, les projections s'appuient sur l'hypothèse selon laquelle ceux-ci resteront figés sur l'ensemble de la période de projection au niveau moyen observé durant les dix derniers jours ouvrables précédant la clôture des hypothèses le 11 mai 2016. Pour le dollar des États-Unis, ce cours de change s'établissait à 1,14 dollar pour 1 euro.

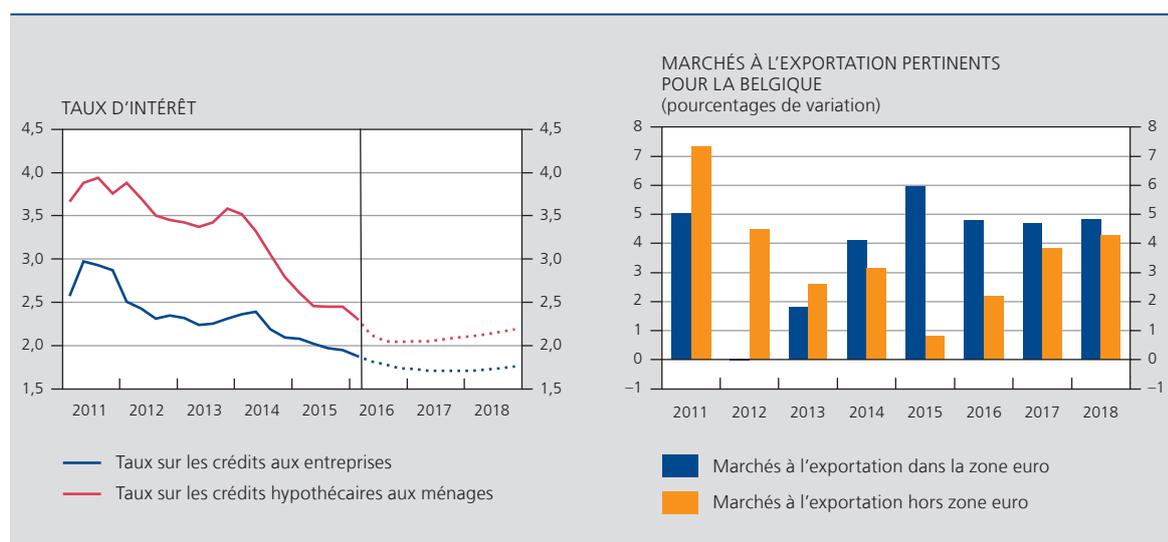


En ce qui concerne les futurs cours du pétrole, il est tenu compte, comme à l'accoutumée, des anticipations des marchés telles qu'elles se reflètent dans les contrats à terme conclus sur les marchés internationaux. Après la baisse quasi ininterrompue amorcée à l'automne de 2014, les marchés s'attendaient, à la mi-mai 2016, à ce que le cours du baril de Brent reparte progressivement à la hausse à l'horizon des projections, passant de 35 dollars en moyenne au premier trimestre de 2016 à 52 dollars environ au dernier trimestre de 2018. Il s'agit, une fois de plus, d'une sensible révision à la baisse par rapport aux hypothèses établies dans le cadre des projections d'automne.

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés observées à la mi-mai 2016. Au premier trimestre de cette année, le taux des dépôts interbancaires à trois mois s'établirait à environ 20 points de base. Il s'infléchirait encore quelque peu par la suite avant, de se redresser légèrement à la fin de la période des projections pour avoisiner à nouveau les quelques 20 points de base. Le niveau du taux à long terme sur les obligations publiques en Belgique afficherait une progression plus soutenue, passant de 0,6 % au premier trimestre de cette année à 1,1 % en moyenne en 2018.

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

(pourcentages)



Source : Eurosysteme.

L'évolution attendue des taux appliqués par les banques sur les crédits d'investissement aux entreprises et sur les crédits hypothécaires aux particuliers peut cependant diverger quelque peu de celle des taux de marché. Ainsi, en raison de la politique monétaire particulièrement accommodante de la BCE et de l'abondante liquidité qui en découle, le taux d'hypothécaire moyen est historiquement bas, et il devrait à peine suivre le mouvement haussier du taux du marché à long terme pour rester relativement stable sur l'ensemble de la période de projection. Le taux moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, demeurerait lui aussi relativement constant sur la période de projections : à la fin de 2018, il ressortirait à moins de 1,8 %, soit un niveau encore légèrement inférieur à celui qu'il affiche actuellement.

Les perspectives relatives à la croissance économique mondiale, hors zone euro, se sont clairement assombries depuis les projections d'automne publiées en décembre 2015, tant pour les pays développés que pour les pays émergents. Par ailleurs, la récente atonie du commerce international évoquée précédemment a donné lieu à une nouvelle révision

à la baisse de l'importance des échanges commerciaux dans la croissance mondiale pour 2016. Cette situation grève, cette année surtout, la croissance des marchés étrangers en dehors de la zone euro, qui, après un plus bas historique en 2015, devrait donc rester très limitée en 2016. Au total, la croissance des marchés étrangers pertinents pour les exportateurs belges devrait continuer de s'affermir de manière constante pour atteindre 4,6 % en 2018.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par la croissance de ces marchés de débouchés étrangers, mais aussi par le développement des parts de marché, et donc, par la compétitivité de la Belgique. Parmi les aspects de la compétitivité liés aux coûts, les fluctuations des prix pratiqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation occupent une place de choix. Sous l'effet, entre autres, de l'appréciation récente de l'euro, les prix pratiqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation, exprimés en euros, fléchiraient de 2,9 % en 2016 alors qu'ils avaient encore augmenté en 2015 à la suite de la dépréciation de l'euro. Avec un cours de change estimé constant, le raffermissement de l'inflation, dans la zone euro mais aussi ailleurs, ouvre la voie pour les prochaines années à une nouvelle pression haussière sur les prix chez les concurrents des exportateurs belges.

HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2016	2017	2018
	(moyennes annuelles)		
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis	1,13	1,14	1,14
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	43,4	49,1	51,3
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	-0,25	-0,30	-0,25
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	0,6	0,8	1,1
Taux sur les crédits aux entreprises	1,8	1,7	1,7
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages	2,1	2,1	2,1
	(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	3,7	4,3	4,6
Prix des concurrents à l'exportation	-2,9	2,2	2,1

Source : Eurosystem.

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

1.2 Estimations pour la zone euro

S'agissant de la croissance dans la zone euro en 2016, les projections de printemps de l'Eurosysteme sont nettement plus optimistes que ne l'étaient les estimations de mars 2016 de la BCE. Grâce à un début d'année robuste, la croissance devrait atteindre, comme en

2015, 1,6 % en rythme annuel. Cette nouvelle estimation est par ailleurs très proche des précédentes projections d'automne de l'Eurosysteme. Seuls les effets d'un environnement international moins favorable pousseraient la croissance à être un peu moins vigoureuse que ne le prévoient ces projections pour l'année prochaine. En 2018 également, l'économie de la zone

euro devrait continuer de progresser plus ou moins au même rythme.

À cet égard, la reprise reste soutenue par des conditions de base favorables, comme un euro relativement bon marché et un faible niveau des taux d'intérêt, qu'a contribué à favoriser la politique monétaire. L'essoufflement de la demande extérieure devrait peser davantage sur la contribution à la croissance des exportations nettes en 2016, mais il sera compensé par une forte progression de la demande intérieure, portée non seulement par la consommation privée mais également par les investissements. La demande intérieure faiblirait toutefois quelque peu au cours de la période couverte par les projections, en raison entre autres de la remontée du prix du pétrole. En tenant compte du taux de croissance estimé au niveau mondial, cette évolution devrait toutefois être compensée par le raffermissement de la demande extérieure. La contribution négative des exportations nettes à la croissance serait ainsi effacée et la croissance économique resterait dès lors relativement stable.

L'année dernière, l'inflation dans la zone euro est tombée au point mort sur une base annuelle. Au cours de la période couverte par les projections, l'évolution récente et attendue du prix du pétrole devrait exercer une forte incidence sur l'inflation, qui devrait enregistrer un net rebond à partir de 2017. L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire l'inflation abstraction faite de ses composantes volatiles, devrait également progressivement remonter, sous l'effet principalement de la croissance salariale induite par la poursuite du redressement de l'économie et du marché du travail. En 2018, l'inflation, toujours abstraction faite de ses composantes volatiles, devrait cependant se maintenir bien en deçà du seuil de 2 %.

Au cours de la période récente, l'emploi a fortement augmenté: par rapport à la croissance de l'activité, la reprise récemment observée sur le marché du travail est même plus marquée que ce qu'auraient pu laisser prévoir les élasticités historiques. Bien que des glissements conjoncturels vers des secteurs d'activité intensifs en main-d'œuvre aient contribué à ce redressement, il est avant tout le fruit de réformes structurelles dans certains pays et du maintien de la modération salariale. Selon les estimations, l'emploi devrait continuer à progresser d'environ 1 % par an au cours de la période de projection; le rapport entre le rythme de croissance de l'emploi et la croissance de l'activité devrait toutefois progressivement revenir à son niveau historique. Pour l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage devrait continuer de baisser pour s'établir malgré tout à 9,5 % en 2018, soit plus ou moins le seuil atteint en 2009.

TABLEAU 2 PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME POUR LA ZONE EURO

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

	2016 e	2017 e	2018 e
PIB en volume	1,6	1,7	1,7
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL ..	1,9	1,7	1,5
Dépense de consommation finale des administrations publiques	1,5	0,8	0,9
Formation brute de capital fixe ..	3,2	3,4	3,3
Exportations de biens et de services	3,2	4,2	4,4
Importations de biens et de services	4,7	4,7	4,8
Inflation (IPCH)	0,2	1,3	1,6
Inflation sous-jacente ⁽¹⁾	1,0	1,2	1,5
Emploi intérieur	1,1	0,9	0,9
Taux de chômage ⁽²⁾	10,2	9,9	9,5
Besoin (-) ou capacité de financement des administrations publiques ⁽³⁾	-1,9	-1,7	-1,4

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.

Le déficit budgétaire moyen de la zone euro diminuerait fortement, pour retomber à 1,4 % du PIB en 2018. Cette amélioration est exclusivement attribuable à l'embellie conjoncturelle et à la poursuite de la réduction des charges d'intérêts liée à la faiblesse inhabituelle des taux. L'orientation de la politique budgétaire serait, par contre, légèrement assouplie en 2016, bien que cela soit en grande partie imputable à une hausse des dépenses liées à l'accueil des réfugiés. Le ratio de la dette publique continuerait de baisser, à un rythme toutefois lent, pour se situer à la fin de 2018 à un niveau inférieur de 5,5 points de pourcentage au sommet atteint en 2014.

2. Activité et demande

La croissance de l'activité en Belgique s'est fortement raffermie durant le dernier trimestre de 2015. Alors que les statistiques trimestrielles antérieures étaient parfaitement en ligne avec les projections d'automne de la Banque, une augmentation substantielle de l'activité du secteur de l'énergie a conduit l'ICN à revoir la croissance trimestrielle à la hausse (à 0,5 %) à la fin du mois d'avril. Comme les projections d'automne l'avaient anticipé, la croissance

économique s'est établie à 1,4% pour l'ensemble de l'année 2015.

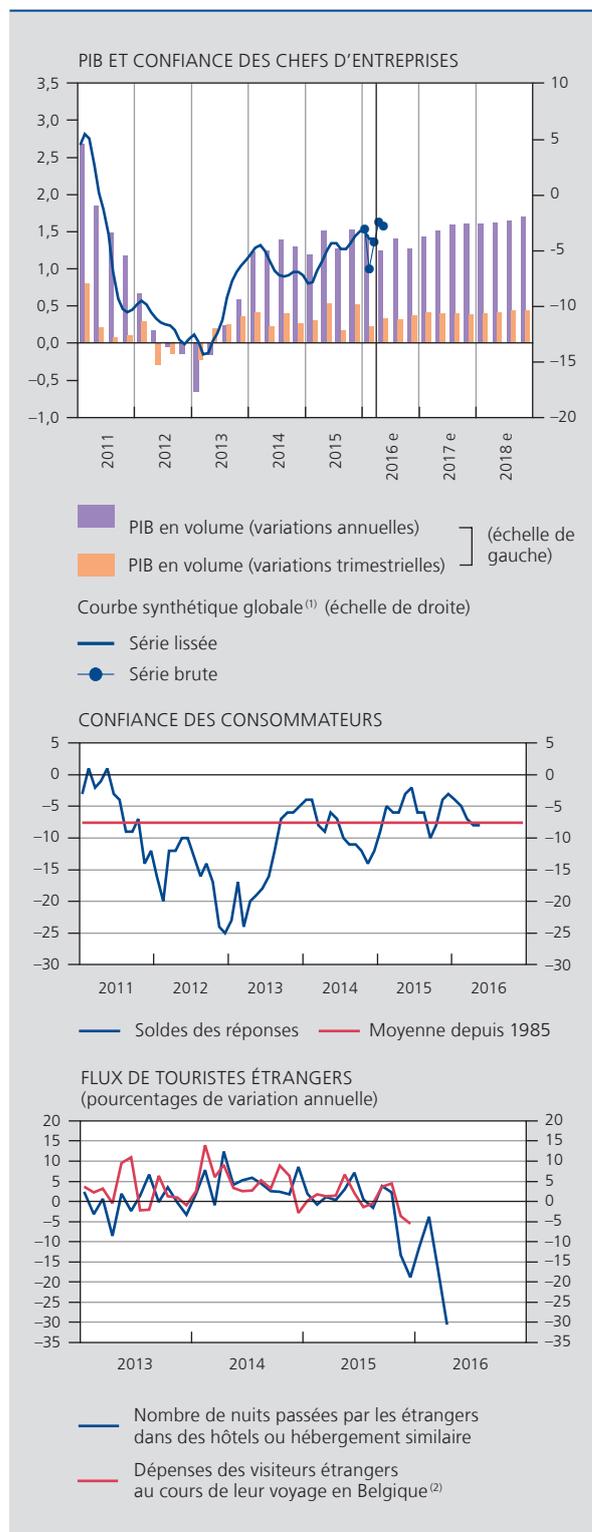
La révision à la hausse de la croissance au dernier trimestre de l'année dernière génère cependant un effet de niveau positif sur l'année en cours contrebalançant ainsi le rythme de croissance plus faible enregistré au premier semestre de 2016. La croissance au premier semestre de l'année n'aurait, de fait, pas seulement été bridée par la fragilité de l'environnement extérieur, mais aussi par l'impact négatif de la menace terroriste qui règne depuis les attentats de Paris en novembre 2015 et qui s'est encore alourdi à la suite des attentats perpétrés à Bruxelles en mars 2016. Les premières estimations de l'ICN confirment cette situation en indiquant que la croissance économique au cours du premier trimestre aurait progressé à un rythme très modéré, de l'ordre de quelque 0,2%, soit un niveau nettement inférieur à la moyenne de la zone euro.

Du fait que les attentats de Bruxelles ne se sont produits qu'à la fin du premier trimestre, leur effet sur l'économie devrait encore être perceptible au cours du deuxième trimestre et se répercuter principalement sur le tourisme et, dans une moindre mesure seulement, sur la consommation privée. La confiance des consommateurs a accusé un nouveau repli depuis avril, tombant même temporairement sous sa moyenne de long terme. Une comparaison avec les indicateurs de confiance d'autres pays également touchés par des attaques terroristes (comme l'Espagne en 2004, le Royaume-Uni en 2005 et la France en 2015) révèle toutefois que la confiance des consommateurs se rétablit en règle générale très rapidement après les attaques. La confiance des chefs d'entreprise belges s'est par ailleurs à nouveau raffermie après les attentats. Bien plus que la demande intérieure, les exportations et, plus particulièrement, les revenus du tourisme auraient souffert des attentats, qui ont, de plus, provoqué des perturbations prolongées de l'activité à l'aéroport national, importante porte d'entrée en Belgique. Depuis les attentats de Paris commis en novembre 2015 et le relèvement consécutif du niveau d'alerte terroriste ayant entraîné la prise de mesures de sécurité importantes dans la Région de Bruxelles-Capitale, l'afflux de touristes et de voyageurs d'affaires en Belgique a nettement diminué. La baisse du nombre de touristes se reflète d'ailleurs dans le taux d'occupation relativement bas des hôtels, surtout à Bruxelles, au cours du premier semestre de l'année.

Dans ce contexte, la croissance trimestrielle du deuxième trimestre de 2016 ne devrait, selon les estimations actuelles, progresser que très légèrement. Grâce à l'effet de niveau enregistré en 2015, la croissance annuelle devrait toutefois, comme le prévoient les projections d'automne, atteindre 1,3% en 2016. Sur une base annuelle, la

GRAPHIQUE 2 PIB, INDICATEURS DE CONFIANCE ET AFFLUX DE TOURISTES ÉTRANGERS

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



Sources: Eurostat, ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des effets de calendrier.

(2) Données nominales, selon les données de la balance des paiements.

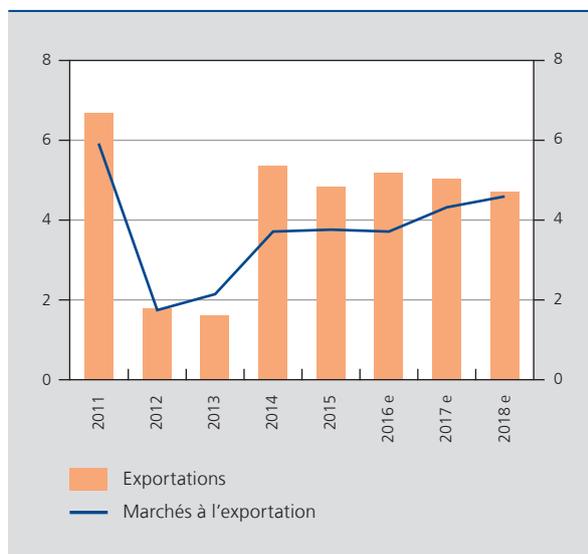
croissance économique devrait poursuivre sa progression jusqu'à respectivement 1,5 et 1,6 % en 2017 et 2018.

Comme cela a été le cas dans un passé récent, et comme attendu jusqu'à peu, la demande intérieure constituera également le moteur de la croissance le plus important, mais pas le seul, durant la suite de la période de projection. En 2017 et 2018, la demande intérieure (hors variation des stocks) contribuera en effet à la croissance à hauteur de respectivement 1,5 et 1,6 point de pourcentage. Bien qu'il ne soit pas exclu que, dans un avenir proche, les entreprises procèdent à une réduction moins rapide de leurs stocks, ou qu'elles en accélèrent la formation, les hypothèses techniques retenues pour l'ensemble des trimestres de la période couverte par les projections tablent, comme de coutume, sur un effet neutre de la variation des stocks sur la croissance, eu égard notamment à la grande incertitude statistique qui entoure ce concept. La contribution des exportations nettes à la croissance du PIB devrait être globalement négligeable.

Bien que l'effet de débordement de 2015 entraîne encore d'importants gains de marché sur une base annuelle en 2016, le recul des exportations de services de tourisme devrait grever les exportations au cours du premier semestre de 2016. D'après les projections, la croissance de celles-ci devrait néanmoins à nouveau progresser par la suite, en raison du redressement attendu de l'afflux de touristes et surtout, de l'accroissement de la demande mondiale, associés à l'amélioration de la compétitivité-coût. Globalement, la contribution des exportations nettes à la croissance demeurerait toutefois relativement modeste sur l'horizon des projections. D'une part, l'élément favorable que constitue la dépréciation de l'euro depuis l'été de 2014, qui a fortement soutenu les exportations ces derniers temps, disparaît, puisque l'euro s'est à nouveau récemment quelque peu réapprécié, et que, pour ce qui est de la période couverte par les projections, l'hypothèse technique d'un taux de change constant prévaut (cf. encadré 1). D'autre part, la vive modération des coûts salariaux semble n'avoir, jusqu'à présent, que peu influé sur les performances belges à l'exportation. D'autres pays de la zone euro ont enregistré, au cours de la période récente, des (hausse(s) de) gains de parts de marché à l'exportation plus prononcés que la Belgique. Cette situation peut s'expliquer par la répercussion encore incomplète du fléchissement des coûts salariaux sur les prix des entreprises exportatrices – bien que l'évolution récente et attendue du déflateur des exportations belges semble nettement plus modérée que dans l'ensemble de la zone euro –, mais également par une plus faible élasticité-prix des exportations belges. En effet, celles-ci se composent, davantage que dans les autres pays de la zone euro, de produits semi finis et d'intrants intermédiaires pour les chaînes de valeur

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.

mondiales, ce qui pourrait éventuellement impliquer une sensibilité plus faible aux variations de prix. Par ailleurs, comme évoqué dans la partie 4, les coûts salariaux par unité produite devraient repartir nettement à la hausse à partir de 2017, ce qui pèse sur la compétitivité-coût et tend à limiter les gains de parts de marché à l'exportation à la fin de la période couverte par les projections.

Comme indiqué précédemment, la demande intérieure constituerait le principal moteur de la croissance économique en étant largement soutenue par la consommation privée et par les investissements des entreprises. Au cours du premier semestre de 2016, la hausse de la consommation des ménages devrait, tel qu'attendu, demeurer très modérée en raison d'un contexte de baisse de la confiance des consommateurs et d'une nette accélération de l'inflation. Selon les premières statistiques trimestrielles, la consommation privée en volume n'aurait que peu progressé au premier trimestre de 2016. A partir du second semestre de 2016, et sur l'ensemble de la période de projection, cette composante des dépenses devrait toutefois croître à un rythme relativement constant, de l'ordre de 0,3 % environ en volume par trimestre. La croissance régulière sur le marché de l'emploi et, surtout, l'augmentation des hausses salariales réelles à partir de 2017, induisent une accélération des revenus du travail, qui constituent le principal déterminant de la consommation privée. Cependant, compte tenu du lissage de la consommation dans le temps, les ménages n'adapteront

qu'avec un certain délai leur consommation à cette hausse de leurs revenus. Le taux d'épargne des particuliers grimperait dès lors quelque peu au cours des deux dernières années de la période couverte par les projections. Cette évolution résulterait également du fait que la part des revenus du patrimoine, qui tendent à être davantage épargnés, progresserait légèrement, principalement en raison de la hausse des revenus de dividendes. Plus généralement, on peut s'attendre à ce que les ménages profitent partiellement de l'augmentation de leur revenu disponible pour reconstituer quelque peu leurs réserves d'épargne, qui ont été fortement érodées au cours des dernières années. Néanmoins, le taux d'épargne demeurerait, même en 2018, encore nettement inférieur à son niveau moyen de long terme de 15 %, enregistré entre 2000 et 2015.

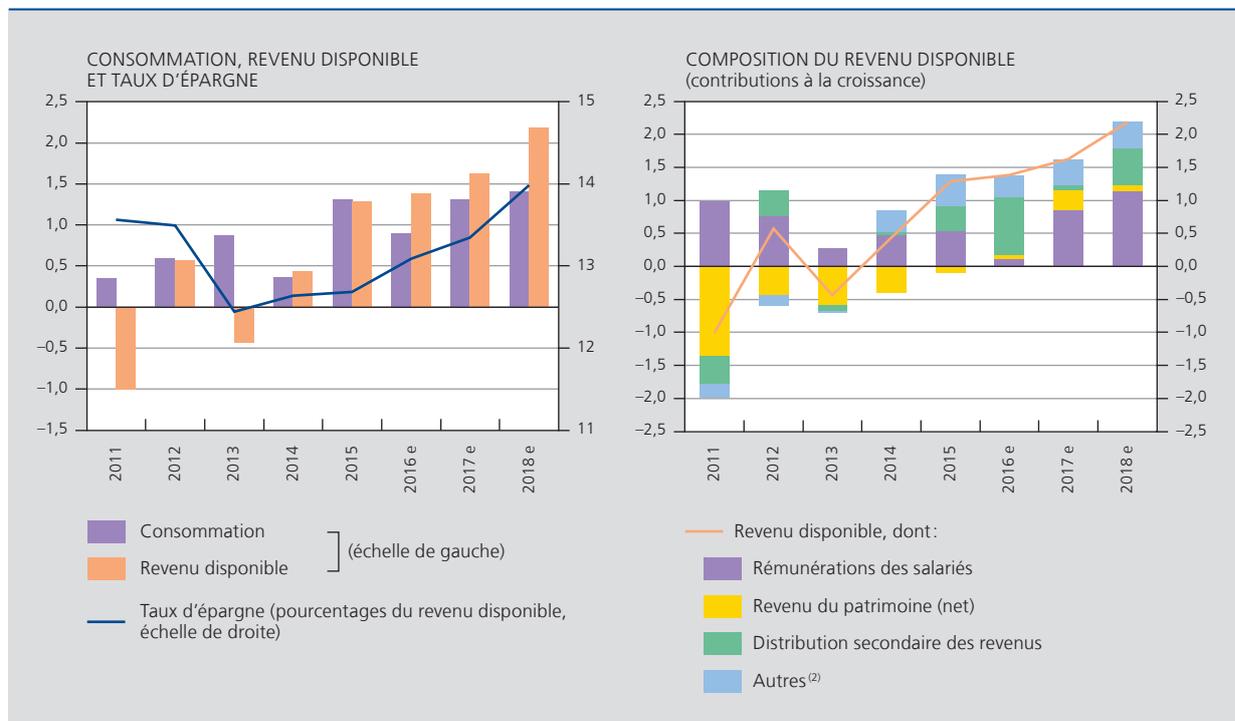
Le rythme de croissance sous-jacent des investissements des entreprises est également relativement régulier, bien qu'il soit encore, principalement en 2016, quelque peu biaisé par les facteurs spécifiques qui avaient fait grimper les investissements (et les importations) ces deux dernières années. Abstraction faite de ces facteurs, les investissements des entreprises devraient augmenter

graduellement à un rythme annuel moyenne d'un peu moins de 4 % en volume au cours de la période de projection. L'ampleur des réserves de liquidités, la hausse de l'excédent brut d'exploitation, de même que la faiblesse des taux d'intérêt et l'assouplissement des conditions de financement, contribuent au redressement de ces investissements. En outre, depuis peu, le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière est proche de sa moyenne de long terme, de sorte que l'accroissement de la demande générera de plus en plus d'investissements d'expansion.

Alors que les investissements des entreprises ont dépassé depuis quelque temps déjà leur niveau d'avant la crise, les investissements en logements se situent quant à eux toujours bien en deçà de ce niveau. Cet écart ne devrait pas pouvoir être comblé au cours de la période couverte par les projections, et ce en dépit de l'affermissement de la croissance. La vive croissance annuelle des investissements en logements enregistrée en 2016 résulte d'ailleurs principalement d'un effet de débordement de la forte hausse de 2015. Bien que les taux d'intérêt hypothécaires demeurent également bas en termes réels, que les revenus des ménages progressent et que le chômage recule

GRAPHIQUE 4 CONSOMMATION ET REVENU DISPONIBLE⁽¹⁾ DES PARTICULIERS

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



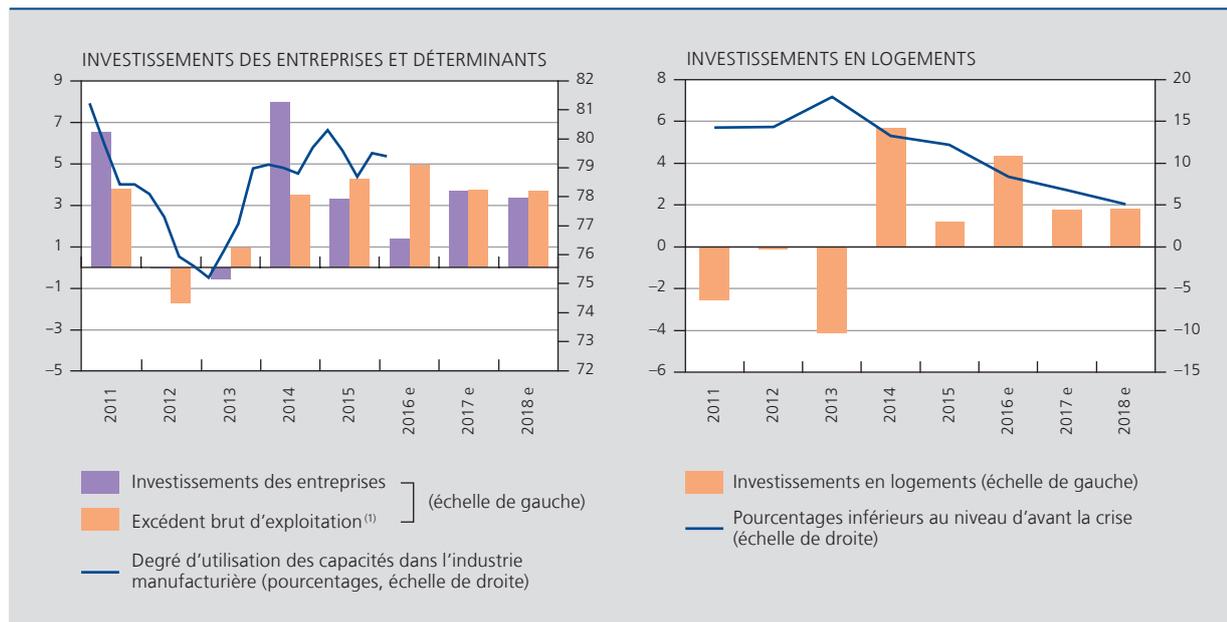
Sources : ICN, BNB.

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

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

GRAPHIQUE 5 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET EN LOGEMENTS

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



Sources: ICN, BNB.

(1) En termes nominaux.

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)

	2014	2015	2016 e	2017 e	2018 e
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL	0,4	1,3	0,9	1,3	1,4
Dépense de consommation finale des administrations publiques	0,3	0,2	0,8	0,5	0,6
Formation brute de capital fixe	7,0	2,3	2,3	2,9	3,0
des administrations publiques	3,2	-0,6	3,5	0,0	3,5
en logements	5,7	1,2	4,4	1,8	1,8
des entreprises	8,0	3,3	1,4	3,7	3,4
<i>p.m. Dépenses intérieures, hors variation des stocks</i>	1,8	1,3	1,2	1,5	1,6
Variation des stocks ⁽¹⁾	-0,2	0,4	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	-0,4	-0,3	0,2	0,1	0,1
Exportations de biens et de services	5,4	4,8	5,2	5,0	4,7
Importations de biens et de services	5,9	5,2	5,1	5,1	4,7
Produit intérieur brut	1,3	1,4	1,3	1,5	1,6

Sources: ICN, BNB.

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

progressivement, le redressement des investissements en logements devrait encore être quelque peu freiné par les restrictions de l'offre. La hausse de la demande de logements continuerait donc d'être largement orientée vers le marché secondaire, où les prix devraient poursuivre leur nette progression.

S'agissant des dépenses des administrations publiques, les investissements devraient encore considérablement augmenter en 2016 en raison des dépenses liées au projet « Scholen van Morgen ». La diminution de ces investissements spécifiques explique pourquoi les investissements en volume des administrations publiques resteraient pratiquement inchangés en 2017. Ces investissements devraient ensuite repartir à la hausse à l'approche des prochaines élections locales. Enfin, la croissance de la consommation publique serait légèrement gonflée cette année, en raison notamment de certaines dépenses exceptionnelles engagées dans le cadre du relèvement de la menace terroriste.

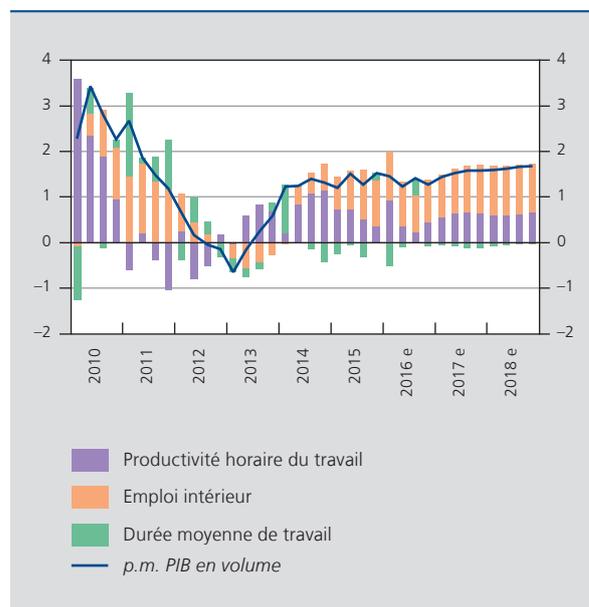
3. Marché du travail

S'inscrivant en léger décalage par rapport au retour de la croissance économique, la reprise de l'emploi amorcée en 2014 s'est confirmée en 2015, avec plus de 41 000 créations nettes d'emplois, un nombre légèrement supérieur aux estimations des dernières projections d'automne. La croissance de l'emploi, également soutenue par rapport à l'évolution de l'activité, ne peut être dissociée de la politique de modération des coûts salariaux, qui rend le facteur de production travail relativement meilleur marché et stimule les recrutements, mais également des récentes réformes du marché du travail, notamment de l'assurance chômage.

À la forte croissance de l'emploi correspond la récente baisse de la durée moyenne de travail, laquelle est la conséquence de facteurs à la fois temporaires et structurels. S'agissant des premiers facteurs, la suppression, en 2015, des allocations de crédit temps sans motif a incontestablement joué un rôle, les effets d'anticipation ayant probablement provoqué une hausse de cette forme de crédit temps au premier semestre de 2015. Le nombre de personnes bénéficiant d'un crédit-temps, avec ou sans allocation, a ainsi augmenté de 7,3 % en 2015. Cette hausse a majoritairement pris la forme d'une interruption d'un cinquième du temps de travail. Par ailleurs, si les mesures de sécurité prises dans le cadre de la menace terroriste, et, en particulier, le lock-down décrété après les attentats de Paris en novembre 2015, ont pesé sur la production, elles l'ont surtout fait au travers d'une diminution de la productivité et de la durée moyenne de travail.

GRAPHIQUE 6 EMPLOI INTÉRIEUR, DURÉE DE TRAVAIL ET PRODUCTIVITÉ

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



Sources : ICN, BNB.

Cependant, le raccourcissement de cette dernière est aussi imputable à des facteurs structurels, dans la mesure où il s'inscrit dans un marché du travail plus flexible où le travail à temps partiel et les contrats de courte durée gagnent en importance. Les changements survenus dans la structure d'emploi y ont également contribué. Alors que l'emploi s'est contracté dans l'industrie, il est en progression dans les services marchands et non marchands. Ces derniers emploient une forte proportion de travailleurs à temps partiel, ce qui pousse la tendance générale des heures moyennes à la baisse. À cela s'ajoute également la part grandissante de travailleurs âgés de 55 ans et plus qui limitent leur activité en fin de carrière.

Ces développements devraient se poursuivre sur toute la période couverte par les projections, sur fond de croissance stable après le léger fléchissement observé au début de 2016. La durée moyenne de travail devrait continuer de s'inscrire en léger recul, tandis que la remontée de l'emploi devrait encore quelque peu s'accélérer.

La hausse de l'emploi, soit 140 000 postes supplémentaires entre 2016 et 2018, est principalement le fait des activités marchandes. Des évolutions contrastées ressortent néanmoins au sein des branches sensibles à la conjoncture, où la création d'emplois est portée par les services marchands, et

en particulier par les services aux entreprises. Le travail indépendant continue de gagner du terrain, avec 31 000 auto-entrepreneurs de plus au cours de la période de prévision. En raison de la consolidation budgétaire, le secteur public ne constitue en revanche plus un moteur pour la croissance de l'emploi, même si les réductions de postes attendues s'avèrent relativement limitées.

Le vieillissement démographique se traduit par une croissance de la population en âge de travailler relativement faible. Toutefois, en 2016 et en 2017, ce phénomène sera en partie contrebalancé par l'arrivée de réfugiés sur le territoire, ces derniers étant particulièrement jeunes par rapport aux ressortissants belges. Cette vague ne se répercutera que progressivement et peu sur la population active étant donné le délai nécessaire et les entraves à leur intégration sur le marché du travail.

La demande de main-d'œuvre augmentant plus vite que la population active, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés devrait continuer de décroître sur toute la période de projection. À la fin de 2018, on dénombrait ainsi 54 000 chômeurs de moins qu'en 2015. Le taux de chômage harmonisé refléterait ces évolutions : il retomberait de 8,6 % en 2015 à 7,8 % en 2018.

4. Prix et coûts

Comme en 2015, les coûts salariaux horaires ne devraient quasiment pas grimper en 2016. En 2017 et en 2018, en revanche, ils progresseraient de l'ordre d'en moyenne 2 % par an. Leur évolution est en fait influencée par les mesures prises ces dernières années pour resserrer l'écart salarial avec les trois principaux pays voisins et pour renforcer la compétitivité des entreprises belges en matière de coûts. Ces mesures englobent le gel de la croissance salariale conventionnelle imposé en 2015 et le maintien de la politique de modération en 2016, la suspension temporaire des mécanismes d'indexation (le saut d'index) et d'importants allègements des prélèvements sur le travail.

Une partie de ces allègements, déjà programmés dans le cadre du pacte de compétitivité, d'emploi et de relance en 2014, se sont traduits en 2016 par des baisses des cotisations patronales à la sécurité sociale et par une augmentation de l'exonération de précompte professionnel pour le travail de nuit et en équipe. Dans le cadre du tax shift, les réductions de charges sont renforcées, afin de ramener le taux moyen des cotisations patronales à 25 % en 2018, en prenant particulièrement en compte les bas

TABEAU 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)

	2014	2015	2016 e	2017 e	2018 e
Population totale	55	55	71	85	61
Population en âge de travailler	9	12	27	33	9
Population active	29	22	24	38	24
Travailleurs frontaliers	-1	0	0	0	0
Emploi intérieur	16	41	43	47	50
Salariés	9	31	32	37	40
Branches sensibles à la conjoncture ⁽¹⁾	-4	15	17	25	29
Administration publique et enseignement	5	1	1	-1	-3
Autres services ⁽²⁾	7	15	14	14	14
Indépendants	7	10	10	10	11
Demandeurs d'emploi inoccupés	14	-19	-19	-9	-26
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé⁽³⁾⁽⁴⁾</i>	<i>8,6</i>	<i>8,6</i>	<i>8,6</i>	<i>8,3</i>	<i>7,8</i>
<i>Taux d'emploi harmonisé⁽³⁾⁽⁵⁾</i>	<i>67,3</i>	<i>67,2</i>	<i>67,2</i>	<i>67,5</i>	<i>68,2</i>

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

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

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

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

(4) Demandeurs d'emploi en pourcentage de la population active âgée de 15 à 64 ans.

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

TABLEAU 5 INDICATEURS DE PRIX ET DE COÛTS

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

	2014	2015	2016 e	2017 e	2018 e
Coûts salariaux dans le secteur privé ⁽¹⁾					
Coûts salariaux par heure ouvrée	0,6	0,4	0,2	2,0	2,5
dont indexation	0,8	0,1	0,5	1,2	1,7
Productivité du travail ⁽²⁾	0,9	0,7	0,5	0,6	0,6
Coûts salariaux par unité produite	-0,3	-0,3	-0,3	1,4	1,9
<i>p.m. Coûts salariaux par heure ouvrée selon les comptes nationaux⁽³⁾</i>	0,7	0,5	0,1	1,8	2,5
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽⁴⁾	1,5	1,6	1,8	1,6	2,0
Produits énergétiques	-6,0	-8,0	-2,7	3,3	1,2
Produits alimentaires	0,8	1,8	2,9	1,6	2,0
Inflation totale (IPCH)	0,5	0,6	1,6	1,8	1,9
<i>p.m. Inflation selon l'indice des prix à la consommation nationale (IPCN)</i>	0,3	0,6	1,8	1,7	1,9
Indice-santé ⁽⁵⁾	0,4	1,0	1,9	1,5	1,8

Sources: CE, ICN, SPF Economie, PME, Classes moyennes et Energie, SPF Emploi, Travail et Concertation sociale, BNB.

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

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

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

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

(5) Mesuré selon l'indice des prix à la consommation nationale, à l'exclusion du tabac, de l'alcool et des carburants.

et les moyens salariaux. Il a aussi été décidé de convertir l'exonération linéaire du versement du précompte professionnel de 1 % dans le secteur marchand en une diminution des cotisations patronales. Contrairement aux mesures précitées, cette décision n'implique pas de baisse supplémentaire proprement dite des coûts du travail pour les employeurs et elle n'a donc pas d'incidence macroéconomique, puisqu'il s'agit d'un glissement (statistique) entre les subventions salariales et les cotisations sociales. Par ailleurs, des mesures supplémentaires ont été prises pour stimuler la création d'emplois dans les PME, notamment grâce à des réductions spécifiques des coûts salariaux.

Au total, ces diminutions des charges pesant sur le travail devraient comprimer les coûts salariaux par heure ouvrée d'environ 1,3 % au cours de la période couverte par les projections, l'effet se situant principalement en 2016 et, dans une moindre mesure, en 2018. Cette évaluation n'a pas été modifiée par rapport aux projections d'automne – mis à part, évidemment, la prise en compte de l'effet des mesures prévues en 2018.

La suspension temporaire de l'indexation a pris fin en avril – soit un mois plus tard qu'attendu en décembre dernier,

mais l'inflation sous-jacente et l'indice-santé ont été revus à la hausse pour le reste de l'année, de sorte que, les deux facteurs se compensant, l'incidence de l'indexation en 2016 est restée identique aux prévisions d'automne. Compte tenu du phasage propre à chacun des nombreux mécanismes, l'indexation contribuerait de manière croissante, mais progressive, à l'augmentation des salaires dès 2016, mais surtout en 2017 et en 2018.

S'agissant des salaires conventionnels réels (hors indexation) en 2016, les statistiques disponibles pour le premier trimestre semblent indiquer que la progression sera inférieure à la marge maximale de 0,67 % issue de la norme salariale imposée au début de 2015 par le gouvernement en l'absence d'un accord entre les partenaires sociaux. Une hausse moyenne de 0,5 % est de ce fait désormais anticipée. Pour 2017 et pour 2018, les marges pour les adaptations conventionnelles ne seront connues qu'à l'issue des négociations de l'accord interprofessionnel qui devraient débiter à la fin de l'année. Pour ces deux années, l'effet de l'indexation devrait s'élever à, respectivement, 1,2 et 1,7 %, en raison de la remontée de l'inflation sous-jacente. Compte tenu à la fois de la poursuite du rétablissement du marché du travail et de l'évolution attendue des salaires dans les pays voisins, une hypothèse technique de croissance des

salaires conventionnels réels de, respectivement, 0,8 et 1 % a dès lors été retenue pour 2017 et pour 2018.

Globalement, les coûts salariaux par unité produite devraient encore se replier en 2016, et ce pour la troisième année consécutive. Ils devraient en revanche remonter à partir de 2017, en raison, principalement, de la croissance des coûts salariaux horaires, mais aussi des faibles gains de productivité attendus.

En dépit de la baisse, depuis 2014, des coûts salariaux par unité produite, l'inflation sous-jacente en Belgique est demeurée relativement élevée et persistante, les taux mensuels étant rarement inférieurs à 1,5 %. En variation annuelle, l'inflation sous-jacente a même progressé à partir de 2014 et au cours de la période 2014-2015 elle s'est élevée entre 1,5 et 1,6 %, soit environ le double de la moyenne de la zone euro, où les coûts salariaux ont nettement augmenté. En outre, au cours de ces derniers mois, l'inflation sous-jacente semble à nouveau, à l'inverse de la moyenne de la zone euro, avoir poursuivi sa progression pour s'élever à près de 1,9 % en moyenne au premier trimestre de 2016. La pression très modérée des coûts ne devrait donc conduire qu'à un affaiblissement limité de l'inflation sous-jacente au cours des prochains mois.

La répercussion incomplète du fléchissement des coûts salariaux sur les prix de vente ressort d'ailleurs également de l'évolution des marges bénéficiaires: celles-ci ont connu une nette reprise l'année dernière, et, compte tenu des rigidités à la baisse des prix et de la diminution persistante des coûts salariaux, cette tendance devrait se poursuivre en 2016. Pour les deux prochaines années, les projections tiennent compte d'une évolution beaucoup plus modérée des marges bénéficiaires. La progression plus sensible des coûts salariaux à partir de 2017 devrait toutefois accroître progressivement la pression sur les prix et, en 2017, l'inflation sous-jacente devrait repartir à la hausse.

En outre, les prix sont également influencés par les termes de l'échange: la baisse du cours du pétrole a engendré une nette amélioration de ceux-ci en 2015, ce qui a contribué à une faible inflation cette année-là en dépit de la relative persistance de l'inflation sous-jacente. Pour la période couverte par les projections, l'on s'attend, notamment sur la base des hypothèses décrites à l'encadré 1 pour le cours du pétrole et les cours de change, à une évolution plus neutre des termes de l'échange.

Globalement, l'inflation totale mesurée à l'aide de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) devrait s'établir à 1,6 % en moyenne en 2016. Il s'agit donc d'un taux d'inflation beaucoup plus élevé que celui de la zone euro (0,2 % pour 2016), mais il n'est influencé qu'en

partie par les composantes de base de la formation des prix. En effet, en 2016, les hausses de prix consécutives aux décisions des pouvoirs publics devraient représenter plus de la moitié de l'inflation totale. En Belgique, l'inflation devrait atteindre 1,8 % en 2017 et 1,9 % en 2018.

S'agissant des composantes de l'inflation sous-jacente, l'évolution des prix des biens industriels non énergétiques est restée relativement stable, avec une croissance de quelque 1 % sur base annuelle. La tendance à l'appréciation de l'euro en 2016 exercera une pression baissière sur les coûts extérieurs (biens importés et biens pour lesquels des inputs intermédiaires étrangers sont utilisés). Par ailleurs, la remontée graduelle du cours du pétrole alourdira les coûts de l'énergie pour les entreprises belges. Ces mouvements contribueront à stabiliser la hausse des prix des biens industriels non énergétiques. Cependant, le redressement des coûts salariaux unitaires qui s'observera dès la fin de 2016 alimentera aussi, fût-ce avec un certain décalage, les prix de ces biens.

L'évolution des prix des services s'est montrée quelque peu plus volatile sur la période de projection. Les prix de certains services se sont récemment fortement accrus, continuant d'exercer un impact sur l'inflation. C'est par exemple le cas dans l'enseignement supérieur, où les frais d'inscription ont été majorés au nouveau de la Communauté flamande en octobre 2015, ou encore dans les télécommunications, où les tarifs des opérateurs ont été relevés au début de 2016. L'horeca, enfin, se démarque toujours, puisque les prix y ont augmenté de plus de 3 % au premier trimestre de 2016. Sur l'ensemble de l'année 2017, l'inflation des services devrait toutefois légèrement s'infléchir, sous l'effet différé de la modération salariale menée les années précédentes. En 2018, en revanche, en conséquence de la transmission plus rapide des coûts salariaux, qui repartiront à la hausse, le renchérissement des services s'accroîtra.

Les composantes volatiles, à savoir les produits alimentaires et énergétiques, exercent également une influence haussière sur l'inflation sur l'horizon de projection. De nombreuses mesures, en particulier en matière de fiscalité, ont poussé les prix à la hausse en 2015 et au début de 2016, comme l'atteste encore le taux d'inflation annuel.

S'agissant des produits énergétiques, la diminution constante de la contribution négative de l'énergie, induite par une forte chute des prix du baril de Brent entre la mi-2015 et le début de 2016, provient principalement de la composante «électricité». La variation annuelle du prix de l'électricité en 2016 reflète le relèvement de la TVA de 6 à 21 % intervenu en septembre 2015, ainsi que l'assujettissement des intercommunales (auxquelles appartient les gestionnaires du réseau de distribution) à l'impôt sur les sociétés depuis la mi-2015. De surcroît, le gouvernement

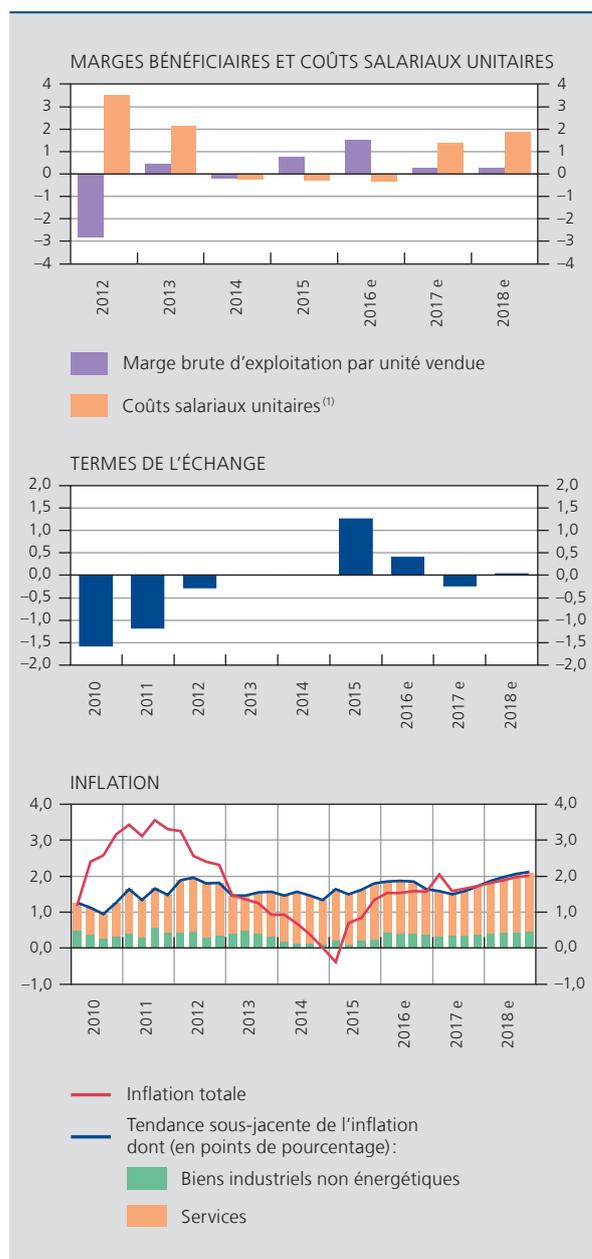
flamand a adopté une série de mesures supplémentaires, qui ont sensiblement fait grimper les prix de l'électricité en Région flamande. Ainsi, le mois d'août 2015 a marqué l'introduction du tarif «Prosumer». À cela s'ajoute la contribution au fonds «énergie», qui a fortement augmenté en Région flamande en mars 2016, passant de 3 à 100 euros environ par an pour un ménage moyen, dans le but de résorber la dette historique accumulée par les gestionnaires du réseau de distribution. La suppression de l'électricité gratuite, qui exercera aussi une pression à la hausse sur les prix de l'électricité, sera par ailleurs portée au compte de l'index à partir du mois de mai 2016. L'on estime que toutes ces mesures concernant l'électricité, qu'elles émanent du gouvernement fédéral ou de la Région flamande, devraient induire une progression de l'inflation de l'ordre de 0,6 point de pourcentage en 2016. Par ailleurs, le tax shift mis en place par le gouvernement fédéral pour réduire les charges qui pèsent sur le travail influence les prix des carburants, le système de cliquet le plus récent ayant entraîné une hausse de leur prix total. L'on s'attend à ce que ces augmentations se poursuivent au même rythme en 2017 et 2018, dans la mesure où le gouvernement a programmé une augmentation annuelle fixe. Compte tenu de ces mesures gouvernementales et d'une remontée progressive des prix du baril de Brent, l'on s'attend à ce que la contribution négative de l'énergie à l'inflation totale se mue en contribution positive à partir de décembre 2016.

De même, l'inflation concernant d'autres composantes volatiles, notamment les produits alimentaires, a récemment été influencée à la hausse à la suite d'une série de mesures adoptées par les pouvoirs publics, dont l'augmentation des accises sur l'alcool et le tabac, ainsi que l'instauration d'une «taxe santé» dans le cadre du glissement fiscal. En revanche, les estimations relatives à cette inflation pour les prochaines années reflètent surtout l'évolution attendue des prix des produits alimentaires en Europe.

L'analyse ci-dessus a trait à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui permet de comparer l'inflation entre tous les États européens. L'inflation mesurée selon l'indice belge des prix à la consommation national (IPCN) peut s'en écarter, notamment en raison des différences de composition du panier de la ménagère, mais aussi, pour certaines composantes, de différences d'ordre méthodologique. Ainsi, pour 2016, les chiffres divergent selon qu'il s'agisse de l'IPCN ou de l'IPCH, essentiellement parce que le poids de la composante «électricité», qui a connu une forte augmentation des prix est plus important dans l'IPCN. L'IPCN permet de calculer l'indice-santé, soit l'indice national duquel sont exclus le tabac, les boissons alcoolisées et les carburants. Cet indice-santé, qui sert de base à l'indexation des salaires, devrait progresser en moyenne de 1,9 % en 2016, de 1,5 % en 2017 et de 1,8 % en 2018.

GRAPHIQUE 7 INFLATION ET DÉTERMINANTS

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



Sources: CE, BNB, SPF Economie, PME, Classes moyennes et Energie.

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

5. Finances publiques

5.1 Solde de financement

Selon les données publiées en avril 2016 par l'ICN, les administrations publiques belges ont affiché un déficit de 2,6 % du PIB en 2015. Dans le contexte macroéconomique décrit précédemment, il remonterait à 2,8 % du PIB

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

	2015	2016 e	2017 e	2018 e
Ensemble des administrations publiques				
Recettes	51,4	51,1	50,9	50,5
Dépenses primaires	51,1	51,3	50,9	50,6
Solde primaire	0,3	-0,2	0,0	-0,2
Charges d'intérêts	2,9	2,6	2,4	2,2
Besoin (-) ou capacité de financement	-2,6	-2,8	-2,4	-2,4
Soldes de financement par sous-secteur				
Gouvernement fédéral ⁽¹⁾	-2,4	-2,5	-2,2	-1,9
Sécurité sociale	0,1	0,0	0,0	0,0
Communautés et régions ⁽¹⁾	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3
Pouvoirs locaux	0,0	-0,1	-0,1	-0,2

Sources : ICN, BNB.

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

en 2016, avant de retomber à 2,4 % du PIB en 2017 et de se maintenir au même niveau en 2018.

Le solde budgétaire de l'ensemble des administrations publiques devrait se détériorer nettement en 2016, bien que les charges d'intérêts diminuent sensiblement, dans la mesure où les emprunts publics arrivant à échéance sont refinancés à des taux d'intérêt favorables pour les administrations publiques. Le solde primaire devrait repasser en négatif à la suite d'une contraction des recettes et d'une augmentation des dépenses primaires. Ces dernières progressent en raison des dépenses supplémentaires liées à la crise de l'asile et aux mesures de sécurité. En 2017, le solde budgétaire devrait connaître une embellie puisque la part des dépenses primaires et des charges d'intérêts dans le PIB devrait se réduire. En 2018, le solde budgétaire devrait stagner compte tenu de l'incidence de la poursuite du repli des charges d'intérêts et des dépenses primaires devraient être compensées par une baisse des recettes en raison des mesures prises dans le cadre du tax shift.

Les déficits seraient principalement concentrés au niveau du pouvoir fédéral. La sécurité sociale s'afficherait en équilibre, dans la mesure où 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 des déficits limités au cours de la période de projection.

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 l'élaboration des budgets pour 2017 et 2018, n'a pas encore été intégrée. Le programme de stabilité d'avril 2016 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 devraient se contracter de 0,3 point de pourcentage du PIB en 2016 et poursuivre leur repli en 2017 et 2018, respectivement de 0,2 et 0,4 point. Le repli du ratio des recettes entamé en 2014 devrait dès lors se poursuivre au cours de la période de projection. Ce sont surtout les prélèvements sur les revenus du travail qui devraient fortement diminuer, dans le but de renforcer la compétitivité des entreprises, d'induire une reprise du marché de l'emploi et d'accroître le pouvoir d'achat des ménages.

En 2016, les recettes issues de l'impôt des personnes physiques ainsi que les cotisations sociales devraient chacune se contracter de 0,5 point de pourcentage. La diminution en matière d'impôt des personnes physiques résulte de l'adaptation des barèmes d'imposition visant à augmenter le pouvoir d'achat, en particulier celui des salariés à faibles et moyens revenus, et du relèvement des frais professionnels déductibles.

TABLEAU 7 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

	2015	2016 e	2017 e	2018 e
Recettes fiscales et parafiscales	44,7	44,3	44,1	43,8
Prélèvements applicables essentiellement aux revenus du travail	26,0	25,1	24,9	24,5
Impôt des personnes physiques	11,5	11,0	10,9	10,6
Cotisations sociales	14,6	14,1	13,9	13,8
Impôts sur les bénéficiaires des sociétés	3,4	3,6	3,5	3,6
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine	4,2	4,3	4,3	4,3
Impôts sur les biens et sur les services	11,0	11,4	11,4	11,5
dont:				
TVA	6,7	6,9	7,0	7,0
Accises	2,1	2,2	2,2	2,2
Recettes non fiscales et parafiscales	6,7	6,8	6,8	6,7
Recettes totales	51,4	51,1	50,9	50,5

Sources: ICN, BNB.

Les cotisations sociales devraient s'infléchir en raison de l'abaissement du taux des cotisations patronales à partir du 1^{er} avril 2016.

Cette diminution des revenus devrait être en partie compensée par une augmentation des impôts sur les biens et sur les services et par un affermissement des recettes tirées de l'impôt des sociétés. Les recettes issues de la TVA devraient s'inscrire en hausse en raison de l'entrée en vigueur, au 1^{er} septembre 2015, du relèvement de la TVA sur l'électricité, qui produira pleinement ses effets en 2016. Les revenus tirés des accises devraient augmenter en raison des alourdissements successifs de ces dernières sur le diesel, le tabac et l'alcool. Les recettes des impôts sur les sociétés devraient, quant à elles, être tirées vers le haut parce que les versements anticipés augmenteraient grâce à une évolution favorable des bénéficiaires des entreprises et parce que la déduction des intérêts notionnels exercerait une incidence moindre vu la baisse du taux d'intérêt de référence.

En 2017, la plupart des catégories de recettes devraient rester relativement stables au regard de leur niveau de 2016. Les cotisations sociales devraient, quant à elles, légèrement se contracter dans la mesure où l'allègement des cotisations patronales devrait produire pleinement ses effets.

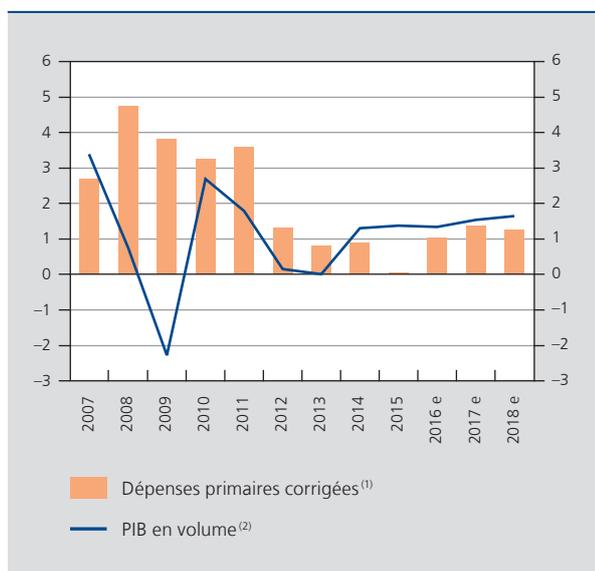
En 2018, les recettes devraient se contracter en raison des mesures adoptées dans le cadre du tax shift. Ainsi, l'impôt des personnes physiques serait essentiellement concerné

par cette réduction. De même, les cotisations sociales devraient diminuer plus avant.

5.3 Dépenses primaires

Les dépenses primaires rapportées au PIB devraient quelque peu remonter en 2016, avant de renouer avec leur trajectoire baissière les deux années suivantes. En termes nominaux, ces dépenses évolueraient donc en moyenne à un rythme inférieur à celui de l'expansion de l'activité économique. Ces développements sont en grande partie le reflet des mesures d'économie décidées par les gouvernements issus des élections de mai 2014. Le pouvoir fédéral ambitionne de réduire ses frais de fonctionnement, ce qui devrait passer par une contraction de l'emploi public ainsi que par une diminution des achats de biens et de services. En 2016, toutefois, l'impact de ces mesures serait compensé par de nouvelles dépenses en matière de sécurité ainsi que par la gestion de l'afflux de demandeurs d'asile. La croissance des dépenses de sécurité sociale serait pour sa part tempérée par une série de mesures visant à freiner, entre autres, l'évolution du coût des soins de santé. Les communautés et les régions ont elles aussi décidé de procéder à des économies, notamment sur les plans des frais de fonctionnement dans l'administration et dans l'enseignement et des sub-sides. Enfin, les pouvoirs locaux ont également dû prendre des mesures de restriction pour maintenir leurs finances saines, mais ces coupes budgétaires seront vraisemblablement modérées par la recrudescence des investissements

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



Sources : ICN, BNB.

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

publics à l'approche des élections communales et provinciales de 2018.

Corrigées pour tenir compte à la fois de l'incidence des facteurs non récurrents et conjoncturels et de l'effet de l'indexation, les dépenses primaires réelles grimperaient de 1% en 2016, soit une progression légèrement inférieure à la croissance attendue du PIB en volume. En 2017 et en 2018, la hausse des dépenses corrigées continuerait de s'inscrire en deçà de l'évolution réelle de l'activité économique.

5.4 Endettement

En 2015, le taux d'endettement s'est contracté à 106,1% du PIB, pour la première fois depuis l'éclatement de la crise financière en 2008. Ce repli est notamment dû au remboursement par KBC de la partie résiduelle du capital que la Communauté flamande avait injecté dans le sillage de la crise financière.

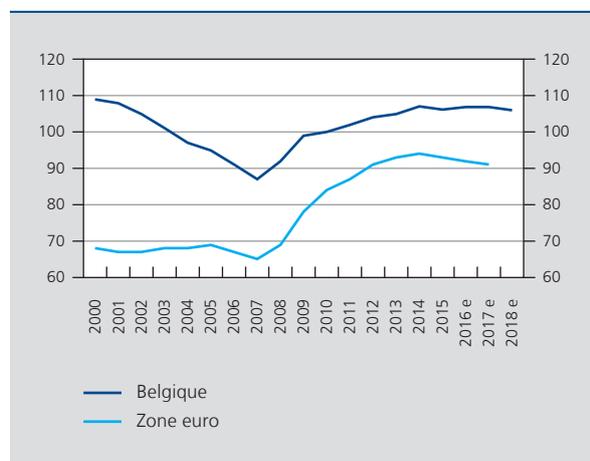
Toutefois, en 2016, le taux d'endettement augmenterait à nouveau pour atteindre 106,9% du PIB. La hausse du taux d'endettement est principalement, à hauteur de 0,8% du

PIB, la conséquence de facteurs exogènes, ainsi nommés parce qu'ils ont une influence sur la dette mais pas sur le solde de financement. Ces facteurs comprennent une nouvelle progression attendue des prêts qui sont octroyés dans le cadre de la politique en matière de logement social, ainsi que l'incidence de la gestion de la dette. S'agissant de ce dernier élément, l'effet favorable sur la dette des primes d'émission serait largement compensé, 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 frais liés aux swaps de taux d'intérêt qui ont été conclus à l'automne de 2014 pour pouvoir émettre des obligations d'État en 2015 et 2016 aux conditions d'intérêt alors en vigueur. En revanche, l'incidence des facteurs endogènes sur le taux d'endettement serait neutre.

En 2017, le taux d'endettement diminuerait légèrement pour s'établir à 106,8% du PIB. Les facteurs exogènes exerceraient certes une incidence haussière sur la dette, principalement sous l'influence de l'acquittement d'un taux facial de coupon de nouveau relativement élevé par rapport au taux du marché, mais l'impact à la baisse des facteurs endogènes serait un peu plus élevé. La croissance nominale du PIB dépasserait le taux implicite sur la dette publique, et le solde budgétaire primaire serait en équilibre.

En 2018, la dette reculerait de nouveau à 106% du PIB, sous l'impulsion des facteurs endogènes. En effet, la croissance nominale du PIB serait largement supérieure au taux implicite sur la dette publique.

GRAPHIQUE 9 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PIB
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : CE, ICN, BNB.

6. Conclusion et appréciation des facteurs de risque

Les présentes projections de printemps tablent toujours sur un scénario de poursuite de la reprise, qui est en grande partie conforme aux prévisions précédentes. La croissance un peu plus vigoureuse que prévu à la fin de 2015 aurait dû entraîner, par rapport aux prévisions d'automne, un léger ajustement à la hausse de la croissance annuelle attendue pour 2016. Cependant, cet effet a été atténué par une estimation plus prudente de la croissance au premier semestre de 2016, essentiellement en raison de l'incidence négative de la menace terroriste et des récents attentats de Paris et de Bruxelles. À court terme, ce sont surtout le tourisme et quelques branches d'activité spécifiques telles que l'horeca qui semblent en pâtir, tandis que la consommation publique serait gonflée en 2016 par les dépenses supplémentaires en matière de sécurité.

Les actuelles projections de printemps sont très proches, du moins en ce qui concerne la croissance, de celles des autres institutions. Lorsque l'on compare les différentes prévisions, il convient toutefois de prendre en considération les différentes périodes durant lesquelles elles ont été réalisées et les informations disponibles à ce moment-là. Ainsi, les récentes projections de printemps de la CE n'ont, par exemple, pas pu tenir compte de la révision à la hausse de la croissance au dernier trimestre de 2015 par l'ICN et donc, de l'effet de niveau plus élevé pour la croissance annuelle en 2016. Les différences sont un peu plus marquées en ce qui concerne les estimations d'inflation des différentes institutions. Les prévisions de la Banque figurent parmi les plus élevées, mais cela semble surtout lié tenir à la prise en compte du récent renchérissement du prix du pétrole.

La grande convergence des estimations macroéconomiques ne peut masquer le fait que de telles estimations sont toujours entachées d'une grande incertitude. Au niveau de l'environnement international, ce sont aujourd'hui toujours les risques à la baisse qui dominent. Ainsi, il subsiste le risque que le ralentissement de la croissance en Chine, et dans d'autres pays émergents, soit plus prononcé ou qu'il ne dure plus longtemps que ce qu'anticipent actuellement les hypothèses internationales. Par ailleurs, la croissance dans les économies avancées demeure plutôt fragile, comme le montre le ralentissement récent de l'activité aux États-Unis et au Japon. L'incertitude grandissante quant à l'issue du référendum sur le Brexit, à propos de l'appartenance du Royaume-Uni à l'UE, qui aura lieu le 23 juin, constitue un risque supplémentaire. Outre l'éventuelle influence baissière sur les exportations vers ce pays, il pourrait également s'exercer une incidence négative sur la croissance belge qui pourrait se matérialiser au travers de canaux indirects, tels une plus grande volatilité sur les marchés financiers à l'approche du référendum, ou dans l'éventualité d'une sortie du Royaume Uni de l'EU. De plus, une nouvelle intensification des tensions géopolitiques pourrait encore peser sur la croissance mondiale. En revanche, la politique monétaire très accommodante et, surtout, les mesures de soutien à l'octroi de crédits annoncées par la BCE en mars 2016, pourraient avoir une incidence plus élevée sur les investissements des ménages et des entreprises, et ce grâce aux conditions de crédit plus favorables.

Au niveau des risques d'origine domestique, outre une incidence négative possiblement plus durable de la menace terroriste, d'autres risques existent. À ce propos, il convient d'attirer l'attention sur la manière dont les mesures gouvernementales visant à améliorer la compétitivité

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

Institution	Date de publication	Croissance du PIB en volume			Inflation (IPCH, sauf mention contraire)		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Bureau fédéral du Plan ⁽¹⁾	Mars 2016	1,2	1,5	1,6	1,3	1,5	1,6
FMI	Avril 2016	1,2	1,4		1,2	1,1	
Consensus Economics	Mai 2016	1,3	1,7		1,3	1,8	
CE	Mai 2016	1,2	1,6		1,7	1,6	
OCDE	Juin 2016	1,2	1,5		2,0	1,8	
BNB	Juin 2016	1,3	1,5	1,6	1,6	1,8	1,9

(1) Projections économiques 2016-2021.

ont été intégrées dans les projections. Sur la base des observations récentes de persistance de l'inflation (sous-jacente), il semble que la réduction des coûts salariaux par unité produite n'est pour le moment répercutée que de manière incomplète dans les prix. Les estimations tiennent compte d'une poursuite de cette tendance. Si cette répercussion venait à diverger à l'avenir (si elle s'avérait plus

rapide ou plus lente, plus ou moins partielle) ou si les agents économiques, tels les employeurs, les investisseurs et les destinataires étrangers des exportations belges, devaient réagir différemment à la croissance plus faible des salaires et des prix, les évolutions de l'activité, de l'emploi, du solde budgétaire ou de l'inflation pourraient s'écarter des actuelles projections de printemps.

Annexes

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE : SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2015	2016 e	2017 e	2018 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)				
PIB en volume	1,4	1,3	1,5	1,6
Contributions à la croissance:				
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	1,3	1,2	1,5	1,6
Exportations nettes de biens et de services	-0,3	0,2	0,1	0,1
Variation des stocks	0,4	0,0	0,0	0,0
Prix et coûts				
Indice des prix à la consommation harmonisé	0,6	1,6	1,8	1,9
Indice-santé	1,0	1,9	1,5	1,8
Déflateur du PIB	0,9	1,4	1,6	1,8
Termes de l'échange	1,3	0,3	-0,3	0,0
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé ⁽¹⁾	-0,3	-0,3	1,4	1,9
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé ⁽¹⁾	0,4	0,2	2,0	2,5
Productivité horaire dans le secteur privé	0,7	0,5	0,6	0,6
Marché du travail				
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes)	41,4	42,8	46,5	50,3
Volume total de travail ⁽²⁾	0,8	0,8	0,9	1,0
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active âgée de plus de 15 ans) ..	8,6	8,6	8,3	7,8
Revenus				
Revenu disponible réel des particuliers	1,3	1,4	1,6	2,2
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	12,7	13,1	13,4	14,0
Finances publiques				
Solde primaire (pourcentages du PIB)	0,3	-0,2	0,0	-0,2
Solde de financement (pourcentages du PIB)	-2,6	-2,8	-2,4	-2,4
Dette publique (pourcentages du PIB)	106,1	106,9	106,8	106,0
Compte courant (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB)				
	0,0	0,1	0,4	0,7

Sources: CE, DGS, ICN, BNB.

(1) Y compris les subsides salariaux (principalement les réductions de la masse salariale) et les réductions de cotisations sociales ciblées.

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