

Projections économiques pour la Belgique



Juin 2017



Projections économiques pour la Belgique

Juin 2017

© Banque nationale de Belgique

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

Projections économiques pour la Belgique – Printemps 2017

Introduction

Comme le prévoyaient les projections d'automne, l'économie mondiale a atteint un creux en milieu d'année dernière pour se redresser ensuite. En dépit des incertitudes et de chocs divers, d'ordre politique surtout, la croissance semble en effet s'être, à tout le moins, stabilisée tant dans les économies avancées qu'émergentes. Selon les dernières statistiques, la croissance mondiale hors de la zone euro se serait même globalement établie à un niveau légèrement plus élevé en 2016 que ce qu'escomptaient les projections établies en mars 2017 par la BCE. D'après les premières données, l'activité aurait toutefois affiché une progression un peu moins élevée que prévu au premier trimestre de 2017 dans plusieurs pays importants tels que les États-Unis, la Chine et le Royaume-Uni et ce, même si, dans le premier cas surtout, ce ralentissement pourrait également résulter d'effets saisonniers additionnels. L'incidence sur les perspectives à moyen terme de ces taux de croissance trimestriels quelque peu décevants serait toutefois limitée, les estimations à court terme de la croissance demeurant en effet favorables. À l'instar des dernières estimations des principales institutions internationales, les hypothèses communes retenues aux fins des présentes projections, arrêtées le 17 mai 2017, tablent dès lors sur une croissance annuelle mondiale qui resterait assez modérée, bien qu'orientée à la hausse sur la période couverte par les projections.

Il importe également d'épingler la reprise notable du commerce mondial qui a récemment pu être observée. En effet, la demande d'importations dans les économies avancées et émergentes a affiché, à la fin de 2016, une hausse sensible, plus vive qu'escompté. En outre, les premiers chiffres de 2017 donnent à penser que le

commerce continue de s'accroître fermement. Bien qu'il convient d'interpréter les récentes statistiques relatives au commerce avec la circonspection nécessaire, le fait que les estimations du commerce mondial, qui sont longtemps demeurées en deçà des attentes, puissent à nouveau être revues à la hausse, est encourageant. Cette évolution peut en partie être attribuée à un redressement des investissements, qui présentent une forte intensité en importations, mais aussi, plus généralement, indiquer que l'amélioration de la croissance mondiale va de pair avec un rétablissement des chaînes de production mondiales, ce qui rend la croissance plus robuste et moins dépendante de la situation observée dans certains pays. Cela étant, les hypothèses communes retenues dans le cadre des présentes projections, dont les principales sont décrites à l'encadré 1, tiennent compte d'un repli progressif de l'intensité des échanges commerciaux dans la croissance et ce, jusqu'à un niveau proche de l'unité, dans la mesure où certains facteurs ayant accentué celle-ci par le passé, comme la libéralisation continue du commerce, exerceront, selon les estimations, une influence moindre au cours de la période de projection.

Le calme est également revenu sur les marchés financiers. Après la brusque hausse des taux d'intérêt observée au moment de l'élection présidentielle américaine de novembre 2016, qui semble surtout avoir traduit une hausse des anticipations d'inflation dans le contexte de la conduite d'une politique budgétaire supposée plus expansionniste aux États-Unis, mais qui s'est également propagée à d'autres pays, les taux du marché ont cessé d'augmenter. Au cours des dernières semaines, ils ont en outre fléchi, à mesure que retombaient peu à peu les anticipations du marché quant à la politique budgétaire à venir. Dans la zone euro, où l'augmentation des taux

d'intérêt a été plus modérée, les taux sont demeurés proches de leur creux historique. Les cours boursiers ont quant à eux continué de croître de façon presque ininterrompue depuis l'année dernière et ce, notamment, sous l'influence de la politique monétaire qui demeure particulièrement accommodante mais aussi, à la faveur de l'orientation à la hausse des prévisions en matière de bénéfices sur fond d'embellie conjoncturelle. De même, dans la foulée des restrictions de production sur lesquelles les pays producteurs de pétrole s'étaient accordés à la fin de l'année dernière, soit après la clôture des projections d'automne, les cours pétroliers se sont certes sensiblement appréciés, mais se sont par la suite progressivement repliés pour revenir à un niveau qui ne semble, pour l'heure, pas peser sur la croissance mondiale.

Dans la zone euro, l'économie a également présenté un rythme de croissance constant au début de 2017. En effet, si l'économie allemande a affiché une progression légèrement plus vigoureuse et que la croissance espagnole est demeurée élevée, à l'inverse, les économies française et néerlandaise se sont quelque peu ralenties. Les indicateurs à court terme, notamment ceux relatifs à la confiance des chefs d'entreprise, continuent par ailleurs d'indiquer une conjoncture des plus favorable pour la zone euro au deuxième trimestre. D'après les nouvelles estimations de l'Eurosystème, dans lesquelles s'intègrent les projections de printemps qui font l'objet du présent article et qui ont été clôturées le 23 mai, l'activité dans la zone euro devrait donc continuer de croître à un rythme quasiment similaire et s'affermir encore quelque peu en base annuelle pour avoisiner les 2 % en 2017. La croissance se tasserait ensuite légèrement au cours des deux années suivantes, grevée par le ralentissement progressif de l'emploi et de la demande intérieure, et ce, d'autant plus, que les restrictions de l'offre sur le marché du travail de certains pays viendront à nouveau peser plus lourdement sur la croissance. En dépit de l'ajustement à la hausse, par solde, des hypothèses communes, les perspectives de croissance resteraient donc assez proches des prévisions établies en mars 2017 par la BCE. L'inflation dans la zone euro augmentera quant à elle sensiblement en 2017, pour demeurer presque inchangée par la suite. La pression grandissante des coûts d'origine intérieure sera de surcroît compensée, dans une certaine mesure, par un repli de l'inflation de l'énergie, dans la mesure où les cours pétroliers ne devraient plus augmenter dans la seconde moitié de la période de projection. À l'instar de l'inflation réelle, l'inflation sous-jacente devrait demeurer sous la barre des 2 % à la fin de 2019.

S'agissant de la Belgique, les estimations n'ont fait l'objet que d'un ajustement mineur en comparaison des projections d'automne. La croissance pour 2017 a ainsi

été revue légèrement à la hausse en raison principalement d'un début d'année meilleur qu'escompté. Celle-ci restera cependant quelque peu inférieure à celle de la zone euro, ce qui s'explique par une demande intérieure légèrement moins soutenue et qui n'est pas compensée par des résultats à l'exportation plus importants. Comme l'indiquaient les projections d'automne, la croissance annuelle devrait par ailleurs demeurer relativement constante par la suite.

Concernant la croissance de l'emploi, celle-ci est apparue en 2016 à un niveau légèrement supérieur à nos projections d'automne. Il y a peu de doute que cette croissance a été stimulée par les mesures récemment adoptées, modération salariale en tête, qui ont rendu la main-d'œuvre relativement moins coûteuse, et par une série de réformes structurelles sur le marché du travail, qui ont élargi l'offre de travail effective. Comme les projections d'automne, les prévisions actuelles supposent toutefois que cet incitant supplémentaire sera appelé à refluer et que le rapport entre la croissance de l'emploi et celle de l'activité retombera à un niveau plus proche des moyennes historiques. Au cours des deux derniers trimestres, la croissance de l'emploi a d'ailleurs déjà accusé un net recul. Bien que celle-ci se renforce cependant encore légèrement au début de 2017, elle devrait toutefois, selon les projections actuelles, demeurer nettement plus modérée cette année qu'en 2016. De manière générale, plus de 115 000 nouveaux postes seraient néanmoins encore créés entre 2017 et 2019. En dépit de la croissance légèrement plus faible des coûts de la main-d'œuvre, due notamment à l'intégration de la nouvelle convention salariale portant sur 2017 et 2018, cela correspond à une légère révision à la baisse en comparaison des projections d'automne. Cette dernière s'expliquerait principalement par l'incidence grandissante des restrictions de l'offre sur le marché du travail, comme il ressort d'ores et déjà du nombre croissant de postes vacants que les entreprises peinent toujours plus à pourvoir d'une main-d'œuvre adéquate. La croissance de l'emploi serait toutefois toujours soutenue par une hausse du taux de participation, en particulier celui des travailleurs âgés, qui fait suite aux mesures récentes visant à restreindre les sorties anticipées du marché du travail. Le taux de chômage diminuerait encore à 7,2 %, soit un niveau qui reste légèrement supérieur à celui qui prévalait juste avant la grande récession.

Bien que, sous l'influence du renchérissement du prix du pétrole, l'inflation ait augmenté un peu plus qu'attendu, l'inflation sous-jacente s'est stabilisée à un niveau légèrement inférieur à celui estimé à partir de la fin de 2016. En dépit de la volatilité qui tient à des effets de calendrier, liés à la date des congés de Pâques, et qui

a fortement influencé les résultats mensuels de mars et d'avril, elle renouerait cependant depuis peu avec un niveau proche des estimations d'inflation formulées dans le cadre des projections d'automne. Les projections actuelles tablent également sur une variation minimale de l'inflation sous-jacente à l'horizon des projections. Comme cela a déjà été observé dans le passé, la vive augmentation des coûts salariaux ne se répercuterait en effet pas intégralement sur les prix, mais tendrait plutôt à une modération des marges bénéficiaires. En comparaison des projections d'automne, l'inflation sous-jacente a cependant été revue légèrement à la baisse. Cet ajustement s'explique en partie par l'incidence attendue de mesures visant à stimuler la concurrence effective dans certaines industries de services caractérisées par la persistance d'une inflation élevée, mais aussi par le léger ralentissement de la croissance des coûts salariaux. Les présentes estimations tiennent par ailleurs compte du nouvel accord interprofessionnel intervenu au début de l'année pour 2017 et 2018 et intègrent également une légère révision à la baisse de la croissance salariale conventionnelle en 2019.

Enfin, s'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire s'est réduit plus vivement qu'escompté en 2016. Cette amélioration est essentiellement de nature structurelle, et les estimations du déficit sur la période de projection sont à présent elles aussi inférieures à ce que prévoient les projections d'automne. Le déficit se resserrerait encore cette année pour s'établir à quelque 2 % du PIB, mais demeurerait pratiquement inchangé par la suite. Les gains d'intérêts additionnels estimés à 0,3 % du PIB de 2018 à 2019 et l'incidence favorable de la conjoncture seraient en effet compensés par un nouvel assouplissement structurel de la politique budgétaire, qui tient principalement au fait que les réductions de charges supplémentaires prévues en 2018 et en 2019 dans le cadre du tax shift n'ont toujours pas été intégralement financées. À la fin de la période de projection, le déficit dépasserait encore les 2 % du PIB, soit un niveau encore bien éloigné de l'objectif d'un budget en équilibre en termes structurels. Si l'endettement public brut rapporté au PIB se contracterait progressivement, il resterait toutefois proche des 104 % à la fin de la période couverte par les projections. 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. Par ailleurs, les estimations de l'incidence budgétaire de certaines mesures, telles que celles relatives à la lutte contre la fraude, s'écartent des montants inscrits au budget.

1. Environnement international et hypothèses

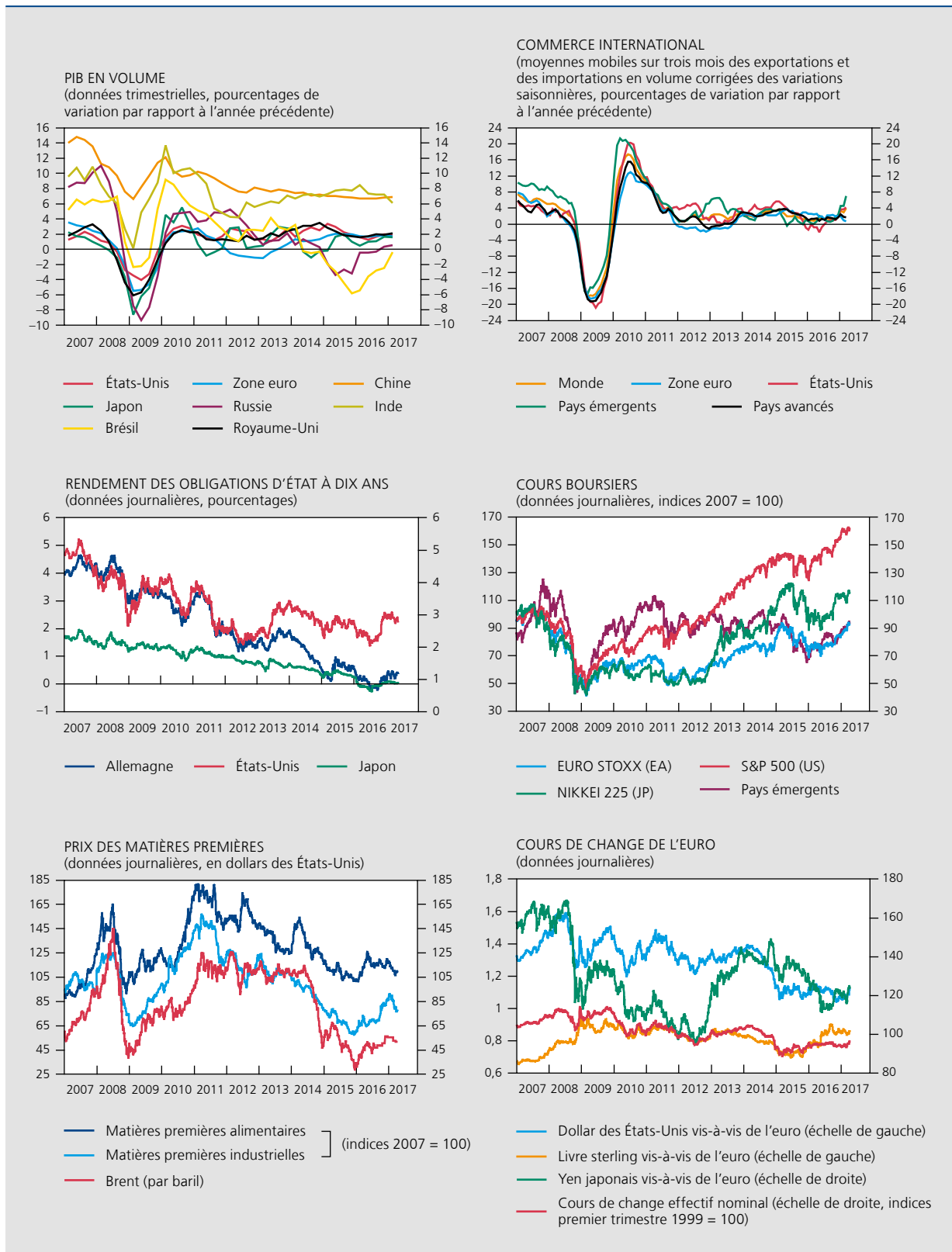
1.1 Économie mondiale

Bien que la croissance annuelle de l'économie mondiale se soit encore légèrement repliée en 2016, un retournement significatif s'est toutefois fait jour dans le courant de 2016 dans l'évolution de l'activité mondiale, comme le prévoient d'ailleurs les projections d'automne. À partir du second semestre de l'année dernière, la croissance mondiale s'est légèrement affermie dans un environnement pourtant des plus incertain. Cette amélioration conjoncturelle toujours assez limitée a pu être observée dans les économies tant émergentes qu'avancées, mais elle occulte des évolutions discordantes d'un pays à l'autre.

Le rebond de la croissance dans les pays émergents est surtout à mettre au compte des économies russe et brésilienne, qui se remettent peu à peu de profondes dépressions, occasionnées par un effondrement des cours des matières premières et aggravées par les sanctions économiques imposées par les pays occidentaux dans le premier cas et par l'instabilité politique dans le second. Malgré le processus de rééquilibrage d'un modèle de croissance principalement fondé sur les exportations vers un renforcement de la demande intérieure qu'elle traverse actuellement, l'économie chinoise a continué de se caractériser par une croissance vigoureuse, affichant un rythme certes légèrement moindre mais conforme à l'objectif officiel d'un rythme d'accroissement compris entre 6,5 et 7 %. Outre par la demande extérieure orientée à la hausse, la croissance a également été soutenue par la dynamique du marché immobilier et par la politique budgétaire axée sur la relance, qui s'est surtout traduite par d'importants travaux d'infrastructure. Au premier trimestre de cette année, la croissance trimestrielle de l'activité aurait toutefois affiché un nouveau repli, plus marqué que ce sur quoi tablaient les précédentes projections. De plus, le récent durcissement de la politique monétaire et de la surveillance bancaire, de même que plusieurs mesures administratives visant à prévenir l'apparition d'une nouvelle bulle immobilière, ne semblent pas encore s'être transmises intégralement à l'économie réelle. En Inde également, la croissance économique reste forte, grâce notamment à des réformes structurelles d'envergure. Le ralentissement passager du rythme d'accroissement observé depuis la fin de l'année dernière tient entre autres à certaines interventions de la politique monétaire qui exercent une incidence négative, quoique temporaire, sur la consommation privée.

Pour ce qui est des pays avancés, l'activité américaine est nettement repartie à la hausse à partir du troisième

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



Sources : CPB Wereldhandelsmonitor, OCDE, Thomson Reuters Datastream.

trimestre de 2016, portée par une reprise vigoureuse des exportations, par un accroissement robuste de la consommation et, surtout après l'élection présidentielle, par l'accentuation des anticipations d'une politique budgétaire plus expansive. La consommation des ménages demeure le principal moteur de l'activité et est elle-même soutenue par la poursuite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Or, avec un taux de chômage établi à 4,3 % en mai 2017, ce dernier est proche du plein emploi, ce qui bride les perspectives de croissance à venir. L'élévation des salaires horaires s'est également renforcée pour atteindre déjà 2,5 % en base annuelle. Dans ce contexte, la Réserve fédérale a poursuivi la normalisation de sa politique monétaire. Un an après le premier relèvement des taux depuis la crise, la fourchette de taux a encore été relevée en décembre 2016 de 25 points de base, avant que ne soit opéré un nouveau resserrement monétaire de même ampleur en mars 2017. Selon les estimations actuelles, la croissance outre-Atlantique a également affiché un repli plus important qu'escompté au début de 2017, revenant à une hausse trimestrielle de 0,3 %. Les taux de croissance trimestriels américains sont toutefois assez volatils et sont souvent inférieurs au premier trimestre. Aussi n'est-il pas exclu que cette croissance apathique résulte d'un profil saisonnier insuffisamment corrigé ou qu'elle fasse l'objet d'une révision ultérieure à la hausse, comme cela s'est d'ores et déjà produit avec la deuxième estimation des taux de croissance trimestriels.

Au Japon, l'économie n'a en revanche présenté qu'un rythme d'accroissement modéré en 2016, en dépit de la politique de relance et des conditions financières favorables. Malgré l'étroitesse prononcée du marché du travail, le chômage affichant le niveau le plus faible depuis les années 1990, la dynamique salariale reste très faible et, partant, insuffisante pour stimuler sensiblement l'activité – et l'inflation. Depuis la fin de 2016, la croissance économique a pourtant été soutenue de plus en plus par un redressement notable des exportations, à la faveur notamment de la dépréciation du yen et du rétablissement de la demande extérieure.

Au Royaume-Uni, l'issue du référendum sur le brexit n'a pas immédiatement freiné l'activité économique. L'économie a continué de présenter aux troisième et quatrième trimestres de 2016 un rythme d'accroissement comparable à celui du trimestre précédent, dépassant de loin les anticipations de la plupart des institutions. Des mesures de relance, au nombre desquelles figurent l'abaissement des taux auquel a procédé la Banque d'Angleterre en août et l'assouplissement de la politique budgétaire, y ont incontestablement contribué. Il n'en reste pas moins que l'économie britannique s'est sensiblement essoufflée au premier trimestre de cette année.

La dépréciation de la livre et l'augmentation de l'inflation ont en particulier commencé à peser sur le pouvoir d'achat des ménages, qui a entraîné la consommation privée dans son sillage. Qui plus est, selon les prévisions, la sortie de l'Union européenne devrait encore ralentir la croissance britannique à moyen terme, fût-ce dans une moindre mesure que ce que prévoient les projections précédentes, en raison de plus grandes restrictions sur les exportations et de l'incidence sur les investissements de l'incertitude entourant la nature des relations futures avec l'Union européenne.

De manière générale, il n'y a pas lieu de considérer comme une rupture de tendance le ralentissement observé récemment dans une série de grands pays, tels que les États-Unis, la Chine et le Royaume-Uni; la plupart des prévisions continuent d'indiquer que l'activité hors de la zone euro continuera de s'affermir progressivement.

Dans la zone euro même, le PIB réel présente depuis le second semestre de l'année dernière et pour le troisième trimestre consécutif, un rythme d'accroissement relativement constant d'environ 0,5 % par trimestre. La consommation privée reste le principal moteur de la croissance et est surtout portée par une nouvelle amélioration du marché du travail. Bien que les investissements soient nettement repartis à la hausse après leur apathie du troisième trimestre de l'année précédente, plusieurs facteurs, comme l'incertitude et la poursuite du désendettement des entreprises, continuent de peser dans une certaine mesure sur la croissance des investissements, malgré les conditions de financement particulièrement favorables, créées par la politique monétaire accommodante.

La reprise dans la zone euro semble avoir nettement renforcé son assise et avoir gagné en robustesse au cours de l'année dernière: les écarts de croissance entre les pays se sont resserrés, mais n'ont pas encore disparu. Par ailleurs, l'activité a augmenté au premier trimestre de cette année dans tous les pays. La croissance est demeurée particulièrement vigoureuse en Espagne, au Portugal et dans quelques petits pays européens tandis qu'elle s'est renforcée en Allemagne et, surtout, en Finlande. A contrario, les économies française et néerlandaise se sont quelque peu tassées.

Comme dans les autres pays avancés, l'inflation dans la zone euro a commencé à s'affermir sensiblement l'année dernière, pour atteindre 1,4 % en mai 2017 (première estimation « flash » d'Eurostat), contre -0,1 % au cours du même mois un an auparavant. Cette évolution reflète cependant surtout la hausse des cours pétroliers; l'inflation sous-jacente continue en effet de présenter un profil

généralement assez plan, bridée principalement par une croissance salariale qui demeure modérée.

Alors que les flux commerciaux mondiaux sont retombés à un creux en 2016, affichant une croissance de l'ordre de 2 % en base annuelle, ils ont présenté des signes clairs de reprise au second semestre de l'année. Cette évolution provenait non seulement de l'affermissement de la demande mondiale, mais aussi de certains effets de composition et, en particulier, de la reprise progressive des investissements, comme l'attestent les projets d'infrastructure chinois évoqués plus haut ainsi que la production énergétique américaine. En effet, les investissements induisent généralement une plus forte demande d'importations. Plus généralement, la nette augmentation de l'importance

des échanges commerciaux, perceptible également au début de 2017, s'explique également par un rétablissement limité des chaînes de production mondiales sur fond d'amélioration de la situation dans les pays émergents. Plusieurs facteurs structurels n'en continuent pas moins de peser sur l'intensité commerciale de la croissance, si bien qu'il se pourrait fort bien que le niveau antérieur à la crise ne soit plus atteint dans un avenir proche. Outre la transition de l'économie chinoise vers un modèle davantage axé sur la consommation et sur les services, qui implique dès lors une contraction de la demande d'importations de matières premières et de machines, il s'agit surtout de la sensible perte de vitesse de la libéralisation du commerce, les intentions politiques de certains pays laissant même entrevoir un retour au protectionnisme.

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

	2015	2016	2017 e	2018 e
PIB en volume				
Monde	3,2	3,0	3,4	3,6
dont:				
Pays avancés	2,4	1,8	2,1	2,0
États-Unis	2,6	1,6	2,2	2,3
Royaume-Uni	2,2	1,8	1,8	1,3
Japon	1,2	1,0	1,2	0,6
Zone euro	2,0	1,8	1,7	1,8
Pays émergents	4,0	4,1	4,5	4,8
Chine	6,9	6,7	6,6	6,3
Inde	7,5	7,1	7,2	7,5
Russie	-2,8	-0,2	1,2	1,4
Brésil	-3,8	-3,6	0,5	1,8
<i>p.m. Importations mondiales</i>	2,5	1,9	3,5	4,0
Inflation⁽¹⁾				
États-Unis	0,1	1,3	2,2	2,3
Japon	0,8	-0,1	0,4	1,0
Zone euro	0,0	0,2	1,6	1,3
Chine	1,4	2,0	2,4	2,3
Taux de chômage⁽²⁾				
États-Unis	5,3	4,9	4,6	4,5
Japon	3,4	3,1	3,1	3,0
Zone euro	10,9	10,0	9,4	8,9

Sources : CE, FMI.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

Au cours des derniers mois, les marchés financiers ont traversé une période particulièrement calme. Les cours boursiers se sont fortement affermis à travers le monde, en particulier après l'élection présidentielle américaine, sans pour autant faire l'objet de nombreuses corrections intermédiaires, comme l'atteste le niveau actuellement bas des indices de volatilité. Bien que les bourses américaines aient semblé témoigner récemment un dynamisme un peu moindre à mesure que s'estompaient les attentes d'une politique budgétaire expansive et d'une déréglementation accrue aux États-Unis, les cours boursiers ailleurs, et dans la zone euro notamment, ont continué de s'apprécier sous l'effet de déterminants fondamentaux, tels que la politique monétaire toujours très souple et l'accroissement des prévisions en matière de bénéfices des entreprises sur fond d'embellie conjoncturelle. Après s'être vivement affermis à l'automne, les taux obligataires ont quelque peu reflué et sont demeurés proches de leur seuil historique dans la zone euro. De plus, les écarts se sont sensiblement resserrés à l'issue de l'élection présidentielle française.

Alors qu'après le référendum sur le brexit, la livre s'était fortement dépréciée par rapport à l'euro, l'annonce d'élections parlementaires anticipées a dernièrement redonné des couleurs à la monnaie britannique. Après s'être apprécié dans la foulée de l'élection présidentielle,

le dollar des États-Unis a à nouveau récemment cédé du terrain vis-à-vis de l'euro. La variation de l'écart de croissance avec les États-Unis, qui se reflète dans l'affermissement des taux de croissance dans la zone euro au premier trimestre, le regain de confiance envers l'économie européenne après l'élection présidentielle française et l'incertitude croissante quant à la politique américaine ont vraisemblablement joué un rôle à cet égard.

Les cours pétroliers sont repartis à la hausse l'année dernière, soutenus par la reprise de l'activité et par l'accord intervenu le 30 novembre entre les pays membres de l'OPEP et plusieurs autres pays en vue de limiter la production pétrolière. Dans ce contexte, les prix des autres matières premières se sont également affermis, sous l'effet notamment de la demande accrue provenant des pays émergents. Au cours des premiers mois de 2017, les prix des matières premières pétrolières et industrielles ont cependant perdu une partie des gains qu'ils avaient enregistrés. Les cours pétroliers ont à nouveau décliné sous l'influence de l'accroissement de la production pétrolière aux États-Unis, alors que les prix des matières premières industrielles refluaient dans le contexte d'anticipations quant à un futur repli de la demande en provenance de la Chine, dans le sillage des mesures adoptées cette année par les autorités chinoises pour prévenir l'apparition d'une bulle immobilière.

Encadré 1 – Hypothèses retenues pour les projections

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

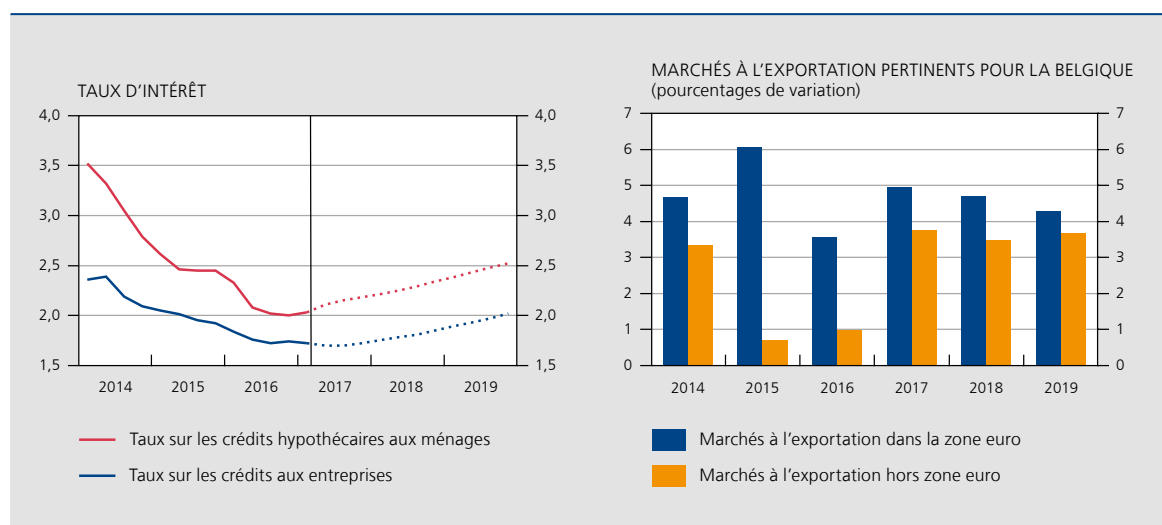
S'agissant des cours de change à venir, les projections s'appuient sur l'hypothèse selon laquelle ceux-ci resteront figés sur l'ensemble de la période de projection aux niveaux moyens observés durant les dix derniers jours ouvrables précédant la clôture des hypothèses, soit le 17 mai 2017. Pour le dollar des États-Unis, ce cours de change s'établissait à 1,09 dollar des États-Unis 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 clôture des projections d'automne en novembre 2016, les cours du pétrole se sont fortement redressés, les pays producteurs ayant annoncé à la fin de l'année dernière qu'ils réduiraient leur production. Après avoir considérablement fluctué au cours des années passées, le cours du Brent devrait à présent singulièrement se stabiliser. À la mi-mai 2017, les marchés s'attendaient en effet à ce que le cours du baril de Brent à l'horizon des projections se maintienne en moyenne à environ 51 dollars des États-Unis sur base annuelle au cours de la période couvrant les années 2017 à 2019. Ce cours est ainsi revu à la hausse pour 2017, mais reste proche des hypothèses établies dans le cadre des projections d'automne en ce qui concerne la fin de la période de projection.

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés observées à la mi-mai 2017. Au premier semestre de 2017, le taux des dépôts interbancaires à trois mois est ainsi passé sous la barre des -30 points de base. Il devrait cependant très progressivement remonter pour atteindre le seuil de zéro à la fin de la période de projection. Le niveau du taux d'intérêt à long terme sur les obligations publiques belges afficherait, quant à lui, une progression plus soutenue, passant de 0,8% au premier trimestre de 2017 à 1,4% en moyenne en 2019.

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 notamment de la politique monétaire très accommodante de la BCE et de l'abondante liquidité qui en découle, le taux hypothécaire moyen est historiquement bas, et il ne devrait suivre le mouvement haussier du taux du marché à long terme que progressivement : ce taux ne devrait en effet passer que d'environ 2,1% en 2017 à 2,5% à la fin de l'horizon des projections. Le taux moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, devrait également rester relativement stable sur la période de projection : en 2019, il s'établirait en moyenne à 2%, dépassant ainsi d'à peine 0,3 point de pourcentage le niveau moyen de 2017.

Comme évoqué au chapitre 1, l'environnement international passe pour être légèrement plus favorable que lors de l'établissement des projections d'automne. La croissance économique mondiale, hors zone euro, n'a de fait été que modérément revue à la hausse mais l'importance des échanges commerciaux dans celle-ci a été largement supérieure à l'unité et plus élevée que ce que prévoient les hypothèses conjointes sur lesquelles les projections d'automne étaient fondées. Bien qu'il ait été tenu compte, pour la période couverte par les projections, d'un retour progressif à une demande mondiale d'importations à élasticité unitaire par rapport à la croissance, cette fin d'année robuste génère en soi un effet de débordement considérable en 2017. Comparativement aux projections d'automne, la croissance annuelle des marchés à l'exportation de la Belgique a également été revue assez fortement à la hausse pour 2017. Elle résulte toutefois, et avant tout, d'un effet de débordement induit par des flux commerciaux bien plus intenses que prévu à la fin de 2016 et dont les retombées sur les estimations

proprement dites au-delà de 2017 sont plutôt limitées. Pour 2018 et 2019, la révision à la hausse des marchés à l'exportation est clairement plus modeste. Globalement, la croissance des marchés à l'exportation atteint à présent au minimum 4 % sur l'ensemble de la période de projection, avec un léger fléchissement à la fin de celle-ci.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par la croissance de ces marchés de débouchés étrangers, mais également par le développement des parts de marché et, partant, 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 revêtent une certaine importance. En 2017, ces prix se sont fortement raffermis, reflétant principalement la hausse des cours du pétrole évoquée plus haut. Leur progression devrait cependant être plus mesurée en 2018 et en 2019 : avec un taux de change estimé constant, le raffermissement de l'inflation, dans la zone euro mais aussi ailleurs, ouvre en effet la voie pour les prochaines années à une nouvelle pression haussière, certes mineure, sur les prix des concurrents des exportateurs belges.

HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2016	2017	2018	2019
		(moyennes annuelles)		
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis	1,11	1,08	1,09	1,09
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	44,0	51,6	51,4	51,5
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	0,5	0,8	1,1	1,4
Taux sur les crédits aux entreprises	1,8	1,7	1,8	2,0
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages	2,1	2,1	2,3	2,5
		(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	2,5	4,5	4,2	4,0
Prix des concurrents à l'exportation	-3,0	4,0	2,0	2,0

Source : Eurosysteme.

Globalement, l'ajustement des hypothèses par rapport à celles des dernières projections d'automne exerce une incidence plutôt positive sur les prévisions de croissance pour la Belgique. L'influence favorable de la croissance plus marquée des marchés des débouchés et de la dépréciation de l'euro n'est en effet que partiellement neutralisée par le renchérissement relatif du prix du pétrole.

1.2 Estimations pour la zone euro

Les estimations de croissance établies par l'Eurosysteme pour la zone euro indiquent une légère révision à la hausse en comparaison des précédentes projections de la BCE (mars 2017). Portée par la croissance vigoureuse enregistrée à l'entame de l'année et par les perspectives favorables à court terme, l'activité dans la zone euro augmenterait cette

année de près de 2 %. Durant les deux prochaines années, ce rythme d'accroissement s'étiolerait toutefois quelque peu. En cause, la légère baisse de l'élasticité du commerce à la croissance mondiale et, plus particulièrement, de la demande d'importations en provenance des pays extérieurs à la zone euro, ainsi que des contraintes d'offre sur le marché du travail qui tendront à peser davantage sur la croissance dans certains pays, tel que l'Allemagne.

La croissance est soutenue par des conditions de base favorables, comme un euro relativement bon marché et des taux d'intérêt faibles, qu'a contribué à favoriser la politique monétaire. En dépit d'un léger ralentissement, à l'horizon des projections, du rythme de croissance de la consommation privée et publique ainsi que des investissements totaux, la demande intérieure reste globalement vigoureuse. Par conséquent, les importations de la zone euro s'affermissent elles aussi, ce qui compense la croissance forte, quoiqu'en baisse, des exportations, si bien que la contribution à la croissance des exportations nettes serait relativement neutre sur l'ensemble de la période de projection.

L'inflation s'est sensiblement accélérée au premier trimestre de l'année. Même si ce constat est surtout attribuable au renchérissement du prix du pétrole à la fin de 2016, l'inflation sous-jacente – c'est-à-dire l'inflation abstraction faite de ses composantes volatiles – a, elle aussi, déjà légèrement rebondi et devrait continuer de s'affermir progressivement tout au long de la période couverte par les projections. Cette évolution résulte surtout de l'augmentation des coûts salariaux sur des marchés du travail toujours plus étroits, tandis que s'estompe l'incidence des récentes mesures de modération des coûts salariaux adoptées dans plusieurs pays, comme en Belgique notamment. Pour autant, l'inflation totale et l'inflation sous-jacente demeureraient toujours largement sous le seuil des 2 % au dernier trimestre de 2019.

Le redressement du marché du travail s'est encore renforcé ces derniers temps. Influencée sans doute en partie par la modération salariale évoquée ci-dessus, l'intensité en emplois de la croissance s'est nettement accrue. À mesure que cette influence s'atténue, que la pénurie de main-d'œuvre qualifiée augmente et que l'activité se tasse, la création d'emplois dans la zone euro s'essouffera légèrement mais la croissance de l'emploi demeurera relativement forte durant les deux dernières années de la période de projection, avoisinant les 1 % en base annuelle. Le taux de chômage, qui était déjà revenu à 10 % l'an dernier, continuerait dès lors de refluer et enregistrerait dès 2019 un niveau assez proche du taux de 7,5 % qu'il affichait en 2007, soit à l'aube de la crise.

Le déficit budgétaire moyen de la zone euro se réduirait encore d'après les projections, pour s'établir à 1 % du PIB en 2019. Cette amélioration résulte cependant principalement de l'embellie conjoncturelle et de la poursuite de l'allègement des charges d'intérêts dû au niveau anormalement bas des taux d'intérêt. Le solde primaire structurel, qui donne une indication de la politique budgétaire sous-jacente, ne devrait, quant à lui, en moyenne guère varier sur l'ensemble de la période de projection. Le recul du ratio de la dette publique se poursuivrait quant à lui, à la faveur de la faiblesse des taux d'intérêt: en 2019, le taux d'endettement se situerait à plus de 7 points de pourcentage en deçà du pic qu'il avait enregistré en 2014.

TABLEAU 2 PROJECTIONS DE L'EUROSystème POUR LA ZONE EURO
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2016	2017 e	2018 e	2019 e
PIB en volume	1,7	1,9	1,8	1,7
Consommation privée	1,9	1,5	1,6	1,4
Consommation publique	1,8	1,2	1,2	1,1
Formation brute de capital fixe	3,6	3,7	3,4	3,0
Exportations de biens et de services	2,8	4,8	4,3	4,1
Importations de biens et de services	4,0	5,2	4,6	4,3
Inflation (IPCH)	0,2	1,5	1,3	1,6
Inflation sous-jacente ⁽¹⁾	0,9	1,1	1,4	1,7
Emploi intérieur ⁽¹⁾	1,4	1,4	1,0	0,9
Taux de chômage ⁽²⁾	10,0	9,4	8,8	8,3
Besoin (–) ou capacité de financement des administrations publiques ⁽³⁾	–1,5	–1,3	–1,2	–1,0

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.

2. Activité et demande

En 2016, la croissance de l'activité s'est élevée à 1,2%, comme attendu dans les projections d'automne. Les statistiques les plus récentes de l'ICN présentent cependant quelques révisions au niveau du profil trimestriel et des différentes contributions des composantes de la demande par rapport aux statistiques et estimations disponibles lors de ces projections d'automne. À cet égard, la contribution de la consommation privée à la croissance de l'activité a été légèrement revue à la hausse par l'ICN, et ce principalement en début d'année. Cette croissance reste néanmoins toujours largement soutenue, et davantage que dans d'autres pays, par l'expansion des investissements, du moins si l'on effectue une correction pour tenir compte d'importants achats spécifiques de biens d'investissement à l'étranger par de grandes multinationales de l'industrie pharmaceutique. S'agissant de l'optique production, les principales branches d'activité ont toutes contribué à la croissance, même si celle-ci résulte essentiellement de la progression de l'activité dans les services marchands. Par rapport aux estimations antérieures de l'ICN, l'ajustement du profil trimestriel et, certainement, la révision à la baisse de la croissance au troisième trimestre ont toutefois réduit l'effet de débordement pour la croissance annuelle de 2017.

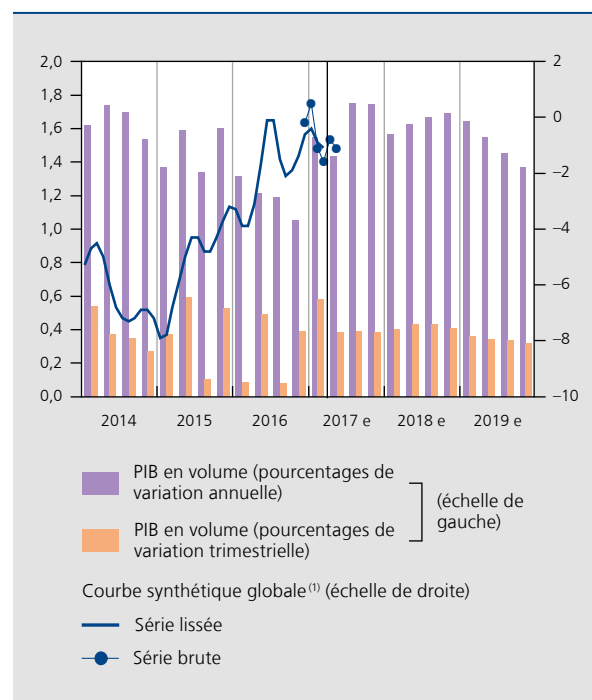
L'incidence en est toutefois plus que compensée par la légère révision à la hausse de la croissance trimestrielle au cours du premier semestre de l'année. Les projections d'automne tablaient déjà sur une nette accélération de l'économie belge à partir du dernier trimestre de 2016, pour atteindre en moyenne quelque 0,5% sur une base trimestrielle, mais selon les statistiques les plus récentes, la croissance s'est avérée légèrement plus soutenue au premier trimestre. À la fin du mois de mai, l'ICN a en effet revu quelque peu à la hausse la croissance durant ce trimestre, par rapport à sa première estimation flash, pour la porter à 0,6% sur une base trimestrielle, soit un niveau légèrement supérieur aux estimations des projections d'automne. Les prévisions à court terme de la croissance au deuxième trimestre, qui se basent entre autres sur des modèles spécifiques de prévision immédiate (nowcasting), sont, elles aussi, un peu plus optimistes que les projections d'automne. Les anticipations plus élevées de ces modèles découlent largement des indicateurs de confiance qui, récemment, se sont très nettement améliorés. De fait, tant la confiance des chefs d'entreprise que celle des consommateurs atteignent depuis le début de cette année un niveau proche du niveau le plus élevé enregistré au cours de ces six dernières années, dépassant même nettement leur moyenne de long terme. Les sous-indicateurs particulièrement pertinents pour les modèles de prévision immédiate, tels que la composante de l'enquête auprès des consommateurs relative aux anticipations des participants

en matière de chômage et la composante de la confiance des chefs d'entreprise se rapportant aux anticipations en matière de demande et d'emploi dans l'industrie manufacturière, indiquent également une poursuite de la croissance soutenue de l'activité. En revanche, l'évolution de certains indicateurs concrets (hard data), tels que la production industrielle et les ventes du commerce de détail, apparaît provisoirement moins favorable. Sur la base des éléments ci-avant, les prévisions actuelles tiennent donc compte d'un tassement limité, pour atteindre une croissance de 0,4% au deuxième trimestre. Cela signifierait que le rythme de croissance de l'économie belge demeurerait, pendant trois trimestres consécutifs déjà, relativement constant à 0,5% en moyenne. En raison essentiellement de ce premier semestre plus vigoureux, la croissance annuelle en 2017 serait donc légèrement revue à la hausse, à 1,6%, et ce malgré l'effet de débordement un peu moins marqué résultant de la révision des comptes trimestriels pour l'année 2016.

Sur une base annuelle, la croissance économique demeurerait par la suite inchangée en 2018 et ralentirait légèrement à 1,5% en 2019 en raison du profil assez plat de la croissance des marchés belges à l'exportation et de l'influence déclinante des améliorations récentes en matière

GRAPHIQUE 2 PIB ET CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE

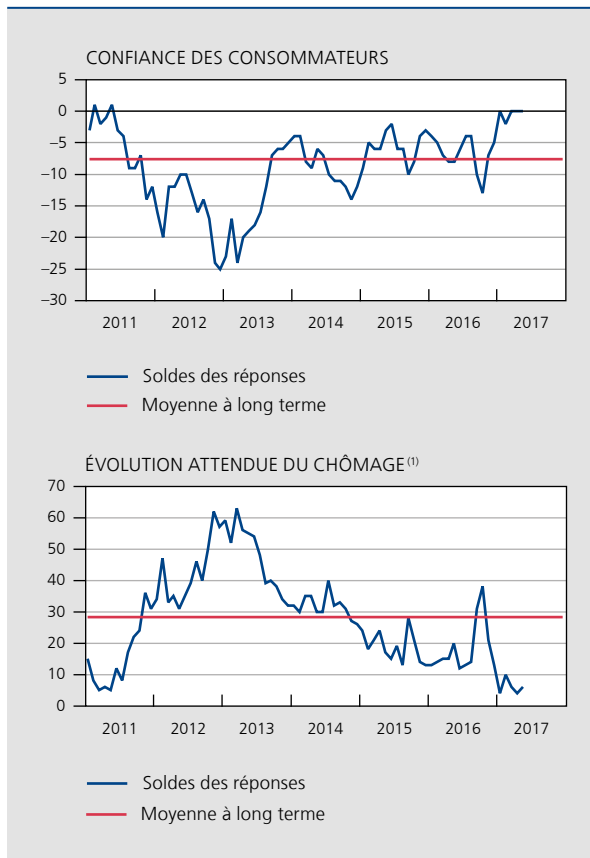
(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, sauf mention contraire)



Sources: ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des effets de calendrier.

GRAPHIQUE 3 CONFIANCE DES CONSOMMATEURS
(données corrigées des variations saisonnières)



Source : BNB.

(1) Une hausse indique une évolution moins favorable tandis qu'une baisse indique une évolution plus favorable.

de compétitivité-coût, et ce à mesure que la croissance des coûts salariaux augmente à nouveau plus vigoureusement. En particulier, vers la fin de la période de projection, la croissance économique pourrait déjà être quelque peu freinée par des restrictions de l'offre, notamment sur certains segments géographiques ou fonctionnels du marché du travail. En comparaison des projections d'automne publiées en décembre, les estimations actuelles demeurent néanmoins inchangées. L'incidence de la révision des hypothèses, en principe légèrement positive, est en effet largement neutralisée par une estimation un peu plus faible de la contribution à la croissance des exportations nettes durant la période de projection, et ce sur la base notamment des statistiques les plus récentes.

Durant l'ensemble de la période de projection, la demande intérieure sera, tout comme dans un passé récent, le principal moteur de la croissance. Au cours des trois prochaines années, la contribution à la croissance de

celle-ci (hors variations des stocks) s'établira en effet à 1,6 point de pourcentage. En revanche, la contribution des exportations nettes sera, sur base annuelle, négative, s'établissant à -0,1 point de pourcentage en moyenne.

Les exportations en volume ont toutefois fortement progressé l'année dernière, de quelque 6%, mais cela tient principalement à la réorganisation des activités commerciales d'une entreprise multinationale active dans le secteur pharmaceutique, si bien qu'une plus grande partie de ses flux commerciaux est désormais imputée à ses filiales établies en Belgique, ce qui induit également une hausse des importations d'une ampleur à peu près équivalente à celle des exportations. Corrigée de cet effet statistique, la croissance des exportations serait beaucoup plus proche de la croissance des marchés des débouchés et la part de marché des entreprises exportatrices belges se serait accrue de 0,5%. D'après les prévisions, ce gain limité devrait toutefois progressivement se réduire pour disparaître complètement en 2018, du fait que les coûts salariaux par unité produite s'inscrivent nettement en hausse dès 2017 et que la compétitivité-coût ne s'améliore plus (même si une forte croissance salariale est également prévue dans d'autres pays, tels que l'Allemagne). Conformément au profil relativement plat de la demande mondiale, la croissance des exportations sur une base trimestrielle décélère quelque peu pour atteindre moins

GRAPHIQUE 4 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.

(1) Croissance des exportations corrigée pour tenir compte des dépenses qui sont uniquement la conséquence d'une réorganisation des activités commerciales d'une grande firme pharmaceutique.

de 1 % en moyenne durant les deux dernières années de la période de projection. Étant donné que les importations augmentent un peu plus rapidement, en raison notamment de la progression vigoureuse de la demande intérieure, la contribution à la croissance des exportations nettes demeurera donc légèrement négative.

En 2017, la formation des stocks continue de contribuer positivement à la croissance, ce qui est toutefois imputable uniquement à un effet de débordement des statistiques jusqu'à la fin de 2016. En effet, les hypothèses techniques retenues pour l'ensemble des trimestres couverts par la période de projection à partir du début de 2017 tablent, comme cela est habituellement le cas, sur un effet neutre de la variation des stocks sur la croissance, eu égard notamment à la grande incertitude statistique qui entoure ce concept.

La consommation privée constitue, quant à elle, le principal moteur de croissance parmi les composantes de la demande intérieure. Bien que sa croissance en 2016 ait été quelque peu revue à la hausse dans les statistiques les plus récentes de l'ICN, elle demeure toutefois

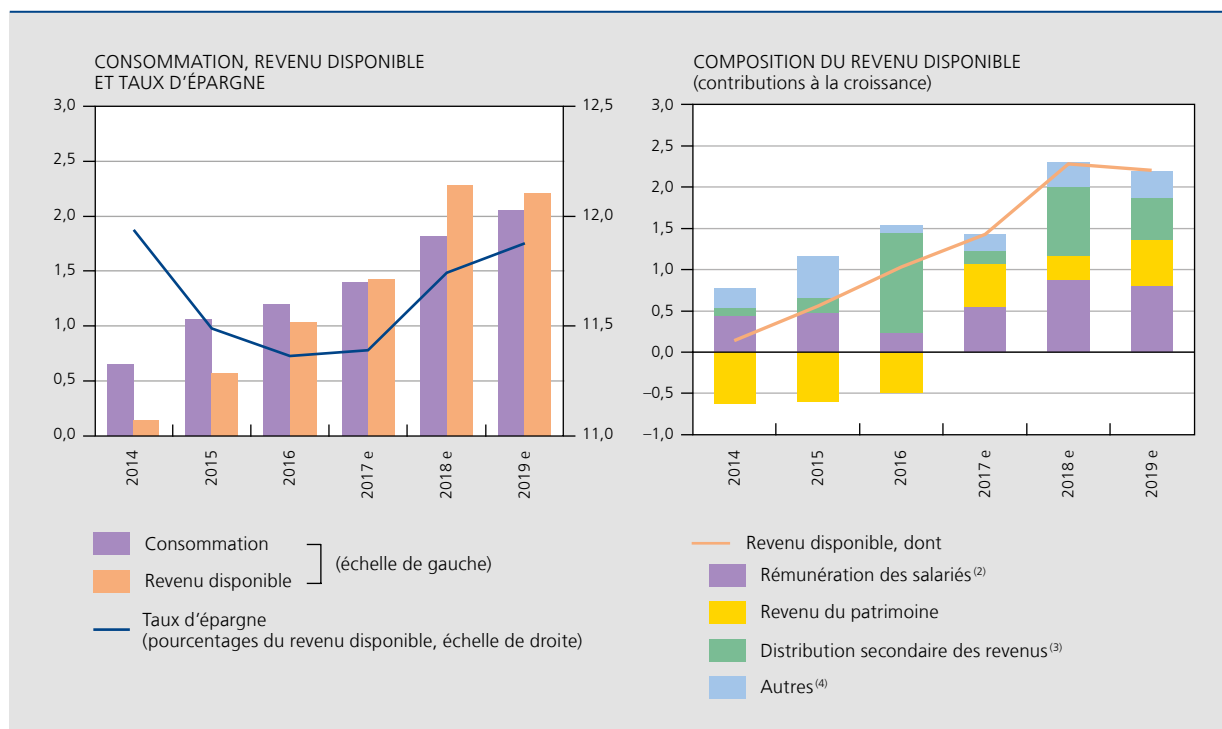
relativement modérée en comparaison de celle observée dans d'autres pays. Cette croissance de la consommation relativement atone est d'ailleurs l'un des principaux éléments qui expliquent pourquoi la croissance économique en Belgique s'est avérée récemment plus limitée que celle de la moyenne des pays voisins et reflète principalement l'incidence négative, à court terme, de la politique de modération salariale qui doit améliorer la compétitivité-coût.

Le rythme de croissance de la consommation des ménages continuerait toutefois de s'intensifier progressivement pour s'établir à quelque 0,5 % en moyenne sur une base trimestrielle dès l'année prochaine. La hausse de la consommation est en effet largement stimulée par la croissance des revenus et, en particulier par la progression des revenus du travail. Ces derniers s'accroissent sensiblement grâce à la nette croissance de l'emploi et à la hausse des salaires réels.

Durant les deux dernières années de la période de projection, les revenus seront en outre soutenus par les baisses d'impôt supplémentaires prévues dans le cadre du tax shift, ce qui induira une amélioration du pouvoir

GRAPHIQUE 5 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) À l'exclusion des cotisations sociales à charge des employeurs.

(3) En ce compris les cotisations sociales à charge des employeurs.

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

d'achat des ménages. À cet égard, il convient toutefois de rappeler que les éventuelles mesures d'assainissement complémentaires visant à financer le tax shift durant les deux prochaines années n'ont pas été intégrées dans cette analyse, conformément aux règles des exercices de prévision de l'Eurosystème. De plus, le fait que tant les salaires que les barèmes fiscaux sont indexés sur l'inflation avec un certain retard constitue un élément positif supplémentaire pour le revenu disponible réel en 2018 étant donné que l'inflation par rapport à 2017 se réduit et que l'indexation en 2018 est en fait plus élevée que l'inflation durant cette année. Enfin, durant les prochaines années, les revenus du patrimoine devraient, pour la première fois depuis longtemps, à nouveau, contribuer positivement à la croissance des revenus privés en raison de la hausse attendue du niveau des taux d'intérêt et de l'augmentation des dividendes versés par les sociétés.

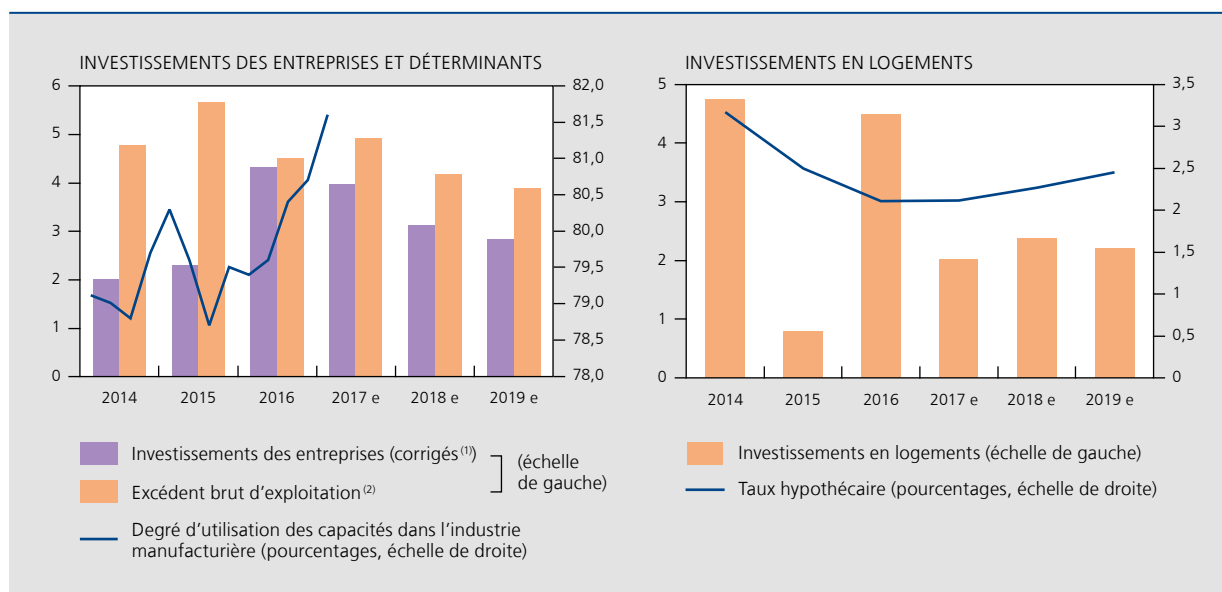
L'accélération de la croissance de la consommation privée sera, d'après les prévisions, un peu plus modérée que la progression des revenus. Cette année, le taux d'épargne restera stable dans la mesure où la croissance de la consommation évoluera encore parallèlement à celle des revenus mais s'affichera de nouveau en hausse à partir de 2018. En effet, comme à l'accoutumée, les ménages n'adapteront leur consommation que progressivement à la forte augmentation des revenus du travail et aux baisses d'impôt. De plus, la part, dans le revenu disponible, des

revenus du patrimoine, lesquels sont relativement plus épargnés, s'accroîtra à nouveau.

Les investissements privés contribueront également de manière soutenue à la croissance de l'activité au cours des prochaines années. En ce qui concerne les investissements des entreprises, la croissance annuelle pour 2017 est encore quelque peu biaisée par des facteurs spécifiques qui ont trait à des achats importants de biens d'investissement à l'étranger qui ont soutenu le niveau de ceux-ci (ainsi que des importations) durant les années précédentes. Si l'on exclut ces facteurs spécifiques en 2016, les investissements des entreprises en volume auraient fortement progressé, de quelque 4,3 %. Bien que les déterminants sous-jacents demeurent favorables et qu'une utilisation croissante des capacités de production donnera davantage lieu à des investissements d'extension, la croissance des investissements devrait néanmoins se tasser progressivement au cours des prochaines années, pour atteindre un rythme de croissance plus habituel. Les investissements des entreprises continueraient toutefois d'être soutenus par un environnement économique favorable, et plus précisément par l'ampleur des réserves de liquidité, par la progression de l'excédent brut d'exploitation et par la faiblesse persistante des taux d'intérêt. Les investissements en logements – que ce soit au travers de constructions neuves ou de projets de rénovation – sont également toujours stimulés par l'environnement de

GRAPHIQUE 6 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) Corrigés pour tenir compte d'achats importants et exceptionnels de biens d'investissement à l'étranger.

(2) 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)

	2016	2017 e	2018 e	2019 e
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL	1,2	1,4	1,8	2,0
Dépense de consommation finale des administrations publiques	-0,1	0,2	0,4	0,6
Formation brute de capital fixe	1,9	2,5	3,2	2,3
des administrations publiques	0,7	1,7	5,2	-1,2
en logements	4,5	2,0	2,4	2,2
des entreprises	1,2	2,8	3,1	2,8
<i>p.m. Dépenses intérieures, hors variation des stocks</i> ⁽¹⁾	1,0	1,3	1,8	1,7
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,1	0,4	0,0	0,0
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Exportations de biens et de services	6,0	5,8	4,1	3,7
Importations de biens et de services	6,0	6,1	4,3	4,0
Produit intérieur brut	1,2	1,6	1,6	1,5

Sources: ICN, BNB.

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

taux bas. À cet égard, il existe des indications claires que l'immobilier fait de plus en plus fonction de forme alternative d'investissement pour les particuliers en quête de rendement. Ici encore, les prévisions montrent toutefois une normalisation progressive du rythme de croissance, eu égard à l'augmentation attendue des taux hypothécaires. Alors que les investissements des entreprises ont dépassé depuis quelque temps déjà leur niveau d'avant la crise, les investissements en logements se situent en revanche toujours bien en deçà de ce niveau, et cet écart serait à peine comblé à la fin de la période de projection.

S'agissant des investissements des administrations publiques, il s'avère que les dépenses des entités locales seraient plus limitées que prévu, si bien que les investissements publics en volume n'ont progressé que très faiblement en 2016, atteignant un niveau inférieur à celui anticipé dans les projections d'automne. Les investissements des pouvoirs publics, suivant le schéma du cycle électoral, devraient par ailleurs afficher en 2019 un recul consécutif à la forte croissance enregistrée à l'approche des élections locales de 2018. La croissance de la consommation publique resterait quant à elle extrêmement modérée sur l'ensemble de la période de projection.

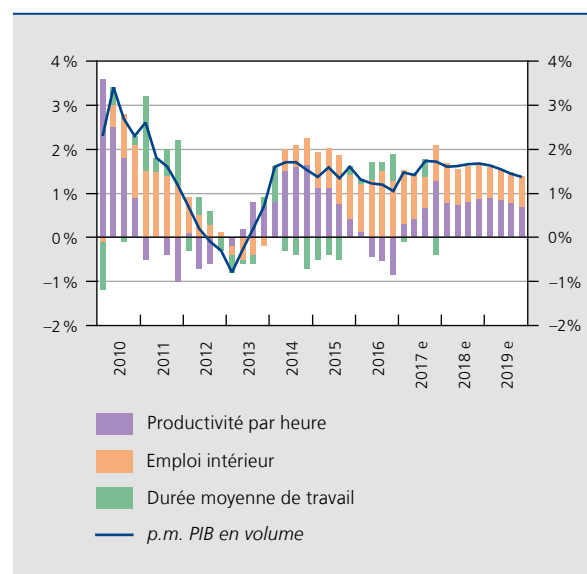
3. Marché du travail

Malgré la croissance modérée de l'activité en 2016, à 1,2 % en moyenne annuelle, les créations nettes d'emplois ont

atteint 59 000 unités, soit nettement plus que les années précédentes, alors que la croissance économique était pourtant plus élevée. La plus forte intensité en emplois de la croissance, d'environ 1 en 2016, est favorisée par la

GRAPHIQUE 7 EMPLOI INTÉRIEUR, DURÉE DU TRAVAIL ET PRODUCTIVITÉ

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



Sources: ICN, BNB.

politique de modération des coûts salariaux, qui rend le travail relativement moins coûteux et accroît la demande de travail, ainsi que par les différentes réformes structurelles qui augmentent l'offre d'emploi effective. La hausse vigoureuse de l'emploi, dans un contexte de croissance relativement modérée de l'activité, a toutefois pesé sur l'évolution de la productivité du travail, qui s'est repliée l'année dernière.

La croissance de l'emploi ralentit à partir du dernier trimestre de 2016 pour atteindre une moyenne de 0,15 % sur base trimestrielle. Celle-ci restera modérée sur toute la période de projection. En effet, l'impact des politiques mises en place ces dernières années, qui ont fortement influencé les créations nettes d'emplois, devrait progressivement se modérer. De plus, les réformes plus récentes, telle la loi «travail faisable et maniable», votée au Parlement en mars 2017, devraient influencer sur les indicateurs de qualité du travail plutôt que sur la création nette d'emploi. Le nombre additionnel de personnes en emploi resterait tout de même substantiel, à hauteur de quelque 115 000 sur l'horizon de projection.

Cette augmentation ira de pair avec un rebond de la productivité horaire, dont la croissance retrouvera un rythme positif à partir de 2017. La durée moyenne du travail, très volatile d'un trimestre à l'autre, ne diminuera que

marginale sur la période de projection. L'élargissement de la part des travailleurs à temps partiel dans l'emploi pousse la tendance légèrement à la baisse, mais la durée moyenne de travail de ceux-ci tend à s'allonger : le nombre moyen d'heures ouvrées par semaine par les travailleurs à temps partiel est passé de 22,5 en 2000 à 24,1 en 2016. Le passage à une économie de services influence également négativement la durée moyenne de travail. À court terme, la hausse de la durée moyenne observée au quatrième trimestre de 2016 reflète la suppression des allocations pour le crédit-temps sans motif. Annoncée en janvier 2015, cette réforme avait provoqué un effet d'anticipation auprès de nombreux travailleurs qui ont pu bénéficier du système jusqu'au 1^{er} juillet 2015 pour réduire leur temps de travail. Le contre-effet apparaît actuellement puisque ces travailleurs sortent petit à petit du système de crédit-temps sans motif. Durant la période couverte par les projections, la durée moyenne du travail renouerait avec la tendance à long terme et resterait quasiment inchangée.

La hausse de l'emploi en 2016 a été particulièrement importante pour les travailleurs salariés des branches sensibles à la conjoncture puisqu'ils étaient 29 000 de plus qu'en 2015. Cette évolution est notamment due à un accroissement sensible dans la branche des services

TABLEAU 4 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

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

	2013	2014	2015	2016	2017 e	2018 e	2019 e
Population totale	57	55	59	62	63	58	54
Population en âge de travailler	12	9	16	21	17	8	4
Population active	9	32	22	33	28	29	30
Emploi intérieur	-15	19	42	59	43	39	33
Salariés	-21	12	31	45	31	25	20
Branches sensibles à la conjoncture ⁽¹⁾	-25	-1	16	29	20	16	12
Administration publique et enseignement	3	6	1	2	-2	-3	-3
Autres services ⁽²⁾	1	7	14	14	13	12	11
Indépendants	6	7	11	14	12	14	13
Demandeurs d'emploi inoccupés	25	14	-19	-26	-15	-10	-3
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé⁽³⁾⁽⁴⁾</i>	8,5	8,6	8,6	7,9	7,5	7,3	7,2
<i>Taux d'emploi harmonisé⁽³⁾⁽⁵⁾</i>	67,2	67,3	67,2	67,7	69,2	69,7	70,2

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

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

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

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

(4) 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).

aux entreprises (+20 000) ainsi que dans le commerce, transports et horeca (+7 000). Par rapport aux années précédentes, l'emploi dans l'industrie et dans la construction a cessé de se replier. Au sein des branches sensibles à la conjoncture, seules les activités financières et d'assurance ont continué d'enregistrer un recul puisqu'elles comptaient 1 000 emplois de moins qu'en 2015. Pour ce qui est de la période de projection, l'emploi salarié dans les branches sensibles à la conjoncture devrait poursuivre sa tendance ascendante, fût-ce à un rythme plus modéré. Comme les années précédentes, les services non marchands participent également à l'évolution à la hausse de l'emploi salarié, mais ce uniquement pour les autres services (+36 000 sur la période 2017-2019). L'emploi dans les administrations publiques et dans l'enseignement devrait se contracter de 8 000 personnes sur l'ensemble de la période de projection.

Le nombre de travailleurs indépendants a continué d'augmenter et a atteint 781 000 en 2016, soit 14 000 de plus qu'un an auparavant. À cet égard, l'emploi indépendant a affiché récemment une croissance nettement plus rapide que le nombre de salariés (1,8 % de croissance en moyenne annuelle, contre 1,2 % pour les salariés). Les projections tablent sur une poursuite de cette tendance et prévoient que leur nombre va grimper de 39 000 unités d'ici 2019.

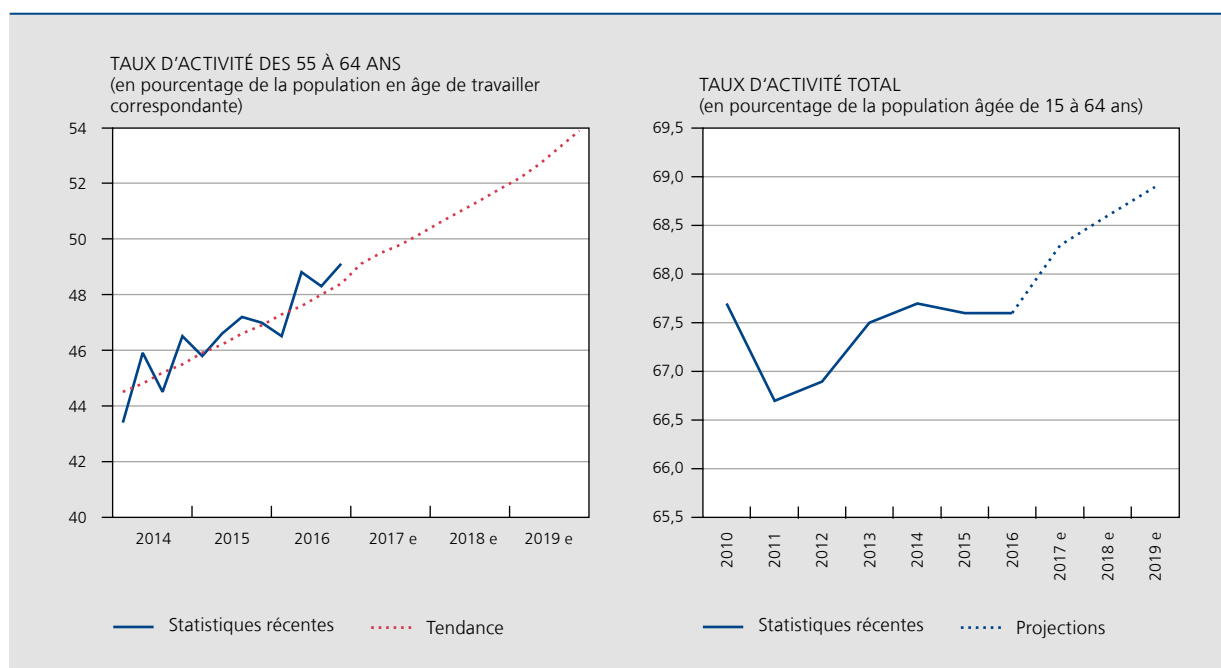
Bien que, selon les prévisions démographiques les plus récentes, la population continuerait de s'accroître, c'est de

moins en moins le cas pour la population en âge de travailler, dont la croissance s'arrêterait quasiment en 2019, eu égard au vieillissement. En revanche, le taux de participation, et principalement celui des catégories des travailleurs plus âgés, a récemment progressé et devrait continuer de le faire si l'on en croit les prévisions. Outre des effets de cohorte, par lesquelles les générations plus jeunes participent plus largement au marché du travail, cette situation reflète principalement les réformes qui visent à contrer la sortie anticipée du marché du travail des travailleurs plus âgés. Le taux de participation en hausse soutient la croissance de l'emploi.

Dans un contexte de création d'emplois très dynamique en 2016, les premiers signes de tensions commencent à apparaître sur le marché du travail, notamment dans certaines régions et pour certains métiers. Ceux-ci ont pour conséquence que des postes vacants – qui ont déjà nettement augmenté au cours des derniers mois – se trouvent moins rapidement occupés par une main-d'œuvre adéquate. Ceci ralentira de plus en plus la progression de l'emploi durant les derniers trimestres de la période couverte par les projections si les réformes mises en œuvre notamment en matière d'activation des demandeurs d'emploi et de formation continue ne portent pas leurs fruits.

Dans ce contexte, le taux de chômage, qui a sensiblement reculé de 0,7 point de pourcentage en 2016, pour s'établir

GRAPHIQUE 8 PARTICIPATION AU MARCHÉ DU TRAVAIL



Sources: BFP, CE, DGS, BNB.

à moins de 8 %, poursuivrait son repli, quoiqu'à un rythme plus modéré. Selon les prévisions actuelles, le taux de chômage diminuerait jusqu'à 7,2 % en 2019, ce qui correspond à quelque 525 000 demandeurs d'emploi. On se rapproche ainsi peu à peu des niveaux de chômage observés en 2008, avant la grande récession, soit quelque 500 000 personnes.

4. Prix et coûts

Depuis 2014, les coûts salariaux par unité produite ont diminué grâce à différentes mesures adoptées pour renforcer la compétitivité-coût des entreprises belges. Cela a encore été le cas en 2016, malgré le repli précité de la productivité du travail, les coûts salariaux horaires ayant baissé encore plus que la productivité. Cette situation était d'abord liée aux nouvelles réductions des cotisations patronales qui sont entrées en vigueur le 1^{er} janvier et le 1^{er} avril. En avril 2016 a pris fin également la suspension temporaire des mécanismes d'indexation, mais en raison des retards qui sont inhérents au mode d'indexation de certains secteurs, le saut d'index a encore exercé des effets durant le reste de l'année. Enfin, il est frappant de constater que les augmentations salariales conventionnelles sont, elles aussi, demeurées nettement en deçà des prévisions et du maximum autorisé (0,5 % de la masse salariale brute, toutes charges comprises, et 0,3 % de la masse salariale nette sans frais supplémentaires): sur la base des informations actuellement disponibles, il semble qu'en réalité, l'on n'ait octroyé presque aucune augmentation salariale sectorielle conventionnelle, tandis que le glissement des salaires est, lui aussi, resté très limité.

À partir de 2017, les coûts salariaux horaires devraient toutefois grimper sensiblement. En effet, l'effet du saut d'index s'est pratiquement complètement estompé cette année. De plus, dans les estimations actuelles, l'on a tenu compte, contrairement aux prévisions d'automne, de la norme salariale établie par les partenaires sociaux de 1,1 % pour les adaptations salariales réelles fixées par convention en 2017 et 2018. Ces hausses salariales conventionnelles réelles sont inférieures à l'hypothèse technique qui a été retenue dans les prévisions d'automne lorsque la norme salariale n'était pas encore connue. Cette norme salariale repose d'ailleurs sur un nouveau mode de calcul de la marge maximale pour l'évolution des coûts salariaux fixée par le CCE à la suite de la révision de la loi de 1996. Compte tenu de la modération salariale très marquée au cours des dernières années, l'on part toutefois de l'hypothèse que la marge autorisée sera entièrement utilisée en 2017 et 2018 et qu'elle fera grimper les salaires conventionnels de 0,3 % cette année et de 0,8 % en 2018. En

effet, les nouvelles conventions collectives de travail ne seront conclues que dans le courant de 2017 et comporteront donc, sur une base annuelle, une plus forte augmentation salariale en 2018. Pour 2019, la marge pour les adaptations conventionnelles réelles ne sera abordée que lors des négociations sur un accord interprofessionnel à la fin de 2018. En l'absence de norme salariale officielle et dans le contexte de la poursuite du redressement du marché du travail et du recul du taux de chômage, l'on part ici de l'hypothèse technique d'une stabilisation de la croissance salariale conventionnelle entre 2018 et 2019. S'il devait s'avérer à la fin de 2018 que les coûts salariaux progressent de nouveau plus rapidement que dans les principaux pays voisins, cette hypothèse technique peut éventuellement être adaptée à la baisse.

Compte tenu d'un retour à une indexation complète des salaires sur la base de l'indice-santé, la croissance des coûts salariaux horaires pour les entreprises atteindrait déjà 1,9 % en 2017 et monterait encore à 2,6 % en 2019. Cette croissance des coûts salariaux est encore tempérée, durant l'ensemble de la période de projection, par les réductions supplémentaires de cotisations patronales (en plus de l'incidence résiduelle des réductions entrées en vigueur le 1^{er} avril 2016) en raison du tax shift, mais celles-ci présentent une ampleur beaucoup plus limitée qu'en 2016: globalement, ces réductions feraient baisser les coûts salariaux horaires de moins de 0,2 % en moyenne par an durant la période comprise entre 2017 et 2019, alors qu'ils avaient encore diminué de 0,9 % en 2016.

Comme la productivité du travail renoue à partir de 2017 avec une croissance normale, légèrement positive, le retournement des coûts salariaux par unité produite est un peu plus limité que celui des coûts salariaux horaires. Cependant, les coûts salariaux par unité produite devraient de nouveau s'alourdir fortement à partir de 2017, pour atteindre quelque 1,7 % à la fin de la période de projection.

Cette hausse des coûts salariaux n'entraînera toutefois que partiellement et avec quelque retard une augmentation de l'inflation. Des évolutions du passé, durant lesquelles de fortes progressions des coûts salariaux ont souvent été partiellement absorbées dans l'évolution des marges bénéficiaires des entreprises, montrent en effet que la formation des prix en Belgique présente notamment certaines rigidités à la hausse. Selon les prévisions actuelles, la part des marges bénéficiaires dans les prix de vente ne devrait plus s'intensifier fortement durant la période de projection, comme durant les années précédentes, lorsque la baisse des coûts salariaux n'avait pas

été entièrement répercutée dans ces prix, mais elle devrait même un peu se réduire.

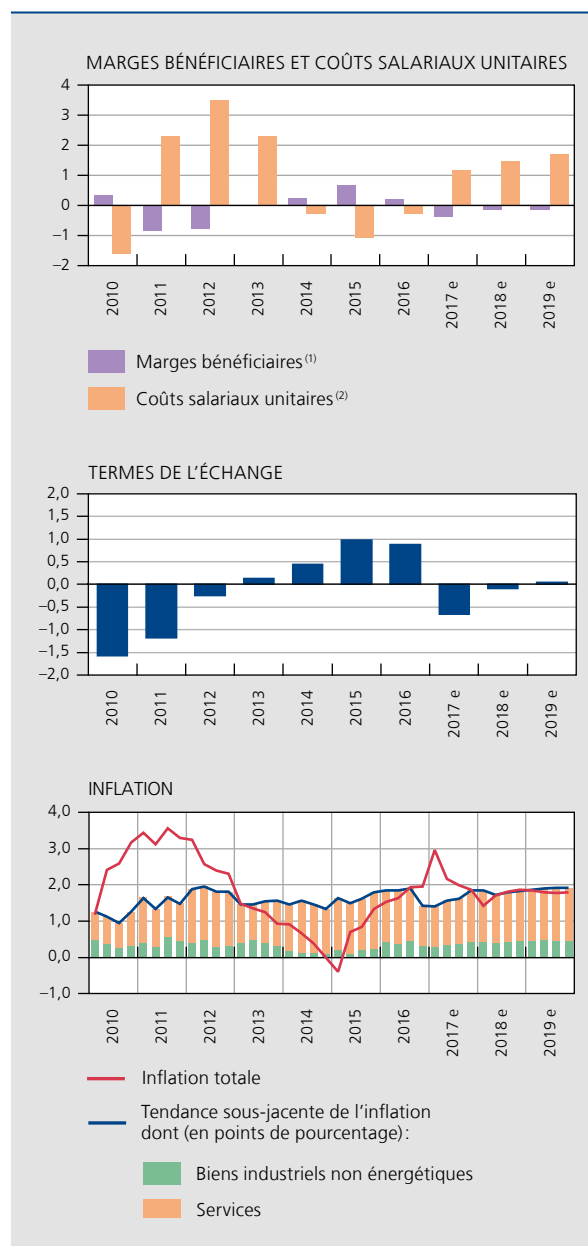
Outre l'inertie habituelle de la répercussion des coûts dans les prix, l'inflation serait toutefois également tempérée par certains facteurs spécifiques. Ainsi, l'inflation sous-jacente, et l'inflation des services en particulier, a sensiblement baissé au dernier trimestre de 2016, en raison de la disparition de l'incidence haussière sur l'inflation sur base annuelle du relèvement marqué du droit d'inscription dans l'enseignement supérieur en Communauté flamande le 1^{er} octobre 2015. Ce niveau plus bas d'inflation des services s'est maintenu au premier trimestre de 2017, principalement en raison d'un effet de calendrier causé par les vacances de Pâques tombant entièrement au mois d'avril, ce qui n'était pas le cas l'année précédente. On a ainsi observé une chute à un an d'écart des prix des vacances organisées et des chambres d'hôtel en mars. À cela s'ajoute une modération de l'inflation dans les télécommunications au même moment. À partir du deuxième trimestre de 2017, l'inflation des services repart à la hausse. À cet égard, la nette augmentation en avril 2017 est encore largement de nature temporaire puisqu'elle est surtout liée au retournement des effets précités de calendrier, et notamment aux fortes hausses de prix des vacances organisées et des chambres d'hôtel durant les vacances de Pâques de cette année. Globalement, l'inflation sous-jacente en 2017 se replierait légèrement en moyenne annuelle par rapport à l'année dernière.

L'inflation sous-jacente se renforcerait encore au cours des deux prochaines années, pour atteindre 1,9% en 2019 du fait de la répercussion, certes limitée, de la progression des coûts salariaux sur les prix. L'inflation sous-jacente et en particulier celle des services ainsi estimée est toutefois plus basse que lors des prévisions d'automne. Cela est dû principalement à la révision à la baisse de la trajectoire des coûts salariaux, mais aussi aux effets attendus de réglementations récentes dans les restaurants et cafés – en l'occurrence la fin des contrats de brasserie imposant des conditions de vente contraignantes – et dans les télécommunications, notamment l'ouverture des réseaux câblés en 2016 et la plus grande facilité à changer d'opérateur fixe à partir du mois de juillet 2017. Ces changements devraient améliorer le degré de concurrence et influencer l'évolution des prix pratiqués. Compte tenu de l'importance de ces deux secteurs dans la consommation des ménages, on prévoit que ces mesures exerceront un effet modérateur sur l'inflation.

En plus de l'évolution de l'inflation sous-jacente, les produits énergétiques et alimentaires contribuent également à celle de l'inflation totale au cours de la période de projection. Ainsi, l'inflation totale accélérerait à 2,2% en 2017, notamment sous l'effet des prix des produits énergétiques. Ceux-ci se renchériraient à hauteur de 9,1% alors qu'ils

GRAPHIQUE 9 INFLATION ET DÉTERMINANTS

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



Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Différence entre la croissance annuelle des prix de vente unitaires et des coûts de production unitaires.

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

avaient encore baissé de 0,6% en 2016. L'origine de ce retournement est à chercher du côté de l'évolution récente et attendue du prix du Brent qui, exprimé en euros, devrait être 19% plus cher en 2017 par rapport à 2016. La variation du prix du gaz passerait également en territoire positif. L'évolution des prix de l'énergie importée détermine d'ailleurs aussi dans une large mesure celle des termes de l'échange, qui, après s'être nettement améliorée durant les

dernières années, se dégrade de nouveau en 2017, ce qui pousse donc l'inflation à la hausse. En revanche, la disparition sur la première moitié de 2017 de plusieurs effets de base ayant influencé le taux d'inflation de l'électricité devrait ramener celui-ci à 7 % en 2017 alors qu'il s'agissait de 28 % en 2016. On enregistrerait ensuite une relative stabilisation des prix énergétiques en 2018 et 2019, reflétant un profil assez plat pour les produits pétroliers, le gaz et l'électricité.

L'inflation des produits alimentaires avait été particulièrement élevée en 2016, sous l'effet notamment des relèvements d'accises sur l'alcool et le tabac, auxquels s'était ajouté un effet méthodologique sur les prix des boissons alcoolisées avec le recours accru aux données de scanner à partir du début de 2016. En 2017, on tomberait à un niveau nettement plus bas en raison d'un retour « à la normale » du taux d'inflation des produits alimentaires transformés et d'un taux d'inflation très limité attendu pour les produits alimentaires non transformés. Une tendance haussière de l'inflation est attendue ensuite pour les deux types de produits.

Ainsi, de par l'ampleur des mouvements de prix sur les marchés énergétiques, le taux d'inflation total en Belgique se replierait en 2018, au contraire de ce que l'on attend au niveau de l'inflation sous-jacente. L'écart d'inflation avec la

zone euro qui atteignait encore 1,6 point de pourcentage en 2016 se réduirait fortement sur la période de projection.

L'analyse qui précède a trait à l'IPCH, lequel permet de comparer les taux d'inflation de tous les États européens. L'inflation mesurée selon l'indice belge des prix à la consommation national (IPCN) peut s'en écarter en raison de différences d'ordre méthodologique. C'est sur la base de l'IPCN qu'est calculé l'indice-santé, soit l'indice national duquel sont exclus le tabac, les boissons alcoolisées et les carburants. La progression de l'indice-santé, qui sert de base, notamment, à l'indexation des salaires, devrait ralentir quelque peu en 2017 (1,9 %) par rapport à l'année précédente et davantage en 2018 (1,5 %) pour finalement s'établir à 1,7 % en 2019.

5. Finances publiques

5.1 Solde de financement

Selon les données publiées par l'ICN en avril 2017, les administrations publiques belges ont affiché un déficit de financement de 2,6 % du PIB en 2016. Dans le contexte

TABEAU 5 INDICATEURS DE COÛTS ET PRIX

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

	2014	2015	2016	2017 e	2018 e	2019 e
Coûts salariaux dans le secteur privé ⁽¹⁾						
Coûts salariaux par heure ouvrée	1,0	0,0	-0,8	1,9	2,3	2,6
dont: indexation	0,8	0,1	0,6	1,5	1,7	1,6
Productivité du travail ⁽²⁾	1,3	1,1	-0,5	0,7	0,8	0,8
Coûts salariaux par unité produite	-0,3	-1,1	-0,3	1,2	1,5	1,7
<i>p.m. Coûts salariaux par heure ouvrée selon les comptes nationaux⁽³⁾</i>	1,1	0,0	-0,9	1,7	2,3	2,5
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽⁴⁾	1,5	1,6	1,8	1,6	1,8	1,9
Produits énergétiques	-6,0	-8,0	-0,6	9,1	0,9	1,0
Produits alimentaires	0,8	1,8	3,1	1,3	1,7	1,8
Inflation totale (IPCH)	0,5	0,6	1,8	2,2	1,7	1,8
<i>p.m. Inflation selon l'indice national (IPCN)</i>	0,3	0,6	2,0	2,1	1,6	1,8
Indice-santé ⁽⁵⁾	0,4	1,0	2,1	1,9	1,5	1,7

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

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

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

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

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

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

macroéconomique décrit ci-dessus, ce déficit serait ramené en 2017 à 2 % du PIB. En 2018 et 2019, le déficit budgétaire deviendrait quasiment stable et ressortirait à 2,1 % du PIB.

Le solde budgétaire de l'ensemble des pouvoirs publics s'améliorerait en 2017, puisque les dépenses devraient se réduire sensiblement par rapport au PIB, tandis que les recettes ne diminueraient que faiblement. Les dépenses primaires devraient baisser sous l'impulsion de la politique budgétaire qui vise à modérer leur évolution. De leur côté, les charges d'intérêts continueraient de se contracter, étant donné que les emprunts publics arrivant à échéance sont refinancés à des taux favorables pour les pouvoirs publics. En 2018 et 2019, les dépenses primaires et les charges d'intérêts se replieraient encore, mais le recul des charges d'intérêts deviendrait plus limité vers la fin de la période de projection. L'incidence positive des deux facteurs sur le solde budgétaire serait toutefois compensée par des recettes en baisse à la suite d'une diminution des prélèvements sur le travail dans le cadre du tax shift.

Les déficits apparaîtraient surtout au niveau du pouvoir fédéral. La sécurité sociale serait en équilibre puisqu'elle reçoit du pouvoir fédéral une dotation pour atteindre cet équilibre. Les communautés et les régions afficheraient des déficits limités durant la période couverte par les projections, tandis que les finances des pouvoirs locaux seraient quasiment en équilibre.

Les projections reposent, comme d'habitude, sur l'hypothèse d'une politique inchangée. L'on tient donc uniquement compte des mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment précisées. Les estimations font apparaître que davantage de mesures d'assainissement sont encore nécessaires pour atteindre en 2019 un équilibre budgétaire structurel, ce qui est l'objectif visé dans le programme de stabilité d'avril 2017.

5.2 Recettes

Les recettes des administrations publiques devraient diminuer de 0,1 point de pourcentage du PIB en 2017 et devraient encore fléchir en 2018 et 2019 de, respectivement, 0,6 et 0,4 point de pourcentage. Le recul entamé depuis 2014 du ratio des recettes se poursuivrait donc durant la période de projection. Ce sont surtout les prélèvements sur les revenus du travail qui seraient sensiblement réduits, à la suite des mesures qui ont été décidées dans le cadre du tax shift, afin de renforcer la position concurrentielle des entreprises, de favoriser l'emploi et d'accroître le pouvoir d'achat des ménages.

Le léger recul du ratio des recettes prévu en 2017 découle de la réduction des prélèvements sur les revenus du travail. Ceux-ci, qui sont relativement lourdement taxés, augmenteraient en effet moins vite que le PIB. De plus,

TABLEAU 6 COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

	2016	2017 e	2018 e	2019 e
Ensemble des administrations publiques				
Recettes	50,8	50,7	50,1	49,6
Dépenses primaires	50,5	50,1	49,8	49,5
Solde primaire	0,2	0,6	0,2	0,1
Charges d'intérêts	2,9	2,5	2,3	2,2
Besoin (-) ou capacité de financement	-2,6	-2,0	-2,1	-2,1
Solde de financement par sous-secteur				
Pouvoir fédéral ⁽¹⁾	-2,7	-1,8	-1,8	-1,8
Sécurité sociale	0,0	0,0	0,0	0,0
Communautés et régions ⁽¹⁾	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Pouvoirs locaux	0,2	0,0	0,0	0,1

Sources: ICN, BNB.

(1) Ces chiffres ont été établis selon une approche budgétaire. Ils 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. La correction de ces avances a été traitée selon les modalités de la loi spéciale de financement.

TABLEAU 7 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(pourcentages du PIB)

	2016	2017 e	2018 e	2019 e
Recettes fiscales et parafiscales	43,9	43,8	43,2	42,9
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	25,1	24,8	24,2	23,9
Impôt des personnes physiques	11,1	11,0	10,5	10,3
Cotisations sociales	14,0	13,8	13,7	13,6
Impôts sur les bénéficiaires des sociétés	3,4	3,5	3,5	3,5
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine	4,2	4,2	4,2	4,1
Impôts sur les biens et sur les services	11,2	11,3	11,3	11,4
dont:				
TVA	6,8	6,9	6,9	6,9
Accises	2,2	2,3	2,3	2,3
Recettes non fiscales et non parafiscales	6,9	6,9	6,8	6,8
Recettes totales	50,8	50,7	50,1	49,6

Sources : ICN, BNB.

l'impôt des personnes physiques diminuerait parce que l'indexation des barèmes fiscaux se fonde sur l'indice des prix à la consommation de l'année précédente, qui est plus élevé que l'indexation salariale prévue pour 2017, si bien que la pression fiscale diminue. En outre, les cotisations sociales baisseraient également du fait que l'abaissement du taux des cotisations patronales produit ses pleins effets depuis le 1^{er} avril 2016. Le recul des revenus qui en résulte est toutefois largement compensé par l'augmentation des impôts sur les biens et les services, notamment à la suite de la hausse des accises. Les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine demeureront quasiment stables par rapport au PIB, même si les recettes provenant du précompte mobilier sont portées à la hausse par le relèvement du taux général, lequel est passé de 27 % à 30 % depuis le 1^{er} janvier 2017.

En 2018 et 2019, les recettes se contracteraient encore du fait des mesures adoptées dans le cadre du tax shift. Ainsi, la baisse toucherait surtout l'impôt des personnes physiques, mais également les cotisations sociales.

5.3 Dépenses primaires

La trajectoire baissière des dépenses primaires rapportées au PIB devrait se poursuivre en 2017 et les années suivantes. En termes nominaux, ces dépenses augmenteraient donc, au cours de la période de projection, à une cadence inférieure à l'expansion de l'activité économique.

Le mouvement de modération des dépenses attendu cette année répondrait encore à la volonté affichée par le pouvoir fédéral de limiter ses frais de fonctionnement et de contenir les dépenses de la sécurité sociale. Il bénéficierait en outre de l'amoindrissement ou de la disparition d'une série de facteurs imprévus ayant pesé sur le solde budgétaire 2016. Parmi ceux-ci figuraient notamment d'importants remboursements d'impôts opérés à la suite de décisions de justice, ainsi que les efforts exceptionnels consentis pour gérer l'afflux de demandeurs d'asile.

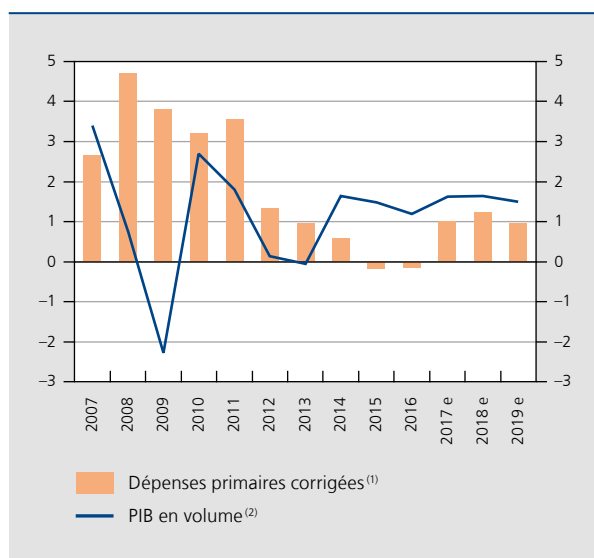
À l'inverse, une nouvelle indexation des allocations sociales et des rémunérations du secteur public, intervenant tout juste un an après la précédente, soutiendra les dépenses correspondantes en 2017, qui concernent tous les niveaux de l'État: pouvoir fédéral, communautés et régions, pouvoirs locaux et sécurité sociale.

Corrigées pour tenir compte à la fois des facteurs temporaires, de l'incidence de la conjoncture et du décalage entre l'inflation et l'indexation, les dépenses primaires réelles grimperaient de 1 % en 2017, soit un taux de progression qui, comme les années précédentes, resterait contenu et inférieur à la croissance du PIB en volume.

La tendance à la maîtrise des dépenses primaires devrait être moins marquée en 2018, en raison notamment de la recrudescence des investissements publics traditionnellement observée à l'approche des élections communales et provinciales. Elle devrait toutefois reprendre son cours en 2019.

GRAPHIQUE 10 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.

5.4 Endettement

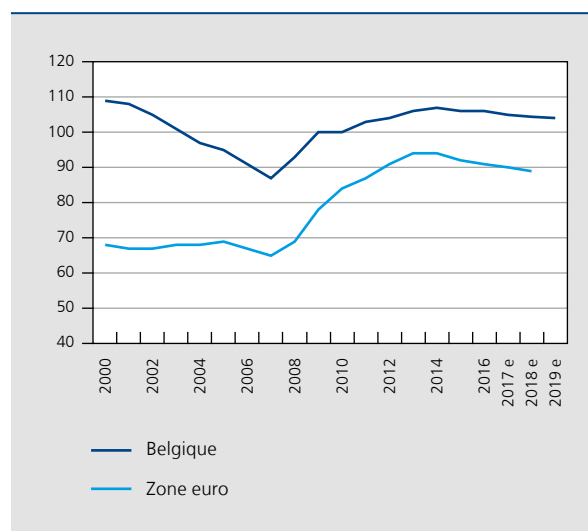
Le taux d'endettement est resté stable en 2016, s'établissant à 106 % du PIB. La dette publique rapportée au PIB devrait toutefois progressivement fléchir au cours de la période de projection.

La dette devrait baisser en 2017 pour atteindre 105 % du PIB, et ce malgré l'incidence haussière de facteurs exogènes. Ainsi, la vente d'une partie de la participation de l'État fédéral dans BNP Paribas ne compensera pas l'effet d'accroissement de la dette produit par la progression des prêts octroyés dans le cadre de la politique en matière de logement social ainsi que par une série de facteurs liés à la gestion de la dette. Le fléchissement du taux d'endettement résultera donc exclusivement de l'influence baissière des facteurs endogènes. La croissance nominale du PIB devrait dépasser le taux d'intérêt implicite sur la dette publique et le solde budgétaire primaire devrait être légèrement positif.

Le taux d'endettement devrait ensuite poursuivre son déclin, à la faveur de nouveau d'éléments endogènes. L'on s'attend en effet à ce que l'augmentation nominale du PIB excède largement le taux d'intérêt implicite sur la

GRAPHIQUE 11 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(en pourcentage du PIB)



Sources: CE, ICN, BNB.

dette publique. Grâce à cette dynamique intérêts-croissance favorable, associée à un solde budgétaire primaire en excédent (certes léger), le taux d'endettement devrait décroître pour s'inscrire à respectivement 104,4 % et 103,9 % du PIB en 2018 et 2019.

6. Conclusion et appréciation des facteurs de risque

Les projections de printemps de l'Eurosystème pour la période couvrant les années 2017 à 2019 tablent sur une croissance légèrement plus élevée que ne le prévoyaient les projections d'automne de décembre 2016 et celles de mars 2017 de la BCE. S'agissant de la Belgique, la révision à la hausse des perspectives de croissance a été moins marquée et n'est au demeurant attribuable qu'à un début d'année 2017 légèrement plus favorable tel qu'en témoignent, pour le premier trimestre, les statistiques trimestrielles révisées de l'ICN et, pour le deuxième, les actuelles prévisions de court terme. Par rapport aux projections de décembre, les pronostics d'inflation à brève échéance ont également été relevés. Ceci s'explique toutefois principalement par la forte hausse des prix de l'énergie enregistrée récemment. En revanche, le profil de l'inflation sous-jacente a été quelque peu ajusté à la baisse.

Bien que leurs dates de clôture diffèrent et qu'elles se fondent dès lors sur des statistiques dissemblables, un

consensus relativement large en matière de prévisions de croissance économique se dégage d'une comparaison avec les dernières estimations réalisées par d'autres institutions. Pour 2017, les estimations les plus récentes, telles que celles de l'OCDE, du BFP et de la Banque, paraissent se situer davantage dans le haut de la fourchette. Elles reflètent toutefois en cela essentiellement le fait que ces institutions ont déjà pu incorporer la révision à la hausse de la croissance au premier trimestre que l'ICN a effectuée le 31 mai, alors que les prévisions antérieures étaient encore basées sur son estimation « flash », légèrement plus faible. Bien que restant limités, les écarts semblent cependant être légèrement plus importants en ce qui concerne les projections d'inflation, du fait que ceux-ci sont largement influencés par les anticipations portant sur le cours du pétrole et donc, vu sa volatilité, par la date précise à laquelle ces projections sont clôturées.

Même si les différentes estimations macroéconomiques sont fortement convergentes, il subsiste toutefois des risques tant à la hausse qu'à la baisse dont il convient de tenir compte. Sur le plan externe, ceux-ci résident, entre autres, au niveau de la vigueur et de la durabilité de la récente reprise du commerce international. Un retour plus persistant à une intensité commerciale renforcée de la croissance mondiale peut en effet consolider les fondamentaux de cette dernière et renforcer la croissance en Europe et en Belgique grâce à une demande d'importations plus importante. Par ailleurs, les incertitudes quant aux orientations politiques dans un certain nombre de pays, tels que les États-Unis, restent grandes.

Une politique plus protectionniste ou une politique budgétaire moins expansionniste que ce que ne l'envisagent les actuelles prévisions de l'Eurosystème pourrait en effet mettre la croissance davantage sous pression.

Au niveau national, les risques qui pèsent sur la croissance, l'inflation et le marché du travail semblent être répartis de manière relativement équilibrée. En ce qui concerne ce dernier, un taux de participation plus important que prévu, à la suite d'un impact plus marqué et rapide des réformes du marché du travail qui ont limité les possibilités de départ anticipé, représente un risque à la hausse qui pourrait cependant être compensé par une possible pénurie de main-d'œuvre sur certains segments du marché du travail. La formation des salaires en 2019 constitue également un risque spécifique, étant donné qu'aucune norme salariale n'a encore été définie pour l'année en question. Si les estimations actuelles font de nouveau apparaître des divergences par rapport à la croissance des coûts salariaux dans les trois principaux pays voisins de la Belgique, selon la définition de ce concept dans la loi de 1996 sur la promotion de l'emploi et la sauvegarde préventive de la compétitivité, la progression des salaires en 2019 pourrait en fin de compte s'avérer plus faible que ne le prévoient ces estimations. Cela dépendra cependant des évolutions observées dans les pays limitrophes, sachant que les répercussions macroéconomiques de coûts salariaux éventuellement inférieurs pourraient être assez limitées au niveau de la croissance et de l'inflation en 2019, étant donné qu'elles ne se font normalement ressentir qu'avec un certain retard.

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

Institution	Date de publication	Croissance du PIB en volume			Inflation (IPCH, sauf mention contraire)		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Belgian Prime News	Mars 2017	1,4	1,5		2,3	1,8	
FMI	Avril 2017	1,6	1,5	1,5	2,0	1,7	1,7
Consensus Economics	Mai 2017	1,5	1,6		2,1	1,8	
CE	Mai 2017	1,5	1,7		2,3	1,5	
Bureau fédéral du plan ⁽¹⁾	Juin 2017	1,6	1,6	1,5	2,1	1,5	1,7
OCDE	Juin 2017	1,6	1,7		2,5	1,8	
BNB	Juin 2017	1,6	1,6	1,5	2,2	1,7	1,8

(1) Budget économique (juin 2017) pour 2017 et 2018. Projections à moyen terme (mars 2017) pour 2019. L'inflation correspond toutefois à l'IPC pour les années 2017 et 2018.

Annexe

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE : SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2016	2017 e	2018 e	2019 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)				
PIB en volume	1,2	1,6	1,6	1,5
Contributions à la croissance:				
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	1,0	1,3	1,8	1,7
Exportations nettes de biens et services	0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Variation des stocks	0,1	0,4	0,0	0,0
Prix et coûts				
Indice des prix à la consommation harmonisé	1,8	2,2	1,7	1,8
Indice-santé	2,1	1,9	1,5	1,7
Déflateur du PIB	1,6	1,7	1,6	1,7
Termes de l'échange	0,9	-0,7	-0,1	0,0
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé ⁽¹⁾	-0,3	1,2	1,5	1,7
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé ⁽¹⁾	-0,8	1,9	2,3	2,6
Productivité horaire dans le secteur privé	-0,5	0,7	0,8	0,8
Marché du travail				
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes)	59,2	43,3	38,6	33,1
Volume total de travail ⁽²⁾	1,6	0,9	0,8	0,7
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active âgée de plus de 15 ans) ..	7,9	7,5	7,3	7,2
Revenus				
Revenu disponible réel des particuliers	1,0	1,4	2,3	2,2
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	11,4	11,4	11,7	11,9
Finances publiques				
Solde primaire (pourcentages du PIB)	0,2	0,6	0,2	0,1
Solde de financement (pourcentages du PIB)	-2,6	-2,0	-2,1	-2,1
Dette publique (pourcentages du PIB)	106,0	105,0	104,4	103,9
Compte courant (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB)				
	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1

Sources: CE, DGS, ICN, BNB.

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

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

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



Éditeur responsable

Jan Smets

Gouverneur

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

Personne de contact pour la publication

Pierre Crevits

Chef du département Secrétariat général et communication

Tél. +32 2 221 30 29
pierre.crevits@nbb.be

© Illustrations: Banque nationale de Belgique

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

Publié en juin 2017