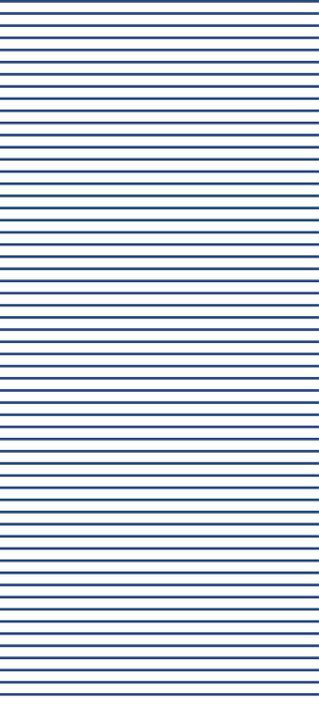


Projections économiques pour la Belgique



Décembre 2017



Projections économiques pour la Belgique

Décembre 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.

ISSN 1372-3162

Projections économiques pour la Belgique – Automne 2017

Introduction

Comme attendu, l'économie mondiale a enregistré une croissance relativement soutenue au cours des deux premiers trimestres de 2017. Selon les premières statistiques trimestrielles et les indicateurs avancés de certains pays importants, le rythme de croissance semble par ailleurs, à tout le moins, s'être maintenu au second semestre. Les hypothèses communes retenues aux fins des présentes projections, arrêtées le 23 novembre 2017, et dont les principales sont décrites dans l'encadré 1, tablent dès lors sur un léger redressement de la croissance annuelle mondiale hors zone euro, qui devrait cependant légèrement diminuer à partir de 2018. Cette contraction découlerait du fait que le ralentissement progressif enregistré dans certains pays avancés ne serait pas entièrement compensé par la croissance accrue observée dans une série de pays émergents, tel le renforcement attendu de la reprise de l'économie brésilienne.

Le commerce mondial s'est quant à lui fortement redressé au premier semestre de l'année: d'après les premières données disponibles, la croissance des flux commerciaux mondiaux a été presque deux fois plus vive que celle du PIB mondial. Ce phénomène, largement répandu, semble notamment s'expliquer par la reprise des investissements qui affichent une forte intensité en importations. L'effet conjugué de la reprise dans les pays émergents et de l'accroissement des contraintes d'offre dans plusieurs pays avancés pourrait également avoir conduit à une nouvelle extension des chaînes de production internationales. La nette expansion des échanges commerciaux rend par ailleurs la croissance mondiale plus robuste et moins tributaire de la situation dans certains pays individuels. Toutefois, à l'instar des dernières projections des institutions internationales, les hypothèses communes

retenues pour les présentes estimations de l'Eurosystème supposent que cette situation résulte en partie d'une série de facteurs uniques et tiennent donc compte d'un repli progressif de l'intensité commerciale de la croissance au cours de la période de projection, de sorte que le renforcement du commerce se rapprochera à nouveau de celui du PIB mondial. L'idée sous-jacente est que, selon les estimations, certains facteurs ayant accentué cette intensité des échanges commerciaux dans le passé, comme la libéralisation continue du commerce, exerceront à l'avenir une influence moindre. Ces derniers mois, le calme s'est par ailleurs maintenu sur les marchés financiers. Le durcissement de la politique monétaire amorcé aux États-Unis et l'annonce de la réduction de l'assouplissement quantitatif dans la zone euro à partir de janvier 2018, de même que les risques géopolitiques qui subsistent, ont en effet, jusqu'à présent, généré une volatilité étonnamment faible. Les cours boursiers ont de fait poursuivi leur forte progression, ce que reflète les perspectives bénéficiaires favorables, mais aussi, vraisemblablement, la quête de rendement des investisseurs qui entraîne par ailleurs un accroissement marqué des prix d'autres actifs, tel que l'immobilier. Dans la zone euro, les taux d'intérêt demeurent proches de leur plancher historique, notamment en raison de l'inflation qui n'a que peu augmenté jusqu'à présent. Les cours du pétrole se sont toutefois assez nettement redressés depuis le milieu de cette année. Les restrictions de production actuelles se prolongeant et l'incidence des phénomènes météorologiques extrêmes, qui ont principalement touché la production américaine, n'ayant été que temporaire, cette hausse reflète essentiellement la reprise de la demande de pétrole dans le monde, qui est liée à la conjoncture mondiale favorable. L'évolution la plus importante est toutefois survenue sur les marchés des changes, où l'euro s'est sensiblement apprécié depuis l'été, ce qui est en partie imputable à l'ajustement relatif

de la croissance (ou des perspectives en la matière) pour la zone euro.

Selon les dernières statistiques, l'activité s'est en effet encore largement accélérée dans la zone euro depuis l'automne de 2016 et a crû, en moyenne, de 0,6 % au cours des quatre derniers trimestres. La croissance du PIB réel s'établirait dès lors à 2,4 % cette année, ce qui représente la plus forte hausse depuis dix ans. La croissance est de fait remontée tant en Allemagne qu'en France et est demeurée très soutenue en Espagne et aux Pays-Bas, tandis que l'économie italienne semble s'être quelque peu redressée ces derniers temps, même si l'expansion y reste clairement inférieure à la moyenne de la zone euro. Les indicateurs de court terme les plus pertinents, notamment ceux relatifs à la confiance des chefs d'entreprise, continuent par ailleurs de faire état d'une conjoncture des plus favorables pour la zone euro dans un avenir proche. La croissance devrait en effet demeurer pratiquement inchangée au dernier trimestre de cette année. D'après les nouvelles estimations de l'Eurosystème, qui courent cette fois jusqu'en 2020 – dans lesquelles s'intègrent les projections d'automne qui font l'objet du présent article et qui ont été clôturées le 30 novembre –, l'activité dans la zone euro se ralentirait toutefois progressivement par la suite, grevée par l'essoufflement de la croissance et du commerce mondial tel qu'évoqué précédemment, qui provoquerait un fléchissement graduel de la demande extérieure, mais aussi par les restrictions de l'offre sur le marché du travail, qui viendraient peser plus lourdement sur la croissance dans certains pays importants. La croissance annuelle dans la zone euro ralentirait de fait graduellement pour s'établir à 1,7 % à l'horizon de 2020. En ce qui concerne l'inflation dans la zone euro, celle-ci est soutenue cette année par l'appréciation des prix de l'énergie. Abstraction faite de cette composante et d'autres éléments volatils, l'inflation sous-jacente augmenterait tout au long de la période de projection, reflétant la pression grandissante des coûts d'origine intérieure, mais resterait inférieure à 2 % à la fin de 2020.

S'agissant de la Belgique, les estimations macroéconomiques n'ont fait l'objet que d'ajustements mineurs comparativement aux projections de printemps. L'estimation de la croissance pour cette année n'a en effet été que légèrement revue à la hausse, à 1,7 %, à la suite, essentiellement, de la révision des statistiques trimestrielles pour le premier semestre de l'année. La croissance diminuerait toutefois ensuite progressivement jusqu'en 2020, principalement en raison du ralentissement observé dans le cycle d'investissements des entreprises et du traditionnel recul post-électoral des investissements des pouvoirs locaux. L'écart de croissance négatif apparu en 2015 entre

la Belgique et la zone euro s'amenuiserait par ailleurs, mais ne se résorberait pas entièrement au cours de la période de projection.

En 2017, l'emploi a nettement dépassé les projections de printemps, en raison notamment de la révision des statistiques trimestrielles initiales, et il s'est même renforcé en comparaison de 2016. Cela signifie que la hausse de l'emploi est pratiquement aussi soutenue que celle de l'activité depuis maintenant deux ans. Cette évolution est néanmoins très inhabituelle dans un contexte d'embellie conjoncturelle, et il ne fait guère de doute que la création d'emplois a été stimulée par les mesures récemment adoptées, en particulier celles liées à la modération salariale, qui rendent la main-d'œuvre relativement moins coûteuse, et par une série de réformes structurelles sur le marché du travail, qui élargissent l'offre de travail effective. La croissance vigoureuse de l'emploi s'accompagne d'ailleurs d'une progression du taux de participation, en particulier des travailleurs âgés, que les diverses réformes mises en place incitent à rester actifs plus longtemps. Les présentes prévisions continuent toutefois de supposer que l'incitant supplémentaire apporté par ces mesures est appelé à refluer et que l'emploi ralentira, sous l'effet non seulement de la nouvelle hausse des coûts salariaux, mais aussi de 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 –, qui rendront de plus en plus compliquée la recherche d'une main-d'œuvre adéquate pour les entreprises. Le taux de chômage continuerait toutefois encore à baisser pour s'établir juste en deçà des 7 %, soit un niveau proche de celui qui prévalait juste avant la grande récession.

L'inflation, qui s'élève cette année à 2,2 %, s'affaiblirait considérablement en 2018, pour retomber à environ 1,5 %. Elle serait ainsi tempérée par divers éléments, tels que le nivellement attendu des cours du pétrole et l'incidence de l'appréciation récente de l'euro qui rend les importations moins onéreuses, ainsi que la suppression, à partir du 1^{er} janvier 2018, de la taxe énergétique sur la consommation d'électricité des ménages en Région flamande. Bien que l'inflation sous-jacente s'accroisse progressivement durant la période de projection, la vive augmentation des coûts salariaux ne se répercuterait cependant pas intégralement dans les prix, mais tendrait plutôt à une modération des marges bénéficiaires, comme cela a déjà été observé dans le passé.

Enfin, s'agissant des finances publiques, la réduction du déficit budgétaire en 2017 est beaucoup plus importante que prévu précédemment, puisque celui-ci reviendrait à 1,2 % du PIB. Cela s'explique principalement par la forte augmentation des versements anticipés des

entreprises et, dans une moindre mesure, par l'effet favorable du renforcement de la croissance de l'emploi sur les recettes et dépenses publiques. Le déficit budgétaire se détériorerait néanmoins à nouveau légèrement durant la période de projection : la dégradation de l'excédent primaire ne serait en effet que partiellement compensée par une nouvelle diminution des charges d'intérêts, estimée à 0,5 % du PIB au cours des trois prochaines années. À la fin de la période couverte par les projections, le déficit serait encore de 1,5 %, soit un niveau bien éloigné de l'objectif d'un budget en équilibre en termes structurels. Le taux d'endettement se contracterait certes progressivement, mais la dette resterait supérieure au PIB à la fin de la période de projection. À cet égard, il convient de rappeler que, conformément aux règles de l'Eurosystème applicables à ces exercices de projection, il n'est tenu compte que des mesures qui ont été formellement décidées par les pouvoirs publics – ou dont l'approbation est très vraisemblable – et dont les modalités sont connues de manière suffisamment précise au moment de clôturer les estimations. Par ailleurs, les évaluations de l'incidence budgétaire de certaines mesures, telles celles relatives à la lutte contre la fraude, diffèrent des montants inscrits au budget.

1. Environnement international et hypothèses

1.1 Économie mondiale

Après avoir repris des couleurs au second semestre de 2016, la croissance économique mondiale s'est encore raffermie en 2017. Elle a par ailleurs élargi son assise géographique, et ce au sein des économies tant avancées qu'émergentes. Dans les premières, la vigueur de l'activité a été soutenue par des politiques monétaires toujours accommodantes et par un regain de confiance des ménages et des chefs d'entreprise. Elle a reposé avant tout sur le dynamisme de la demande intérieure et, plus particulièrement, sur un vif rebond des investissements. Dans les secondes, le renforcement de la croissance a été un peu plus modeste, mais les divergences entre les pays se sont plus sensiblement estompées. L'amélioration des perspectives macroéconomiques globales s'est accompagnée d'une reprise du commerce mondial et d'une forte hausse de la valorisation des actifs sur les marchés mondiaux. Les prix des matières premières ont en revanche affiché des évolutions plus contrastées.

S'agissant des pays émergents, la solide croissance de l'économie chinoise s'est encore légèrement accentuée.

L'activité économique a bénéficié d'une forte progression des exportations, qui a plus que compensé le discret ralentissement de la demande intérieure. La consommation privée est restée assez stable, tandis que les investissements se sont quelque peu affaiblis, d'importantes capacités de production restant inutilisées. La politique budgétaire est demeurée relativement expansionniste, témoignant, notamment, d'un niveau élevé des investissements publics. La Banque populaire de Chine a poursuivi l'orientation « neutre » de sa politique monétaire. Dans le contexte d'un haut niveau d'endettement et de risques accrus pour la stabilité financière, les autorités chinoises ont cependant pris de nouvelles mesures pour freiner l'avivement continu du crédit.

L'activité dans les pays exportateurs de matières premières – et plus particulièrement d'énergies fossiles – est dans l'ensemble demeurée pénalisée par la faiblesse persistante des prix des matières premières, bien que le niveau de ceux-ci ait dépassé la moyenne de 2016. Le Brésil et la Russie ont cependant renoué avec une croissance positive, après deux années de sévère récession. Au Brésil, le redressement a initialement été porté par l'agriculture, avant de se raffermir et de s'étendre aux autres secteurs de l'économie, tandis que la baisse de l'inflation a soutenu la consommation des ménages. En Russie, l'économie a graduellement regagné de la vigueur à compter de la fin de 2016, à la suite de la remontée des cours pétroliers, de la stabilisation du rouble et du recul constant de l'inflation. La consommation et les investissements privés ont tous deux contribué à la reprise, dans un contexte marqué par un net regain de confiance et par l'amélioration des conditions de financement. En Inde, les effets des mesures prises pour enrayer l'économie parallèle, comme la démonétisation, d'une part, et de l'harmonisation de la taxe sur les biens et les services, d'autre part, ont par contre pesé sur la croissance, laquelle devrait retomber un peu en deçà de 7 % cette année.

Pour ce qui est des économies avancées, l'activité a rebondi aux États-Unis en 2017, dopant l'embellie en cours sur le marché du travail. Portée par un raffermissement marqué des investissements, la croissance a graduellement augmenté, pour atteindre 3,3 % en rythme annuel au troisième trimestre. Sous l'effet des créations d'emplois, le taux de chômage a retrouvé son niveau du début des années 2000, pointant à 4,1 % en novembre. La consommation privée est restée robuste, soutenue en particulier par les effets de richesse liés à la bonne tenue des marchés d'actifs et par la hausse, quoique toujours modérée, des salaires. En dépit de ces développements favorables, l'inflation s'est maintenue à un niveau inférieur à sa cible et les anticipations d'inflation sont demeurées relativement faibles.

Au Japon, l'expansion économique s'est accélérée, sur fond de conditions de financement très accommodantes et d'importantes mesures gouvernementales de soutien à l'économie. L'envol des exportations à la suite de celui du commerce international a porté les investissements, tandis que la consommation a bénéficié d'une nouvelle évolution favorable de l'emploi. Abstraction faite des prix de l'énergie et des produits alimentaires, l'inflation s'est néanmoins maintenue à un niveau proche de zéro, ce qui semble principalement traduire la grande prudence dont font preuve les entreprises nippones lorsqu'elles fixent les salaires et les prix. En dépit d'un taux de chômage inférieur à 3 %, d'une pénurie grandissante de main-d'œuvre et d'un net gonflement des profits des entreprises, les salaires n'ont pratiquement pas augmenté en termes réels.

Au Royaume-Uni, après une résilience initiale au lendemain du vote en faveur d'une sortie du pays de l'Union européenne, le 23 juin 2016, l'économie a amorcé une décélération à la fin de 2016. Les investissements des entreprises sont demeurés modérés face aux incertitudes entourant la décision de quitter l'UE, et la consommation privée a notamment souffert d'une baisse du pouvoir d'achat. Cette dernière tient notamment à la forte hausse de l'inflation après la vive dépréciation de la livre sterling dans le courant de 2016. La chute de la livre a en revanche porté les exportations qui, à l'inverse des importations, ont enregistré une belle accélération. De ce fait, l'essoufflement de la croissance est resté limité et la vigueur des créations d'emplois a permis au taux de chômage de retomber sous la barre des 4,5 %.

Dans la zone euro, la croissance économique s'est raffermie en 2017. Soutenue en particulier par la demande intérieure, elle s'est généralisée à travers les pays et les secteurs. Bien que bridée par la faible progression des salaires, la consommation privée a bénéficié d'une nouvelle embellie sur les marchés du travail, le taux de chômage revenant à 8,8 % en octobre, soit son plus bas niveau depuis neuf ans. Les investissements ont pu s'appuyer tant sur des conditions de financement toujours favorables que sur un regain de confiance des entrepreneurs, une profitabilité accrue et un accroissement de la demande globale. Le commerce international ayant rebondi, les exportations ont sensiblement augmenté. La nette amélioration des perspectives macroéconomiques dans la zone euro a été corroborée par les progrès réalisés en matière d'assainissement des bilans des banques, même si, par endroits, les encours des crédits non performants demeurent élevés.

Bien que de substantielles divergences subsistent, l'ensemble des pays de la zone euro ont contribué à l'expansion économique de celle-ci en 2017. Si la croissance

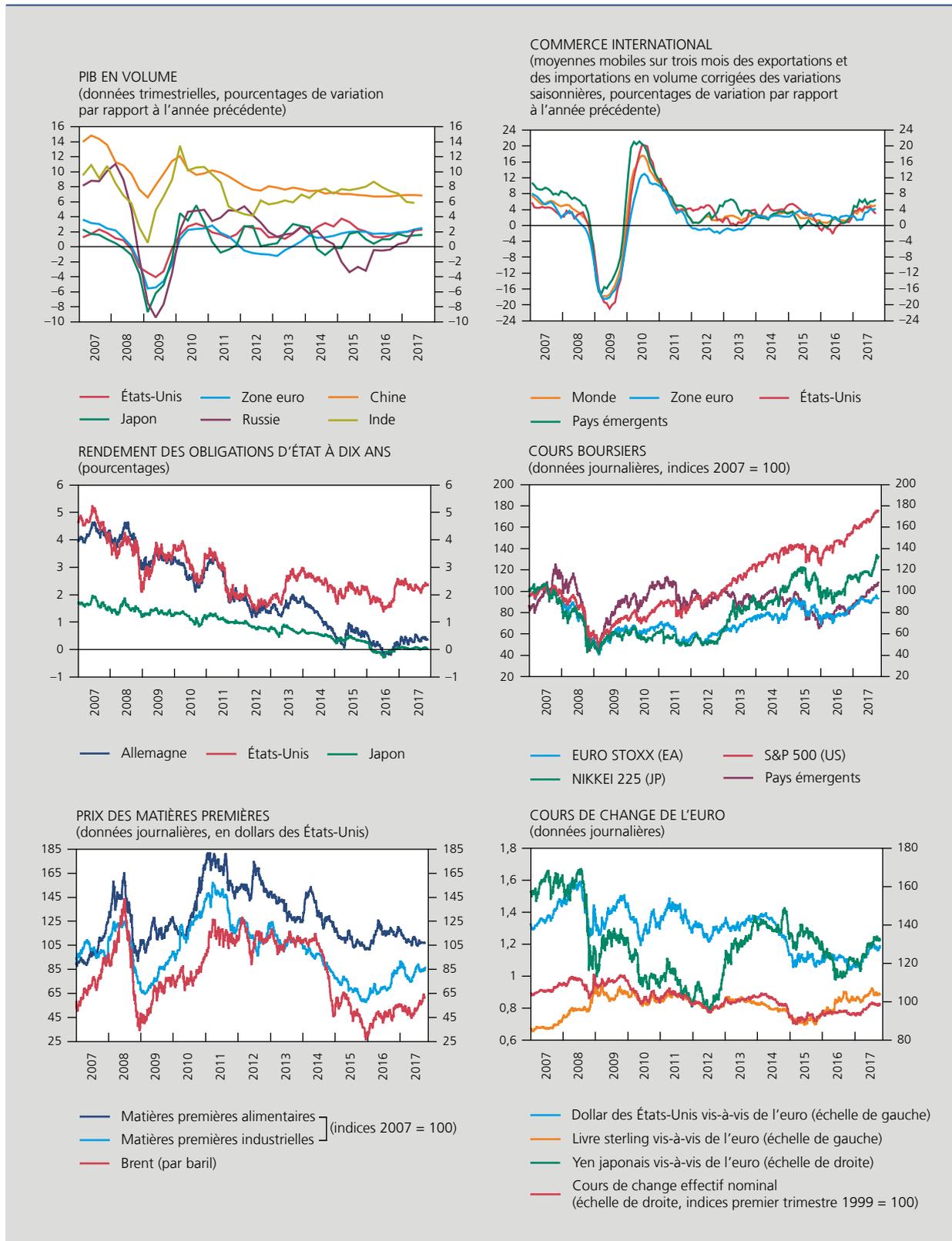
économique s'est consolidée en Allemagne et aux Pays-Bas, elle s'est renforcée en France et en Italie. En Espagne, l'activité est restée robuste, ce qui a permis au PIB de dépasser son niveau d'avant la crise.

Après avoir atteint 1,9 % en avril, principalement du fait du renchérissement de l'énergie, l'inflation totale dans la zone euro s'est à nouveau inscrite en recul. À 1,5 % en novembre, elle était toujours assez éloignée de l'objectif de la BCE d'être proche de 2 %. L'inflation sous-jacente, à l'exclusion des prix alimentaires et des matières premières, a temporairement relevé la tête en cours d'année, pour s'établir à 1,2 % en avril et durant l'été. Témoinnant d'une dynamique de formation des prix et des salaires toujours faible, elle a toutefois reflué au fil des derniers mois, retombant à 0,9 % à peine en novembre.

Après qu'ils s'étaient nettement ralentis en 2016, les flux commerciaux mondiaux se sont redressés à partir du dernier trimestre de 2016. La croissance des échanges au niveau global a aussi de nouveau sensiblement dépassé celle de l'activité. La dynamique du commerce est plus vive tant dans les économies avancées que dans les économies émergentes et en développement. Elle témoigne de l'augmentation de la demande mondiale et, plus spécifiquement, des investissements dont le contenu en importations tend à être relativement important. À part la dynamique observée dans la zone euro, dont les échanges commerciaux sont très intenses, l'essor de la croissance en Chine et aux États-Unis a joué un rôle prépondérant. Les importations chinoises ont dynamisé le commerce intra-asiatique, tandis que, outre-Atlantique, la hausse des cours pétroliers a soutenu la reprise des investissements dans le secteur énergétique.

Dopés par des nouvelles encourageantes sur le plan macroéconomique et par des politiques monétaires toujours accommodantes, les marchés financiers ont globalement affiché des évolutions favorables. Le regain d'appétence pour le risque s'est accompagné d'une modération de la volatilité sur l'ensemble des principaux segments de marché, et plus spécifiquement sur les marchés obligataires. En dépit de certaines mesures et de signaux indiquant ou annonçant un début de resserrement monétaire dans la plupart des économies avancées, les rendements des obligations souveraines à long terme sont demeurés bas et stables, dans un environnement de faible inflation. Les marchés d'actions ont enregistré de solides performances, tandis que les écarts de rendement sur les obligations d'entreprise se sont à nouveau réduits. Dans la zone euro, les écarts de rendement sur les obligations souveraines ont poursuivi leur repli graduel, sur fond de reprise économique généralisée. Le sentiment à l'égard des

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



Sources : CPB Wereldhandelsmonitor, OCDE, Thomson Reuters.

économies émergentes a également continué de s'améliorer, tandis que l'attrait pour les rendements élevés a stimulé les flux de capitaux entrants.

Sur le marché des changes, les incertitudes entachant l'évolution de la politique macroéconomique américaine – tant monétaire que budgétaire – ont pesé sur le dollar des États-Unis, lequel s'est déprécié vis-à-vis de la plupart des devises des économies avancées et émergentes. Compte tenu des bonnes performances macroéconomiques de la zone et face à la perspective d'un resserrement très graduel de la politique monétaire de l'Eurosystème, l'euro s'est en revanche apprécié en termes effectifs.

Après s'être rapprochés de la barre des 60 dollars des États-Unis le baril à la fin de 2016, les cours du pétrole ont chuté de près de 15 % durant la première moitié

de l'année, et ce en dépit de la décision de l'OPEP et de certains autres exportateurs de prolonger jusqu'en mars 2018 les coupes de production décidées à la fin de 2016. Durant la deuxième moitié de l'année, les cours du brut se sont toutefois très nettement relevés, pour approcher les 65 dollars le baril en automne. Combinée à la montée de l'incertitude politique en Arabie saoudite, principal pays exportateur de pétrole au monde, la forte demande de l'Europe et des États-Unis a grandement contribué à cet envol. Les cours des matières premières hors énergie ont également baissé au premier semestre, avant de se reprendre quelque peu pendant la seconde partie de l'année. C'est notamment le cas du prix des métaux, qui a largement bénéficié de l'embellie du climat économique et, plus particulièrement, du plus grand dynamisme de l'économie chinoise. Les prix agricoles se sont pour leur part globalement stabilisés.

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

	2016	2017 e	2018 e	2019 e
PIB en volume				
Monde	3,2	3,5	3,7	3,7
dont :				
Pays avancés	1,8	2,4	2,2	2,1
États-Unis	1,5	2,2	2,3	2,1
Japon	1,0	1,6	1,2	1,0
Union européenne	1,9	2,3	2,1	1,9
Pays émergents	4,3	4,5	4,8	4,9
Chine	6,7	6,8	6,5	6,2
Inde	7,9	6,6	7,5	7,6
Russie	-0,2	1,7	1,6	1,5
Brésil	-3,6	0,7	1,8	2,0
<i>p.m. Importations mondiales</i>	2,4	4,3	4,3	4,2
Inflation⁽¹⁾				
États-Unis	1,3	2,0	2,1	2,2
Japon	-0,1	0,4	0,8	1,2
Union européenne	0,3	1,7	1,7	1,8
Taux de chômage⁽²⁾				
États-Unis	4,9	4,5	4,3	4,1
Japon	3,1	2,9	2,8	2,7
Union européenne	8,6	7,8	7,3	7,0

Source : CE.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

Encadré 1 – Hypothèses retenues pour les projections

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

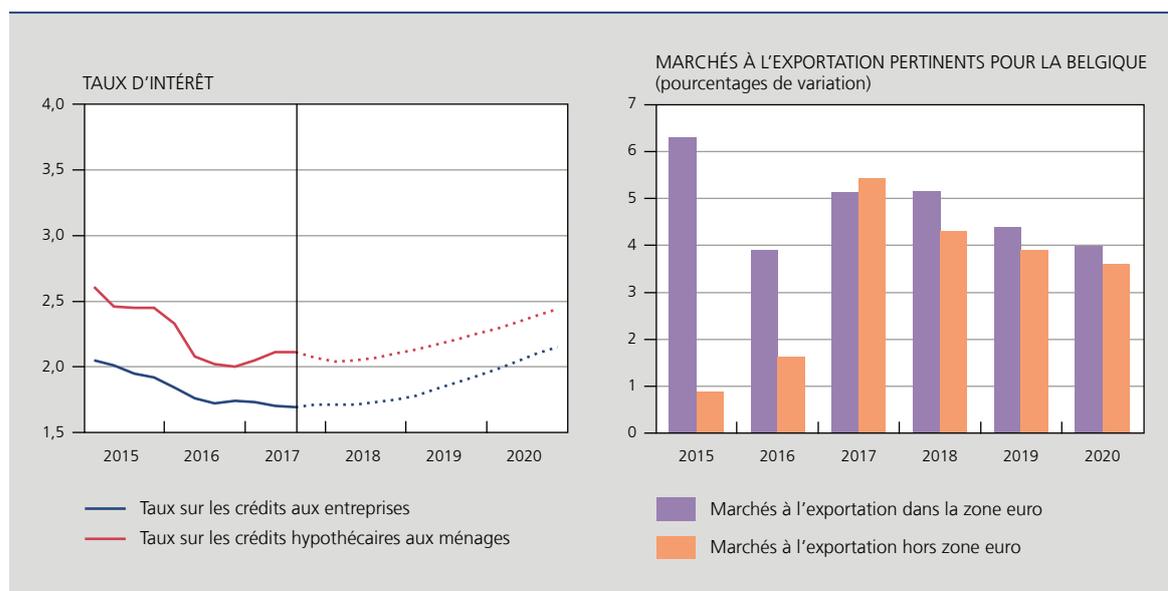
S'agissant des cours de change à venir, les projections s'appuient sur l'hypothèse selon laquelle ceux-ci resteront figés sur l'ensemble de la période de projection aux niveaux moyens observés durant les dix derniers jours ouvrables précédant la clôture des hypothèses, soit le 23 novembre 2017. Pour le dollar des États-Unis, ce cours de change s'établissait à 1,17 dollar des États-Unis pour 1 euro. Ce niveau implique une nette appréciation de l'euro par rapport au niveau moyen affiché en 2016.

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. À la mi-novembre 2017, les marchés anticipaient que le cours du baril de Brent repartirait assez fortement à la hausse vers la fin de l'année, avant d'amorcer un léger repli à partir du début de 2018.

Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés observées à la mi-novembre 2017. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois est ainsi resté stable depuis plus d'un an et demi – aux environs de –30 points de base. Il augmenterait cependant très progressivement ensuite, pour repasser au-dessus du 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 hausse plus soutenue, passant de 0,8 % au troisième trimestre de 2017 à 1,3 % en moyenne en 2020.

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

(pourcentages)



Source : Eurosystème.

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 extrêmement accommodante de la BCE et de l'abondante liquidité qui en découle, le taux hypothécaire moyen est historiquement bas, mais il remonterait graduellement, passant de 2,1 % en moyenne en 2017 à 2,4 % à la fin de la période de projection. Le taux moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, progresserait lui aussi légèrement sur la période de projection : en 2020, il s'établirait en moyenne à 2,1 %, soit un niveau supérieur d'environ 0,4 point de pourcentage à celui observé en 2017.

Comme évoqué au chapitre 1, l'économie mondiale s'est clairement raffermie. À cet égard, les flux commerciaux ont évolué bien plus vigoureusement que le PIB mondial. La solide fin de l'année 2016 et le bon début de 2017 sont toutefois en partie considérés comme exceptionnels et, selon les hypothèses communes de l'Eurosystème, l'accélération des importations mondiales reviendrait dès lors peu à peu à un rythme plus proche de celui de l'activité mondiale. Néanmoins, le début d'année favorable génère d'ores et déjà une croissance annuelle considérable des marchés à l'exportation de la Belgique en 2017, laquelle atteint plus de 5 %, soit le taux de croissance le plus élevé en six ans. Durant la suite de la période de projection, la croissance des marchés à l'exportation se tasserait par contre légèrement, eu égard notamment au ralentissement enregistré dans la zone euro, pour s'établir à un niveau moyen toujours important de 3,8 % en 2020.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par la croissance de ces marchés de débouchés étrangers, mais aussi par l'évolution des parts de marché, et donc par la compétitivité de la Belgique. Parmi les aspects de la compétitivité liés aux coûts, les fluctuations des prix pratiqués par les concurrents sur les marchés à l'exportation occupent une place de choix. En 2018, le renchérissement de l'euro se traduira par une augmentation des prix relativement limitée chez les concurrents à l'exportation établis en dehors de la zone euro. Dans les années suivantes, avec un cours de change estimé constant, le raffermissement de l'inflation, dans la zone euro mais aussi ailleurs, entrainera à nouveau une pression accrue sur les prix des concurrents des exportateurs belges.

HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2017	2018	2019	2020
	(moyennes annuelles)			
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis	1,13	1,17	1,17	1,17
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	54,3	61,6	58,9	57,3
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	0,7	0,8	1,0	1,3
Taux sur les crédits aux entreprises	1,7	1,7	1,9	2,1
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages	2,1	2,1	2,2	2,4
	(pourcentages de variation)			
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	5,3	4,8	4,2	3,8
Prix des concurrents à l'exportation	2,2	0,3	2,0	2,1

Source : Eurosystème.

1.2 Estimations pour la zone euro

Les estimations de croissance actuelles établies par l'Eurosystème pour la zone euro indiquent clairement une révision à la hausse par rapport aux précédentes projections de la BCE (septembre 2017). Dans le courant de cette année, l'activité s'est en effet accélérée de façon nettement plus marquée que prévu et, compte tenu de l'accroissement marqué des volumes commerciaux, la demande d'importations en provenance des pays situés en dehors de la zone euro a également été revue à la hausse, a fortiori pour la première moitié de la période de projection.

L'économie dans la zone euro progresserait dès lors de 2,4 % cette année et afficherait un rythme de croissance relativement similaire l'année prochaine. L'activité ralentirait ensuite pour atteindre un taux de croissance qui dépasserait toutefois encore largement la croissance potentielle de l'économie. Cette décélération est imputable à l'affaiblissement progressif supposé de l'intensité en commerce de la croissance mondiale, en raison d'une demande d'importations en provenance des pays situés en dehors de la zone euro qui augmenterait moins rapidement, ainsi qu'au fait que des restrictions au niveau de l'offre sur le marché du travail pèseront de plus en plus sur la croissance dans certains pays, dont l'Allemagne. Après avoir poursuivi son recul en 2017, le taux d'épargne des

particuliers enregistrerait une reprise progressive à partir de l'année prochaine, ce qui freinerait la croissance de la consommation. Ce mouvement ne serait pas uniquement attribuable à l'inertie habituellement observée dans l'adaptation des habitudes de consommation à la suite d'une hausse des revenus, mais également à la nécessité de réduire progressivement l'endettement des ménages, sur fond d'accroissement des taux du marché.

En dépit d'une certaine volatilité à court terme, l'inflation devrait rester, selon les prévisions, relativement stable durant la majeure partie de la période de projection. Si le plafonnement supposé du cours du pétrole au début de 2018 fait nettement retomber l'inflation énergétique, ce mouvement serait en effet progressivement plus que compensé par l'augmentation de la pression des coûts d'origine intérieure. Ainsi, les coûts salariaux augmenteraient sensiblement, en raison notamment de la disparition de certaines mesures qui ont modéré la croissance de ceux-ci dans différents pays, mais, plus généralement, eu égard à des tensions croissantes sur le marché du travail. Abstraction faite de ses composantes volatiles, l'inflation sous-jacente s'établirait à 1,8 % à la fin de 2020.

La reprise sur le marché du travail s'est de nouveau accélérée cette année. Cette situation reflète principalement la poursuite de la croissance de l'activité: l'intensité en emplois de celle-ci s'étant légèrement amoindrie. Toutefois,

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	2020 e
PIB en volume	1,8	2,4	2,3	1,9	1,7
Dépenses de consommation finale des ménages et des ISBL	2,0	1,9	1,7	1,6	1,5
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	1,7	1,2	1,2	1,2	1,2
Formation brute de capital fixe	4,4	4,4	4,3	3,4	2,9
Exportations de biens et de services	3,3	5,0	5,1	4,1	3,7
Importations de biens et de services	4,7	5,1	5,2	4,4	3,9
Inflation (IPCH) ⁽¹⁾	0,2	1,5	1,4	1,5	1,7
Inflation sous-jacente ^{(1) (2)}	0,9	1,0	1,1	1,5	1,8
Emploi intérieur ⁽¹⁾	1,4	1,7	1,3	1,0	0,8
Taux de chômage ⁽³⁾	10,0	9,1	8,4	7,8	7,3
Besoin (-) ou capacité de financement des administrations publiques ⁽⁴⁾	-1,5	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5

Source: BCE.

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

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

(3) Pourcentages de la population active.

(4) Pourcentages du PIB.

à mesure que la pénurie de main-d'œuvre qualifiée s'intensifiera et que l'activité ralentira quelque peu, la création d'emplois dans la zone euro diminuerait progressivement. La croissance de l'emploi resterait néanmoins assez vigoureuse pour faire retomber le taux de chômage à 7,3 % à la fin de la période de projection, soit le taux le plus bas enregistré en plus de 35 ans.

Le déficit budgétaire moyen de la zone euro, qui serait à peine supérieur à 1 % du PIB cette année, continuerait à se contracter jusqu'à 0,5 % du PIB en 2020, selon les projections. Cette amélioration est principalement attribuable à l'embellie conjoncturelle prévue ainsi qu'à la poursuite de la réduction des charges d'intérêts liée à la faiblesse inhabituelle des taux. En revanche, le solde primaire structurel, qui constitue un indicateur de la politique budgétaire sous-jacente, resterait en moyenne quasiment inchangé durant l'ensemble de la période de projection. La baisse du ratio de la dette publique se poursuivrait, soutenue par la faiblesse des taux d'intérêt : en 2020, le taux d'endettement aura reculé de plus de 11 points de pourcentage par rapport à son sommet atteint en 2014.

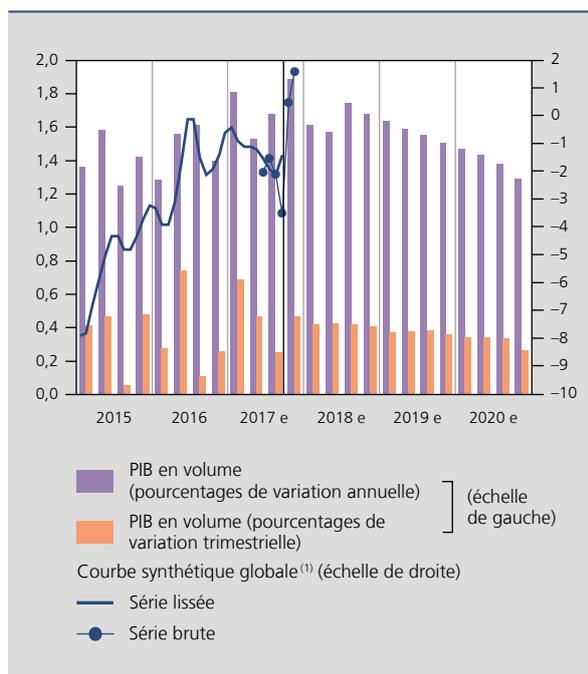
2. Activité et demande

Selon les statistiques trimestrielles actuelles, l'activité économique a vigoureusement progressé au premier semestre de l'année, la croissance annuelle ayant grimpé à 1,7 % en moyenne. Au niveau de l'optique des dépenses, cette croissance est largement imputable à la contribution de la consommation privée, mais aussi, et surtout, à l'expansion sous-jacente des investissements, du moins si une correction est effectuée pour tenir compte de l'incidence d'achats spécifiques importants de biens d'investissement à l'étranger par de grandes multinationales à la fin de 2016. S'agissant de l'optique production, c'est surtout l'accélération de l'activité dans les services marchands qui a contribué à la croissance, tandis que la valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière s'est repliée.

Au troisième trimestre de cette année, la croissance de l'activité s'est cependant quelque peu ralentie, s'établissant encore à 0,3 % sur une base trimestrielle, et ce même si la croissance annuelle s'est maintenue à 1,7 %. Ce tassement progressif de la croissance trimestrielle suit l'évolution de la confiance des chefs d'entreprise, qui, même si elle s'est érodée depuis le début de l'année, reste encore supérieure à sa moyenne de long terme et s'est à nouveau raffermie à partir du mois d'octobre. La confiance des consommateurs, en revanche, a augmenté de manière quasiment ininterrompue, atteignant même en octobre son niveau le plus élevé depuis l'été de 2001. Ces indicateurs de court terme, tout comme d'autres,

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.

laissent supposer que la croissance sera donc de nouveau un peu plus vigoureuse au dernier trimestre de cette année, cette hypothèse étant également soutenue par les modèles de prévision immédiate (nowcasting) utilisés par la Banque. Même si certains modèles prévoient une accélération plus marquée, les présentes projections tablent sur une croissance trimestrielle de 0,5 % au dernier trimestre de 2017.

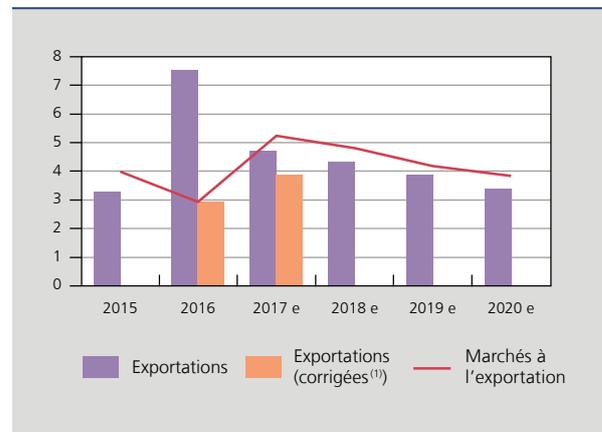
Au total, à la faveur d'un premier semestre vigoureux, la croissance économique annuelle se serait quelque peu accélérée en 2017, pour atteindre 1,7 %. Ce rythme de croissance de l'activité devrait se maintenir en 2018 mais ralentirait ensuite progressivement au cours des années suivantes pour atteindre 1,4 % en 2020. Cette situation résulte à la fois du ralentissement des marchés belges à l'exportation et d'une normalisation de la croissance des investissements des entreprises, qui apparaît encore plus marquée en raison du traditionnel recul post-électoral des investissements publics à partir de 2019. De surcroît, la croissance économique serait également freinée, certainement à la fin de la période de projection, par des restrictions de l'offre, notamment sur certains segments géographiques ou fonctionnels du marché du travail.

Sur l'ensemble de la période de projection, à l'instar des années précédentes, la croissance demeurerait clairement soutenue par la demande intérieure. La contribution à la croissance des exportations nettes resterait en effet négative pendant toute la période de projection, à hauteur de 0,1 point de pourcentage en moyenne.

En 2016, la croissance des importations et des exportations a été extrêmement robuste. Cette situation tient cependant, en partie, à la réorganisation des activités commerciales d'une entreprise multinationale active dans le secteur pharmaceutique au bénéfice de ses filiales établies en Belgique, si bien qu'à partir du deuxième trimestre de 2016, davantage de flux commerciaux depuis et vers la Belgique sont perceptibles dans les statistiques. Les importations et les exportations étant toutefois influencées à la hausse de manière relativement similaire, aucune incidence nette sur le PIB est observée. Il convient néanmoins de procéder à une correction pour tenir compte de cet effet statistique lorsqu'on examine l'évolution des parts de marché. Ainsi, la croissance corrigée des exportations en 2016 serait nettement plus proche de la croissance des importations des partenaires commerciaux, si bien qu'en réalité, une évolution plutôt neutre des parts de marché des entreprises exportatrices belges serait enregistrée. En 2017, la perte (corrigée) de parts de marché augmenterait cependant

GRAPHIQUE 3 EXPORTATIONS ET MARCHÉS À L'EXPORTATION

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

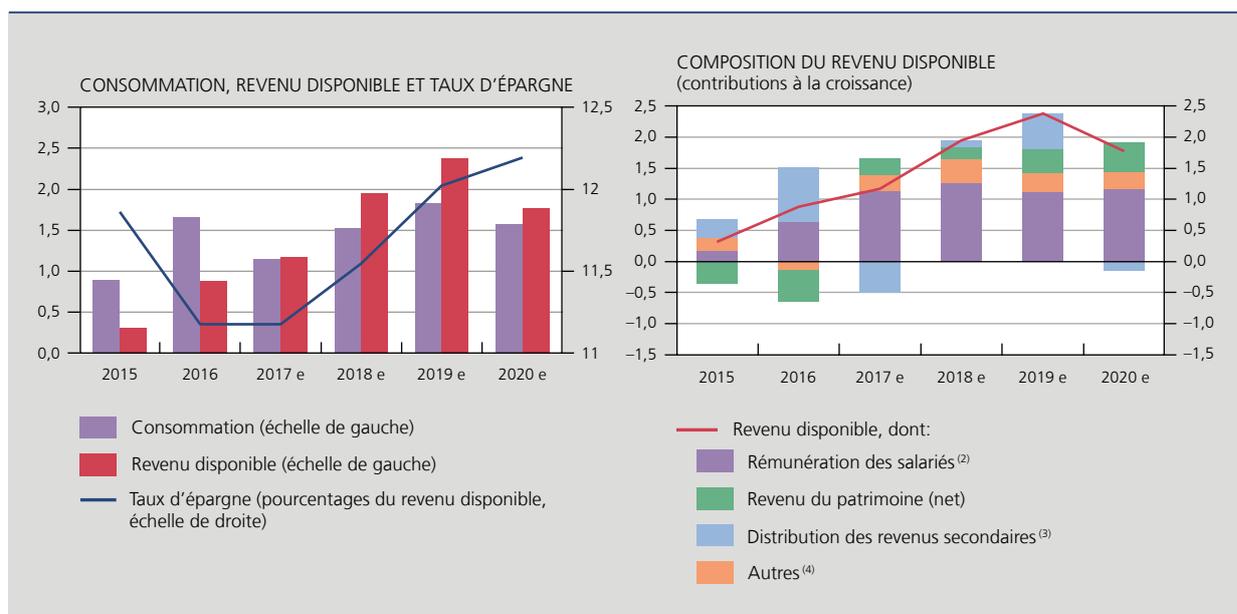


Sources : ICN, BNB.

(1) Croissance des exportations corrigée pour tenir compte des dépenses qui découlent uniquement d'une réorganisation, en 2016, des activités commerciales d'une grande entreprise pharmaceutique. Étant donné que l'incidence de la réorganisation n'est manifeste qu'à partir du deuxième trimestre de 2016, la croissance des exportations au premier trimestre de 2017 peut encore être considérée comme exceptionnelle.

GRAPHIQUE 4 CONSOMMATION ET REVENU DISPONIBLE DES PARTICULIERS

(données en volume⁽¹⁾, 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).

assez nettement, pour s'établir à un peu plus de 1 point de pourcentage et, selon les projections, des parts de marché supplémentaires seraient encore perdues jusqu'à l'horizon 2020, à hauteur de quelque 0,4 point de pourcentage par an. Cette situation s'explique principalement par la pression, à nouveau grandissante à partir de 2017, des coûts d'origine intérieure, de sorte que la compétitivité-coût n'afficherait plus de nouvelle amélioration par rapport à d'autres pays. Parallèlement à l'affaiblissement très progressif de la demande mondiale, la croissance trimestrielle des exportations fléchirait également quelque peu, jusqu'à 0,8% en moyenne, lors de la dernière année de la période de projection. Étant donné que la croissance des importations demeurerait légèrement plus soutenue, notamment en raison de la vigueur de la demande intérieure, la contribution à la croissance des exportations nettes serait dès lors légèrement négative sur une base trimestrielle durant l'ensemble de la période de projection.

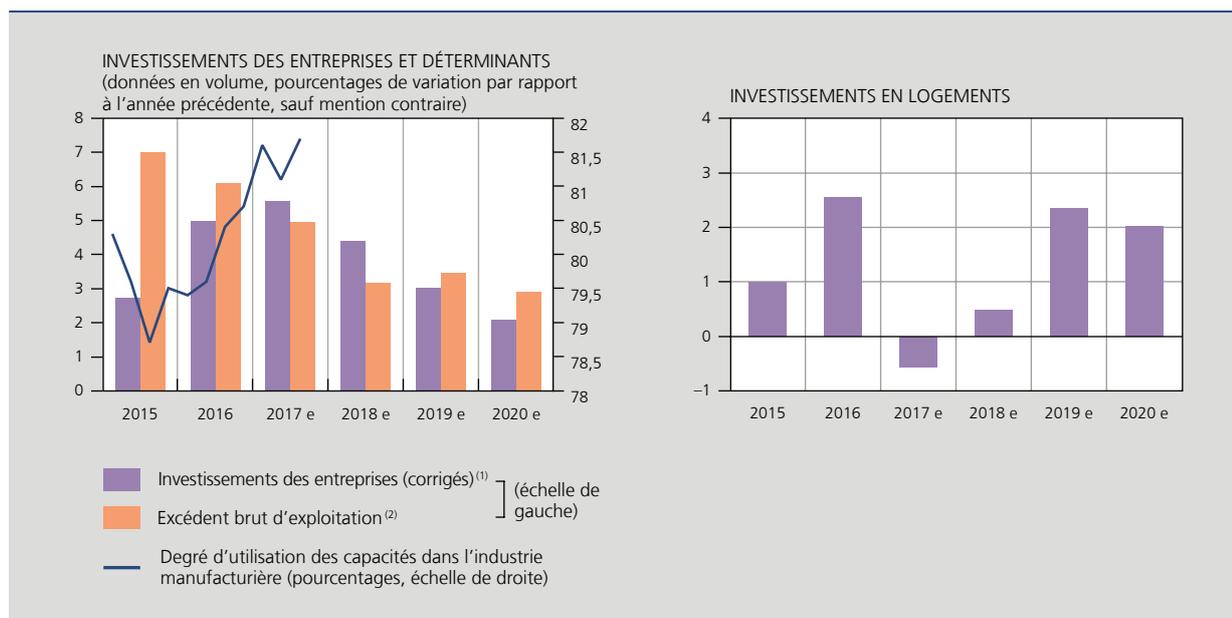
En 2017, la formation des stocks contribuerait, elle aussi, positivement à la croissance, ce qui découle essentiellement des statistiques déjà disponibles. En effet, les hypothèses techniques retenues pour l'ensemble des trimestres couverts par la période de projection tablent, comme cela est habituellement le cas, sur une contribution neutre de la variation des stocks à la croissance, eu égard notamment à la grande incertitude statistique qui entoure ce concept.

La vive hausse de la demande intérieure au cours de la période de projection s'explique principalement par l'évolution de la consommation privée. En effet, après la forte hausse enregistrée en 2016, le taux de croissance de cette composante de la demande s'est clairement replié cette année, sous l'effet notamment d'un recul des achats de biens durables. Les estimations actuelles font néanmoins état d'une augmentation progressive de la croissance de la consommation durant la période de projection, qui atteindra 0,4% ou plus sur une base trimestrielle, avec toutefois un léger ralentissement en 2020. La consommation des ménages suit de surcroît l'accélération de la croissance des revenus, et en particulier celle des revenus du travail.

Cette progression est imputable à la croissance de l'emploi, certes en perte de vitesse, mais qui devrait demeurer encore vigoureuse un certain temps, et surtout à l'augmentation des salaires réels. De plus, à partir de cette année, les revenus du patrimoine contribueraient à nouveau positivement à la croissance des revenus privés, en raison de la hausse attendue du niveau des taux d'intérêt et de l'accroissement des dividendes versés par les sociétés. Enfin, le pouvoir d'achat des ménages serait également soutenu par les baisses d'impôt supplémentaires prévues ces prochaines années dans le cadre du tax shift. Celles-ci doperaient en effet

GRAPHIQUE 5 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET INVESTISSEMENTS 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 de biens d'investissement spécifiques 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	2020 e
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL	1,7	1,2	1,5	1,8	1,6
Dépense de consommation finale des administrations publiques	0,5	0,8	0,7	0,6	0,7
Formation brute de capital fixe	3,6	1,0	3,8	2,5	2,2
des administrations publiques	-3,1	2,7	6,4	-1,2	3,0
en logements	2,6	-0,6	0,5	2,3	2,0
des entreprises	4,9	1,3	4,4	3,0	2,1
<i>p.m. Dépenses intérieures, hors variation des stocks</i> ⁽¹⁾	1,8	1,0	1,8	1,7	1,5
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,2	0,4	-0,1	0,0	0,0
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	-0,6	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Exportations de biens et de services	7,5	4,7	4,3	3,9	3,4
Importations de biens et de services	8,4	4,4	4,5	4,0	3,5
Produit intérieur brut	1,5	1,7	1,7	1,6	1,4

Sources: ICN, BNB.

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

la croissance des revenus, essentiellement en 2019. De fait, en 2018, l'incidence favorable du tax shift serait encore partiellement compensée par l'augmentation, dans le budget fédéral de 2018, de certains prélèvements sur les opérations et sur les revenus financiers. En 2020, la hausse des revenus se tasserait à nouveau quelque peu, notamment en raison de l'absence de mesures supplémentaires relatives au tax shift et, dès lors, de la disparition de la contribution positive de la répartition des revenus secondaires.

Cette année, la croissance annuelle de la consommation serait à nouveau relativement similaire à la progression des revenus, si bien que le taux d'épargne resterait relativement stable. À partir de 2018, ce dernier devrait néanmoins repartir à la hausse. En effet, d'une part, comme à l'accoutumée, les ménages n'adapteraient leur consommation que progressivement à l'augmentation des revenus nets du travail et, plus généralement, aux fluctuations de revenus, ce qui lisserait quelque peu leur profil de consommation et la volatilité de ce dernier. D'autre part, le mouvement ascendant du taux d'épargne s'expliquerait également par le rétablissement de la part des revenus du patrimoine dans le revenu disponible. En effet, en règle générale, ces revenus tendent à être relativement plus épargnés.

Outre la consommation privée, les investissements privés continuent, eux aussi, fût-ce dans une moindre mesure, à soutenir la croissance. Abstraction faite du biais induit par certains achats spécifiques de biens d'investissement

à l'étranger, qui avaient dopé les investissements en 2016, l'expansion des investissements des entreprises sera particulièrement vive en 2017, atteignant 5,6 % en volume. Les déterminants sous-jacents de l'investissement demeurent en effet favorables grâce à l'assouplissement des conditions de financement, à l'ampleur des réserves de liquidité, à la progression de l'excédent d'exploitation, à la faiblesse des taux d'intérêt et à l'utilisation croissante des capacités de production qui induit toujours davantage d'investissements d'extension. Ces prochaines années, la croissance des investissements des entreprises devrait néanmoins graduellement retrouver un rythme de progression plus habituel, c'est-à-dire plus proche de celui qui est normalement observé durant cette phase du cycle conjoncturel.

Les investissements des ménages – que ce soit sous la forme de constructions neuves ou de projets de rénovation – sont eux aussi toujours stimulés par l'environnement de taux bas. À cet égard, l'immobilier fait d'ailleurs de plus en plus office d'investissement alternatif pour les particuliers en quête de rendement. Les statistiques trimestrielles font néanmoins état, depuis le milieu de 2016, d'une diminution notable de ces investissements. Ce mouvement peut notamment s'expliquer par la moindre influence provenant des glissements de portefeuille d'investissement, étant donné le niveau assez stable des taux d'intérêt sur les marchés financiers observé depuis quelque temps. Les présentes projections tablent toutefois sur une reprise modérée des investissements en logements: durant la période de projection, ils

progresseraient ainsi de 0,5% en moyenne sur une base trimestrielle. Toutefois, les investissements en logements ne se seraient pas encore pleinement rétablis à la suite de la crise, leur niveau à la fin de la période de projection se situant encore bien en deçà du pic atteint en 2008.

Enfin, s'agissant des dépenses publiques, la croissance de la consommation publique devrait rester relativement modérée durant l'ensemble de la période de projection. En revanche, les investissements publics suivraient, comme à l'accoutumée, le profil du cycle électoral: après l'accélération qui devrait être enregistrée en 2018, la croissance de ceux-ci se replierait à nouveau nettement à partir de 2019.

3. Marché du travail

L'année 2017 aura encore été marquée par une importante création d'emplois. Le nombre de personnes occupées, qui avait déjà progressé de 58 000 unités en 2016, grimpera encore de quelque 69 000 unités cette année. Cette évolution est d'autant plus notable que la croissance du PIB demeure relativement modérée, à 1,7%. À titre de comparaison, une croissance quasi similaire de l'emploi avait été enregistrée, par exemple, en 2007 (+71 000 unités), mais le taux de croissance du PIB était alors deux fois plus élevé, à 3,4%. Ces deux dernières années auront été caractérisées par une forte intensité en emplois de la

croissance. Sans qu'il soit possible en l'état d'en évaluer l'influence précise, la politique de modération salariale, qui rend le travail relativement moins onéreux, et les différentes réformes structurelles augmentant l'offre effective d'emplois ont manifestement alimenté ce phénomène.

Pour les trois prochaines années, les projections tablent sur un retour progressif vers une situation dans laquelle le rapport entre la création d'emplois et la croissance de l'activité est en ligne avec sa valeur de long terme. Ainsi, ce seraient quelque 121 000 emplois qui seraient créés au cours de la période 2018-2020. D'une part, l'effet des réformes s'estomperait progressivement et, d'autre part, les coûts salariaux repartiraient à la hausse, ce qui pèserait sur la création d'emplois. À cela s'ajoute un essoufflement de la croissance attendue du PIB sur toute la période de projection, puisque celle-ci ne dépasserait pas 1,4% en 2020. À mesure que le chômage poursuivra son recul, l'influence modératrice, sur la croissance de l'emploi, de déficits au niveau de l'offre sur certains segments géographiques et fonctionnels du marché du travail s'accroîtra.

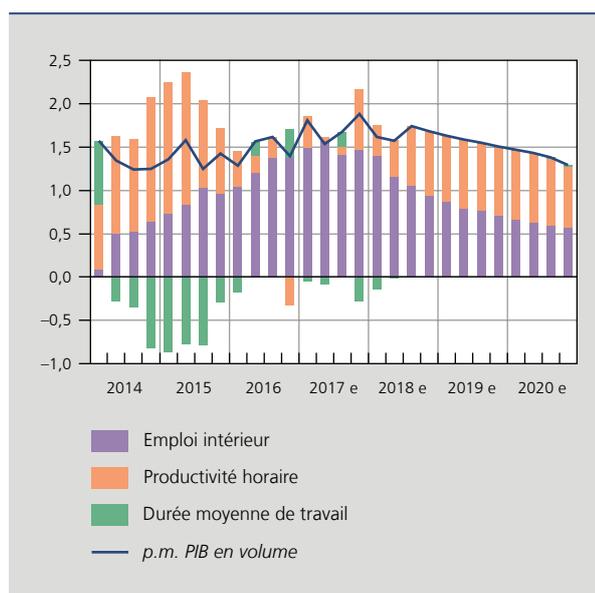
Parallèlement à la forte création d'emplois, la croissance de la productivité horaire restera relativement faible en 2017, à 0,3%. Les causes du ralentissement de la productivité constaté depuis 2016 font encore l'objet d'analyses, mais on peut toutefois déjà citer certains facteurs, telle la tertiarisation de l'économie – le secteur des services étant moins productif que celui de l'industrie manufacturière, les réformes du marché du travail précitées favorisant la création d'emplois surtout pour les moins qualifiés –, et l'allongement des carrières. Bien qu'elle se redresse sur l'horizon de projection, la croissance de la productivité demeurera inférieure à ce qu'on a pu observer dans le passé.

Environ 60% des emplois créés sont dus à l'augmentation du nombre de travailleurs salariés dans les branches sensibles à la conjoncture. Au sein de ces branches, seules les activités financières et d'assurance continuent d'accuser une baisse de leurs effectifs. Les secteurs de l'industrie et de la construction, quant à eux, n'ont, contrairement aux années précédentes, plus détruit d'emplois en 2017. Les secteurs les plus porteurs sont, d'une part, les services aux entreprises et, d'autre part, le commerce, les transports et l'horeca.

Durant la période de projection, la croissance du nombre de salariés se réduirait un peu plus rapidement que celle des indépendants. Ces derniers ne sont en effet pas touchés, ou en tout cas le sont moins, par la diminution de l'incidence de la récente modération salariale et par les réformes structurelles. De surcroît, certaines tendances de fonds continueront de favoriser le glissement de certains emplois vers un statut d'indépendant. Dans un contexte de tassement de la croissance de la population en âge de

GRAPHIQUE 6 EMPLOI INTÉRIEUR, DURÉE DE 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.

TABLEAU 4 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

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

	2014	2015	2016	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Population totale	55	59	57	58	58	54	55
Population en âge de travailler	9	16	16	13	8	4	2
Population active	33	21	32	43	35	27	21
Emploi intérieur	20	40	58	69	54	38	30
Salariés	14	30	44	58	44	29	22
Branches sensibles à la conjoncture ⁽¹⁾	-1	19	29	42	33	19	12
Administration publique et enseignement ..	8	2	2	3	0	0	0
Autres services ⁽²⁾	7	9	13	14	12	10	10
Indépendants	6	10	13	11	10	9	8
Demandeurs d'emploi inoccupés	14	-19	-26	-26	-19	-11	-9
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé⁽³⁾⁽⁴⁾</i>	<i>8,6</i>	<i>8,6</i>	<i>7,9</i>	<i>7,3</i>	<i>7,0</i>	<i>6,9</i>	<i>6,9</i>
<i>Taux d'emploi harmonisé⁽³⁾⁽⁵⁾</i>	<i>67,3</i>	<i>67,2</i>	<i>67,7</i>	<i>68,3</i>	<i>69,0</i>	<i>69,5</i>	<i>69,9</i>

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

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

(2) Santé, 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 en âge de travailler (20-64 ans).

travailler – dont l'incidence sur l'offre de main-d'œuvre est en partie compensée par le relèvement du taux de participation, lequel a été accéléré par les réformes structurelles du marché du travail –, la hausse de l'emploi va de pair avec une diminution du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés. En 2017, ils seront en moyenne 26 000 de moins qu'un an auparavant. Ce recul se poursuivra durant les trois prochaines années, quelque 39 000 chômeurs de moins étant recensés à la fin de la période de projection. Précisons toutefois qu'une partie de cette évolution découle de la sortie progressive vers la pension d'une importante cohorte de chômeurs âgés aujourd'hui de plus de 60 ans. Après avoir fortement diminué ces trois dernières années, le taux de chômage poursuivrait son recul et s'établirait à 6,9 % en 2020.

4. Coûts et prix

4.1 Coûts salariaux

Les salaires bruts dans le secteur privé ont grimpé en 2017, après une période de forte modération salariale. Dans le cadre de l'accord interprofessionnel 2017-2018, les augmentations conventionnelles réelles devraient atteindre

1,1 % pour l'ensemble de la période, soit 0,3 % en 2017 et 0,8 % en 2018. S'agissant des hausses réelles pour la période 2019-2020, l'hypothèse technique retenue, en l'absence d'une norme salariale pour cette période, est celle d'une croissance des adaptations conventionnelles hors indexation identique en 2019 par rapport à 2018 et, eu égard aux faits stylisés concernant ces accords et aux pressions accrues sur le marché du travail, d'une croissance légèrement plus importante la seconde année, soit 1 % en 2020. La hausse des salaires horaires sur l'horizon de projection incorpore également la dérive salariale, à savoir les augmentations imputables à des facteurs structurels, notamment l'élévation de l'âge moyen et du niveau de qualification de la population en emploi. Par ailleurs, les tensions sur le marché du travail que pourrait générer la relativement vive demande de main-d'œuvre pourraient se traduire par des pressions sur les salaires au niveau des entreprises, qui contribuent également au glissement des salaires. Compte tenu du rétablissement de l'indexation des prix (qui ferait croître les salaires nominaux d'en moyenne 1,6 % par an durant la période de projection), les salaires horaires grimperaient à partir de 2017.

Suite aux mesures d'allègement du coût du travail prises par les gouvernements successifs, les cotisations sociales à la charge des employeurs ont substantiellement été

réduites. Ce volet de la politique du tax shift a produit le plus gros de ses effets en 2016, mais son impact continuera de se faire sentir jusqu'en 2020. Globalement, les coûts salariaux horaires dans le secteur privé gonfleraient de 1,9 % cette année, mais ce rythme de croissance passerait à 2,7 % en 2020. À la suite du rétablissement de plus en plus marqué de la productivité, la progression des coûts salariaux, exprimés par unité produite, resterait plus modérée, ressortant à quelque 1,6 % en 2017, 1,7 % les deux années suivantes et 1,9 % en 2020.

4.2 Prix

Le taux d'inflation total s'est accéléré, passant de 1,8 % en moyenne en 2016 à 2,2 % en 2017, sous l'effet de l'accroissement des prix énergétiques – tiré surtout par les cours des produits pétroliers –, alors que l'inflation des autres catégories de biens et de services a en moyenne décéléré. L'inflation sous-jacente reviendrait ainsi de 1,8 à 1,5 % en 2017, la croissance des prix des biens industriels non énergétiques et des services accusant un ralentissement. Plusieurs facteurs ont contribué à cette évolution, parmi lesquels la disparition de l'effet haussier provoqué par le renchérissement des frais d'inscription dans l'enseignement supérieur en Communauté

flamande (qui s'était exercé jusqu'en septembre 2016) et par la moindre majoration des prix des télécommunications. Les opérateurs n'ont pas augmenté les prix des packs dans la même mesure qu'en 2016, et la suppression des frais de roaming en juin 2017 s'est répercutée dans l'indice des prix de la téléphonie mobile. Enfin, les hausses de prix exceptionnelles des produits alimentaires enregistrées en 2016 ne se sont pas reproduites avec la même ampleur cette année.

L'inflation totale devrait se réduire nettement en 2018, en raison une fois de plus des mouvements des prix énergétiques. Outre dans la progression moins vive qu'attendu du cours du Brent, l'explication réside en grande partie dans l'abolition de la contribution au Fonds énergie en Région flamande à la suite d'un arrêt de la Cour constitutionnelle, alors même que cette contribution avait fait bondir le prix de l'électricité à partir de mars 2016. Sur le reste de l'horizon de prévision, l'inflation énergétique devrait être légèrement négative, ce qui reflète les hypothèses de l'Eurosystème sur le pétrole et, dans une moindre mesure, le profil des prix du gaz et de l'électricité.

Le taux d'inflation des produits alimentaires devrait s'accélérer en 2018, tiré à la fois par le renchérissement des aliments non transformés et par celui des aliments

TABEAU 5 INDICATEURS DE COÛTS ET PRIX

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

	2015	2016	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Coûts salariaux dans le secteur privé ⁽¹⁾						
Coûts salariaux par heure ouvrée	0,1	-0,7	1,9	2,2	2,5	2,7
dont: Indexation	0,1	0,6	1,6	1,6	1,5	1,6
Productivité du travail ⁽²⁾	1,7	-0,6	0,3	0,5	0,8	0,8
Coûts salariaux par unité produite	-1,6	-0,1	1,6	1,7	1,7	1,9
<i>p.m. Coûts salariaux par heure ouvrée selon les comptes nationaux⁽³⁾</i>	0,2	-0,8	1,7	2,1	2,4	2,6
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽⁴⁾	1,6	1,8	1,5	1,5	1,7	1,8
Produits énergétiques	-8,0	-0,6	9,8	1,4	-0,3	-0,3
Produits alimentaires	1,8	3,1	1,3	2,1	2,2	1,9
Inflation totale (IPCH)	0,6	1,8	2,2	1,6	1,6	1,6
<i>p.m. Inflation selon l'indice national (IPCN)</i>	0,6	2,0	2,1	1,5	1,6	1,6
Indice-santé ⁽⁵⁾	1,0	2,1	1,8	1,4	1,6	1,6

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

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

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

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

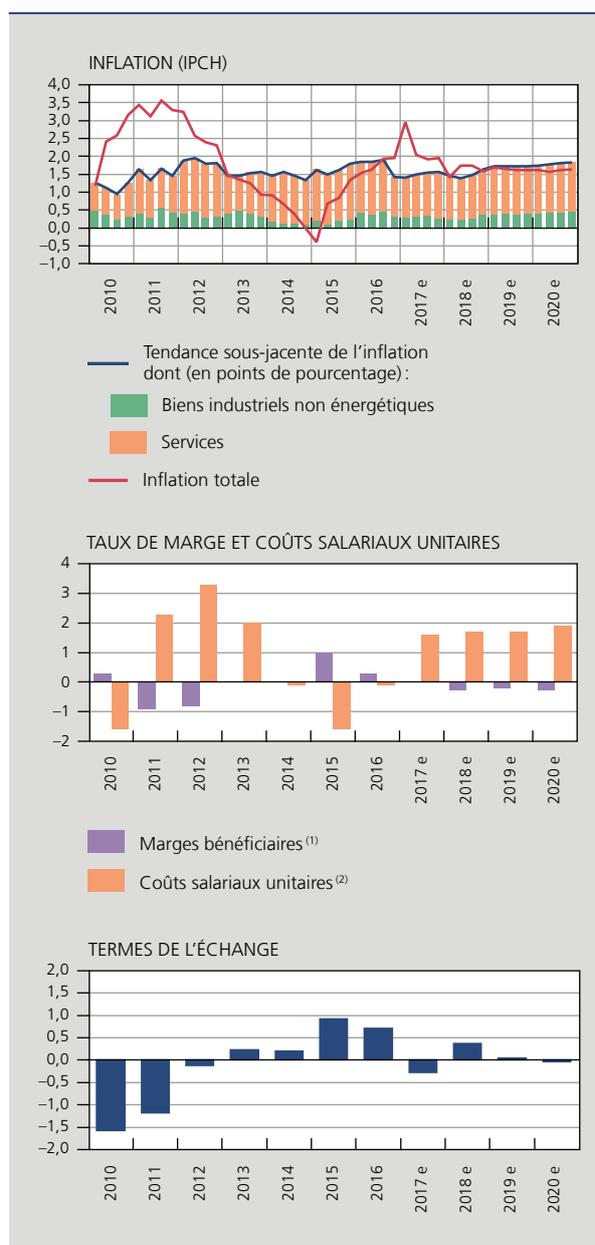
(4) Mesurée au moyen de l'IPCH hors produits alimentaires et produits énergétiques.

(5) Mesuré d'après l'indice des prix à la consommation national, à l'exclusion du tabac, des boissons alcoolisées et des carburants.

transformés. Ces derniers sont fortement influencés par les changements d'accises; selon les notifications budgétaires de l'été de 2017, celles sur le tabac devraient augmenter plus rapidement en 2018. Dans une moindre mesure, le relèvement de la «taxe soda» gonflerait aussi l'inflation de la catégorie alimentaire. Pour la suite, les accises ne devraient plus grimper au même rythme et le taux d'inflation devrait se modérer jusqu'en 2020.

GRAPHIQUE 7 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 celle des coûts de production unitaires.

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

L'inflation sous-jacente qui recouvre les services et les biens industriels non énergétiques devrait pour sa part progresser et passer de 1,5 % en 2017 à 1,8 % en 2020. La croissance des prix des seconds a diminué en 2017, notamment en raison de certains effets de base induits par les achats de véhicules (certaines mesures avaient poussé les prix à la hausse en 2016); elle ne devrait pas s'accélérer par la suite, mais au contraire ralentir, eu égard aux effets de l'appréciation de l'euro. Sur le reste de l'horizon, l'inflation des biens industriels devrait revenir aux alentours de 1 %. L'inflation des services, qui demeure la principale contribution à l'inflation totale, devrait passer de 2 % en 2017 à 2,2 % à la fin de l'horizon de prévision. L'augmentation des coûts salariaux n'influence cette composante que lentement et partiellement. L'évolution relativement stable de l'inflation sous-jacente dans le passé suggère notamment que d'importants mouvements des coûts salariaux sont partiellement absorbés par les marges bénéficiaires. Ainsi, la modération des coûts salariaux observée ces dernières années a induit un élargissement de ces marges. Inversement, la progression des coûts salariaux durant la période de projection briderait la croissance des marges, et la hausse de l'inflation sous-jacente resterait donc assez limitée, en dépit de l'alourdissement de la pression exercée par les coûts. Dans la zone euro, le gonflement des coûts salariaux serait, selon les estimations de l'Eurosystème, davantage répercuté dans les prix. Cela ferait disparaître graduellement le différentiel entre l'inflation en Belgique et dans la zone euro, qui était relativement grand ces dernières années.

L'analyse qui précède a trait à l'IPCH, lequel permet de comparer les taux d'inflation de tous les États européens. Des différences d'ordre méthodologique expliquent que l'inflation mesurée selon l'indice belge des prix à la consommation national (IPCN) s'en écarte légèrement. 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 celui-ci, sur laquelle repose, notamment, l'indexation des salaires, devrait ralentir quelque peu en 2017 (1,8 %) et nettement plus en 2018 (1,4 %) – sous l'effet, principalement, de la baisse des prix de l'électricité – avant de finalement remonter jusqu'en 2020.

5. Finances publiques

5.1 Solde de financement

Selon les estimations les plus récentes, les finances publiques clôtureront l'exercice 2017 sur un déficit de 1,2 %

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

	2016	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Ensemble des administrations publiques					
Recettes	50,7	51,1	50,4	49,9	49,9
Dépenses primaires	50,3	49,7	49,4	49,3	49,3
Solde primaire	0,4	1,3	1,0	0,6	0,6
Charges d'intérêts	2,9	2,5	2,3	2,2	2,1
Besoin (–) ou capacité de financement	–2,5	–1,2	–1,3	–1,5	–1,5
Solde de financement par sous-secteur					
Pouvoir fédéral ⁽¹⁾	–2,5	–1,1	–0,8	–1,5	–1,4
Sécurité sociale	–0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Communautés et régions ⁽¹⁾	0,0	–0,1	–0,5	–0,2	–0,2
Pouvoirs locaux	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1

Sources : ICN, BNB.

(1) Ces chiffres comprennent les avances sur les additionnels régionaux à l'impôt des personnes physiques, bien que ces avances soient considérées comme de pures transactions financières selon la méthodologie du SEC 2010 et que les additionnels régionaux ne soient comptabilisés qu'au moment de l'enrôlement.

du PIB, ce qui représente une amélioration de 1,3 point de pourcentage par rapport à 2016. Dans le contexte macro-économique décrit ci-avant, le déficit de financement de l'ensemble des administrations publiques progresserait légèrement en 2018 et en 2019 et demeurerait quasiment stable en 2020.

L'amélioration du solde budgétaire en 2017 s'explique tant par la réduction des dépenses primaires et des charges d'intérêts que par l'augmentation des recettes par rapport au PIB. Les dépenses primaires continueraient de reculer en 2018 et resteraient quasiment stables au cours des années suivantes. Les charges d'intérêts poursuivraient leur tendance à la baisse, mais à un rythme moindre vers la fin de la période de projection. L'incidence favorable de ces facteurs sur le solde budgétaire ne compenserait toutefois que partiellement la baisse de la pression fiscale et parafiscale à partir de 2018.

Les déficits apparaîtraient surtout au niveau du pouvoir fédéral, mais le sous-secteur des communautés et des régions enregistrerait lui aussi encore un déficit limité durant la période de projection. Les comptes des pouvoirs locaux et de la sécurité sociale, en revanche, demeureraient quasiment en équilibre. En 2018, la révision à la baisse du facteur dit d'autonomie pour l'établissement des additionnels régionaux à l'impôt des personnes physiques entraînerait une correction unique pour l'excédent d'impôts payé aux régions depuis 2015, qui exercerait une incidence négative

sur le solde budgétaire des communautés et des régions et une incidence positive sur celui du pouvoir fédéral.

Les projections reposent, comme d'habitude, sur l'hypothèse d'une politique inchangée. Il n'est donc tenu compte que des mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment précisées. S'agissant de la réforme de l'impôt des sociétés, l'hypothèse retenue est que celle-ci serait budgétairement neutre.

5.2 Recettes

La tendance baissière des recettes des administrations publiques, observée depuis quelques années, s'interromprait en 2017, les recettes augmentant de 0,3 point de pourcentage. En 2018 et en 2019, les recettes des administrations publiques chuteraient toutefois à nouveau, de respectivement 0,7 et 0,4 point de pourcentage du PIB, tandis qu'elles resteraient quasiment stables en 2020.

La hausse du ratio des recettes en 2017 est principalement imputable à la progression des revenus provenant des impôts sur les bénéfices des sociétés. Ceux-ci augmentent de 0,4 point de pourcentage, essentiellement en raison du net accroissement des versements anticipés des sociétés. Ces derniers semblent en effet revenir à un niveau comparable à celui qui était enregistré avant le début de la crise économique et financière.

TABLEAU 7 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

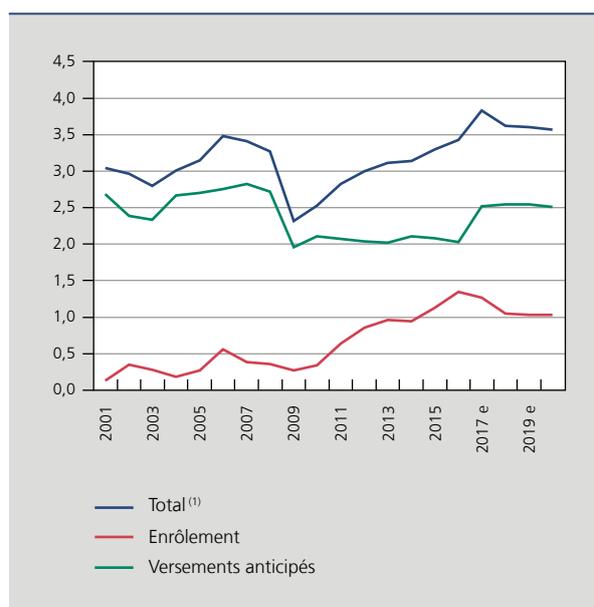
	2016	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Recettes fiscales et parafiscales	43,8	44,1	43,4	43,1	43,1
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	25,0	24,9	24,4	24,2	24,3
Impôt des personnes physiques	11,1	11,0	10,7	10,4	10,6
Cotisations sociales	14,0	13,9	13,7	13,7	13,7
Impôts sur les bénéficiaires des sociétés	3,4	3,8	3,6	3,6	3,6
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Impôts sur les biens et sur les services	11,2	11,2	11,1	11,1	11,1
dont :					
TVA	6,8	6,8	6,7	6,7	6,7
Accises	2,2	2,3	2,3	2,3	2,2
Recettes non fiscales et non parafiscales	6,9	7,0	6,9	6,9	6,8
Recettes totales	50,7	51,1	50,4	49,9	49,9

Sources: ICN, BNB.

En revanche, les prélèvements sur les revenus du travail devraient se replier de 0,1 point de pourcentage du PIB en 2017, essentiellement en raison d'un recul des cotisations sociales, l'abaissement du taux des cotisations patronales produisant ses pleins effets depuis le 1^{er} avril 2016.

Les revenus des impôts sur les biens et sur les services se stabiliseraient presque, à la suite, d'une part, d'une diminution limitée des revenus de la TVA et, d'autre part, d'une légère progression des revenus des accises induite par la hausse des accises sur le tabac et sur l'alcool.

GRAPHIQUE 8 IMPÔT DES SOCIÉTÉS
(pourcentages du PIB)



Sources: ICN, BNB.

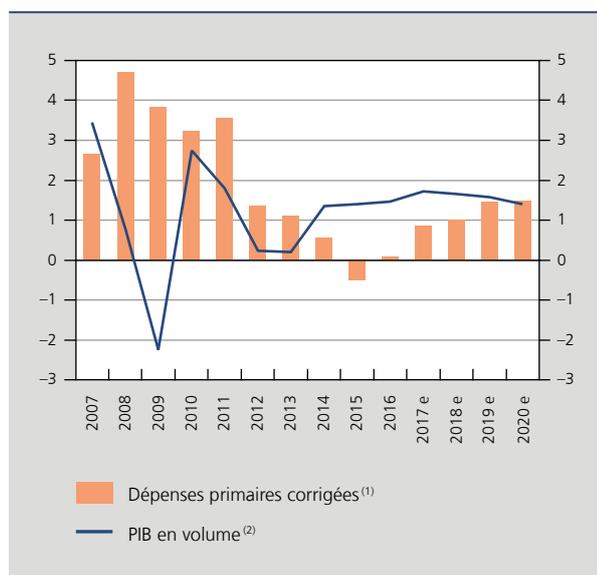
(1) Y compris d'autres impôts, parmi lesquels le précompte mobilier est le plus important.

En 2018 et en 2019, la pression fiscale et parafiscale chuterait nettement en conséquence des mesures adoptées dans le cadre du tax shift. Ainsi, les revenus de l'impôt des personnes physiques régresseraient chaque fois de 0,3 point de pourcentage durant cette même période. De plus, un nouvel abaissement des taux des cotisations patronales entraînerait une diminution des cotisations sociales en 2018, 2019 et 2020. En outre, les revenus de l'impôt des sociétés se contracteraient en 2018 et en 2019, car la vive hausse des versements anticipés pèsera en 2017 sur la perception via l'enrôlement. Enfin, les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine augmenteraient en 2018 à la suite de l'entrée en vigueur de la taxe sur les comptes-titres et du relèvement des taux de la taxe sur les opérations boursières, mais, en 2019, ils seraient poussés à la baisse par les mesures prises dans la cadre de l'activation de l'épargne.

5.3 Dépenses primaires

La trajectoire des dépenses primaires rapportées au PIB devrait restée orientée à la baisse en 2017 ainsi qu'au cours des deux années suivantes. En termes nominaux, les dépenses augmenteraient donc à une cadence inférieure

GRAPHIQUE 9 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.

à l'expansion de l'activité économique jusqu'en 2019. Au-delà, cette évolution suivrait, à politique inchangée, un rythme similaire à la croissance du PIB.

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'amointrissement ou de la disparition d'une série de facteurs imprévus ayant pesé sur le solde budgétaire de 2016. Parmi ceux-ci figuraient notamment d'importants remboursements d'impôts effectués à la suite de décisions de justice, ainsi que les efforts exceptionnels consentis pour gérer l'afflux de demandeurs d'asile. S'y ajoute, en 2017, une diminution temporaire de la contribution de la Belgique au budget de l'UE sur la base du revenu national brut.

À l'inverse, une nouvelle indexation des allocations sociales et des rémunérations du secteur public, survenue tout juste un an après la précédente, aura soutenu les dépenses correspondantes en 2017.

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 0,9 % 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 se poursuivre en 2018, malgré la recrudescence attendue des investissements publics traditionnellement observée à l'approche des élections communales et provinciales.

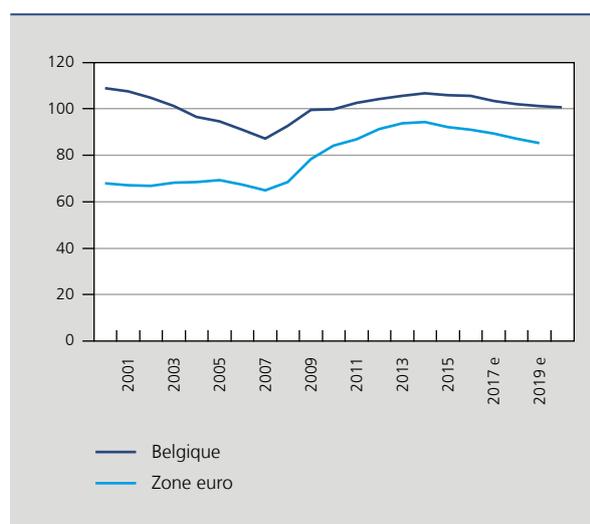
En 2019 et en 2020, à défaut de nouvelles mesures d'économie, l'évolution structurelle des dépenses publiques suivrait de près celle du PIB réel.

5.4 Endettement

Durant la période de projection, la dette publique devrait se réduire progressivement par rapport au PIB.

Le taux d'endettement se replierait de plus de 2 points de pourcentage en 2017. Ce mouvement résulterait uniquement de l'incidence baissière des facteurs endogènes : la croissance nominale du PIB dépasserait en effet le taux d'intérêt implicite sur la dette publique et le solde primaire serait positif. De leur côté, les facteurs exogènes exerceraient un légère influence haussière, l'incidence de la vente d'une partie de la participation du pouvoir fédéral dans BNP Paribas étant plus limitée que l'effet d'accroissement de la dette induit par la progression des prêts octroyés dans le cadre de la politique en matière de

GRAPHIQUE 10 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

logement social et par une série de facteurs relatifs à la gestion de la dette.

Le taux d'endettement devrait ensuite poursuivre son recul, de nouveau sous l'impulsion d'une dynamique favorable de la croissance des taux, combinée à des excédents primaires, fussent-ils limités. En 2020, à la fin de la période de projection, le taux d'endettement s'établirait à 100,5 % du PIB. Il n'est toutefois pas tenu compte d'éventuelles mesures supplémentaires qui comprimeraient plus rapidement le taux d'endettement des administrations publiques belges.

6. Différences par rapport au précédent exercice de projection

La croissance de l'économie belge n'a fait l'objet que d'un infime ajustement à la hausse dans les présentes projections, de l'ordre de moins de 0,1 point de pourcentage en moyenne. Les deux aspects à l'égard desquels les adaptations ont été les plus notables par rapport aux projections de printemps sont le marché du travail et les finances publiques.

La croissance de l'emploi intérieur a en effet une nouvelle fois surpris positivement au cours des récents trimestres de 2017, à la faveur notamment des révisions des statistiques de l'ICN. Ce constat semble imputable en grande partie à une sous-estimation du taux de participation, en particulier chez les 55 à 64 ans, ce qui donne à penser que les mesures récemment prises par les pouvoirs publics en vue de repousser les départs à la retraite anticipée et d'élargir l'offre de travail ont eu un effet plus important qu'estimé précédemment. Compte tenu de cette tendance, l'évolution du taux de participation a également été revue quelque peu à la hausse pour l'avenir. L'estimation plus élevée de la création d'emplois pendant les prochaines années est donc partiellement contrebalancée par l'accroissement de la participation au marché du travail. Cela étant, la création d'emplois accrue a entraîné une révision à la baisse du taux de chômage. Elle a également conduit, en comparaison des projections de printemps, à une adaptation à la hausse des coûts salariaux par unité produite en raison de la reprise plus lente de la productivité, qui tient au fait que la vive progression de l'emploi se manifeste dans un contexte de croissance du PIB à peine plus marquée.

La modification la plus significative apportée à ces projections vise peut-être le besoin de financement des administrations publiques, qui accusent un déficit de 1,2 % du PIB pour 2017, ce qui représente une amélioration de 0,8 point de pourcentage du PIB par rapport

à ce prévoient les projections de printemps. Bien que cette consolidation soit en partie due à la légère embellie des conditions macroéconomiques, près de 0,4 point de pourcentage de la révision par rapport à juin ne résulterait que des versements anticipés des sociétés, qui se sont (nettement) accrus, tandis que la diminution du financement à l'UE et la situation de départ plus favorable en 2016 expliqueraient également 0,2 point de pourcentage.

Les autres modifications sont moins substantielles. Leur origine est souvent à rechercher dans des révisions de séries de données sous-jacentes se rapportant au passé récent. Ainsi, le point de départ pour les contributions à la croissance des composantes des dépenses a été modifié, sous l'effet notamment de la comptabilisation dans les comptes annuels de 2016 d'un nouvel achat important de biens d'investissement à l'étranger. Quoique neutre pour la croissance, cet achat exerce en effet une incidence sensible sur la répartition entre la demande intérieure et les exportations nettes. En raison des effets de niveaux, cela se traduit de fait par une révision à la baisse de l'estimation de la demande intérieure au début de la période de projection, en faveur d'une augmentation proportionnelle de la contribution à la croissance des exportations nettes.

Des modifications apportées au cadre législatif (fiscal) ont également entraîné des révisions. Les estimations de l'inflation ont notamment été revues à la baisse en raison de la suppression, dès le 1^{er} janvier 2018, de la taxe sur l'énergie en Région flamande. Par rapport au mois de juin, l'inflation sous-jacente a aussi été légèrement corrigée à la baisse, sous l'effet du renchérissement de l'euro. Ce dernier, comme la suppression de la taxe susvisée, entraîne, avec un certain décalage, une modération de l'indexation des salaires et influe ainsi sur la formation des prix.

7. Conclusion et appréciation des facteurs de risque

Les projections d'automne de l'Eurosystème font apparaître que la Belgique et la zone euro traversent actuellement une phase de haute conjoncture. En 2017 et en 2018, la croissance belge culminerait à 1,7 %, avant de ralentir progressivement sur l'horizon des projections, pour s'établir à 1,4 % en 2020. De ce fait, la Belgique se situe, sur l'ensemble de la période de projection, clairement en deçà du rythme de croissance moyen de la zone euro, qui s'établirait encore à 2,4 % cette année. À l'instar de la zone euro, la trajectoire de croissance du PIB estimée pour la Belgique sera, dans les prochaines années, largement soutenue par la demande intérieure.

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	2020	2017	2018	2019	2020
Bureau fédéral du Plan ⁽¹⁾	Septembre 2017	1,7	1,7	1,5	1,6	2,0	1,6	1,6	1,5
FMI	Octobre 2017	1,6	1,6			2,1	1,2		
CE	Novembre 2017	1,7	1,8	1,7		2,2	1,4	1,6	
OCDE	Novembre 2017	1,7	1,7	1,7		2,2	1,6	1,8	
Consensus Economics	Décembre 2017	1,7	1,7			2,1	1,7		
BNB	Décembre 2017	1,7	1,7	1,6	1,4	2,2	1,6	1,6	1,6

(1) Budget économique pour 2017-2018, complété par les Perspectives économiques à moyen terme pour 2019-2020, telles qu'elles ont été publiées en juin. Pour les taux d'inflation, il s'agit de l'IPCN

Ces estimations de croissance sont très proches des dernières prévisions établies par d'autres institutions. De fait, si les estimations de croissance antérieures à novembre, comme le Budget économique du BFP de septembre et les dernières prévisions du FMI d'octobre, n'ont pas pu tenir compte de la révision des statistiques trimestrielles publiée par l'ICN à la fin d'octobre (telle que la révision à la hausse de la croissance au premier semestre de 2017), l'incidence de celle-ci semble globalement limitée.

En dépit de la convergence relative des estimations macroéconomiques, ce type de prévisions se fondent néanmoins toujours sur un cadre défini d'hypothèses et sont donc entourées de grandes incertitudes.

À l'échelle internationale, les tensions sur les marchés financiers et les risques géopolitiques au sein de l'UE et en dehors de celle-ci constituent les principaux facteurs d'incertitude, en ce qu'ils peuvent mener à une révision du cadre dans lequel ces estimations ont été établies. Par ailleurs, la tournure que prendront les négociations menées au titre du brexit constitue également un risque. L'hypothèse actuelle reste que l'UE et le Royaume-Uni continueront in fine d'entretenir des relations étroites et que la situation n'aura que de faibles retombées économiques. Toutefois, si la procédure de séparation venait à déboucher sur une autre issue, l'incidence sur l'économie devrait être réévaluée.

Les risques domestiques entachant les estimations de croissance semblent globalement neutres pour celle-ci. Comme cela avait déjà été le cas en juin, le marché du travail est l'un des premiers domaines dans lequel ceux-ci se manifestent. Bien que les statistiques trimestrielles pour

l'emploi, déjà publiées en 2017, s'établissent à des niveaux étonnamment élevés, l'hypothèse d'un ralentissement progressif de la hausse de l'emploi à l'horizon des projections sous l'influence d'un regain de tensions sur le marché du travail reste d'actualité. L'incertitude pesant sur les années à venir tient à l'ampleur de ces tensions et au moment à partir duquel elles se manifesteront, ainsi qu'à la mesure dans laquelle elles seront compensées par les réformes récentes qui augmentent l'offre de travail et visent à une meilleure adéquation de l'offre et de la demande (tant au niveau régional que sur le plan des compétences).

En outre, il ne peut être exclu que les investissements des entreprises conservent plus longtemps qu'actuellement escompté le rythme d'accroissement qui est aujourd'hui le leur. L'évolution estimée pour les années à venir est de fait influencée par l'analyse selon laquelle le rapport entre l'augmentation de ces investissements (corrigés de transactions spécifiques) et la croissance du PIB dans le courant de 2017 se situe à un niveau maximal. Ce constat repose non seulement sur ce rapport et sur l'évolution au cours de cycles économiques passés, mais aussi sur le fait que la confiance des chefs d'entreprise s'est lissée ces derniers mois. Les observations les plus récentes de la confiance des entrepreneurs, qui datent d'octobre et de novembre 2017, ont toutefois surpris positivement, ce qui souligne les risques haussiers.

Bien qu'il soit en principe plausible qu'une incidence positive se dégage encore à court terme du gain récent en matière de compétitivité-coûts (salariaux), le récent renchérissement de l'euro pourrait grever les exportations et, partant, la position nette à l'exportation plus lourdement que prévu. Qui plus est, le risque de sous-estimation de la perte structurelle de parts de marché (à la suite d'un

déclin de la compétitivité hors coûts) est réel, ce qui fait peser d'autres risques sur les exportations à l'horizon des projections.

Enfin, s'agissant de l'inflation, les risques semblent équilibrés, même s'il convient de signaler que

l'estimation spécifique de la croissance des salaires pour la période 2019-2020 est incertaine, la norme salariale pour cette période devant encore être négociée. Si celle-ci se révélait inférieure au niveau actuellement adopté, il se pourrait qu'elle entraîne à nouveau des effets dérivés sur l'inflation et sur la consommation.

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	2020 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB en volume	1,5	1,7	1,7	1,6	1,4
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	1,8	1,0	1,8	1,7	1,5
Exportations nettes de biens et services	-0,6	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Variation des stocks	0,2	0,4	-0,1	0,0	0,0
Prix et coûts					
Indice des prix à la consommation harmonisé	1,8	2,2	1,6	1,6	1,6
Indice-santé	2,1	1,8	1,4	1,6	1,6
Déflateur du PIB	1,6	2,0	1,6	1,6	1,5
Termes de l'échange	0,7	-0,3	0,3	0,1	0,0
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé ⁽¹⁾	-0,1	1,6	1,7	1,7	1,9
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé ⁽¹⁾	-0,7	1,9	2,2	2,5	2,7
Productivité horaire dans le secteur privé	-0,6	0,3	0,5	0,8	0,8
Marché du travail					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes)	57,7	69,4	54,0	37,6	29,8
Volume total de travail ⁽²⁾	1,3	1,4	1,1	0,8	0,6
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active âgée de plus de 15 ans) ..	7,9	7,3	7,0	6,9	6,9
Revenus					
Revenu disponible réel des particuliers	0,9	1,2	1,9	2,4	1,8
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	11,2	11,2	11,5	12,0	12,2
Finances publiques					
Solde primaire (pourcentages du PIB)	0,4	1,3	1,0	0,6	0,6
Solde de financement (pourcentages du PIB)	-2,5	-1,2	-1,3	-1,5	-1,5
Dette publique (pourcentages du PIB)	105,7	103,3	102,1	101,2	100,5
Compte courant (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB)					
	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0

Sources: CE, DGS, ICN, BNB.

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

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

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



Éditeur responsable

Jan Smets

Gouverneur

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

Personne de contact pour la 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 décembre 2017

