



Projections économiques pour la Belgique

Décembre 2018

© 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 – Automne 2018

Introduction

Bien que la croissance mondiale ait présenté une évolution assez erratique au cours de l'année écoulée, elle est globalement demeurée bien en deçà des attentes. Dans les pays avancés, la croissance s'est certes nettement redressée à compter du printemps, mais ce constat résulte essentiellement d'évolutions spécifiques observées dans certains pays. Ainsi, les réformes fiscales et les augmentations des dépenses inscrites au budget américain ont sensiblement stimulé l'économie, tandis que le Japon et le Royaume-Uni ont, eux aussi, après un premier trimestre particulièrement apathique, à nouveau enregistré une croissance clairement positive. Depuis lors, l'économie mondiale a toutefois à nouveau ralenti quelque peu, et les indicateurs de confiance et de court terme ne laissent, jusqu'à présent, pas encore augurer d'une reprise vigoureuse dans les prochains mois. Cette évolution apparaît du reste, et de façon très marquée, dans les importantes révisions à la baisse apportées par la plupart des organisations internationales à leurs prévisions d'automne. De fait, plusieurs facteurs pèsent sur la croissance mondiale. Ainsi, depuis le début de l'année, sur fond d'une poussée des entraves, le commerce mondial a nettement marqué le pas, en raison notamment de l'incertitude que ces dernières suscitent et de l'interconnexion des chaînes de production à l'échelle mondiale qui exercent souvent une incidence négative plus importante que le seul effet direct sur les pays et les produits concernés. En outre, la remontée progressive des taux d'intérêt résultant de la hausse des anticipations d'inflation aux États-Unis participe à la volatilité croissante sur les marchés financiers. Elle entraîne par ailleurs des problèmes de financement croissants pour bon nombre d'économies émergentes présentant des déficits courants en raison d'une réallocation des capitaux internationaux, qui découle elle-même de variations dans les rendements relatifs.

Dans la zone euro, l'activité s'est également fortement ralentie depuis le début de l'année, sous l'effet principalement d'un recul de la contribution à la croissance des exportations (nettes). Cette décélération observée dans la zone euro ne doit cependant pas être uniquement considérée dans le contexte des facteurs mondiaux susmentionnés, tel le léger étiolement de la croissance mondiale et le tassement du commerce, mais également liée au renchérissement de l'euro, observé jusqu'au premier trimestre de l'année. D'après les premières statistiques trimestrielles en la matière, les investissements ne semblent toutefois, jusqu'à présent, pas avoir trop souffert de l'incertitude entourant le commerce mondial et ce, au contraire de la croissance de la consommation des ménages. Cette dernière pourrait toutefois également résulter de la forte hausse des cours du pétrole – et, partant, de l'inflation – et de l'augmentation, encore relativement modérée, des salaires. Au cours du troisième trimestre, la croissance dans la zone euro s'est par ailleurs encore quelque peu contractée pour atteindre son plus bas niveau depuis quatre ans : l'activité se serait même réduite en Italie et en Allemagne. Ce nouveau recul de l'activité serait néanmoins partiellement attribuable à des ralentissements temporaires de la production dans l'industrie automobile (surtout allemande), faisant suite à de nouvelles procédures de test en matière de normes environnementales. La disparition de ce facteur temporaire devrait par la suite soutenir la croissance en Allemagne et en Europe à partir du trimestre en cours, et ce même si les indicateurs à court terme pertinents pour la croissance ne se sont, à ce stade, pas encore redressés.

De manière générale, les hypothèses communes retenues pour les présentes projections, dont les principales sont décrites dans l'encadré, reposent sur un scénario dans lequel le repli du commerce mondial serait parvenu à un seuil au second semestre, si bien que les marchés à l'exportation pertinents pour la zone euro se redresseraient légèrement au cours des prochaines années. En outre, selon ces hypothèses, après la baisse subite enregistrée depuis octobre, le cours du pétrole continuerait de diminuer progressivement et la poursuite du resserrement monétaire n'induirait qu'un relèvement graduel des taux d'intérêt dans la zone euro. Il convient cependant de souligner que les présentes projections, pour la zone euro comme pour la Belgique, s'appuient en grande partie sur ces hypothèses communes. Or, les risques pesant sur ce scénario de base favorable sont importants et principalement orientés à la baisse. Ainsi, de nouvelles perturbations au niveau du commerce international, ou une élévation du niveau des taux d'intérêt dans la zone euro alimentée par les doutes entourant la soutenabilité de la politique budgétaire dans certains pays, pourraient davantage éroder la croissance que ne le prévoient jusqu'ici les projections. En revanche, les cours pétroliers se sont encore davantage infléchis à la suite de la clôture de ces hypothèses communes, ce qui est susceptible d'influencer favorablement les prévisions.

D'après les nouvelles estimations de l'Eurosystème – dans le cadre desquelles s'inscrivent les projections d'automne exposées dans le présent article –, la croissance de l'activité dans la zone euro retomberait cette année à 1,9 %, ce qui correspondrait à une nouvelle révision à la baisse par rapport aux prévisions de septembre 2018 de la BCE, en raison principalement d'une croissance décevante au troisième trimestre de l'année. L'activité repartirait toutefois légèrement à la hausse à compter du quatrième trimestre, pour renouer avec un rythme de croissance plus proche de la croissance potentielle. La croissance annuelle devrait ensuite diminuer progressivement pour s'établir à 1,5 % en 2021, du fait de tensions grandissantes sur le marché du travail ainsi que de la disparition de l'impact de l'assouplissement de la politique budgétaire dans certains pays en 2019. L'inflation dans la zone euro serait par ailleurs soutenue cette année, comme en 2017, par le renchérissement des produits énergétiques. Abstraction faite de cette composante et d'autres éléments volatils, l'inflation sous-jacente, compte tenu de la pression croissante des coûts d'origine intérieure, grimperait tout au long de la période de projection pour s'établir à quelque 1,8 % en 2021.

En ce qui concerne la Belgique, les dernières statistiques trimestrielles relatives à la croissance du PIB en volume, portant jusqu'au troisième trimestre de l'année en cours, sont globalement conformes aux projections de printemps et l'estimation de la croissance au dernier trimestre ne serait que légèrement modifiée. L'estimation de la croissance pour 2018 a donc été maintenue à 1,5 %. Le rythme de croissance de l'économie belge se réduirait néanmoins progressivement, n'affichant plus que quelque 0,3 % par trimestre, soit une croissance annuelle de 1,2 %. Au-delà de ce point particulier, le scénario prévu reste toutefois relativement inchangé par rapport à l'exercice de projection de printemps, à savoir un fléchissement du cycle d'investissements des entreprises et un ralentissement des exportations qui ne seraient que partiellement compensés par la reprise attendue de la consommation privée. L'écart de croissance négatif noté depuis 2015 entre la Belgique et la zone euro se resserrerait par ailleurs quelque peu, sans pour autant se résorber entièrement sur l'horizon des projections.

Au niveau de la croissance de l'emploi, au cours des trois premiers trimestres, celle-ci dépasserait une nouvelle fois légèrement les attentes. La conjonction du redressement des coûts du travail et du léger essoufflement de l'activité devrait toutefois peu à peu freiner cette dernière. De même, 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 –, compliquerait de plus en plus la recherche d'une main-d'œuvre adéquate pour les entreprises et contribuerait dès lors également à ce ralentissement. Néanmoins, en raison notamment de cette tension sur le marché du travail, le nombre moyen d'heures de travail, qui s'est déjà affiché en hausse dernièrement, continuerait d'augmenter. Le taux de chômage harmonisé, qui mesure le nombre de demandeurs d'emploi effectifs sur la base d'une enquête, se serait quant à lui stabilisé à un niveau exceptionnellement bas qui n'avait, au cours de ce siècle, été enregistré qu'en 2001. Par ailleurs, dans la mesure où l'accroissement continu de la population active, qui résulte notamment des mesures visant à limiter la sortie anticipée du marché du travail, présenterait une évolution assez proche de celle de la création d'emplois, le taux de chômage resterait particulièrement faible sur l'ensemble de la période de projection, en dépit de la moindre croissance de l'activité.

L'inflation serait quant à elle particulièrement soutenue par la forte poussée des prix des produits énergétiques. La hausse des prix d'origine intérieure de l'électricité, alimentée par les craintes suscitées par l'arrêt des centrales nucléaires,

s'ajouterait à ces vifs renchérissements des prix du gaz et du pétrole observés jusqu'en octobre sur les marchés internationaux. Dans les prochains mois, l'inflation devrait toutefois repartir à la baisse, à en juger par les diminutions de prix déjà constatées et par les hypothèses communes concernant les cours pétroliers. L'inflation sous-jacente se redresserait toutefois au cours de la période de projection, mais la vive hausse des coûts salariaux ne devrait néanmoins pas, comme par le passé, se répercuter intégralement sur les prix, mais plutôt induire une modération des marges bénéficiaires, qui, alors qu'elles avaient sensiblement augmentées ces dernières années, devraient revenir d'ici 2021 à un niveau à peine supérieur à leur moyenne de long terme.

Enfin, s'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire se réduirait encore quelque peu en 2018, pour s'établir à 0,8 % du PIB. L'amélioration de ce déficit par rapport à l'année dernière s'expliquerait principalement par la nette augmentation des versements anticipés effectués par les entreprises dans le contexte du nouveau relèvement du taux d'intérêt appliqué aux versements anticipés insuffisants. Il s'agit toutefois d'un facteur temporaire, qui entraînera des enrôlements à la baisse au moment de la liquidation de l'impôt des sociétés. Le déficit budgétaire se détériorerait donc à nouveau durant la période couverte par les projections, malgré la poursuite de la baisse des charges d'intérêts sur l'encours de la dette. Au terme de la période de projection, le déficit devrait à nouveau se monter à 2 % du PIB, soit un niveau toujours bien éloigné de l'objectif d'un budget en équilibre en termes structurels. 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

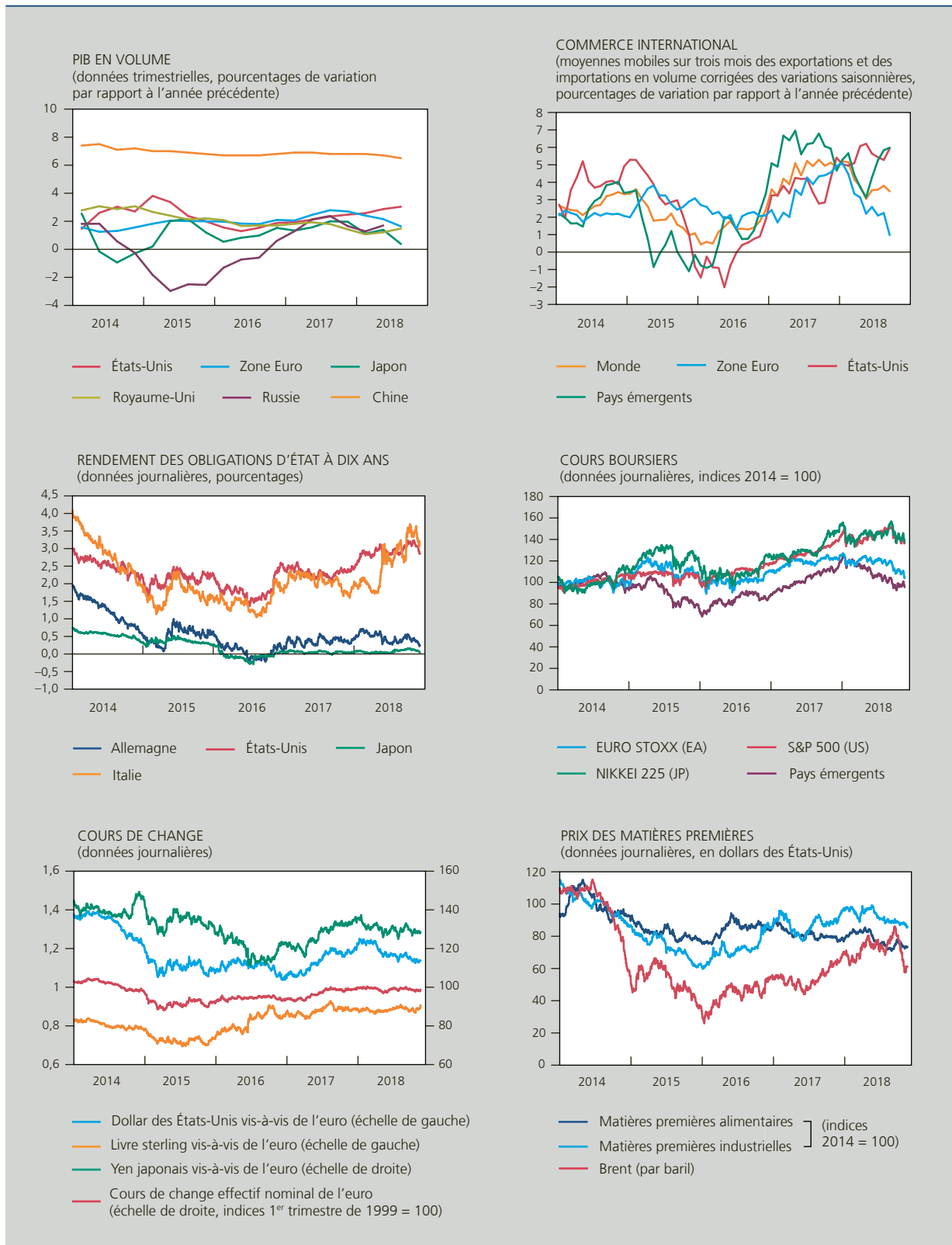
1.1 Économie mondiale

Après avoir affiché de bonnes performances en 2017, l'économie mondiale s'est essouffée quelque peu cette année. Sur la base des chiffres trimestriels déjà connus, la croissance mondiale est demeurée clairement en deçà des prévisions favorables du printemps. En outre, cette croissance repose sur une assise moins large que l'année dernière, dans un environnement où les risques et les incertitudes se sont sensiblement accrus. Dans ce contexte, le commerce, qui avait enregistré une vive expansion en 2017, a lui aussi nettement fléchi. Les indicateurs à court terme ne font actuellement pas état d'un renforcement de la croissance économique ou des flux commerciaux et, en automne, les institutions internationales ont systématiquement revu à la baisse leurs prévisions pour l'année prochaine.

Dans les pays avancés, la croissance a été assez volatile. Après un premier trimestre morose, une reprise vigoureuse a été observée. Celle-ci est toutefois imputable à des facteurs spécifiques dans certaines économies. Ainsi, les mesures de relance budgétaire adoptées aux États-Unis ont conduit à une accélération – probablement temporaire – de la croissance, soutenue par la nette progression de la consommation et des investissements. Dans ces conditions, le chômage est retombé à un niveau historiquement bas, tandis que l'inflation a grimpé pour atteindre l'objectif de 2 % de la Réserve fédérale. La banque centrale américaine a poursuivi la normalisation de sa politique et a procédé à trois relèvements du taux d'intérêt cette année, de 25 points de base chacun, jusqu'à une fourchette de 2-2,25 %. Une quatrième hausse des taux est prévue en décembre.

Cette année, les chiffres de la croissance au Royaume-Uni ont été largement influencés par des facteurs inattendus. Tandis que de mauvaises conditions climatiques ont bridé l'activité au premier trimestre, celle-ci a été portée aux deuxième et troisième trimestres par une reprise de la croissance de la consommation. L'incertitude entachant le résultat des négociations sur le brexit a néanmoins continué de peser sur les investissements et sur les prévisions. Au Japon, après avoir affiché une croissance négative au premier trimestre, l'activité s'est temporairement redressée, sous l'impulsion d'une demande intérieure robuste. Des bénéfices élevés ont relancé les investissements, et la consommation s'est avérée vigoureuse, en dépit d'une faible progression salariale. La croissance s'est toutefois à nouveau interrompue au troisième trimestre, l'incidence de deux catastrophes naturelles – des inondations en juillet et un tremblement de terre en septembre – ayant comprimé l'activité.

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



Sources : CPB Wereldhandelsmonitor, OCDE, Thomson Reuters.

Après une croissance trimestrielle continue de 0,7 % l'année dernière, le rythme de progression a décéléré dans la zone euro, revenant à 0,4 % durant les deux premiers trimestres et même à 0,2 % au troisième. Le ralentissement du commerce international et l'appréciation antérieure de l'euro ont érodé les exportations de la zone euro. De surcroît, des facteurs temporaires, dont des interruptions de la production dans l'industrie automobile à la suite de nouveaux tests d'émission, auraient freiné l'activité au troisième trimestre. Leur incidence se serait principalement fait ressentir en Allemagne, où le PIB a baissé fortement au troisième trimestre, mais la croissance s'est aussi nettement contractée en Italie et aux Pays-Bas. En France, en revanche, l'activité a redémarré au troisième trimestre, après deux trimestres moroses. Abstraction faite des facteurs temporaires précités, la dynamique de la croissance intérieure dans la zone euro, après une année 2017 exceptionnelle, est encore restée assez vigoureuse, soutenue par une création d'emplois importante et par des conditions de financement toujours favorables.

Cette année, le chômage s'est inscrit en baisse dans la plupart des pays avancés, s'établissant même à son niveau le plus bas depuis plus de 40 ans aux États-Unis et au Royaume-Uni. Parmi les plus grandes économies avancées, seule la zone euro n'a provisoirement pas encore renoué avec un taux de chômage inférieur à celui qui prévalait juste avant la crise. Néanmoins, à l'exception notable des États-Unis, la pénurie grandissante sur le marché du travail n'a pas généré une croissance salariale suffisamment vigoureuse que pour relancer également l'inflation. Certes, l'indice des prix à la consommation a progressé dans la plupart des économies avancées, sur fond de renchérissement du pétrole, mais l'inflation sous-jacente est demeurée assez stable, respectivement autour de et inférieure à 1 %, dans la zone euro et au Japon. La politique monétaire menée dans ces pays est dès lors restée très accommodante. Toutefois, étant donné la hausse estimée de l'inflation, la BCE a annoncé en juin qu'elle mettrait fin à son programme d'achats d'obligations privées et publiques d'ici la fin de l'année. Les taux directeurs devraient néanmoins se maintenir à leur niveau actuel au moins jusqu'à l'été de 2019.

Tout comme les pays avancés, les différentes économies émergentes ont affiché cette année des évolutions assez contrastées. Alors que les pays exportateurs de pétrole ont tiré profit de la hausse des cours pétroliers et que l'activité en Chine et en Inde a continué de progresser à un rythme soutenu, l'économie s'est ralentie dans certains pays importateurs de pétrole présentant des déséquilibres intérieurs et extérieurs considérables. L'appréciation du dollar des États-Unis observée depuis le printemps – sur fond de nouveau resserrement de la politique monétaire et d'une croissance économique vigoureuse outre-Atlantique – a suscité des questions quant à la capacité de résistance de plusieurs pays émergents qui avaient emprunté ces dernières années des montants importants en dollars des États-Unis. Bien que toutes les économies émergentes aient été confrontées dans une certaine mesure à un retournement du sentiment des investisseurs – sous la forme de fuites de capitaux et d'une dépréciation de la monnaie nationale –, ce sont principalement certains pays particulièrement vulnérables, tels que la Turquie et l'Argentine, qui ont été sérieusement affectés. La situation dans ces pays a connu une escalade durant les mois d'été mais elle s'est ensuite quelque peu stabilisée, sous l'influence de mesures de politique plus restrictives, comme un programme du FMI pour l'Argentine.

La croissance chinoise s'est tassée au cours de l'année mais, à 6,5 % au troisième trimestre, elle est restée dans les limites de l'objectif fixé par les pouvoirs publics. L'activité a été soutenue par la consommation, la politique macroéconomique accommodante et les exportations, lesquelles se sont maintenues à niveau en dépit des tensions commerciales grandissantes avec les États-Unis. Il s'agit peut-être toutefois d'un phénomène temporaire, dans la mesure où les entreprises ont anticipé l'instauration de tarifs plus élevés en janvier 2019 et où elles ont dès lors avancé une partie des exportations. Fin 2018, il apparaissait néanmoins que la mise en œuvre de ces nouveaux tarifs n'interviendrait pas avant mars 2019 – et resterait tributaire de l'évolution des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine. La dépréciation du renminbi a en outre également soutenu les exportations. En revanche, les investissements dans des infrastructures ont ralenti fortement à la suite des mesures visant à limiter les activités du secteur bancaire parallèle, qui représente une source de financement importante dans le domaine. En outre, la surcapacité observée dans une série de secteurs industriels a continué de peser sur les investissements. En revanche, la croissance en Inde a culminé à 8,2 % au deuxième trimestre, avant de s'essouffler à nouveau quelque peu, pour s'établir à 7,1 % au troisième trimestre. Le renchérissement du pétrole, les problèmes de liquidité apparus dans le secteur bancaire parallèle et les conditions de financement moins favorables ont en effet entravé l'activité au troisième trimestre.

La reprise s'est poursuivie en Russie et au Brésil. En Russie, la consommation a profité de la hausse des salaires réels et de la croissance du crédit. L'incertitude entourant d'éventuelles nouvelles sanctions américaines a néanmoins freiné les investissements, de même qu'elle a favorisé la dépréciation du rouble. Des interruptions de la production à la suite

des grèves dans le secteur des transports ont pesé sur la croissance brésilienne au second trimestre, mais l'activité a redémarré au troisième trimestre, soutenue principalement par le redressement des investissements.

Après un essor marqué l'année dernière, les flux commerciaux internationaux se sont sensiblement ralentis en 2018. La mesure dans laquelle les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ont déjà pesé sur le commerce international n'apparaît pas clairement. La décélération reflète sans doute une combinaison de facteurs, dont le tassement de la croissance dans la zone euro et l'augmentation un rien plus limitée des investissements à haute intensité commerciale après le net rebond que ceux-ci avaient enregistré en 2017 dans un environnement caractérisé par des incertitudes plus élevées. L'interdépendance des chaînes de production mondiales a toutefois pour conséquence que l'incidence négative des mesures protectionnistes dépasse souvent celle affectant les groupes de produits et les pays directement touchés.

Après avoir prospéré partout dans le monde les deux années antérieures, les marchés financiers ont été confrontés cette année à des périodes d'intense volatilité. Bien que les actions américaines aient récemment subi une correction importante, ce sont principalement les actions européennes – en particulier les actions bancaires – qui ont affiché des

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

	2017	2018 e	2019 e	2020 e
PIB en volume				
Monde	3,7	3,7	3,5	3,5
dont:				
Pays avancés	2,6	2,4	2,1	1,9
États-Unis	2,2	2,9	2,6	1,9
Japon	1,7	1,1	1,0	0,5
Union européenne	2,4	2,1	1,9	1,8
dont: Royaume-Uni	1,7	1,3	1,2	1,2
Pays émergents	4,5	4,7	4,7	4,7
Chine	6,9	6,6	6,2	5,9
Inde	6,2	7,4	7,5	7,5
Russie	1,5	1,7	1,6	1,8
Brésil	1,0	1,1	1,9	2,3
<i>p.m. Importations mondiales</i>	5,1	4,3	4,0	3,6
Inflation⁽¹⁾				
États-Unis	2,1	2,5	2,4	2,2
Japon	0,5	0,8	1,0	1,3
Union européenne	1,7	2,0	2,0	1,8
dont: Royaume-Uni	2,7	2,6	2,0	1,9
Taux de chômage⁽²⁾				
États-Unis	4,4	3,9	3,5	3,5
Japon	2,8	2,7	2,6	2,5
Union européenne	7,6	6,9	6,6	6,3
dont: Royaume-Uni	4,4	4,3	4,5	4,7

Source: CE.

(1) Indice des prix à la consommation.

(2) Pourcentages de la population active.

performances médiocres ; l'incertitude entachant l'incidence de la politique commerciale américaine sur les exportations européennes a joué un rôle dans ce cadre, tout comme les évolutions en Italie et en Turquie. En automne, l'inquiétude grandissante relative à la croissance mondiale a progressivement recommencé à peser sur les prévisions de bénéfices des entreprises, ce qui a conduit, dès octobre, à une nouvelle vague de ventes boursières à l'échelle mondiale. Sur les marchés obligataires, les États-Unis et les autres économies avancées ont une nouvelle fois présenté des évolutions divergentes ; alors que les taux des obligations publiques américaines ont encore augmenté, ils sont restés à des niveaux historiquement bas en Allemagne et au Japon. Ce mouvement a reflété la différence d'orientation de la politique monétaire et les hausses des anticipations d'inflation aux États-Unis. En Italie, après avoir progressé en mai, les taux des obligations publiques ont encore grimpé en automne à l'occasion des discussions sur le budget tenues dans le cadre de la réglementation européenne en la matière. L'effet de contagion aux autres pays de la zone euro est toutefois resté limité jusqu'à présent.

L'euro s'est quelque peu apprécié en termes nominaux effectifs depuis le milieu de l'année, à la suite de son renchérissement à l'égard des devises d'un grand nombre de pays émergents. En revanche, les orientations de politiques monétaires divergentes entre la Réserve fédérale et la BCE se sont reflétées dans une nette dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar.

Au cours des trois premiers trimestres de 2018, les cours pétroliers ont poursuivi leur tendance haussière des deux dernières années, soutenus par des facteurs fondamentaux, mais également par l'instauration par le gouvernement américain de sanctions contre l'Iran. Au début d'octobre, le prix du baril a atteint environ 85 dollars, soit son niveau le plus élevé en quatre ans. Toutefois, ces deux derniers mois, le cours du pétrole s'est à nouveau sensiblement replié en raison d'anticipations de demande plus faibles à la suite d'un fléchissement de la croissance mondiale et de l'ampleur de l'offre, liée, entre autres, aux exemptions temporaires pour certains pays vis-à-vis des sanctions américaines sur les importations de pétrole iranien.

Globalement, la plupart des institutions internationales tablent actuellement, dans leur scénario de base, sur une croissance mondiale relativement stable au cours des prochaines années, fût-elle d'un niveau plus faible que lors de prévisions antérieures. Dans ce cadre, elles soulignent systématiquement que les incertitudes et les risques baissiers se sont accrus.

Encadré – 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 22 novembre 2018. Pour le dollar des États-Unis, ce cours de change s'établissait à 1,14 dollar pour 1 euro. Bien que l'euro se soit légèrement déprécié depuis le printemps, ce niveau implique encore une appréciation limitée de ce dernier par rapport à la moyenne de 2017.

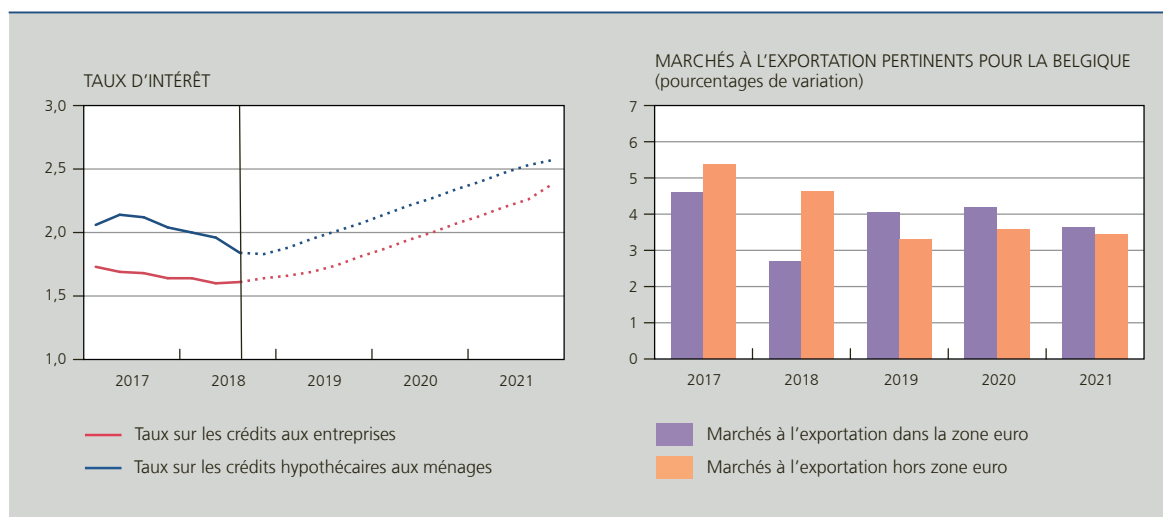
En ce qui concerne les futurs cours du pétrole, il est tenu compte, comme à l'accoutumée, des anticipations des marchés telles qu'elles se reflètent dans les contrats à terme conclus sur les marchés internationaux. Alors qu'il avait enregistré une vive hausse dans le courant de 2018, le cours du pétrole a subitement enregistré une baisse sensible après le début du mois d'octobre. À la mi-novembre 2018, les marchés prévoient que le prix du baril de Brent continuerait de se replier progressivement durant la période de projection.



Les hypothèses relatives aux taux d'intérêt reposent également sur les anticipations des marchés. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois est ainsi stable depuis plus de deux ans, aux alentours de -30 points de base. Il augmenterait cependant très graduellement, pour redevenir positif dans le courant de 2020. Le niveau du taux d'intérêt à long terme sur les obligations publiques belges progresserait, lui aussi, passant de 0,8 % en moyenne en 2018 à 1,6 % en 2021.

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

(pourcentages)



Source : Eurosysteme.

Une évolution haussière comparable est également attendue pour les taux que les banques appliquent sur les crédits d'investissement aux entreprises et sur les crédits hypothécaires aux particuliers. En raison notamment de la politique monétaire extrêmement accommodante de la BCE et de l'abondante liquidité qui en découle, le taux hypothécaire moyen reste actuellement toujours très bas, mais il remonterait à 2,4 % en moyenne en 2021. Le taux d'intérêt moyen des crédits aux entreprises, plus proche du segment à court terme, se redresserait lui aussi graduellement durant la période de projection : en 2021, il s'établirait en moyenne à 2,2 %, soit un niveau supérieur d'environ 0,6 point de pourcentage au niveau moyen de 2018.

Comme indiqué au chapitre 1, la croissance du commerce mondial a été mise sous pression au cours de cette année, après les bonnes performances de 2017. La croissance des marchés à l'exportation de la Belgique afficherait dès lors un ralentissement marqué en 2018 en comparaison des projections de printemps. Néanmoins, les hypothèses communes prévoient une légère reprise de ces marchés à l'exportation des entreprises exportatrices belges au cours des prochains trimestres, après quoi, comme dans les prévisions de printemps, leur croissance s'affaiblirait à nouveau à la fin de la période de projection.

L'évolution des exportations belges est déterminée non seulement par la croissance de ces marchés de débouchés, mais aussi par le développement des parts de marché, et donc par la compétitivité de la Belgique. Parmi les aspects de la compétitivité liés aux coûts, les évolutions 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 traduit par une hausse des prix relativement limitée chez les concurrents à l'exportation établis en dehors de la zone euro. Les années suivantes, avec un cours de change estimé constant, le raffermissement de l'inflation, dans la zone euro mais aussi ailleurs, exercerait à nouveau une pression légèrement accrue sur les prix des concurrents des exportateurs belges.

HYPOTHÈSES DES PROJECTIONS DE L'EUROSYSTÈME

(pourcentages, sauf mention contraire)

	2018	2019	2020	2021
		(moyennes annuelles)		
Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis	1,18	1,14	1,14	1,14
Cours du pétrole (dollars des États-Unis par baril)	71,8	67,5	66,8	65,9
Taux des dépôts interbancaires en euros à trois mois	-0,3	-0,3	0,0	0,3
Taux sur les obligations à dix ans de l'État belge	0,8	1,0	1,3	1,6
Taux sur les crédits aux entreprises	1,6	1,7	1,9	2,2
Taux sur les crédits hypothécaires aux ménages	1,9	1,9	2,2	2,4
		(pourcentages de variation)		
Marchés à l'exportation pertinents pour la Belgique	3,5	3,7	3,9	3,5
Prix des concurrents à l'exportation	0,4	2,9	2,1	2,0

Source: Eurosystem.

Globalement, l'ajustement des hypothèses par rapport à celles des dernières projections de printemps a, par solde, une incidence relativement neutre sur les prévisions de croissance à moyen terme de la Belgique. Bien que la croissance des marchés à l'exportation pertinents de la Belgique ait clairement été révisée à la baisse depuis les projections de printemps, les révisions les plus importantes concernent les derniers trimestres, pour lesquels l'ICN a déjà publié des estimations du PIB.

1.2 Estimations pour la zone euro

Les estimations de croissance actuelles établies par l'Eurosysteme pour la zone euro continuent de faire état, à l'instar des projections précédentes de la BCE, d'un ralentissement progressif de la croissance au cours des prochaines années. Après le nouveau repli inattendu observé au troisième trimestre de cette année, qui serait partiellement imputable à des interruptions temporaires de la production dans l'industrie automobile, essentiellement allemande, l'activité dans la zone euro se redresserait néanmoins quelque peu au dernier trimestre et la croissance annuelle pour 2018 s'établirait à 1,9%. Le rythme de croissance diminuerait ensuite pour revenir à 1,5% en 2021. Cette décélération s'explique notamment par les contraintes grandissantes qui s'exercent sur l'offre sur les marchés européens du travail, par une modeste reconstitution des réserves d'épargne et par le caractère un peu moins favorable de l'environnement financier à la suite de la hausse du niveau des taux, mais également par l'érosion de l'incidence des mesures de relance budgétaire qui devraient soutenir la croissance dans certains pays en 2019. La croissance dans la zone euro serait par ailleurs soutenue quasi exclusivement par la demande intérieure et, resterait, en dépit de son ralentissement, toujours supérieure à son niveau potentiel sur l'ensemble de la période de projection.

L'inflation s'est vivement accélérée au second semestre de 2018, atteignant plus de 2%, en raison essentiellement de la hausse des prix énergétiques. La nette baisse de ces derniers fera toutefois légèrement reculer l'inflation l'année prochaine, mais la pression des coûts intérieurs gonflera peu à peu l'inflation sous-jacente durant la période de projection. Les salaires nominaux s'accéléraient en effet nettement, sur fond de tensions toujours plus vives sur le marché du travail et, durant la période comprise entre 2019 et 2021, augmenteraient en moyenne de près de 2,5% par an. La hausse des coûts salariaux se répercuterait graduellement sur les prix et l'inflation passerait dès lors à nouveau à 1,8% vers la fin de la période de projection.

Si la croissance récente de l'emploi s'est avérée très vigoureuse, elle devrait cependant s'essouffler durant la période de projection en raison du ralentissement de l'activité, de la hausse des coûts salariaux et de la pénurie grandissante de main-d'œuvre qualifiée. Néanmoins, la productivité du travail s'accroîtrait assez nettement sur l'ensemble de la période de projection au même titre que la population active qui continuerait, elle aussi, d'augmenter, fût-ce à un rythme plus modéré. Dans ce contexte, l'incidence du vieillissement serait freinée par une participation plus élevée au marché du travail, notamment de la part de travailleurs plus âgés, mais aussi par la poursuite de l'immigration nette et par l'intégration croissante des migrants sur le marché du travail. Cependant, le taux de chômage poursuivrait son repli, retombant à 7,1 % en 2021. Cela correspondrait encore à quelque 12,3 millions de chômeurs, soit un niveau à peu près comparable à celui observé avant la grande récession.

Le déficit budgétaire moyen de la zone euro diminuerait encore en 2018, en raison notamment du nouveau recul des charges d'intérêts, pour revenir à 0,5 % du PIB. Ce déficit remonterait toutefois quelque peu l'année prochaine, essentiellement à la suite de l'assouplissement de la politique budgétaire, sous la forme de réductions de charges ou de dépenses supplémentaires, dans certains pays affichant des excédents budgétaires, comme l'Allemagne et les Pays-Bas, mais aussi en Italie. Le déficit se résorberait ensuite à nouveau progressivement pour quasiment retrouver son niveau de 2018. La baisse du ratio de la dette publique se poursuivrait, soutenue par la faiblesse des taux d'intérêt: en 2021, le taux d'endettement se serait déjà contracté de près de 13 points de pourcentage par rapport au sommet atteint en 2014.

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

	2017	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e
PIB en volume	2,5	1,9	1,7	1,7	1,5
Dépenses de consommation finale des ménages et des ISBL ..	1,7	1,4	1,7	1,6	1,4
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	1,2	1,1	1,6	1,4	1,4
Formation brute de capital fixe	2,9	3,5	3,3	2,6	2,1
Exportations de biens et de services	5,5	2,8	3,5	3,8	3,4
Importations de biens et de services	4,1	2,7	4,2	4,2	3,6
Inflation (IPCH)	1,5	1,8	1,6	1,7	1,8
Inflation sous-jacente ⁽¹⁾	1,0	1,0	1,4	1,6	1,8
Emploi intérieur	1,6	1,4	0,9	0,8	0,6
Taux de chômage ⁽²⁾	9,1	8,2	7,8	7,5	7,1
Besoin (-) ou capacité de financement des administrations publiques ⁽³⁾	-1,0	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6

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.

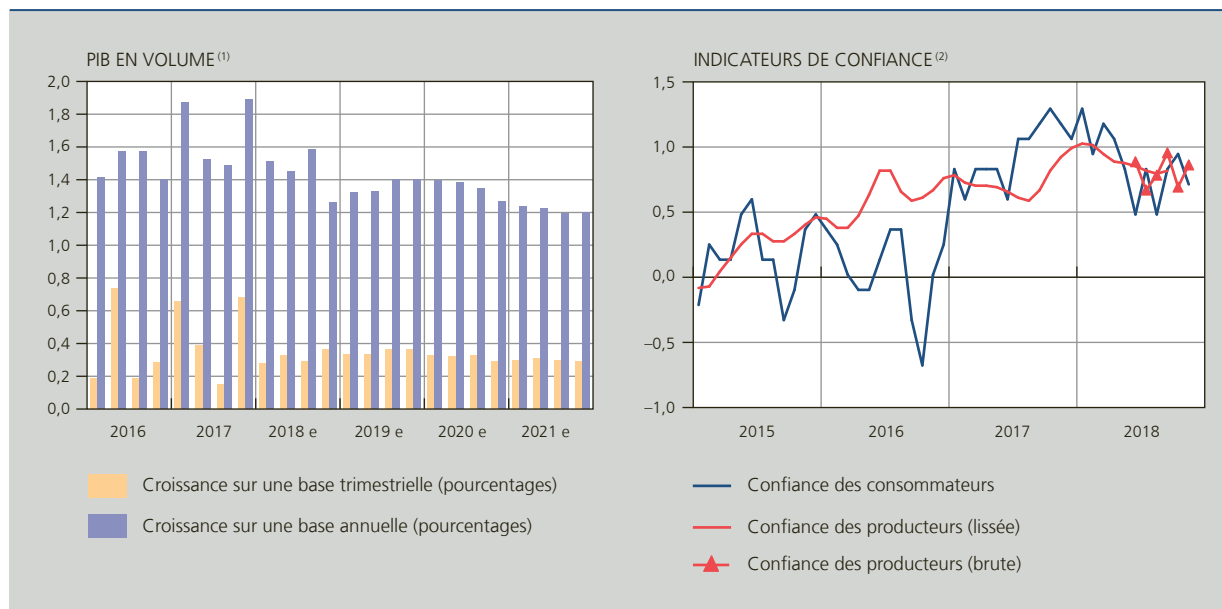
2. Activité et demande

Au cours des neuf premiers mois de 2018, le rythme d'accroissement de l'économie belge s'est établi à 0,3 % en moyenne sur une base trimestrielle, soit un niveau globalement conforme aux projections de printemps. Au niveau des dépenses, cette croissance a été largement soutenue par les exportations nettes. S'agissant de l'optique production, c'est surtout l'accélération de l'activité dans les services qui a contribué à la croissance, tandis que la valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière est demeurée pratiquement inchangée.

Le rythme de croissance trimestriel moyen de 0,3 % est toutefois nettement inférieur à celui enregistré en 2017, ce qui est également le cas dans d'autres pays de la zone euro. Ce repli suit l'évolution des indicateurs de confiance

qui se sont affaiblis depuis le début de l'année. Malgré cette dégradation, tant la confiance des producteurs que celle des consommateurs belges se maintiennent à un niveau élevé et supérieur à leur moyenne de long terme. Ces derniers mois, elles semblent du reste légèrement plus robustes que certains indicateurs de la zone euro dans son ensemble. Les modèles de prévision immédiate (*nowcasting*) utilisés par la Banque font dès lors état, pour le dernier trimestre, d'une croissance relativement stable, qui progresserait légèrement pour s'établir juste en dessous de 0,4 %.

GRAPHIQUE 2 PIB ET INDICATEURS DE CONFIANCE



Sources: ICN, BNB.

(1) Données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier.

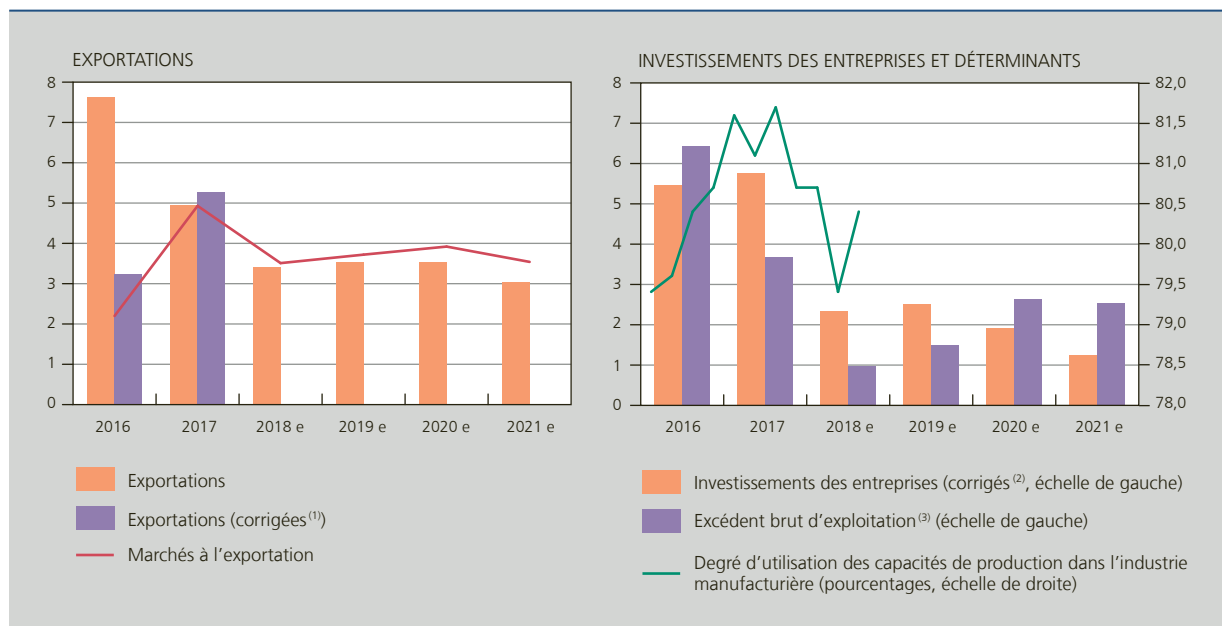
(2) Données normalisées, sur la base de la moyenne de long terme et de l'écart type.

Durant la suite de la période de projection, la croissance fluctuerait également aux alentours de 0,3 à 0,4 % sur une base trimestrielle. Comme établi lors des projections précédentes, la croissance annuelle de la Belgique devrait dès lors ralentir quelque peu pour s'établir à 1,2 % en 2021. Cette évolution refléterait une normalisation de l'augmentation des investissements des entreprises et un ralentissement de la hausse des exportations. De plus, la croissance économique serait également davantage freinée, notamment à la fin de la période de projection, par des contraintes d'offre, en particulier sur certains segments géographiques ou fonctionnels du marché du travail.

Sur l'ensemble de la période de projection, la croissance de l'activité serait essentiellement soutenue par la demande intérieure. De fait, si sur une base annuelle, la contribution à la croissance des exportations nettes se maintiendrait en territoire positif en 2018, principalement en raison de résultats étonnamment bons enregistrés au cours des trois premiers trimestres de l'année, du moins en comparaison de ceux observés pour la zone euro dans son ensemble, la croissance des exportations s'essoufflerait toutefois progressivement vers la fin de la période de projection. Tandis que l'expansion des marchés à l'exportation de la Belgique resterait plus stable, les pertes de parts de marché pour les entreprises exportatrices belges s'accroîtraient peu à peu. En effet, alors que ces parts de marché sont, en moyenne, demeurées globalement inchangées durant la période comprise entre 2014 et 2017, grâce, entre autres, à la vive amélioration de la compétitivité-coût, celle-ci a cependant cessé son évolution positive par rapport à d'autres pays, en raison d'une pression des coûts salariaux d'origine intérieure repartie à la hausse, si bien que les parts de marché se contracteraient de plus de 1 % au cours de la période allant de 2019 à 2021. Dans la mesure où le ralentissement des importations serait légèrement plus faible, la contribution à la croissance des exportations nettes deviendrait dès lors quelque peu négative. En outre, 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.

GRAPHIQUE 3 EXPORTATIONS ET INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES

(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 firme 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 n'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.

(2) Corrigés afin de tenir compte d'importantes transactions de biens d'investissement spécifiques avec l'étranger.

(3) En termes nominaux.

La demande intérieure ralentirait toutefois également quelque peu au cours de la période de projection. Il s'agirait là de la résultante de deux forces opposées. Tandis que la part de la consommation privée augmenterait à la faveur de la hausse des revenus, les investissements, quant à eux, ralentiraient nettement. Abstraction faite du biais induit par certains achats spécifiques de biens d'investissement à l'étranger, l'expansion des investissements des entreprises a en effet été particulièrement vive tant en 2016 qu'en 2017, dépassant les 5 % en volume au cours de chacune de ces deux années. Ce rythme d'accroissement est néanmoins considéré comme intenable, ce que semblent par ailleurs confirmer les données trimestrielles provisoires de 2018. Ainsi, les projections d'automne tablent sur une croissance plus modérée des investissements des entreprises, conformément à l'évolution attendue des déterminants sous-jacents de l'investissement, à savoir un ralentissement de la demande finale, un redressement possible des taux d'intérêt et une augmentation des coûts qui ne serait que très partiellement répercutée dans les prix (de vente), comprimant ainsi les marges bénéficiaires des entreprises, comme expliqué dans la quatrième section.

L'autre catégorie des investissements privés, à savoir ceux que réalisent les ménages sous la forme de constructions neuves ou de projets de rénovation a, à l'inverse, enregistré une croissance relativement limitée ces dernières années. Après la chute enregistrée depuis la grande récession, leur niveau demeure pour le reste sensiblement inférieur au pic observé il y a plus de dix ans. Les prévisions actuelles font néanmoins état d'une nouvelle hausse relativement restreinte des investissements en logements, qui progresseraient en moyenne de 0,4 % sur une base trimestrielle au cours de l'horizon de projection. Certes, le relèvement attendu des taux d'intérêt pénaliserait également ces investissements, mais cet effet serait encore partiellement compensé par l'augmentation des revenus des ménages.

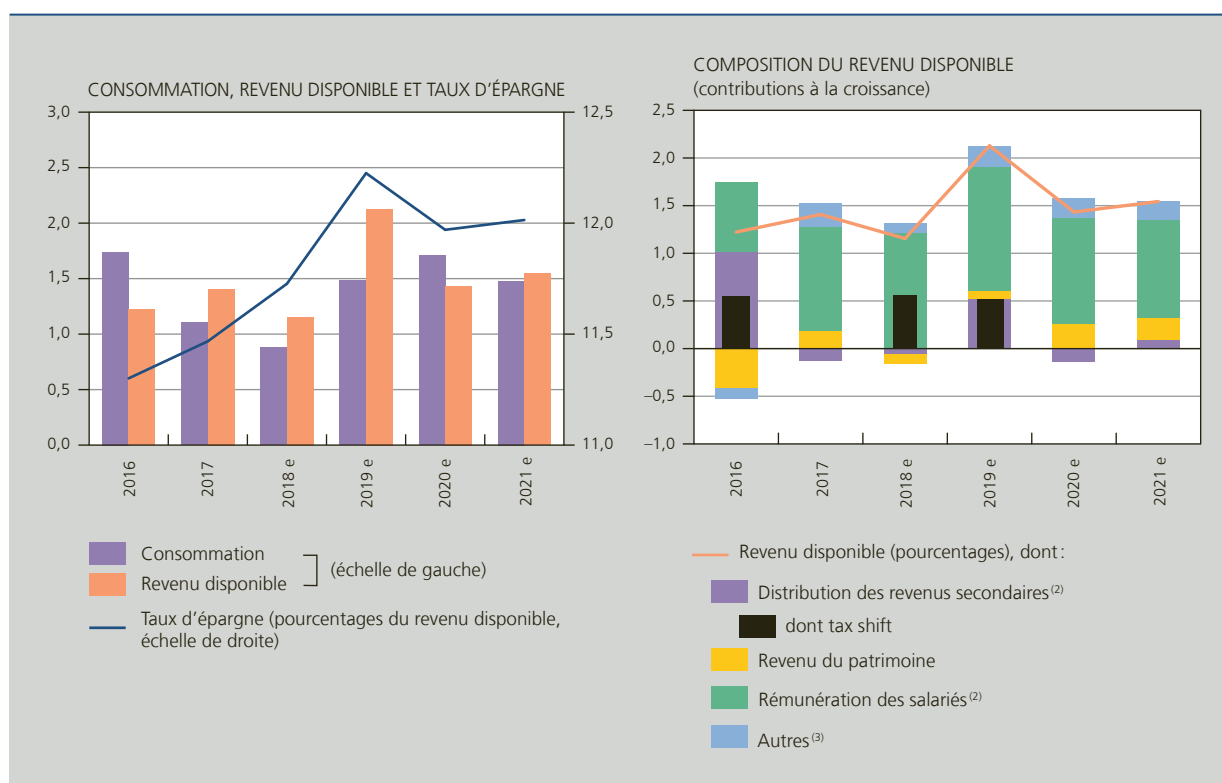
En ce qui concerne ces derniers, ceux-ci proviennent en majeure partie du travail. Grâce à la croissance de l'emploi, qui, bien qu'elle ralentirait tout en demeurant encore robuste pendant un certain temps, et, surtout, à la hausse des salaires réels, les revenus de ce dernier augmenteraient au cours des prochaines années. En outre, le pouvoir d'achat des ménages bénéficierait également de la nouvelle réduction d'impôts prévue en 2019 dans le cadre du tax shift. De même, au cours de la période de projection, les revenus du patrimoine recommenceraient eux aussi

peu à peu à participer positivement à l'accroissement des revenus privés, principalement en raison de la remontée des taux d'intérêt.

L'augmentation du pouvoir d'achat des particuliers, cumulé sur les trois prochaines années, dépasserait les 5%. Compte tenu de la croissance démographique attendue, cela correspondrait à une hausse de 3,6% par personne. L'évolution des revenus, en particulier les revenus du travail, joue par ailleurs un rôle déterminant dans le comportement de consommation des ménages. De fait, la consommation privée continuerait de se redresser de manière soutenue au cours de la période de projection, affichant une augmentation moyenne de 0,4% sur une base trimestrielle. Toutefois, comme à l'accoutumée, les ménages n'adaptent leurs dépenses que progressivement à la hausse plus sensible de leurs revenus, de sorte que la croissance annuelle de la consommation accuserait un léger retard sur celle des revenus, leur permettant d'épargner davantage. Ce phénomène devrait clairement s'observer en 2019, les revenus des ménages étant temporairement soutenus non seulement par le tax shift, mais également par un effet d'indexation marqué, et le taux d'épargne se rétablissant assez fortement. La remontée de ce taux en 2021 s'expliquerait aussi par l'augmentation limitée des revenus du patrimoine dans le revenu disponible. En effet, ces revenus tendent à être relativement plus épargnés.

GRAPHIQUE 4 CONSOMMATION ET REVENU DISPONIBLE ⁽¹⁾ DES PARTICULIERS

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



Sources: ICN, BNB.

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

(2) À l'exclusion des cotisations sociales à la charge des employeurs.

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

Enfin, s'agissant des dépenses publiques, la croissance de la consommation publique resterait relativement modérée tout au long de la période de projection. En revanche, les investissements publics suivraient, comme d'habitude, le profil du cycle électoral: après la forte accélération observée en 2018, les investissements locaux se replieraient nettement en 2019. Pour 2020, et principalement pour 2021, il a été tenu compte de dépenses plus conséquentes consacrées à plusieurs grands projets d'investissements publics, par exemple dans le cadre de la liaison Oosterweel.

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)

	2017	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e
Dépense de consommation finale des ménages et des ISBL	1,1	0,9	1,5	1,7	1,5
Dépense de consommation finale des administrations publiques	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0
Formation brute de capital fixe	1,8	1,8	2,3	1,7	1,7
des administrations publiques	2,1	5,7	-2,1	0,5	5,7
en logements	0,0	0,5	1,7	1,6	1,3
des entreprises	2,3	1,6	3,2	1,9	1,2
<i>p.m. Dépenses intérieures, hors variation des stocks⁽¹⁾</i>	<i>1,1</i>	<i>1,1</i>	<i>1,5</i>	<i>1,5</i>	<i>1,4</i>
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,0
Exportations nettes de biens et de services ⁽¹⁾	0,6	0,8	0,0	-0,2	-0,2
Exportations de biens et de services	5,0	3,4	3,5	3,5	3,0
Importations de biens et de services	4,3	2,5	3,5	3,7	3,2
Produit intérieur brut	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2

Sources: ICN, BNB.

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

3. Marché du travail

Ces dernières années, la croissance en Belgique a affiché une intensité en main-d'œuvre très élevée, mais, durant la période de projection, la progression de l'activité serait graduellement davantage soutenue par des accroissements de la productivité. L'année 2018 devrait encore être caractérisée par une forte création d'emplois, fût-elle de moindre ampleur que les deux années précédentes. Après les vives hausses enregistrées en 2016 et en 2017, le nombre de personnes occupées devrait encore progresser de 58 000 unités cette année. La dynamique de l'emploi devrait s'affaiblir sur la période de projection. De 2018 à 2021, 153 000 postes seraient créés.

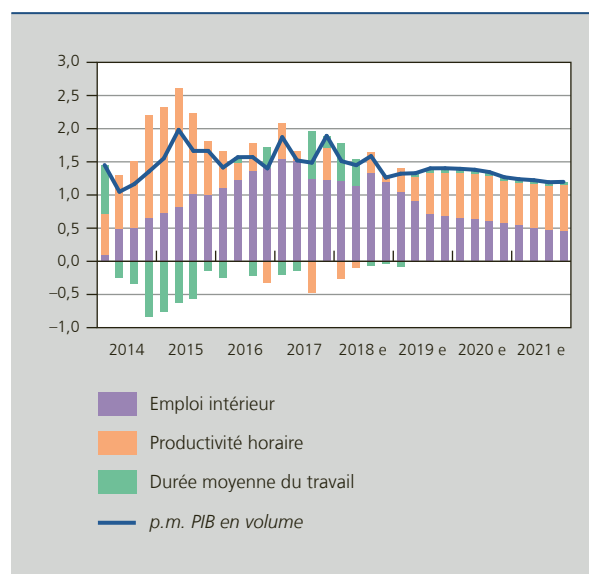
Cette évolution fait écho au ralentissement attendu de la croissance de l'activité, puisque cette dernière diminuerait pour s'établir à 1,2 % en 2020. La réduction graduelle de l'impact des politiques mises en place ces dernières années pour stimuler les créations nettes d'emplois, notamment la modération des coûts salariaux, devrait également peser. En outre, à ce stade du cycle, après des années de fortes créations d'emplois concomitantes avec un net repli du chômage, des carences au niveau de l'offre de main-d'œuvre pour certaines occupations et sur certains segments du marché du travail freinent l'expansion de l'emploi.

Cette situation contribue également à exercer une pression haussière sur le temps de travail moyen. Après avoir reculé jusqu'en 2016 malgré la reprise économique, la durée moyenne des prestations devrait à nouveau présenter un profil légèrement ascendant.

Pour la quatrième année consécutive, la majorité des emplois ont été créés dans les branches sensibles à la conjoncture en 2018. Seules les activités financières et d'assurance continuent d'enregistrer une baisse de leurs effectifs. Les secteurs les plus contributeurs sont les services aux entreprises, ainsi que les branches du commerce, des transports et de l'horeca. La place du secteur marchand dans ces créations nettes devrait toutefois s'affaiblir au cours de la période de projection. Au sein même de l'emploi, la croissance du nombre de salariés ralentirait plus rapidement que celle des indépendants. Cela tient principalement au recul précité de l'incidence de la modération des coûts salariaux, qui a largement porté la croissance de l'emploi salarié. En outre, l'intérêt confirmé pour le statut d'indépendant est notamment soutenu par les améliorations apportées à ce régime social et par les possibilités offertes aux retraités de combiner pension et activité professionnelle sous ce régime.

GRAPHIQUE 5 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.

TABLEAU 4 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

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

	2014	2015	2016	2017	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e
Population totale	55	59	57	54	54	56	60	59
Population en âge de travailler ⁽¹⁾	9	16	16	12	9	7	6	5
Population active	33	21	33	37	29	30	20	15
Emploi intérieur	19	40	59	65	58	40	30	24
Salariés	14	30	46	52	48	32	23	17
Branches sensibles à la conjoncture ⁽²⁾	0	18	29	38	35	20	11	5
Administration publique et enseignement	7	3	3	2	1	1	2	2
Autres services ⁽³⁾	7	9	14	13	12	12	10	10
Indépendants	6	10	13	12	10	8	8	7
Demandeurs d'emploi inoccupés	14	-19	-26	-28	-29	-10	-11	-10
<i>p.m. Taux de chômage harmonisé^{(4), (5)}</i>	8,6	8,6	7,9	7,1	6,3	6,3	6,3	6,3
<i>Taux d'emploi harmonisé^{(4), (6)}</i>	67,3	67,2	67,7	68,5	69,6	70,1	70,5	70,8

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

(1) Soit la population âgée de 15 à 64 ans.

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

(3) Santé, action sociale, services collectifs sociaux, personnels et domestique.

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

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

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

La progression de la population en âge de travailler s'essouffle à la suite du vieillissement de la population, mais le taux de participation continue de s'accroître sensiblement. Cette situation est liée à des effets de cohorte relatifs à la participation des femmes au marché du travail, mais elle s'explique surtout par les réformes limitant le départ à la retraite anticipé. Globalement, la population active augmenterait plus lentement durant la période de projection. Le taux de chômage harmonisé, qui mesure sur la base d'une enquête la disponibilité effective pour le marché du travail, se replierait cette année à un niveau historiquement bas de 6,3 %, mais il demeurerait ensuite à peu près constant, la croissance de l'emploi évoluant au même rythme que celle de la population active. Étant tombé sous son niveau structurel, le taux de chômage est difficilement compressible à politique inchangée. Le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés se contracte un peu plus que le taux de chômage harmonisé, en raison de la sortie progressive d'une cohorte importante de chômeurs âgés de 63 ans et plus partant à la retraite. Leur sortie du groupe des demandeurs d'emploi inoccupés est toutefois sans effet sur le taux de chômage harmonisé puisque la majorité d'entre eux ne se déclaraient pas à la recherche active d'un emploi lors des enquêtes. En 2021, on dénombrait encore quelque 466 000 demandeurs d'emploi inoccupés, soit environ 30 000 de moins que cette année.

4. Coûts et prix

4.1 Coûts salariaux

Les coûts salariaux, qui s'étaient vivement appréciés l'an passé, devraient modérément poursuivre leur ascension en 2018, en dépit de nouvelles réductions des cotisations sociales. Ce constat trouve surtout son explication dans l'accélération des hausses des salaires conventionnels, certes plus limitées et plus faibles qu'attendu, et dans le modeste renforcement du glissement des salaires.

Après la hausse de 0,2 % accordée en 2017, les augmentations salariales conventionnelles réelles ne dépasseraient pas 0,4 % dans le secteur privé cette année. Sur les deux années de l'accord interprofessionnel 2017-2018, elles resteraient par conséquent nettement en deçà de la norme salariale de 1,1 % négociée par les partenaires sociaux. Ce phénomène de croissance modérée des salaires conventionnels s'observe également dans d'autres pays de la zone euro. Par ailleurs, sous l'effet de la hausse de l'inflation, l'indexation excède toutefois quelque peu le niveau qu'elle affichait en 2017, tandis que le glissement des salaires se serait également intensifié. Ce dernier tient en partie à des facteurs structurels, tels que le ralentissement de la sortie des travailleurs âgés, relativement mieux rémunérés, insufflé par les récentes réformes, mais il peut également résulter de rémunérations plus individualisées des travailleurs dans le contexte des tensions grandissantes sur le marché du travail. Pour les entreprises, la croissance du coût du travail a toutefois été amenuisée par des réductions supplémentaires de cotisations sociales consenties dans le cadre du tax shift. Le coût salarial horaire grimperait ainsi de 1,8 %, soit quasiment un demi-point de pourcentage de plus qu'en 2017. La productivité du travail reculant légèrement, les coûts salariaux par unité produite grimperaient en 2018, pour s'établir à 2 %.

La norme salariale pour la période 2019-2020 ne sera négociée qu'à la fin de l'année en cours. L'hypothèse technique retenue dans le cadre de ces projections reflète les tensions grandissantes sur certains segments du marché du travail, soit un relèvement à 1,3 % des adaptations conventionnelles hors indexation pour cette période de deux ans, avec une croissance un rien plus vive la seconde année eu égard, notamment, aux faits stylisés concernant la mise en œuvre de tels accords. Avec une indexation nettement plus élevée en 2019 sous l'influence, notamment, de la hausse des prix de l'énergie, et d'une modeste accentuation du glissement des salaires sur l'ensemble de l'horizon de projection, la croissance des salaires bruts horaires s'accélérait en 2019 et passerait à 2,9 %, avant de s'amenuiser quelque peu, suivant l'évolution prévue pour l'indexation.

Hormis le dernier paquet de mesures du tax shift qui s'appliquera en 2020 et qui permettra de faire reculer le coût salarial de 0,2 point, à 2,5 %, le profil des coûts salariaux par heure ouvrée est similaire à celui des salaires bruts. Grâce au maigre rétablissement de la croissance de la productivité à partir de 2019, la progression des coûts salariaux par unité produite serait plus faible que celle du coût salarial et s'établirait à 2,5 % en 2019 et à 1,9 % en 2020, pour ensuite légèrement remonter suivant l'évolution des coûts salariaux horaires.

TABLEAU 5 INDICATEURS DE COÛTS ET PRIX

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

	2016	2017	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e
Coûts salariaux dans le secteur privé ⁽¹⁾						
Coûts salariaux par heure ouvrée	-0,1	1,4	1,8	3,0	2,5	2,9
dont: Indexation	0,5	1,6	1,7	2,2	1,6	1,8
Augmentations réelles	0,7	0,1	0,6	0,7	1,0	1,0
Cotisations sociales	-1,5	-0,4	-0,6	0,0	-0,2	0,0
<i>p.m. Coûts salariaux par heure ouvrée selon les comptes nationaux</i> ⁽²⁾	-0,2	1,4	1,7	2,9	2,5	2,9
Productivité du travail ⁽³⁾	-0,2	0,0	-0,2	0,6	0,7	0,7
Coûts salariaux par unité produite	0,1	1,5	2,0	2,5	1,9	2,2
Inflation totale (IPCH)	1,8	2,2	2,4	2,0	1,6	1,8
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽⁴⁾	1,8	1,5	1,3	1,6	1,9	2,0
dont:						
Services	2,2	1,9	1,6	2,0	2,3	2,4
Biens industriels non énergétiques	1,0	0,8	0,9	1,0	1,2	1,3
Produits énergétiques	-0,6	9,9	9,1	3,6	-1,1	0,0
Produits alimentaires	3,1	1,4	2,8	2,4	1,9	1,8
<i>p.m. Inflation selon l'indice national (IPCN)</i>	2,0	2,1	2,1	2,1	1,6	1,8
Indice-santé ⁽⁵⁾	2,1	1,8	1,8	2,1	1,6	1,9

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

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

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

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

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

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

4.2 Prix

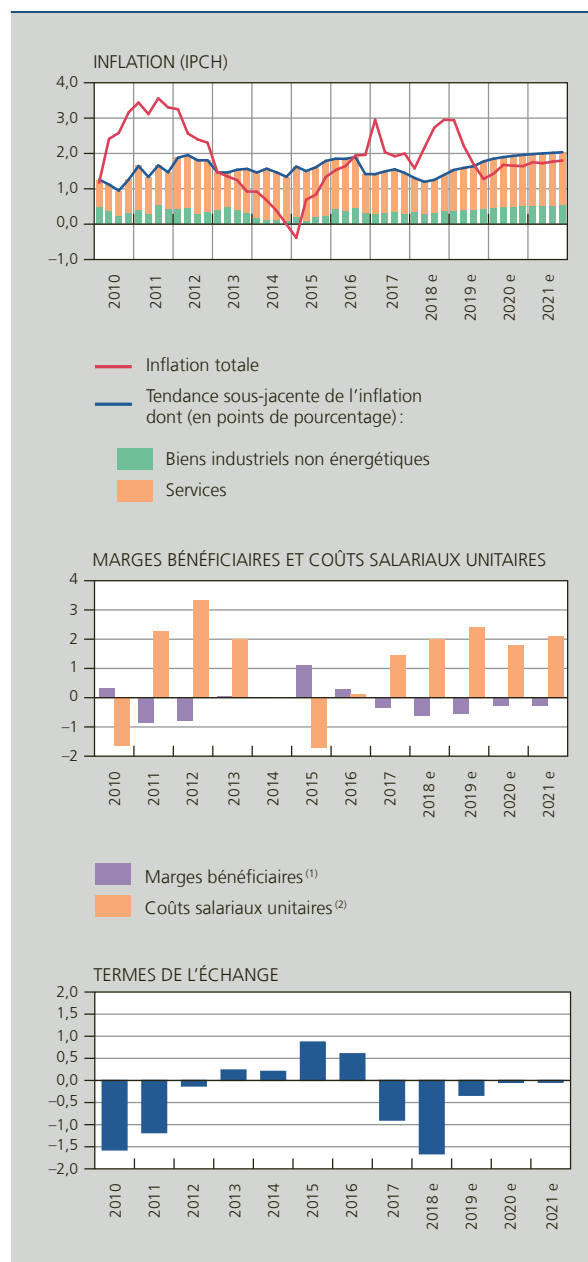
L'accélération de la croissance des coûts salariaux exerce une pression haussière sur la tendance sous-jacente de l'inflation. Cette dernière croîtrait progressivement, pour s'établir à 2 % à la fin de la période de projection. En 2018, elle a ralenti, retombant à 1,3 %, principalement en raison du recul de l'inflation des services à la suite de la moindre progression des prix des services de télécommunications et de l'horeca depuis la fin de 2017, ainsi que de la suppression de la redevance radiotélévision en Région wallonne en janvier dernier. À partir de 2019, la croissance plus soutenue des coûts salariaux tirerait toutefois à nouveau graduellement l'inflation des services vers le haut, cette dernière atteignant 2,4 % à la fin de l'horizon de projection. Le taux d'inflation des biens industriels non énergétiques se redresserait aussi de façon continue, s'élevant à 1,3 % en 2021.

Dans le prolongement des corrélations observées dans le passé, la pression grandissante exercée par les coûts d'origine intérieure ne se répercute toutefois que très incomplètement sur les prix finaux. Dès lors, l'élévation de l'inflation sous-jacente demeure plus limitée que celle des coûts salariaux. La pression des coûts est en effet aussi partiellement absorbée par les marges bénéficiaires des entreprises. Celles-ci avaient grimpé ces derniers temps, à la faveur de la répercussion incomplète de la baisse des coûts salariaux, mais, d'après les prévisions, elles devraient continuer de refluer sur l'ensemble de la période de projection pour ressortir à un niveau proche de la moyenne observée depuis 2005.

En ce qui concerne les produits dont les prix sont plus volatils, la stabilisation à un niveau élevé de l'inflation énergétique attendue en 2018 masque des évolutions divergentes au sein de ses composantes, avec, en moyenne annuelle, le maintien d'une vive hausse des cours pétroliers – qui entraîne une dégradation des termes de l'échange –, un raffermissement de la croissance des prix du gaz et un net essoufflement de celle des prix de l'électricité en moyenne. Cette dernière s'explique essentiellement par la suppression de la taxe sur la consommation d'électricité en Région flamande en janvier 2018. Cependant, en raison des risques de pénurie à la suite de la mise à l'arrêt de la plupart des centrales nucléaires en Belgique, une poussée des prix de l'électricité a été observée dès le mois d'octobre et devrait se poursuivre

GRAPHIQUE 6 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. Il s'agit des coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé.

à la fin de 2018 et, surtout, au début de 2019. Les capacités de fourniture supplémentaire sont incertaines en raison d'obstacles techniques (tels que le retard dans les travaux effectués au niveau des centrales, la limitation de la capacité d'importation et les problèmes de congestion) et d'une demande qui est également forte en hiver dans les pays voisins (réserves restreintes). En 2020, revenant à des niveaux de prix proches de ceux antérieurs à l'automne de 2018, l'électricité contribuerait négativement à l'inflation énergétique. Sur l'horizon de projection, l'évolution de l'inflation énergétique est toutefois principalement influencée par les hypothèses communes de l'Eurosystème, qui supposent une baisse progressive des prix du pétrole.

Les prix des produits alimentaires ont considérablement gonflé en 2018 par rapport à l'année précédente. Ce mouvement s'observe du côté des aliments tant non transformés que transformés. Parmi ces derniers, l'accélération de la croissance des prix des produits laitiers, de l'alcool, du tabac et des boissons sucrées a largement participé au mouvement, avec notamment un alourdissement des accises sur le tabac et le relèvement de la taxe dite «soda» en début d'année. On s'attend à un retour à la «normale» à partir de 2019, les accises n'augmentant plus dans les mêmes proportions. Du côté des aliments non transformés, c'est surtout l'arrêt de la chute des prix des fruits qui explique la progression moyenne de l'inflation. Celle-ci devrait encore grimper en 2019, avant de se tasser sur le reste de l'horizon de prévision.

Globalement, poussée par les produits alimentaires, l'inflation totale devrait se renforcer, passant de 2,2 % en 2017 à 2,4 % en 2018. Elle retomberait significativement en 2019 et en 2020, sous l'effet des mouvements de l'inflation énergétique. L'inflation totale ne progresserait ensuite que légèrement à la fin de l'horizon de projection, pour s'établir à 1,8 %.

L'analyse qui précède a trait à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), lequel permet de comparer l'inflation entre les pays membres de l'UE. L'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation national (IPCN) peut s'en écarter modestement en raison de différences d'ordre méthodologique. C'est sur la base de l'IPCN qu'est calculé l'indice-santé, duquel sont exclus le tabac, les boissons alcoolisées et les carburants. Après que sa croissance se serait stabilisée en 2018, sa progression s'intensifierait en 2019, avant de ralentir à nouveau. Le prochain franchissement de l'indice-pivot aurait lieu en avril 2019.

5. Finances publiques

5.1 Solde de financement

Selon les estimations les plus récentes, les finances publiques clôtureront l'exercice 2018 sur un déficit de 0,8 % du PIB, ce qui représente une légère amélioration au regard de 2017. Dans le contexte macroéconomique décrit ci-avant, le déficit de financement de l'ensemble des administrations publiques progresserait toutefois dans les années à venir.

Tant les recettes que les dépenses primaires devraient s'inscrire en hausse en 2018, tandis que les charges d'intérêts se contracteraient. Le creusement du déficit à partir de 2019 résulterait de l'érosion des recettes, dans la mesure où les dépenses primaires demeureraient pour ainsi dire stables et où les charges d'intérêts continueraient de décliner. Les recettes de l'impôt des sociétés devraient s'amenuiser sous l'effet de la baisse de celles provenant des enrôlements, qui constituent le contrecoup des glissements observés en 2017 et en 2018 sur la voie d'une augmentation des versements anticipés. Par ailleurs, la pression fiscale sur le travail est encore allégée dans le cadre du tax shift, qui vise à améliorer la compétitivité des entreprises et à favoriser l'emploi et dont la phase ultime sera mise en œuvre en 2020.

Les déficits se manifesteraient principalement au niveau du pouvoir fédéral, mais le sous-secteur des communautés et des régions accuserait lui aussi encore un déficit, fût-il de moindre ampleur, au cours de la période couverte par les projections. Les comptes de la sécurité sociale et des pouvoirs locaux, quant à eux, devraient globalement présenter un équilibre. La révision à la baisse du facteur dit d'autonomie intervenant dans la définition des additionnels régionaux à l'impôt des personnes physiques occasionne en 2018 une correction unique de l'excédent d'impôts qui avait été versé aux régions depuis 2015 et qui exerce concomitamment une incidence négative sur les soldes budgétaires des communautés et des régions et une incidence positive sur celui du pouvoir fédéral.

Les projections reposent, comme à l'accoutumée, sur l'hypothèse d'une politique inchangée. Il n'est par conséquent tenu compte que des mesures budgétaires déjà annoncées et suffisamment précisées.

TABLEAU 6 COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

	2017	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e
Ensemble des administrations publiques					
Recettes	51,3	51,6	50,7	50,5	50,5
Dépenses primaires	49,7	50,1	50,1	50,1	50,5
Solde primaire	1,6	1,5	0,6	0,4	0,0
Charges d'intérêts	2,5	2,3	2,1	2,0	2,0
Besoin (–) ou capacité de financement	–0,9	–0,8	–1,6	–1,7	–2,0
Solde de financement par sous-secteur					
Pouvoir fédéral ⁽¹⁾	–1,2	–0,3	–1,4	–1,5	–1,7
Sécurité sociale	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Communautés et régions ⁽¹⁾	0,0	–0,5	–0,2	–0,2	–0,2
Pouvoirs locaux	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0

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.

5.2 Recettes

En 2018, les recettes des administrations publiques s'accroîtraient de 0,3 point de pourcentage du PIB, avant de se contracter en 2019 et en 2020 de, respectivement, 0,9 et 0,2 point de pourcentage du PIB. En 2021, elles devraient demeurer stables.

La progression des recettes des administrations publiques en 2018 est attribuable à la hausse des revenus provenant de l'impôt des sociétés à la faveur de l'accroissement des versements anticipés, tandis qu'une forte augmentation avait déjà été enregistrée en 2017. L'explication à cela réside dans le nouveau relèvement du taux de base de la majoration d'impôt appliquée en cas de versements anticipés insuffisants, qui s'élèvera à 6,75 % à compter de l'année de revenus 2018. Il est par conséquent rationnel pour les entreprises d'intensifier leurs versements anticipés. Il en résulte un gonflement temporaire des recettes en 2017 et en 2018 puisque la perception par voie de rôles se contractera dans les prochaines années. Voilà pourquoi un net repli des revenus issus de l'impôt des sociétés est attendue en 2019. En dépit de ce recul, ces recettes devraient toujours afficher le niveau le plus élevé observé depuis la crise économique et financière.

S'agissant des recettes de l'impôt des sociétés, l'estimation diverge de l'hypothèse retenue par le pouvoir fédéral pour l'établissement du budget de 2019 selon laquelle la forte élévation des versements anticipés en 2017 et en 2018 tient pour moitié à un alourdissement structurel de l'impôt des sociétés, si bien que ces recettes se maintiendraient globalement en 2019 au même niveau qu'en 2018. C'est d'ailleurs aussi ce que postulent les estimations de la CE. Ce facteur explique en grande partie l'écart entre les estimations de la Banque et l'objectif d'un déficit de 1 % du PIB avancé dans le cadre du budget de 2019.

Qui plus est, comme indiqué précédemment, les mesures adoptées dans le cadre du tax shift induisent un nouvel affaiblissement de la pression fiscale sur les revenus du travail. En 2018 et en 2019, c'est surtout l'impôt des personnes physiques qui accuserait un repli, tandis que, en 2020, les cotisations sociales s'inscriraient elles aussi en baisse. La contraction des recettes de l'impôt des personnes physiques et des cotisations sociales demeurerait toutefois relativement limitée en raison de la forte intensité en emplois de la croissance de l'activité et de la vive progression de l'emploi.

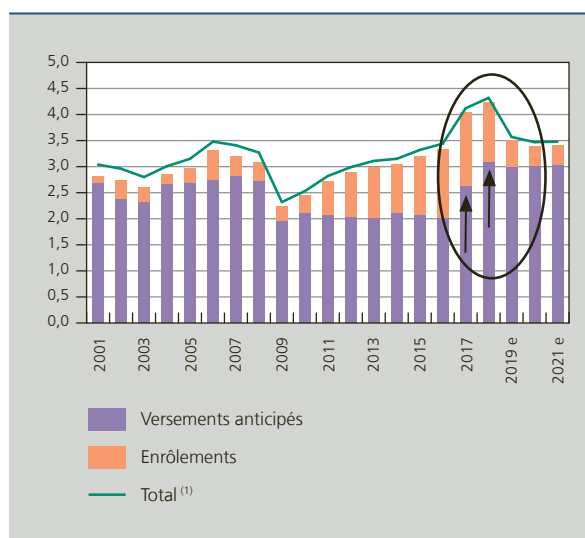
Enfin, les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine devraient s'accroître en 2018, sous l'effet de l'instauration de la taxe sur les comptes-titres et d'un relèvement des taux appliqués aux opérations de bourse, alors qu'ils seraient entraînés à la baisse en 2019, suite aux mesures prises dans le cadre de l'activation de l'épargne.

TABLEAU 7 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

	2017	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e
Recettes fiscales et parafiscales	44,3	44,5	43,6	43,5	43,7
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	24,9	24,9	24,8	24,9	25,0
Impôt des personnes physiques	11,1	11,1	10,9	10,9	11,1
Cotisations sociales	13,9	13,9	13,9	13,9	14,0
Impôts sur les bénéfices des sociétés	4,1	4,3	3,6	3,5	3,5
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine	4,1	4,1	4,1	4,0	4,0
Impôts sur les biens et sur les services	11,1	11,2	11,2	11,1	11,1
dont:					
TVA	6,8	6,8	6,8	6,9	6,9
Accises	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1
Recettes non fiscales et non parafiscales	7,0	7,1	7,0	7,0	6,9
Recettes totales	51,3	51,6	50,7	50,5	50,5

Sources: ICN, BNB.

GRAPHIQUE 7 RECETTES DE L'IMPÔT DES SOCIÉTÉS
(pourcentages du PIB)



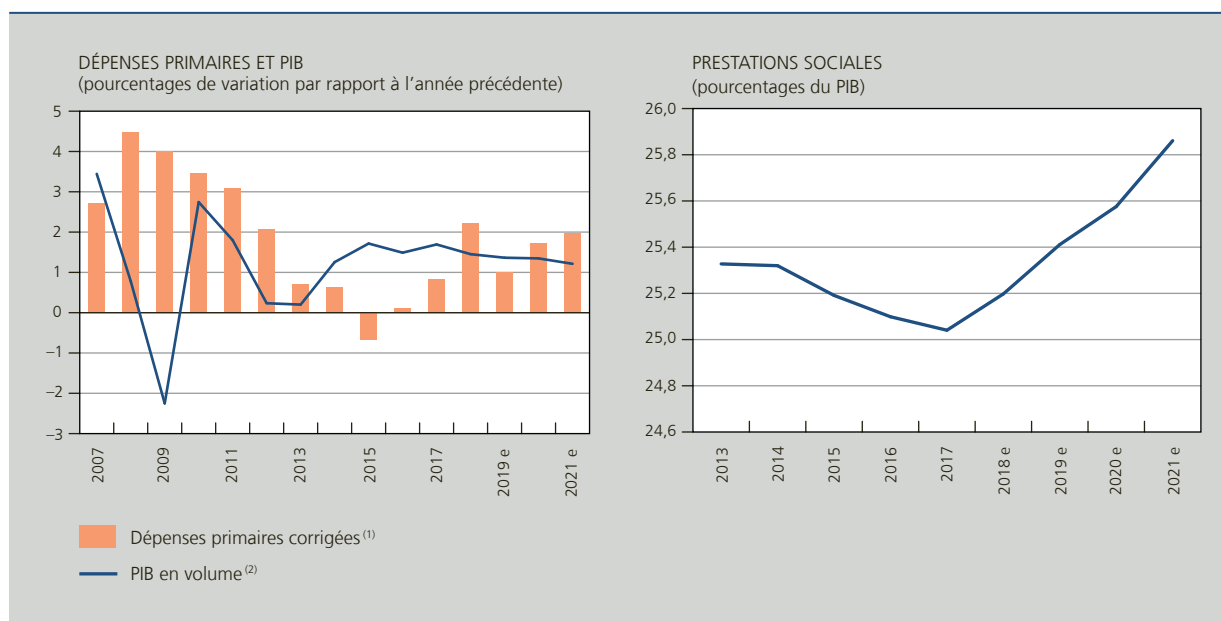
Sources: ICN, BNB.

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

5.3 Dépenses primaires

La trajectoire baissière des dépenses primaires rapportées au PIB devrait s'interrompre en 2018. Le ratio des dépenses s'établirait ainsi à 50,1 % du PIB pour l'année en cours. Les dépenses continueraient ensuite d'augmenter, pour atteindre 50,5 % du PIB en 2021.

GRAPHIQUE 8 ÉVOLUTION DES DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES



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.

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 effective, les dépenses primaires réelles grimperaient de 2,2 % en 2018, soit un taux de progression qui, contrairement aux années précédentes, excéderait la croissance du PIB en volume. Ce dépassement serait notamment imputable aux investissements publics, lesquels auraient été dopés par la perspective des élections communales et provinciales d'octobre.

Pour 2019, les budgets annoncés par le pouvoir fédéral et les entités fédérées laissent entrevoir une hausse maîtrisée des dépenses. À politique budgétaire inchangée, l'évolution structurelle des dépenses publiques serait de nouveau supérieure à celle du PIB réel en 2020 et en 2021.

Cette évolution s'expliquerait notamment par la dérive des prestations sociales affectées par le vieillissement démographique. L'augmentation naturelle des budgets alloués aux pensions et, dans une moindre mesure, aux soins de santé, devrait peser lourdement sur les finances publiques, a fortiori compte tenu des adaptations au bien-être. Ces dernières années, la pression démographique exercée sur les dépenses de la sécurité sociale a pu être neutralisée, en particulier par la stricte maîtrise budgétaire des soins de santé, par le saut d'index opéré en 2015 ainsi que par la baisse du chômage.

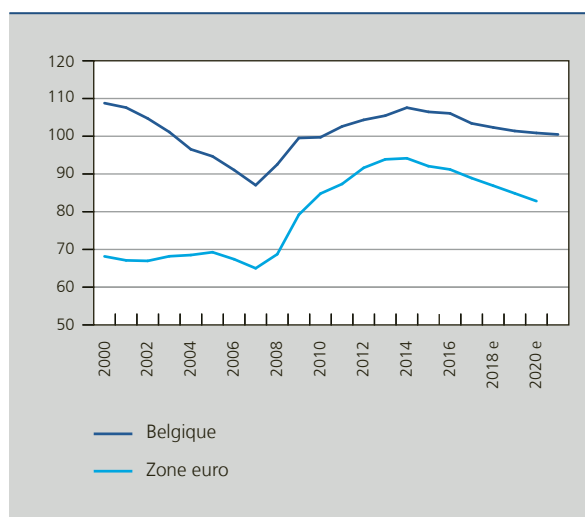
5.4 Endettement

Exprimée en pourcentage du PIB, la modeste réduction de la dette attendue au cours de la période de projection devrait ralentir progressivement vers la fin de celle-ci.

En 2018, le taux d'endettement s'établirait à 102,3% du PIB, ce qui représente un repli de 1,1 point de pourcentage par rapport à l'année précédente. Le recul du taux d'endettement se poursuivrait ensuite, mais à un rythme nettement moindre. Il ressortirait à 100,5% du PIB en 2021. En effet, l'impact favorable du solde primaire s'éroderait graduellement au cours de la période, le surplus observé en 2018 diminuant significativement en 2019 et en 2020, avant de disparaître en 2021.

Ces évolutions contrastent avec celles projetées par la CE pour la zone euro, où le taux d'endettement se contracterait plus nettement, affichant un écart croissant par rapport aux finances publiques belges.

GRAPHIQUE 9 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

6. Différences par rapport au précédent exercice de projection

Bien que la croissance du PIB, notamment à partir de l'année prochaine, ait une nouvelle fois été quelque peu révisée à la baisse, les grandes lignes liées au contexte économique des prévisions demeurent globalement inchangées par rapport à celles établies en juin. Des révisions légèrement plus importantes ont toutefois été opérées aux niveaux des prix et du marché du travail.

Les prévisions à très court terme sont de fait restées relativement stables. D'après les derniers chiffres disponibles, l'activité économique a progressé conformément aux attentes au deuxième trimestre de cette année, avant de s'avérer légèrement plus faible qu'initialement prévu, et que ne l'envisageaient les premières estimations de l'ICN, au troisième trimestre. Sur la base, entre autres, des modèles à court terme de la Banque, et de certains indicateurs avancés faisant état d'une certaine résilience de l'économie belge, la prévision de croissance pour le dernier trimestre n'a par ailleurs pas été modifiée, si bien que la croissance annuelle en 2018 s'établirait à peine en deçà du niveau des projections de printemps, à savoir à 1,5% en chiffres arrondis. Cette dynamique de croissance quelque peu modifiée en 2018, ainsi que les prévisions révisées relatives à la croissance des marchés à l'exportation de la Belgique, ont cependant joué un rôle dans le léger ajustement de la croissance en 2019.

L'évolution de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a quant à elle été revue à la hausse tant pour cette année que pour l'année prochaine. Cet ajustement est essentiellement imputable aux prix de l'énergie, qui sont généralement une cause majeure de la volatilité de l'inflation IPCH. Cela concerne en particulier les cours du pétrole sur les marchés internationaux, qui se sont renforcés plus vigoureusement que prévu jusqu'à l'automne, mais aussi de facteurs intérieurs spécifiques qui exercent une incidence haussière sur les prix de l'électricité. À partir du printemps de 2019, l'écart par rapport à l'estimation de juin se contracterait cependant considérablement, en raison de la modération attendue des cours pétroliers. Compte tenu des observations récentes plus défavorables et de la répercussion progressive, quoique partielle, sur les prix de coûts salariaux légèrement plus élevés qu'envisagé précédemment dans le cadre de cet exercice, l'augmentation sous-jacente des prix sur l'horizon de projection serait toutefois un rien plus importante que celle anticipée dans les prévisions de printemps.

Les coûts salariaux estimés par unité produite ont de fait été ajustés à la hausse, surtout en 2019, et ce même si l'évolution des indicateurs pertinents montre que les augmentations salariales conventionnelles seraient à nouveau, à court terme, moins élevées que prévu, et qu'elles se maintiendraient, plus précisément, sous la marge disponible de 1,1 % issue de la norme salariale pour la période 2017-2018. Dans ce contexte, les hypothèses techniques relatives aux adaptations salariales conventionnelles ont également fait l'objet d'une correction pour les prochaines années par rapport aux estimations de juin. En revanche, l'estimation de la dérive salariale a été légèrement revue à la hausse, et la trajectoire de l'inflation doperait la croissance des salaires nominaux, particulièrement l'année prochaine, les effets de l'accélération des prix se manifestant avec un décalage au travers de l'effet d'indexation. Les coûts salariaux, calculés par heure ouvrée et considérés sur l'ensemble de la période de projection, ont, dans l'ensemble, été révisés à la baisse d'environ 0,5 point de pourcentage par rapport aux prévisions de printemps. Les coûts salariaux par unité produite ont néanmoins été revus à la hausse car la productivité du travail devrait également s'avérer nettement plus faible qu'attendu, surtout en 2018.

Tandis que les estimations tablent sur une évolution de la croissance économique légèrement moins dynamique qu'initialement prévu en juin au cours des prochaines années, la croissance du volume de travail ou de l'emploi intérieur, en particulier à court terme, serait à nouveau plus vigoureuse. Dès lors, l'augmentation de la productivité du travail serait moindre sur l'ensemble de la période de projection. À cet égard, le nombre estimé d'heures ouvrées par personne est resté quasiment inchangé. L'évaluation plus positive du marché du travail est due en partie aux observations enregistrées durant les trois premiers trimestres de l'année qui font état d'une création d'emplois plus soutenue qu'attendu, mais également à la mise en œuvre d'une correction technique. À compter du présent exercice, la Banque dispose en effet d'informations détaillées en provenance des régions concernant le nombre d'emplois qu'elles ont créés dans le cadre d'un régime de subvention. Il s'est avéré que ce volume était considérablement plus important et, surtout, qu'il progressait plus vivement que ne l'envisageaient encore les hypothèses de juin. Abstraction faite de ce facteur, l'évolution sous-jacente du volume de travail résiduel au sein du secteur privé est toutefois moins dynamique qu'anticipé dans les projections de printemps, et ce conformément à la baisse des attentes relatives à l'activité économique et au constat selon lequel les tensions sur le marché du travail continuent de s'intensifier, comme l'attestent les chiffres publiés au niveau des offres d'emploi et du chômage. Sur la base des dernières observations, les données relatives au taux de chômage harmonisé se sont par ailleurs une nouvelle fois révélés sensiblement plus basses que prévu et afficheraient une évolution relativement plane jusqu'à la fin de l'horizon.

Conclusion et appréciation des facteurs de risque

Les prévisions d'automne de l'Eurosystème indiquent à nouveau que la Belgique et la zone euro ont dépassé le pic du cycle conjoncturel actuel et font état d'un ralentissement continu de l'expansion de l'activité à partir de 2018. La croissance de l'économie belge se monterait encore à 1,5 % cette année et à 1,4 % en 2019, puis elle continuerait de s'infléchir pour retomber à 1,2 % en 2021, sous l'effet du ralentissement du rythme de croissance des investissements des entreprises et d'une contribution négative des exportations nettes. De ce fait, la Belgique se situerait, 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 1,9 % cette année. Tant en Belgique que dans la zone euro, la croissance serait essentiellement portée par la demande intérieure au cours des prochaines années.

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

Institution	Date de publication	Croissance du PIB en volume				Inflation (IPCH, sauf mention contraire)			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Bureau fédéral du Plan ⁽¹⁾	Septembre 2018	1,5	1,5			2,0	1,9		
Belgian Prime News	Septembre 2018	1,6	1,5			2,1	1,9		
FMI	Octobre 2018	1,5	1,5	1,5	1,5	2,2	1,8	1,8	1,9
CE	Novembre 2018	1,5	1,5	1,4		2,3	2,1	1,6	
Consensus Economics	Décembre 2018	1,5	1,5	1,3		2,1	1,9	1,8	
BNB	Décembre 2018	1,5	1,4	1,3	1,2	2,4	2,0	1,6	1,8

(1) Budget économique pour 2018-2019. Pour les taux d'inflation, il s'agit de l'IPCN.

À partir de 2019, ces estimations de croissance apparaissent par ailleurs légèrement inférieures aux dernières prévisions établies par d'autres institutions. À cet égard, la Banque a de fait déjà été en mesure d'intégrer dans ses projections les chiffres relatifs au PIB et au marché du travail pour le troisième trimestre de 2018 et disposait également, par rapport à ces autres institutions, d'indicateurs de conjoncture plus récents pour le dernier trimestre de cette année, desquels se dégage, pour l'instant, une image globale relativement solide.

À moyen terme, la situation est déterminée en grande partie par les évolutions du contexte international et, en particulier, par l'évolution des flux commerciaux résultant de l'activité économique des marchés belges à l'exportation. Malgré des réalisations beaucoup plus faibles que prévu au cours des derniers trimestres, une reprise progressive est attendue en 2019. Les principales incertitudes relatives au présent exercice de prévisions résident dès lors dans l'évolution de l'environnement commercial international. Au cours de l'année écoulée, des tendances protectionnistes susceptibles de peser sur la croissance du commerce mondial se sont en effet fait jour. Pour l'heure, l'incidence pour la Belgique et pour la zone euro paraît néanmoins relativement limitée et semble s'exercer principalement au travers de canaux indirects, cependant un nouveau renforcement (direct ou non) des entraves commerciales, ou un effet plus perceptible qu'attendu de celles déjà en place, constituerait un facteur de risque clairement orienté à la baisse pour ces prévisions. Des tensions croissantes sur les marchés financiers, par exemple en raison d'incertitudes politiques internes touchant d'importants partenaires commerciaux de la Belgique, pourraient par ailleurs également influencer négativement l'économie réelle. Enfin, il n'est pas exclu que les tensions géopolitiques s'intensifient et entraînent une (nouvelle) perturbation des flux des échanges commerciaux internationaux ou un renchérissement des prix des matières premières. Si ces risques venaient à se matérialiser, le cadre dans lequel les présentes estimations ont été établies pourrait devoir être ajusté.

Au niveau national, les risques domestiques qui pèsent sur la croissance semblent également être orientés essentiellement à la baisse. L'évolution des composantes de la demande demeure ainsi marquée par des incertitudes. Les investissements des entreprises pourraient notamment se normaliser à un rythme plus modéré que prévu dans le scénario de base actuel. À l'instar des estimations de juin, les présentes projections reposent en effet partiellement sur les ratios et sur l'évolution de ces investissements au cours de cycles économiques passés. La confiance des chefs d'entreprise belges reste toutefois relativement robuste jusqu'à présent et les conditions de financement demeurent accommodantes, de sorte que la progression des investissements pourrait se poursuivre encore quelque temps. En outre, compte tenu de l'évolution plus faible qu'escompté observée récemment, le risque que la croissance de la consommation privée se redresse plus timidement ou plus lentement qu'anticipé actuellement réapparaît. Par ailleurs, sur la base d'une hypothèse technique, une interprétation macroéconomique est actuellement donnée aux marges salariales pour les prochaines années (2019, 2020 et 2021), mais celle-ci s'écartera très probablement des marges réelles. Enfin, compte tenu de la nette détérioration du solde budgétaire, il n'est pas exclu que le prochain gouvernement prenne des mesures susceptibles de peser sur la demande intérieure.

Annexe

PROJECTIONS POUR L'ÉCONOMIE BELGE: SYNTHÈSE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS

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

	2017	2018 e	2019 e	2020 e	2021 e
Croissance (données corrigées des effets de calendrier)					
PIB en volume	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
Contributions à la croissance:					
Dépenses intérieures, hors variation des stocks	1,1	1,1	1,5	1,5	1,4
Exportations nettes de biens et services	0,6	0,8	0,0	-0,2	-0,2
Variation des stocks	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,0
Prix et coûts					
Indice des prix à la consommation harmonisé	2,2	2,4	2,0	1,6	1,8
Indice-santé	1,8	1,8	2,1	1,6	1,9
Déflateur du PIB	1,7	1,1	1,9	1,5	1,7
Termes de l'échange	-0,9	-1,7	-0,3	0,0	0,0
Coûts salariaux par unité produite dans le secteur privé ⁽¹⁾	1,5	2,0	2,5	1,9	2,2
Coûts salariaux horaires dans le secteur privé ⁽¹⁾	1,4	1,8	3,0	2,5	2,9
Productivité horaire dans le secteur privé	0,0	-0,2	0,6	0,7	0,7
Marché du travail					
Emploi intérieur (variation annuelle moyenne, en milliers de personnes)	64,5	57,9	40,2	30,4	24,3
Volume total de travail ⁽²⁾	1,5	1,4	0,9	0,7	0,5
Taux de chômage harmonisé (pourcentages de la population active âgée de plus de 15 ans)	7,1	6,3	6,3	6,3	6,3
Revenus					
Revenu disponible réel des particuliers	1,4	1,2	2,1	1,4	1,5
Taux d'épargne des particuliers (pourcentages du revenu disponible)	11,5	11,7	12,2	12,0	12,0
Finances publiques					
Solde primaire (pourcentages du PIB)	1,6	1,5	0,6	0,4	0,0
Solde de financement (pourcentages du PIB)	-0,9	-0,8	-1,6	-1,7	-2,0
Dette publique (pourcentages du PIB)	103,4	102,3	101,4	100,9	100,5
Compte courant (selon la balance des paiements, pourcentages du PIB)					
	0,7	-0,1	-0,4	-0,6	-1,0

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

