

# Rapport 2010

Évolution économique et financière



© 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.

# Avant-propos

par Guy Quaden, Gouverneur



La croissance de l'économie mondiale, qui s'était brutalement interrompue à la fin de 2008 et au début de 2009, a repris vigueur en 2010. Elle aurait atteint quelque 5 p.c. Elle a cependant été beaucoup plus vive dans les pays émergents que dans les pays industrialisés.

Dans la zone euro, elle aurait été en moyenne de 1,7 p.c., un chiffre supérieur aux prévisions initiales mais qui recouvre, lui aussi, des prestations très inégales. La reprise a été particulièrement vigoureuse en Allemagne qui, après avoir sévèrement pâti de l'effondrement du commerce international en 2009, a su pleinement profiter de son rebond en 2010. Dans d'autres États (comme l'Espagne, le Portugal et surtout la Grèce et l'Irlande), dont la croissance avait précédemment reposé à l'excès sur l'endettement public ou privé, le marasme s'est, au contraire, prolongé. Ces pays ont également été frappés par la crise qui a affecté les titres de leur dette.

Ces événements ont montré une fois de plus que les réactions des marchés peuvent être trop lentes – ce qui fut le cas avant la crise – ou, au contraire, soudaines et perturbatrices. Ils ont surtout mis en évidence les insuffisances de la gouvernance économique de la zone euro. Le partage d'une monnaie commune requiert à l'évidence de sérieux progrès institutionnels dans la surveillance macroéconomique et la résorption des déséquilibres internes et externes excessifs, ainsi que dans les mécanismes de résolution d'éventuelles nouvelles crises.

---

Dans ce contexte agité, l'Eurosystème est demeuré pourvoyeur de stabilité. D'une part, l'orientation de la politique monétaire est restée très accommodante avec le maintien des taux d'intérêt officiels à un très bas niveau. D'autre part, en matière d'octroi de liquidités, les mesures non conventionnelles, prises dès le début des turbulences monétaires en 2008, ont été complétées depuis mai 2010 par un programme d'achat d'obligations publiques sur le marché secondaire.

Ces choix ne sont cependant pas permanents et devraient être graduellement modifiés, l'un en fonction de la situation macroéconomique, avec la volonté de maintenir l'ancrage des anticipations inflationnistes, et l'autre à mesure de la normalisation du fonctionnement des marchés financiers.

Le secteur bancaire n'est, en effet, pas encore stabilisé et les interactions entre les bilans des États et ceux des banques ont créé de nouvelles fragilités. Cependant, des avancées non négligeables ont été réalisées en 2010 sur le plan de la réglementation et de la surveillance du secteur financier.

Le Comité de Bâle, auquel participe la Banque, a élaboré de nouvelles normes. Celles-ci vont certes réclamer un sérieux effort d'adaptation des banques, mais une assez longue période de transition a été prévue et les coûts sont très inférieurs aux bénéfices attendus d'une réduction significative de la probabilité de nouvelles crises financières. Au début de 2011, le Comité européen du risque

systemique et le Système européen de surveillance financière sont entrés en activité. Ils devraient contribuer à une plus grande efficacité de la supervision au niveau européen. En Belgique, le transfert à la Banque du contrôle microprudentiel de l'ensemble des banques et compagnies d'assurances, annoncé fin 2009, devrait être effectif à partir du 1<sup>er</sup> avril 2011.

---

À divers égards, les prestations récentes de l'économie belge ont été parmi les meilleures de la zone euro.

Le recul de l'activité avait été sévère dans notre pays en 2009 (-2,8 p.c.), mais inférieur à celui observé en moyenne dans la zone euro (-4,1 p.c.) et la reprise y a été un peu plus vive en 2010 (2,0 p.c. contre 1,7 p.c.). L'emploi s'est remis à croître (+28.000 unités nettes), effaçant plus tôt que prévu les pertes de l'année précédente (-15.000); compte tenu de l'augmentation de la population active, le taux de chômage harmonisé s'est stabilisé aux alentours de 8,4 p.c. Le redressement du marché du travail a entraîné un regain de confiance des consommateurs et une baisse de leur taux d'épargne, qui avait fortement progressé durant la crise. Les entreprises ont également bénéficié de la reprise de la demande étrangère, en particulier en Allemagne.

Le solde positif de nos opérations courantes avec le reste du monde s'est renforcé et, bénéficiant d'une croissance économique supérieure à l'hypothèse budgétaire, le déficit des finances publiques s'est réduit, revenant de 6,0 p.c. à 4,6 p.c. du PIB (alors qu'il atteignait encore en moyenne 6,3 p.c. dans la zone euro).

Ces résultats relativement satisfaisants n'autorisent cependant aucune complaisance. Dans le monde d'aujourd'hui, la référence aux moyennes européennes n'est pas suffisamment ambitieuse et, en tout état de cause, la Belgique a besoin d'actions résolues pour supprimer l'écart d'inflation avec ses voisins, pour poursuivre et même accélérer la consolidation des finances publiques, pour préserver et renforcer à long terme la compétitivité de l'économie.

---

Avec la reprise économique, les prix des matières premières, en particulier du pétrole, sont repartis à la hausse et l'inflation est redevenue modérément positive en cours d'année. En cette matière, la Belgique s'est cependant distinguée dans la mauvaise direction. La hausse des prix à la consommation a atteint en moyenne 2,3 p.c. dans notre pays en 2010 contre 1,6 p.c. dans la zone euro. En décembre, l'écart était même de 1,2 point de pourcentage (3,4 p.c. contre 2,2 p.c. pour la zone euro, suivant l'indice harmonisé).

Cet écart s'explique d'abord par le poids relativement plus grand des produits énergétiques dans la consommation des ménages belges, ce qui plaide pour un renforcement des mesures visant à stimuler les économies en ce domaine. Les modes de tarification du gaz et de l'électricité et la réaction de certains prix alimentaires sont également pour partie responsables de l'ampleur en Belgique des effets dits de premier tour en cas de hausse des prix des matières premières importées.

D'autre part, les effets dits de second tour sont encouragés dans notre pays par des mécanismes d'indexation automatique qui concernent les salaires, mais aussi d'autres revenus (par exemple, les loyers) et divers prix et tarifs dans des secteurs abrités de la concurrence internationale.

Un réexamen de tous ces mécanismes de formation des prix et revenus est souhaitable ainsi que des réformes qui, tout en préservant la cohésion sociale, atténueraient la vulnérabilité de la position de nos entreprises exposées à la concurrence étrangère.

---

La dette publique rapportée au PIB reste plus élevée en Belgique (97,5 p.c.) que la moyenne de la zone euro (84,2 p.c.), même si l'écart n'a cessé de se réduire. Il importe de reprendre au plus vite la réduction du ratio de dette, non seulement pour conserver la confiance des investisseurs (alors que l'écart de taux d'intérêt entre les obligations belges et allemandes s'est élargi en 2010), mais aussi pour pouvoir faire face aux coûts budgétaires du vieillissement de la population, qui n'ont malheureusement pas été préfinancés.

Il est dès lors crucial de préciser au plus vite les mesures nécessaires au respect de la trajectoire budgétaire annoncée, à savoir ramener le déficit sous le seuil de 3 p.c. dès 2012 et revenir à l'équilibre en 2015. Et, si la croissance est meilleure que prévu, la réduction du déficit, à laquelle tous les niveaux de pouvoir ont à apporter leur contribution, devrait être accélérée.

L'assainissement devra d'abord reposer sur une réduction sélective des dépenses. Compte tenu de l'ampleur de l'ajustement à opérer, il faudra plus que probablement aussi rechercher des recettes additionnelles, en s'abstenant toutefois d'alourdir encore les prélèvements sur le travail, déjà particulièrement élevés.

---

Le redressement des finances publiques doit aussi s'appuyer sur une croissance économique suffisamment vigoureuse, qui est également nécessaire pour réduire le chômage existant. La grave récession a affecté le potentiel de croissance de l'économie belge et accentué l'urgence de réformes destinées à le relever.

La prospérité d'une petite économie ouverte comme la nôtre dépend de façon cruciale de sa compétitivité entendue au sens large, c'est-à-dire de ses coûts de production, en particulier de la charge salariale par unité produite, mais aussi de la nature de sa production et de l'adéquation de celle-ci à l'évolution de la demande mondiale.

Une évolution raisonnable des salaires est souhaitable pour encourager la demande de travail. Mais elle serait vaine si elle n'était pas accompagnée d'un renforcement de l'offre de travail à la fois sur le plan quantitatif et sur le plan qualitatif. Enfin, l'insertion de notre pays dans l'économie mondiale est aussi fonction de sa capacité d'innovation et donc d'investissements publics et privés accrus dans la recherche et le développement.

---

Pour réaliser l'assainissement graduel mais résolu de nos finances publiques, pour opérer des réformes structurelles sur les marchés du travail et les marchés de produits, d'importants efforts sont certes indispensables. Comme le conclut le Rapport que j'ai l'honneur de présenter, plus tôt ils seront consentis, plus ils seront supportables. Au contraire, plus ils seraient différés, plus ils seraient coûteux et douloureux comme le montre l'exemple malheureux d'autres pays.

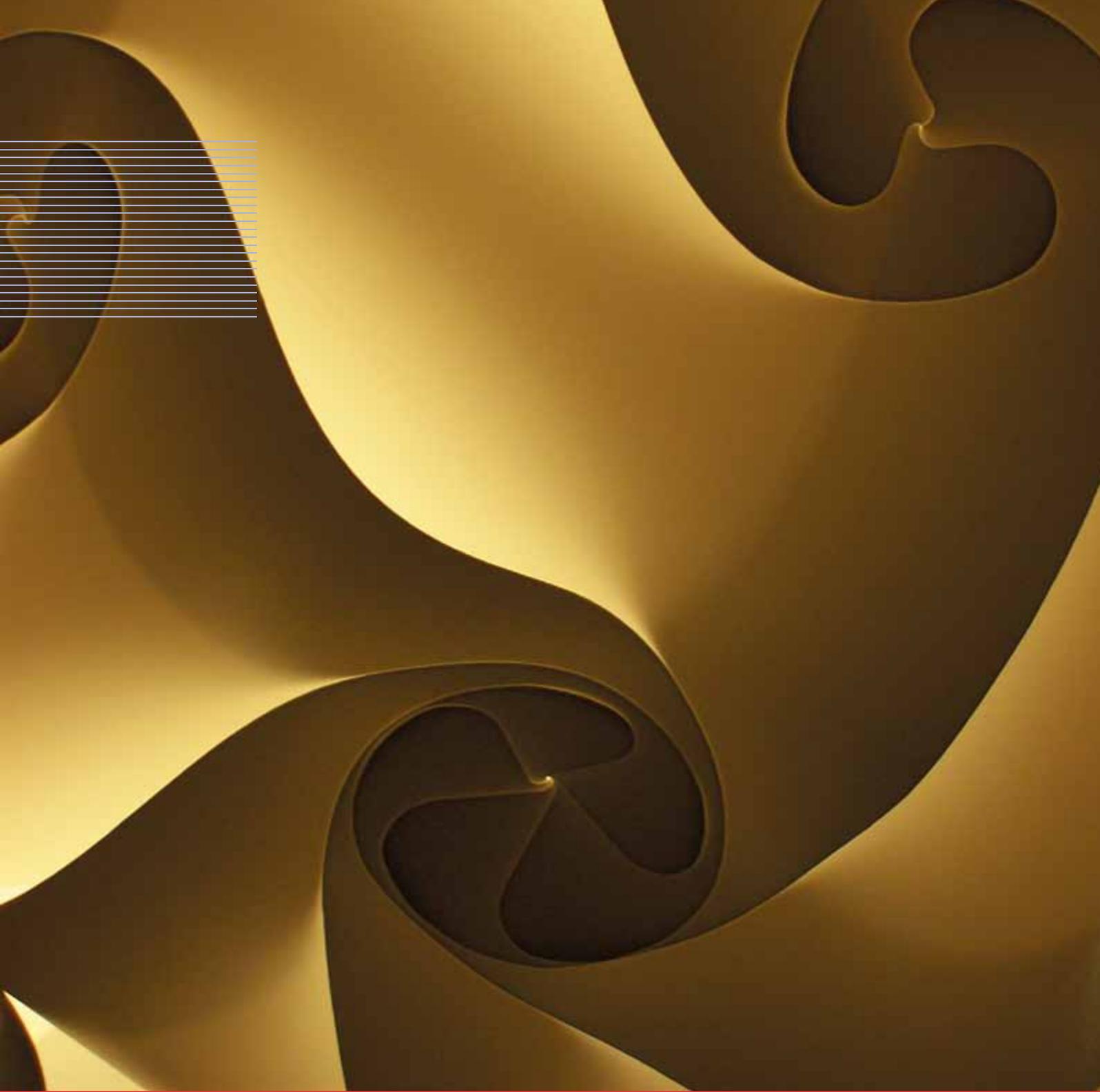


# Table des matières

# Table des matières

AVANT-PROPOS	5
RAPPORT PRÉSENTÉ PAR LE GOUVERNEUR AU NOM DU CONSEIL DE RÉGENCE	15
<b>PARTIE 1 : ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL</b>	1
<b>Économie mondiale</b>	3
Vue d'ensemble	3
Prix des matières premières et cours de change	8
Évolutions dans les principales régions	9
<b>Zone euro et politique monétaire de l'Eurosystème</b>	17
Principales évolutions économiques dans la zone euro	17
Politique monétaire de l'Eurosystème	32
<b>PARTIE 2 : ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES EN BELGIQUE</b>	43
<b>Activité et emploi</b>	45
Vue d'ensemble	45
Évolution de l'activité et de l'emploi	47
Offre et demande de travail	54
Demande et revenus	59
Développements structurels	68
<b>Prix et coûts</b>	77
Prix des produits énergétiques et des produits alimentaires et écart d'inflation	78
Indice-santé et tendance sous-jacente de l'inflation	84
Coûts salariaux horaires et handicap salarial dans le secteur privé	87
Indicateurs de compétitivité-coût et de compétitivité-prix	90

<b>Finances publiques</b>	93
Solde de financement	93
Recettes	94
Dépenses primaires	98
Charges d'intérêts	101
Solde de financement des sous-secteurs des administrations publiques	102
Dettes publiques	103
<b>PARTIE 3: MARCHÉS FINANCIERS ET STABILITÉ FINANCIÈRE</b>	109
<b>Marchés financiers internationaux</b>	111
<b>Stabilité financière</b>	117
Banques belges	117
Compagnies d'assurances belges	127
<b>Actifs et engagements financiers du secteur privé belge</b>	133
Actifs et engagements financiers globaux de l'économie belge	133
Particuliers	134
Sociétés non financières	141
<b>ANNEXES</b>	
Annexes statistiques	147
Notice méthodologique	175
Signes conventionnels	177
Liste des abréviations	179
Liste des encadrés, tableaux et graphiques	183



Rapport présenté par  
le Gouverneur au nom du  
Conseil de régence

# Rapport présenté par le Gouverneur au nom du Conseil de régence\*

## Économies mondiale et européenne : reprise inégale, nécessité d'une coopération renforcée

1. Entamée au printemps de l'année précédente, la reprise de l'économie mondiale s'est poursuivie en 2010, de sorte que le PIB mondial aurait augmenté de quelque 5 p.c., après avoir reculé de 0,6 p.c. en 2009. Parmi les facteurs qui ont permis la relance – l'assouplissement des conditions monétaires, les mesures de soutien au secteur financier, les impulsions budgétaires, la reconstitution des stocks –, certains ont atteint leurs limites. C'est en particulier le cas de la politique budgétaire dans de nombreux pays. L'endettement public croissant a même ouvert une nouvelle phase de la crise financière, caractérisée par des tensions sur les marchés des titres d'emprunt de certains États européens. Le passage à une croissance davantage auto-entretenu a été marqué par un ralentissement au terme du rebond initial, notamment aux États-Unis. Comme l'expérience de crises bancaires passées l'a montré, l'assainissement des bilans privés et publics risque de freiner durant un certain temps l'expansion de la demande.
2. La reprise n'a pas non plus été uniforme sur le plan géographique : elle a été beaucoup plus lente dans les pays d'ancienne industrialisation que dans les économies émergentes. En 2010, le PIB était encore inférieur à son niveau de 2007 dans les premiers, alors qu'il le dépassait dans les seconds, parfois considérablement – de près d'un tiers en Chine et d'un quart en Inde. La croissance dans les pays émergents y a fait surgir des pressions inflationnistes, et elle a provoqué un renchérissement des matières premières, tandis que l'ampleur des capacités de production inutilisées et du chômage a continué à modérer la hausse des prix dans les économies avancées, voire à les faire baisser, comme au Japon.
3. Une telle hétérogénéité appelle manifestement une différenciation des politiques monétaires. Ainsi, aux États-Unis, la Réserve fédérale a réagi aux ralentissements de l'activité et de la tendance sous-jacente des prix intérieurs par un nouveau programme d'achat de titres, alors que les banques centrales de nombreux pays émergents ont resserré leur politique. Toutefois, les mouvements de cours de change qui auraient dû résulter des différences de situation macroéconomique et de politique monétaire ont parfois été contrecarrés par d'importantes interventions. La combinaison d'une offre abondante de liquidités aux États-Unis et de changes stables de certaines devises vis-à-vis du dollar a exacerbé les pressions exercées sur d'autres monnaies par les entrées de capitaux.

\* Deux régents n'ont pas approuvé ce rapport, étant en désaccord avec certains commentaires et recommandations qui y figurent.

4. La coordination internationale est plus nécessaire que jamais pour décourager les politiques axées sur des intérêts nationaux à courte vue, qui mèneraient à une escalade des tensions et à une contraction du commerce, comme ce fut le cas dans les années 1930. La liberté des échanges internationaux ainsi qu'un ensemble de cours de change reflétant la position fondamentale des économies sont, en fin de compte, dans l'intérêt de tous. Il en va de même de la résorption ordonnée des déséquilibres des balances courantes, par des politiques macroéconomiques et des réformes structurelles destinées à faire reposer la croissance davantage sur la demande intérieure dans les pays en surplus, extérieure dans les pays en déficit. Le G20 et le FMI ont un rôle crucial à jouer dans la coordination des efforts. Il est également important que les négociations commerciales du cycle de Doha aboutissent. En outre, une plus grande coopération internationale est nécessaire pour promouvoir le développement des économies les plus faibles, confrontées notamment à la hausse des prix des produits alimentaires, et pour faire face aux problèmes environnementaux de dimension planétaire.
5. En Europe aussi, la crise a mis à l'épreuve la capacité des autorités de fournir des réponses cohérentes à ses répercussions. Certes, contrairement à celle des États-Unis, la croissance économique dans la zone euro a dépassé les prévisions initiales en 2010 mais, à quelque 1,7 p.c., elle est demeurée modeste au regard du recul de l'activité de 4,1 p.c. enregistré en 2009, et elle a été très inégale. La reprise a été emmenée par l'Allemagne, qui a su pleinement tirer profit du rebond du commerce international grâce à des coûts salariaux compétitifs et à une offre de produits de qualité, vendus sur les marchés émergents. En revanche, le marasme s'est prolongé dans certains pays, comme la Grèce, l'Irlande, le Portugal ou l'Espagne, dont la croissance avait dépassé celle du reste de la zone euro avant la crise mais avait reposé à l'excès sur l'endettement, public ou privé. Plus qu'ailleurs, la crise a mis les finances publiques de ces pays en difficulté, soit en raison d'une situation initiale déjà particulièrement fragile, comme en Grèce, soit du fait de l'incidence de la correction des déséquilibres du secteur privé sur l'activité économique et la stabilité financière, comme en Irlande, où la dégradation de la situation des banques a eu pour effet de renchérir le financement de l'État qui avait garanti leurs engagements.
6. Sur les marchés financiers, une défiance croissante a affecté les titres de la dette publique grecque au début de l'année et, surtout, en avril. En outre, des effets de contagion se sont manifestés sur les marchés de titres de la dette d'autres États, sur les coûts de financement des banques dans toute la zone euro et sur le cours de change de l'euro. Au début du mois de mai, pour endiguer la crise et sauvegarder la stabilité financière dans la zone, les autorités européennes et le FMI ont mis sur pied un dispositif d'assistance financière conditionnelle à la Grèce. Ensuite, un mécanisme permettant le financement d'États de la zone euro jusqu'à concurrence de 750 milliards d'euros a été institué pour trois ans. En novembre, de nouvelles tensions ont amené l'Irlande à y recourir.
7. Ces événements ont montré une nouvelle fois que les contraintes imposées par les forces du marché peuvent être trop lentes et trop faibles – ce qui fut le cas avant la crise – ou au contraire trop soudaines et perturbatrices. Ils ont surtout mis en évidence les insuffisances du gouvernement économique de l'UEM et les difficultés auxquelles peut être confrontée une union monétaire en l'absence d'union politique. La monnaie unique et la forte imbrication des économies requièrent une solidarité plus active, quoique sans dilution des responsabilités, ainsi qu'une meilleure compatibilité des politiques nationales. Des progrès institutionnels sont indispensables. Le pacte de stabilité et de croissance, dont l'application a été malencontreusement assouplie en 2004-2005, lorsque de grands États n'en avaient pas respecté les règles, devrait mieux remplir son rôle de garant de la discipline budgétaire. Une correction plus rapide des déficits excessifs, une plus grande attention portée à la dynamique de la dette et, surtout, une quasi-automaticité de l'application des sanctions en accroîtraient l'efficacité. Il faut en outre instaurer une surveillance macroéconomique pour alerter les États membres sur les divergences de compétitivité et les déséquilibres, tel un emballement de

l'endettement privé, et promouvoir des politiques correctrices en cas de déséquilibres excessifs. Dans ce domaine aussi, des procédures transparentes et assorties de sanctions sont nécessaires.

8. Enfin, un mécanisme de résolution des crises de la dette publique dans la zone euro devrait succéder en 2013 aux arrangements provisoires décidés en mai 2010. En cas d'échec des mesures préventives et de tarissement du financement par le marché, une assistance doit donner à l'État en cause le temps de restaurer sa crédibilité en vue de contenir la contagion et de garantir la stabilité financière au sein de l'union monétaire. Parallèlement, le mécanisme doit être conçu de manière à limiter l'aléa moral, c'est-à-dire le risque que son existence même n'émousse la prudence des prêteurs et la volonté des gouvernements de respecter les règles budgétaires. L'imposition de conditions strictes, assurant un retour à la soutenabilité des finances publiques, et l'introduction de clauses d'action collective conformes aux pratiques internationales dans les contrats d'emprunt obligataire de tous les États répondent à un tel objectif.

## Politique monétaire et politique prudentielle : sources de stabilité

9. En ces temps agités, l'Eurosystème est demeuré pourvoyeur de stabilité par l'orientation de sa politique monétaire et par les mesures prises en vue de parer aux perturbations survenues sur les marchés financiers. Tout au long de l'année sous revue, le Conseil des gouverneurs de la BCE a jugé que la politique monétaire très accommodante mise en œuvre à partir d'octobre 2008 restait la plus appropriée pour assurer la stabilité des prix à moyen terme. Le taux de la plupart des opérations de refinancement a donc été maintenu à 1 p.c. En outre, le Conseil a continué à user de mesures non conventionnelles pour que cette politique améliore les conditions proposées aux emprunteurs par les banques – qui sont les principales sources de financement dans la zone euro – en dépit du grippage de certains marchés. Comme l'année précédente, l'Eurosystème a offert des refinancements illimités à taux fixe, et l'abondante liquidité injectée de la sorte dans le marché monétaire a poussé les taux au jour le jour vers le bas, dans une mesure dépendant de l'ampleur de la demande de fonds des banques. Toutefois, certaines mesures exceptionnelles ont été retirées : ainsi, les prêts à douze mois effectués l'année précédente n'ont pas été renouvelés en 2010. En revanche, les graves tensions réapparues sur les marchés financiers ont conduit le Conseil des gouverneurs à lancer, le 10 mai, un « programme pour les marchés de titres » : l'Eurosystème a acheté, surtout en mai et juin, des titres d'emprunt de certains États sur les marchés secondaires dont les dysfonctionnements perturbaient la transmission de la politique monétaire.
10. Tant l'orientation exceptionnellement accommodante de la politique monétaire que les mesures non conventionnelles sont temporaires, et elles prendront fin graduellement, l'une en fonction de la situation macroéconomique, les autres à mesure de la normalisation du fonctionnement des marchés financiers. Des taux d'intérêt particulièrement bas sont indiqués aussi longtemps que la faible utilisation des facteurs de production exerce des pressions à la baisse sur les prix et que le crédit reste atone. Les mesures non conventionnelles, par lesquelles l'Eurosystème s'est en partie substitué au marché interbancaire défaillant, sont de mise tant que ce dernier demeure fragmenté, mais un retrait progressif incitera les établissements les plus dépendants du crédit des banques centrales, ainsi que les autorités concernées, à procéder aux restructurations nécessaires.
11. L'importance d'une politique monétaire visant la stabilité des prix à moyen terme ne fait guère de doute. Ainsi, le bon ancrage des anticipations d'évolution des prix a certainement contribué à écarter le risque de déflation. Mais la crise a aussi démontré que la stabilité des prix ne suffit pas à assurer la stabilité financière. Même si l'heure est encore aux taux d'intérêt bas, il se posera bientôt la question du rôle que doit jouer la politique monétaire pour prévenir de futures crises. Dans le cadre de l'objectif de stabilité des prix, il faut tenir compte des risques de déflation liés à l'éclatement d'une bulle financière qui gonflerait sans effet immédiat sur les prix à la

consommation. L'orientation à moyen terme de la politique de l'Eurosystème permet de prendre ces risques en considération, et l'analyse monétaire, qui est l'un des piliers de cette politique, doit encore être améliorée pour identifier à temps la formation de déséquilibres dangereux: il apparaît déjà que les envols des prix d'actifs ont généralement été plus nocifs lorsqu'ils concernaient le marché immobilier et qu'ils étaient alimentés par le crédit. Une plus grande symétrie des réactions de la politique monétaire aux évolutions financières peut donc avoir un effet stabilisateur, tandis qu'une intervention limitée aux seuls épisodes de crise est de nature à inciter les opérateurs à prendre plus de risques. Il n'en demeure pas moins que les autorités monétaires ne disposent essentiellement que d'un seul instrument, à savoir le taux d'intérêt à court terme. Celui-ci influence l'ensemble des évolutions économiques et n'est guère approprié pour combattre un emballement sur l'un ou l'autre marché spécifique ou dans certaines parties seulement de la zone euro. C'est pourquoi les politiques prudentielles sont primordiales. Elles doivent tenir pleinement compte des leçons de la crise: celle-ci n'a pas seulement découlé d'un environnement macroéconomique de faibles taux d'intérêt, mais aussi de graves insuffisances dans la gestion et le contrôle du secteur financier.

12. En vue d'accroître la capacité de résistance du système financier, le Comité de Bâle, auquel participe la Banque, a élaboré une nouvelle réglementation du secteur bancaire. Pour prévenir le risque d'assèchement de certaines sources de financement en cas de crise, des contraintes quantitatives ont été introduites pour la liquidité, tandis que les normes relatives au niveau et à la qualité des fonds propres ont été revues à la hausse. Par ailleurs, le Comité de Bâle veut combiner à ces nouvelles règles de nature microprudentielle des mesures destinées à mieux prendre en considération la dimension systémique des risques. Un dispositif contracyclique prévoirait la constitution, en période de haute conjoncture, de fonds propres supplémentaires qui pourraient être mobilisés lors d'une récession, tandis que des normes spécifiques seraient imposées aux banques qui, par leur taille ou leur part de marché dans certains segments d'activité, font courir des risques à l'ensemble du système.
13. Ces mesures vont réclamer un effort d'adaptation considérable, mais leur coût doit être relativisé au regard des importants bénéfices attendus sous la forme d'une réduction significative de la probabilité de crise. Conscient qu'un rétrécissement accéléré de la taille des bilans pour satisfaire au plus vite à ces nouvelles dispositions pourrait provoquer une brusque contraction de l'intermédiation bancaire, le Comité de Bâle a prévu une assez longue période de transition. Certains coefficients doivent encore être calibrés, mais les exigences en matière de solvabilité et de liquidité auront été considérablement relevées à l'horizon 2018. Parallèlement, le secteur des assurances se verra imposer, à partir de 2012, des règles spécifiques dans le cadre de la directive dite *Solvency II*, qui s'inspire de l'approche basée sur les risques appliquée aux banques. Pour éviter que d'autres activités financières n'échappent aux obligations prudentielles et que le développement insuffisamment contrôlé de certains produits ne fragilise l'ensemble du système, l'Union européenne a introduit des réglementations supplémentaires sur les fonds d'investissement alternatifs, les agences de notation de crédit et le marché des produits dérivés.
14. Quelle que soit leur rigueur, les prescriptions prudentielles ne pourront jamais totalement éliminer les risques de défaillances bancaires. Il est donc essentiel de compléter la réglementation par un dispositif robuste de gestion des crises. Il faut bien reconnaître que les progrès ont été plus lents sur ce deuxième chantier, qui soulève entre autres la question du partage des coûts entre le secteur privé et les pouvoirs publics. Comme première ligne de défense en situation difficile, les actionnaires, mais aussi certains créanciers, devraient pouvoir être mis à contribution par des instruments financiers spécifiques, tels que des obligations subordonnées ou des mécanismes dits de  *bail-in*  transformant certaines dettes en capital en cas de risque imminent de défaut. D'éventuelles interventions des pouvoirs publics devraient être préparées par la mise en place, par les principales institutions financières, de structures d'organisation facilitant, en cas d'urgence, un démantèlement ou une scission en entités plus homogènes, ainsi que par des dispositions législatives permettant, dans des circonstances extrêmes, de

procéder à des transferts d'éléments du patrimoine d'établissements de crédit ou de titres émis par ceux-ci. Aussi efficaces soient-ils, ces dispositifs ne permettront probablement pas de se prémunir totalement contre une socialisation des pertes. Pour réduire l'ampleur de celle-ci et pour responsabiliser les banques dans la répartition des charges, les autorités européennes préconisent une harmonisation accrue des fonds de garantie des dépôts et la constitution, par les États membres, de fonds de résolution qui seraient alimentés par des prélèvements sur les banques.

15. Des avancées plus sensibles ont été enregistrées dans la mise en place d'un système intégré de supervision, avec l'entrée en activité, au début de 2011, du Système européen de surveillance financière. Les trois autorités européennes de supervision doivent harmoniser l'application des mesures réglementaires et la conduite opérationnelle de la surveillance microprudentielle dans les États membres, tandis que le Comité européen du risque systémique est chargé de développer une vision globale de l'évolution des risques systémiques, intégrant notamment les interactions entre les composantes du système financier et les corrélations entre les catégories de risques. Ce nouveau dispositif doit être mis à profit sans tarder pour assurer une surveillance financière européenne à même de restaurer pleinement la confiance des marchés. Il importe, en particulier, que les axes microprudentiel et macroprudentiel fonctionnent d'emblée en étroite symbiose. Cela passera par une grande fluidité dans l'échange des informations nécessaires pour nourrir la compréhension et l'analyse des risques, par une combinaison efficace des compétences développées au sein des banques centrales et des organismes de supervision et par le souci de déboucher sur des recommandations et des mesures ciblées, à portée à la fois individuelle et systémique.
16. La réalisation de ces conditions présuppose que des arrangements similaires soient en place dans chaque État membre. Il apparaît donc particulièrement opportun que la finalisation, en Belgique, du passage au modèle de supervision dit de *twin peaks* accompagne l'établissement de la nouvelle architecture prudentielle européenne. Depuis octobre 2010, le nouveau Comité des risques et établissements financiers systémiques, composé des membres des Comités de direction de la Banque et de la CBFA et d'un membre du Service public fédéral Finances siégeant comme observateur, est compétent pour assurer la surveillance des établissements financiers systémiques, y compris le suivi et l'appréciation de leurs évolutions stratégiques et de leur profil de risque. À partir d'avril 2011, cette structure transitoire devra faire place à l'intégration, au sein de la Banque, de la supervision des établissements individuels, tandis que la CBFA sera convertie en Autorité des services et marchés financiers, chargée de veiller au bon fonctionnement des marchés et à la protection des consommateurs de services financiers. La Banque, accoutumée à une analyse globale des tendances structurelles et des évolutions cycliques du système financier, exercera donc désormais un nouveau métier, consistant à vérifier le respect des règles et l'adéquation des procédures de gestion des risques. Elle veut pleinement exploiter cette multiplicité d'approches afin de participer aux efforts consentis au niveau international pour mettre en place un cadre plus efficace de réglementation et de surveillance prudentielles.

## Économie belge : tirer parti de la reprise pour assainir les finances publiques, maîtriser les coûts et accélérer les réformes nécessaires afin de bénéficier d'une croissance durable

17. L'économie belge a relativement bien résisté à la crise, qui n'en a pas moins laissé des traces sur le secteur bancaire, les finances publiques et le potentiel de production. Selon les estimations, en 2010, le PIB a augmenté de 2 p.c. et a retrouvé son niveau de 2007, alors que celui de la zone euro est resté inférieur de 2 p.c. à ce qu'il était trois ans auparavant. Après une récession moins profonde que celle de la zone, notamment grâce à l'endettement modéré du secteur privé et au jeu des stabilisateurs automatiques, la Belgique a bénéficié d'une reprise un peu plus prononcée. Le rebond de la demande étrangère, dont les exportateurs belges ont pu tirer

parti, a donné l'impulsion initiale. La consommation privée a pris le relais, en dépit d'une quasi-stagnation du revenu disponible des ménages en termes réels. En effet, après avoir vivement progressé l'année précédente en raison des craintes ressenties par les particuliers pour leur patrimoine et leur emploi, le taux d'épargne a diminué en 2010. La confiance a sans doute été soutenue par le redressement du marché du travail: l'emploi s'est remis à croître, effaçant les pertes de l'année précédente, et le taux de chômage harmonisé s'est stabilisé aux alentours de 8,4 p.c. Les investissements en logements des ménages ont continué à diminuer, de même que la formation brute de capital fixe des entreprises. Des signes de reprise se sont cependant fait jour dans le courant de l'année, sous l'effet de l'évolution conjoncturelle et de conditions de financement particulièrement favorables, les taux d'intérêt bancaires étant revenus à des niveaux historiquement très bas, tandis que les bénéfices des sociétés se sont redressés.

18. Après deux années de lourdes pertes, les banques ont pu restaurer leur rentabilité et accroître leur solvabilité, mais elles n'en demeurent pas moins vulnérables. Les plans de restructuration mis en œuvre par plusieurs établissements pour assainir leur bilan ont aussi pour effet de réduire la taille de leurs activités, et donc l'assiette des revenus et des profits. Or, la mise en réserve de bénéfices constitue l'un des principaux moyens d'accumuler les fonds propres qui seront nécessaires à la fois pour satisfaire aux nouvelles exigences réglementaires et pour rembourser les pouvoirs publics. En outre, la constitution d'une base de financement plus stable, moins dépendante des marchés interbancaires et de gros, demeure un objectif majeur pour certaines banques.
19. La crise a dégradé l'état des finances publiques. Les comptes de l'ensemble des administrations publiques, qui avaient été maintenus proches de l'équilibre depuis 2000, ont affiché un déficit de 6 p.c. du PIB en 2009 et de 4,6 p.c. en 2010, l'amélioration ayant en grande partie résulté de la disparition de facteurs non récurrents qui avaient détérioré le solde en 2009. Les déficits des trois dernières années et les mesures prises en 2008 pour soutenir le secteur financier ont fait remonter la dette publique de 84,2 p.c. du PIB à la fin de 2007 à 97,5 p.c. à la fin de 2010. Il est grand temps de mettre en œuvre une stratégie de consolidation qui assure la soutenabilité des finances publiques et permette de faire face au gonflement imminent des coûts budgétaires du vieillissement. Il ne faut pas craindre un trop fort impact négatif sur la croissance à court terme: alors que les impulsions budgétaires ont pu être efficaces pour enrayer une spirale négative, l'effet restrictif de l'assainissement en phase de reprise pourrait être compensé par un surcroît de dépenses privées grâce à l'amélioration de la confiance, tandis que la demande étrangère joue de toute manière un rôle majeur dans l'évolution conjoncturelle.
20. Pour atteindre les objectifs du programme de stabilité de la Belgique, à savoir ramener le déficit sous le seuil des 3 p.c. du PIB en 2012 et à l'équilibre en 2015, des décisions courageuses sont indispensables, car il serait vain d'espérer un redressement spontané ou de compter sur un allègement des charges d'intérêts comparable à celui dont les pouvoirs publics ont bénéficié au cours des vingt dernières années. Tout atermolement rendrait l'inévitable ajustement plus coûteux, en raison précisément des intérêts à payer, surtout si l'aversion pour le risque augmentait sur les marchés financiers. Certes, le déficit public de 2010 a représenté moins que les 6,3 p.c. du PIB atteints par l'ensemble de la zone euro, et l'écart entre le ratio de la dette publique belge et celui de la zone a continué à se réduire pour revenir à quelque 13 points de pourcentage. En outre, les perspectives de croissance de l'économie belge ne sont pas entravées par une grave perte de compétitivité ou par un endettement privé excessif. Au contraire, des surplus courants persistants ont créé une position extérieure créditrice: le patrimoine financier net du secteur privé dépassait la dette publique nette à concurrence d'environ 13 p.c. du PIB à la fin de septembre 2010. Toutefois, sous l'effet des tensions sur les marchés de titres de la dette publique de certains États de la zone euro et en l'absence de nouveau gouvernement fédéral en Belgique, l'écart de taux d'intérêt à long terme vis-à-vis de l'Allemagne a eu tendance à s'élargir en 2010. Pour garder la confiance des investisseurs, comme celle des consommateurs et des entreprises, il faut prendre rapidement les mesures nécessaires au respect de la trajectoire

budgétaire annoncée et même à l'obtention de progrès plus rapides. Il est en effet crucial d'arrêter l'effet d'auto-alimentation de la dette publique par les charges d'intérêts et de réduire ensuite le niveau de cette dette, avant que les coûts du vieillissement démographique ne deviennent trop lourds.

21. Un programme d'envergure doit être établi sur la base d'un examen, l'esprit ouvert, de toutes les mesures possibles et appliqué sans faille. L'assainissement devra principalement reposer sur une réduction sélective des dépenses, ciblant celles qui contribuent le moins au développement durable de l'économie et de l'emploi ainsi qu'à l'atténuation des inégalités sociales. Des mesures structurelles sont nécessaires pour rompre avec la tendance à augmenter les dépenses à un rythme supérieur à la croissance du PIB et pour tempérer à terme les coûts budgétaires du vieillissement. À cet effet, il faut en particulier prendre des dispositions visant à encore réduire nettement les retraits anticipés du marché du travail, de manière à obtenir un relèvement de l'âge effectif du départ à la retraite. De telles mesures se joindront d'ailleurs à d'autres qu'il convient de mettre en œuvre en vue d'augmenter le taux d'emploi. Compte tenu de l'ampleur de l'ajustement budgétaire à réaliser, il faudra plus que probablement aussi rechercher des recettes additionnelles, en veillant toutefois à ne pas alourdir les prélèvements sur les revenus du travail, déjà particulièrement élevés. Il serait, au contraire, souhaitable de pouvoir réduire ceux-ci, quitte à relever certains impôts sur la consommation ou sur le patrimoine. La lutte contre la fraude fiscale et sociale doit se poursuivre, notamment par des contrôles appropriés et efficaces. Enfin, toutes les exemptions à l'impôt des sociétés et des personnes physiques devraient être réexaminées.
22. Une structure institutionnelle solide, reposant sur des principes de bonne gouvernance, est indispensable pour que les finances publiques soient bien gérées. Il est essentiel que les organismes qui fournissent les statistiques, les prévisions macroéconomiques et les recommandations budgétaires soient indépendants. C'est le cas de l'Institut des comptes nationaux et du Conseil supérieur des finances. Encore faut-il qu'un cadre garantisse la continuité et la cohérence des politiques. La première pourrait être favorisée par une planification pluriannuelle systématique des budgets et par le recours à des normes contraignantes. Ainsi, il serait opportun qu'un nouveau gouvernement fédéral établisse au plus tôt un plan budgétaire couvrant au moins la législature. Quant à la cohérence, elle suppose une responsabilisation renforcée des divers niveaux de pouvoir – de sorte qu'ils supportent pleinement les conséquences de leurs décisions en matière tant de recettes que de dépenses –, un partage des compétences économiquement rationnel, une meilleure coordination des politiques, le maintien de dispositions assurant la cohésion sociale du pays et enfin, surtout dans les circonstances actuelles, la participation de tous, des pouvoirs locaux à l'État fédéral, à l'effort d'assainissement, notamment par le respect d'objectifs précis en matière de solde budgétaire.
23. Le redressement des finances publiques doit aussi s'appuyer sur un développement économique suffisamment vigoureux. Les mutations technologiques, l'émergence de nouveaux acteurs sur la scène économique mondiale, les évolutions démographiques et les menaces environnementales constituent plus que jamais des défis structurels. Le potentiel de production pourrait être durablement inférieur à ce qu'on pouvait espérer dans le passé : dans l'ensemble des pays avancés, la crise a montré que la croissance avait auparavant été dopée par un endettement excessif, de même qu'elle a augmenté l'aversion pour le risque. La récession a donc accentué l'urgence de réformes destinées à relever ce potentiel et à consolider l'assise de la protection sociale. La prospérité d'une petite économie ouverte dépend fondamentalement de sa compétitivité au sens large, c'est-à-dire des coûts, en particulier de la charge salariale par unité produite, mais aussi de la qualité des institutions, des facteurs de production et des produits offerts. À cet égard, même si le maintien d'un surplus courant et d'une croissance plus élevée que celle de la zone euro peut rassurer, certains constats incitent à la vigilance, comme la tendance des exportations à augmenter moins vite que celles d'autres pays européens, la persistance du chômage ou la forte sensibilité de l'économie aux chocs sur les prix des matières

premières. Maîtrise des coûts et réformes structurelles sur le marché du travail et les marchés des produits sont nécessaires pour consolider la croissance.

24. Dans la zone euro, le nouveau dispositif de surveillance macroéconomique accordera une attention particulière aux évolutions divergentes des prix et des coûts. Si la Belgique occupe généralement une position proche de la moyenne dans ce domaine, les prix y réagissent davantage aux hausses du coût des matières premières: ce fut le cas en 2008 et à nouveau en 2010. Ainsi, en décembre 2010, la hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé, soit 3,4 p.c., a dépassé de 1,2 point de pourcentage celle observée dans la zone euro. Hors produits énergétiques et alimentaires, le dépassement était de 0.1 point. L'ampleur des effets dits de premier tour d'un renchérissement des matières premières est due non seulement au poids relativement important des produits énergétiques dans l'indice et au fait que ceux-ci sont frappés d'accises moins élevées, mais aussi au mode de tarification du gaz et de l'électricité et à la réaction des prix des produits alimentaires. Une plus grande transparence et la révision de certains mécanismes de formation des prix s'imposent. L'Observatoire des prix, la CREG et le Conseil de la concurrence ont un rôle à jouer à cet égard. Par ailleurs, l'indexation automatique des salaires, propre à la Belgique, et l'indexation d'autres revenus et de divers prix et tarifs dans les secteurs abrités de la concurrence internationale accroissent le risque d'effets de second tour. La référence à l'indice-santé n'apporte qu'une correction partielle, puisque seuls les carburants, l'alcool et le tabac en sont exclus. Il importe donc que, conformément à la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, les négociations salariales tiennent dûment compte de la nécessité de corriger les divergences par rapport aux évolutions dans les pays partenaires. C'est dans cette perspective que le projet d'accord interprofessionnel 2011-2012 prévoit que les éventuelles augmentations de coûts salariaux hors indexation ne prendront cours qu'en 2012 et ne dépasseront pas 0,3 p.c. La Banque a pris connaissance avec satisfaction de l'engagement des partenaires sociaux d'étudier les moyens de réduire la volatilité des effets du système d'indexation, particulièrement dans le domaine des prix de l'énergie. Elle espère que des réformes en découleront dans les mécanismes de formation des prix et des revenus, qui permettront une atténuation structurelle de la vulnérabilité de la position des entreprises belges exposées à la concurrence internationale.
25. La modération des coûts salariaux est de nature à encourager la création d'emplois, mais elle serait vaine si elle n'allait pas de pair avec une politique renforçant l'offre de travail sur les plans qualitatif et quantitatif. Ainsi, il faut intensifier les efforts d'accompagnement des chômeurs en vue d'éviter que l'accroissement du chômage de longue durée ne se traduise par une perte d'aptitude à retrouver un emploi. La disparité du chômage selon les régions et les groupes sociaux appelle aussi des politiques de formation et de mobilité spécifiques. Une attention particulière doit être accordée à l'insertion des jeunes, surtout faiblement qualifiés, dans le circuit du travail car ils comptent parmi les principales victimes de la crise, les personnes déjà employées ayant été relativement protégées par la rétention de main-d'œuvre dans les entreprises. Plus généralement, des progrès sont indispensables en matière de formation, initiale et en entreprise, et d'encouragement à une plus grande participation à la vie professionnelle active. En effet, les pénuries de main-d'œuvre dans certaines professions se sont accentuées dès le redémarrage de l'activité. En vue d'augmenter le potentiel de croissance et de renforcer l'assise de la sécurité sociale, le taux d'emploi de la population âgée de vingt à soixante-quatre ans doit continuer à croître. Il était de 67,1 p.c. en 2009, soit inférieur aux 69,1 p.c. enregistrés dans l'UE et aux 75 p.c. ou plus observés en Allemagne, aux Pays-Bas, en Autriche, au Danemark ou en Suède. L'UE s'est fixé l'objectif d'une hausse de 6 points de pourcentage en dix ans, dans le cadre de la stratégie *Europe 2020*.
26. La prospérité de la Belgique et sa bonne insertion dans l'économie mondiale dépendent aussi de manière décisive de sa capacité d'innovation. En effet, la compétitivité n'est pas seulement déterminée par les coûts de la main-d'œuvre ou de l'énergie, mais aussi par la nature de la production et par la qualité des biens et services offerts. Il revient aux entreprises de faire preuve

de dynamisme pour concevoir de nouveaux produits, dont la demande serait moins sensible au prix en raison de leurs qualités propres, pour explorer de nouveaux marchés et pour rendre les processus de production plus efficaces. La Belgique est encore trop peu spécialisée en produits à forte intensité de recherche et difficiles à imiter. Un climat favorable à la création, à la diffusion et à la mise en œuvre d'innovations doit être établi, notamment par l'encouragement de la R&D, des réseaux de producteurs et de centres de recherche, de l'esprit d'entreprise, de la formation tout au long de la vie et de la mobilité professionnelle. La politique d'innovation accordera une attention particulière au développement et à l'application de technologies susceptibles de permettre à l'économie de s'adapter aux nouvelles normes internationales en matière d'utilisation de l'énergie et de respect de l'environnement. Les entreprises doivent développer une offre de biens et de services qui réponde à des critères de durabilité économique et écologique et saisir les possibilités d'exportation qui en découleront.

27. En matière de croissance de l'activité et de l'emploi, de solde extérieur ou de résultats budgétaires, les prestations récentes de l'économie belge ont été supérieures à la moyenne de la zone euro. La Belgique continue à disposer des atouts qui ont fait sa prospérité et lui ont permis de bâtir un système de protection sociale qui contribue à la réduction des inégalités et à la stabilisation de l'économie. Préserver ces bons résultats et les améliorer encore suppose toutefois, dans les circonstances actuelles, que les autorités politiques et les partenaires sociaux prennent sans tarder des mesures vigoureuses. L'assainissement des finances publiques et le renforcement de la compétitivité de notre économie sont deux objectifs prioritaires à court terme. Les mesures prises pour les atteindre devraient être structurelles et s'inscrire dans une stratégie de plus long terme, dont l'application n'est pas moins urgente, visant à relever le potentiel de croissance économique tout en favorisant la cohésion sociale et le respect de l'environnement. Il s'agit de bâtir un cadre institutionnel équilibré, stable et efficace, et de mettre en œuvre des réformes structurelles en vue d'augmenter le taux d'emploi, de promouvoir l'esprit d'entreprise et l'innovation, ou encore de réaliser des économies d'énergie et de matières premières. Plus tôt les efforts seront entrepris, plus ils seront supportables. Au contraire, plus ils seraient différés, plus ils seraient coûteux et douloureux, comme le montre l'exemple malheureux d'autres pays.

Bruxelles, le 2 février 2011

# Comité de direction

- <sup>6</sup> **Guy Quaden**, GOUVERNEUR
- <sup>1</sup> **Luc Coene**, VICE-GOUVERNEUR
- <sup>8</sup> **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
- <sup>7</sup> **Jan Smets**, DIRECTEUR
- <sup>4</sup> **Françoise Masai**, DIRECTEUR
- <sup>5</sup> **Jean Hilgers**, DIRECTEUR
- <sup>3</sup> **Peter Praet**, DIRECTEUR
- <sup>2</sup> **Norbert De Batselier**, DIRECTEUR



1

2

3

4

5

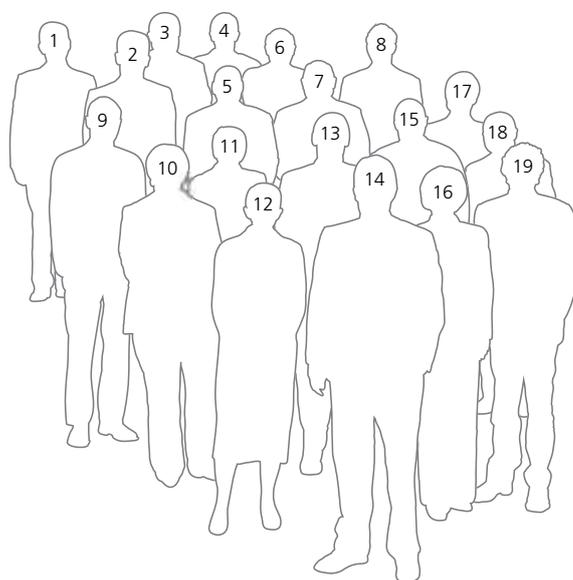
6

7

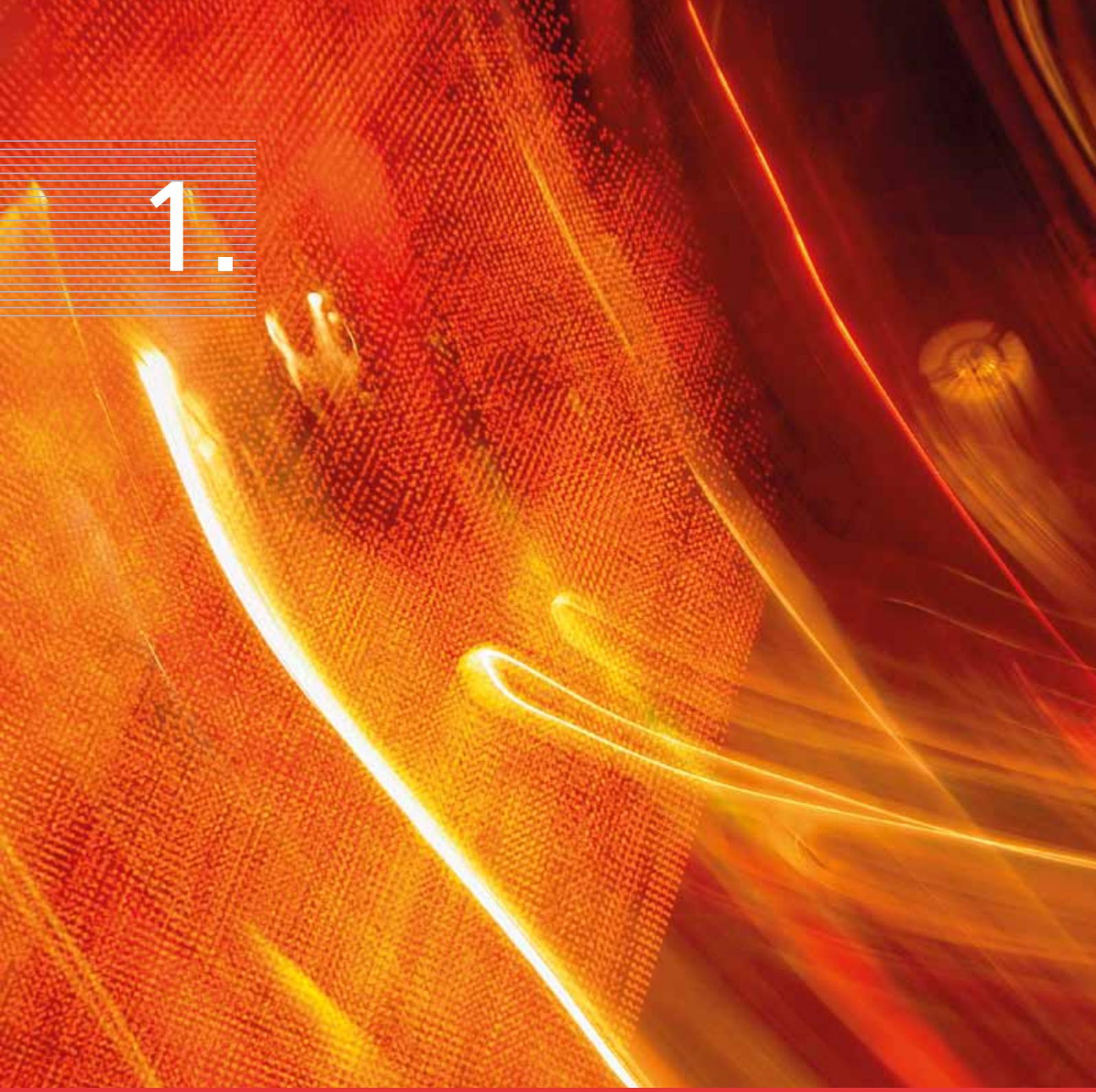
8

# Conseil de régence

- <sup>14</sup> **Guy Quaden**, GOUVERNEUR
- <sup>18</sup> **Luc Coene**, VICE-GOUVERNEUR
- <sup>16</sup> **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
- <sup>8</sup> **Jan Smets**, DIRECTEUR
- <sup>11</sup> **Françoise Masai**, DIRECTEUR
- <sup>2</sup> **Jean Hilgers**, DIRECTEUR
- <sup>17</sup> **Peter Praet**, DIRECTEUR
- <sup>5</sup> **Norbert De Batselier**, DIRECTEUR
- <sup>6</sup> **Gérald Frère**, RÉGENT
- <sup>13</sup> **Jacques Forest**, RÉGENT
- <sup>15</sup> **Luc Cortebeek**, RÉGENT
- <sup>10</sup> **Michèle Detaille**, RÉGENT
- <sup>12</sup> **Martine Durez**, RÉGENT
- <sup>1</sup> **Didier Matray**, RÉGENT
- <sup>4</sup> **Rudi Thomaes**, RÉGENT
- <sup>7</sup> **Rudy De Leeuw**, RÉGENT
- <sup>9</sup> **Karel Van Eetvelt**, RÉGENT
- <sup>3</sup> **Piet Vanthemsche**, RÉGENT
- <sup>19</sup> **Pierre Wunsch**, REPRÉSENTANT DU MINISTRE DES FINANCES







1.

Environnement  
international

# 1.1 Économie mondiale

## 1.1.1 Vue d'ensemble

### Orientation de l'activité et des politiques économiques

La reprise de l'économie mondiale, amorcée à la mi-2009 grâce à des mesures de relance budgétaires et à une politique monétaire particulièrement accommodante, s'est poursuivie en 2010. Tirant essentiellement profit de la vive expansion des pays émergents, le PIB mondial s'est accru de 5 p.c. en 2010 et a ainsi renoué avec la croissance vigoureuse qu'il affichait avant le début de la crise financière. Ainsi, alors que ces pays représentent environ le tiers de ce PIB, ils ont contribué à près des deux tiers de sa croissance, la Chine prenant à son compte quasiment la moitié de cette contribution. Dans les économies avancées, en revanche, le redressement a été très progressif et inégal, et l'activité économique n'a pas recouvré la dynamique qu'elle avait à l'époque. Le rythme de la reprise mondiale s'est infléchi dans le courant de l'année, en particulier aux États-Unis.

Cet infléchissement s'est produit dans les économies avancées lorsque les impulsions temporaires découlant du retournement du cycle des stocks et de la politique budgétaire expansive se sont peu à peu estompées, alors que le rebond de l'activité ne reposait pas encore suffisamment sur une dynamique auto-entretenu. Les excès du passé ainsi que les lourdes conséquences de la crise ont continué à peser sur la demande intérieure et, dans certaines économies telles que le Japon et la zone euro, le redressement a largement reposé sur les exportations. Certes, les investissements des entreprises ont progressé, notamment grâce au rétablissement de la rentabilité mais ils ont continué à être freinés par la forte sous-utilisation des capacités de production et les perspectives économiques encore très incertaines. Les pays où la part de la

branche de la construction dans l'activité avait atteint des proportions exceptionnelles avant l'explosion de la bulle immobilière ont subi les lourds effets de la restructuration de leur économie. Les marchés immobiliers sont du reste demeurés le plus souvent encore fragiles. Par ailleurs, la situation sur le marché du travail ne s'est que légèrement améliorée, si bien que la consommation privée n'a affiché dans l'ensemble qu'une progression timide. Un autre facteur qui a pesé sur la demande des particuliers dans les pays avancés sont les efforts que ceux-ci ont poursuivis afin de reconstituer leur patrimoine, lequel avait nettement pâti de la crise sur les marchés financiers et de l'immobilier, et de réduire leur endettement, qui s'était vivement accru dans certains pays en raison d'un assouplissement excessif de l'octroi de crédits. Enfin, l'accélération de l'assainissement des finances publiques, à laquelle ont procédé certains pays sous la pression des marchés financiers, a également ralenti la croissance de la demande intérieure.

Dans les économies émergentes, Asie en tête, la reprise a globalement été beaucoup plus vigoureuse et la demande intérieure a apporté une contribution substantielle. Les excès y étaient plus limités avant la crise et les conséquences de cette dernière y ont été moins importantes. De plus, ces pays ont pu souvent donner des impulsions budgétaires vigoureuses car, avec des finances publiques saines, ils disposaient pour ce faire d'une marge suffisante. Ils ont néanmoins aussi été confrontés au second semestre à un ralentissement de la croissance du PIB, induit il est vrai, pour partie, par des mesures de politiques économiques visant à prévenir une surchauffe de l'économie, notamment en Chine.

Globalement, les conditions financières ont continué à s'améliorer au cours de l'année et à soutenir la reprise économique. Des interventions vigoureuses des pouvoirs publics ont toutefois été nécessaires au printemps et en

**TABLEAU 1** CROISSANCE DU PIB DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES

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

	2008	2009	2010	<i>p.m.</i> 2009, part du PIB mondial <sup>(1)</sup>	<i>p.m.</i> 2010, contribution à la croissance du PIB mondial <sup>(1)</sup>
États-Unis .....	0,0	-2,6	2,8	20,7	0,58
Japon .....	-1,2	-6,3	4,3	6,0	0,26
Zone euro <sup>(2)</sup> .....	0,3	-4,1	1,7	15,2	0,26
Danemark, Royaume-Uni et Suède .....	-0,3	-5,0	2,2	3,7	0,08
Autres pays membres de l'UE <sup>(3)</sup> .....	3,8	-3,7	1,7	1,5	0,03
Autres pays avancés de l'OCDE <sup>(4)</sup> .....	1,1	-0,7	2,9	3,8	0,11
Chine .....	9,6	9,2	10,3	12,7	1,31
Inde .....	6,3	5,7	9,7	5,1	0,49
Autres pays émergents d'Asie <sup>(5)</sup> .....	3,1	0,2	7,3	7,0	0,51
Amérique latine <sup>(6)</sup> .....	4,2	-1,8	5,9	8,1	0,48
Principaux pays exportateurs de pétrole <sup>(7)</sup> .....	4,7	-2,6	3,4	7,9	0,27
Monde <sup>(1)</sup> .....	2,6	-0,6	5,0	100,0	5,0
<i>p.m. Commerce mondial</i> <sup>(8)</sup> .....	3,1	-10,7	12,0		

Sources: CE, FMI, OCDE.

(1) La contribution en points de pourcentage à la croissance du PIB mondial des pays ou groupes d'États considérés est calculée sur la base des parités de pouvoir d'achat, tout comme leur part en pourcentage dans ce PIB et la croissance mondiale.

(2) À l'exclusion de Chypre et de Malte.

(3) Bulgarie, Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Roumanie et République tchèque.

(4) Australie, Canada, Islande, Nouvelle-Zélande et Suisse.

(5) République de Corée du Sud, Hong-Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande.

(6) À l'exclusion de la République bolivarienne du Venezuela.

(7) Il s'agit des pays exportateurs de pétrole qui ont affiché un surplus de la balance courante supérieur à 40 milliards de dollars des États-Unis sur la période 2007-2009 (Algérie, Angola, Arabie saoudite, Émirats arabes unis, Irak, République islamique d'Iran, Koweït, Jamahiriya arabe libyenne, Nigéria, Norvège, Qatar, Fédération de Russie et République bolivarienne du Venezuela).

(8) Moyenne des exportations et importations de biens et de services.

novembre pour remédier à une crise européenne de la dette souveraine et préserver la stabilité des marchés financiers. Cette crise de la dette a clairement montré la nécessité de renforcer la gouvernance économique dans l'UE et, surtout, dans la zone euro.

L'inflation a augmenté en 2010 sous l'effet du renchérissement des matières premières, mais sa tendance sous-jacente est restée très faible, ce qui a reflété la sous-utilisation des capacités de production de l'économie. Ainsi, les banques centrales des principaux pays avancés ont pu maintenir leur taux directeur à un niveau très bas. S'agissant des mesures non conventionnelles qu'elles ont mises en place depuis le début de la crise en vue de soutenir le crédit bancaire et le fonctionnement des marchés financiers, un retrait total semblait s'annoncer au premier semestre de l'année, et plusieurs d'entre elles ont effectivement supprimé quelques unes de ces dispositions de

crise. Du fait de la publication de chiffres de croissance peu favorables, de perspectives incertaines et de la faiblesse de la tendance sous-jacente de l'inflation, elles ont décidé de rendre leur politique monétaire à nouveau plus accommodante à partir de l'été, notamment en procédant à des achats supplémentaires de titres. Dans certaines économies émergentes, la croissance rapide des crédits, conjuguée à une surchauffe des marchés de l'immobilier, a en revanche nécessité un resserrement de la politique.

S'agissant de la politique budgétaire, on a pu globalement observer une stabilisation, voire un léger recul, des déficits budgétaires et une nouvelle hausse des ratios d'endettement. La crise de la dette souveraine a contraint plusieurs pays européens à accélérer la remise en ordre de leurs finances publiques et de nouvelles impulsions budgétaires expansives n'ont été initiées que dans un nombre limité de pays.

## Encadré 1 – Particularités de la reprise économique de 2009-2010

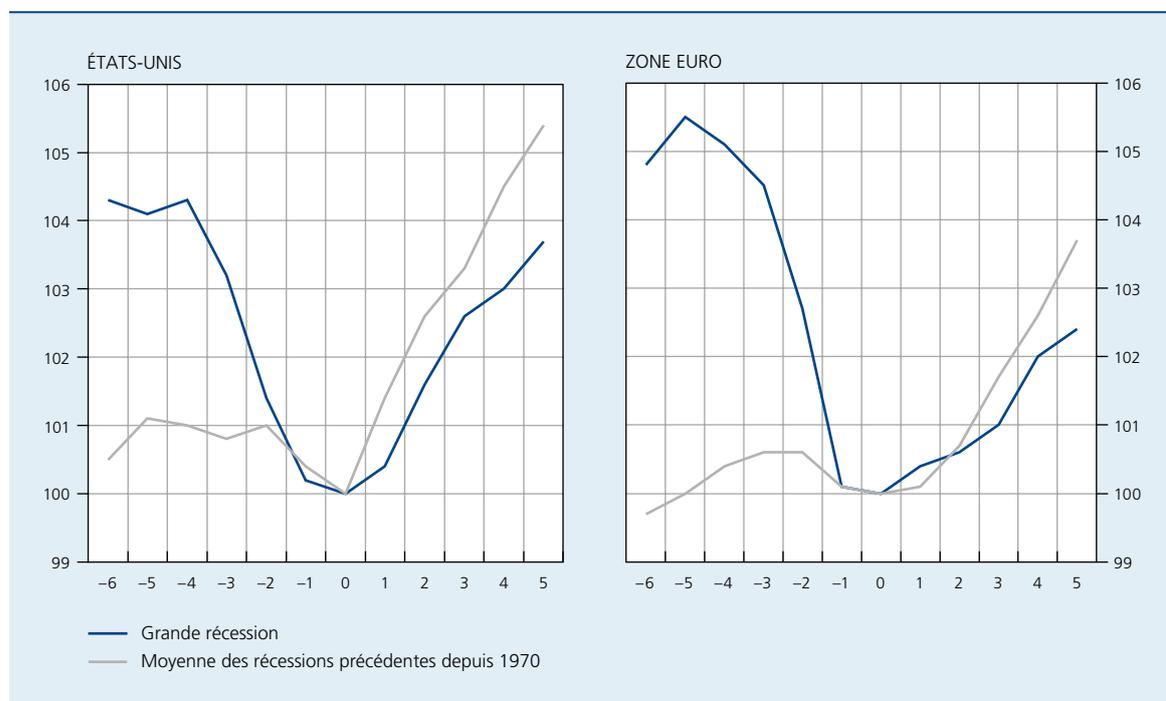
À partir du second semestre de 2009, l'économie mondiale a commencé à se remettre de la récession la plus grave qu'elle ait traversée depuis la Seconde Guerre mondiale. En 2010, ce redressement s'est poursuivi, mais plusieurs pays ont vu leur croissance ralentir, ce qui a suscité des interrogations quant à son rythme et sa pérennité.

Selon le FMI, le rythme moins rapide de la reprise économique en cours dans la plupart des économies avancées serait essentiellement dû au fait que la récession a été déclenchée par une crise financière. Dans un tel cas, l'expérience du passé montre qu'il faut presque deux fois plus de temps pour que le PIB retrouve le niveau qu'il avait avant la récession, car la phase d'expansion qui précède de telles récessions est souvent portée par des excès tels qu'une augmentation insoutenable des crédits, un lourd endettement et une bulle affectant le prix de certains actifs. Après l'éclatement de cette bulle, ménages et sociétés doivent rembourser leurs dettes et reconstituer leur patrimoine pour assainir leur bilan. C'est un processus généralement long qui freine le dynamisme de la demande intérieure. La modération de la reprise en 2010 s'expliquerait aussi par le fait que la récession a été mondiale, de sorte que la demande extérieure contribue moins au redressement que lors d'un choc plus limité au plan régional.

Aux États-Unis, la Grande récession s'est achevée au deuxième trimestre de 2009. Au cours des cinq trimestres suivants, la croissance cumulée du PIB en volume ne s'est élevée qu'à 3,7 p.c. et, au troisième trimestre de 2010, ce PIB était toujours inférieur au niveau qu'il avait atteint avant la crise. Il s'agit d'une expansion modérée si on la compare à d'autres phases d'expansion du passé, l'activité augmentant en moyenne de 5,4 p.c. cinq trimestres après une récession. L'évolution des principales composantes de la dépense aux États-Unis corrobore

### ÉVOLUTION DU PIB EN VOLUME PENDANT ET APRÈS UNE RÉCESSION <sup>(1)</sup>

(indices, niveau à la fin de la récession (période 0) = 100 <sup>(2)</sup>)



Sources : CE, BEA, CEPR, NBER.

(1) Données trimestrielles en volume corrigées des variations saisonnières et, pour la zone euro, également des effets de calendrier.

(2) La datation des cycles conjoncturels est basée sur des données du *Business Cycle Dating Committee* du NBER pour les États-Unis et du CEPR pour la zone euro. Depuis le début des années 1970, sept récessions ont été identifiées aux États-Unis et quatre dans la zone euro.

les constatations du FMI. La faiblesse de la reprise s'est marquée surtout dans les dépenses de consommation des ménages et les investissements en logements: les ménages ont épargné davantage afin de reconstituer leur patrimoine qui avait fort souffert de la baisse des prix de l'immobilier et du cours des actions de la mi-2007 au début de 2009; par ailleurs, un accès moins aisé aux crédits consentis par les établissements financiers et la mauvaise situation du marché du travail – l'incidence de ce facteur est d'autant plus importante aux États-Unis que la protection sociale y est relativement peu développée – les ont amenés à freiner la croissance de leurs dépenses.

Dans la zone euro aussi, la reprise de 2009-2010 s'est révélée d'ampleur moindre que lors d'épisodes précédents: cinq trimestres après la fin de la Grande récession, la croissance cumulée du PIB s'est établie 1,4 point de pourcentage en dessous de celle enregistrée en moyenne dans le passé et le niveau de l'activité était toujours inférieur de quelque 3 points de pourcentage à celui atteint avant la crise. Caractéristique des séquelles d'une crise financière, la demande intérieure finale a été considérablement plus déprimée que précédemment, ce qui s'est traduit par une reprise plus molle des dépenses de consommation privée et de l'investissement des particuliers et des entreprises, une évolution qui s'explique comme aux États-Unis par la reconstitution de la richesse nette du secteur privé et la dégradation du marché du travail, laquelle s'est cependant opérée à des degrés divers selon les pays. Un élément spécifique à la zone euro a été constitué par les développements occasionnés par la situation particulière de certains pays périphériques, où d'importants déséquilibres avaient été accumulés avant la crise. Ces pays ont été confrontés à de nouvelles tensions sur leurs marchés financiers, sapant la confiance de leurs ménages et sociétés et contribuant à une détérioration plus prononcée des conditions d'accès aux crédits bancaires.

En l'absence d'un relais autonome suffisant du côté de la demande intérieure émanant du secteur privé, aux États-Unis, comme dans la zone euro et dans bon nombre d'autres pays, le rythme de la reprise s'est infléchi dans le courant de 2010, en raison d'une moindre contribution de la variation des stocks et du retrait de certaines des mesures budgétaires qui avaient été prises dans la foulée de la crise pour relancer l'activité, voire pour certaines économies du début de l'effort de consolidation budgétaire.

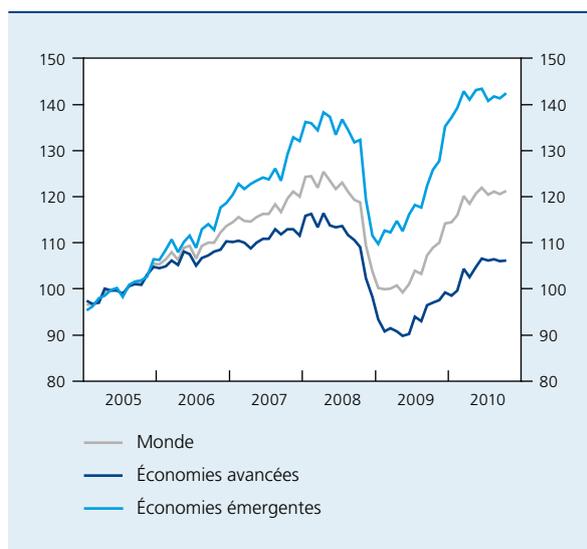
## Commerce mondial

Après une contraction sans précédent du volume du commerce mondial à la fin de 2008 et au début de 2009, la croissance des échanges internationaux de biens a commencé à se rétablir vigoureusement vers le milieu de 2009, parallèlement à la reprise de l'activité économique. Ce mouvement s'est poursuivi en 2010, mais il a commencé à s'infléchir à partir du deuxième trimestre.

De leur rebond jusqu'aux premiers mois de 2010, les échanges commerciaux des économies avancées ont crû à un rythme bien supérieur à la moyenne des dernières décennies. La progression a été encore plus prononcée dans les économies émergentes, principalement grâce à des impulsions budgétaires, telles que de grands travaux d'infrastructure en Chine, nécessitant matières premières et biens d'investissement en abondance. Durant cette phase, la rapide expansion du commerce mondial a également été nourrie par la résorption de l'incertitude très élevée qui avait, lors de la crise financière, entraîné le report de l'achat de biens de consommation durables et de biens d'investissement, marchandises qui sont

### GRAPHIQUE 1 ÉCHANGES INTERNATIONAUX DE BIENS

(données mensuelles corrigées des variations saisonnières, moyenne des exportations et importations, en volume, indices 2005 = 100)



Source : CPB.

abondamment présentes dans le commerce international. Enfin, la reconstitution des stocks – en Asie de matières premières et dans les pays occidentaux notamment d’articles électroniques de consommation – a apporté une contribution supplémentaire.

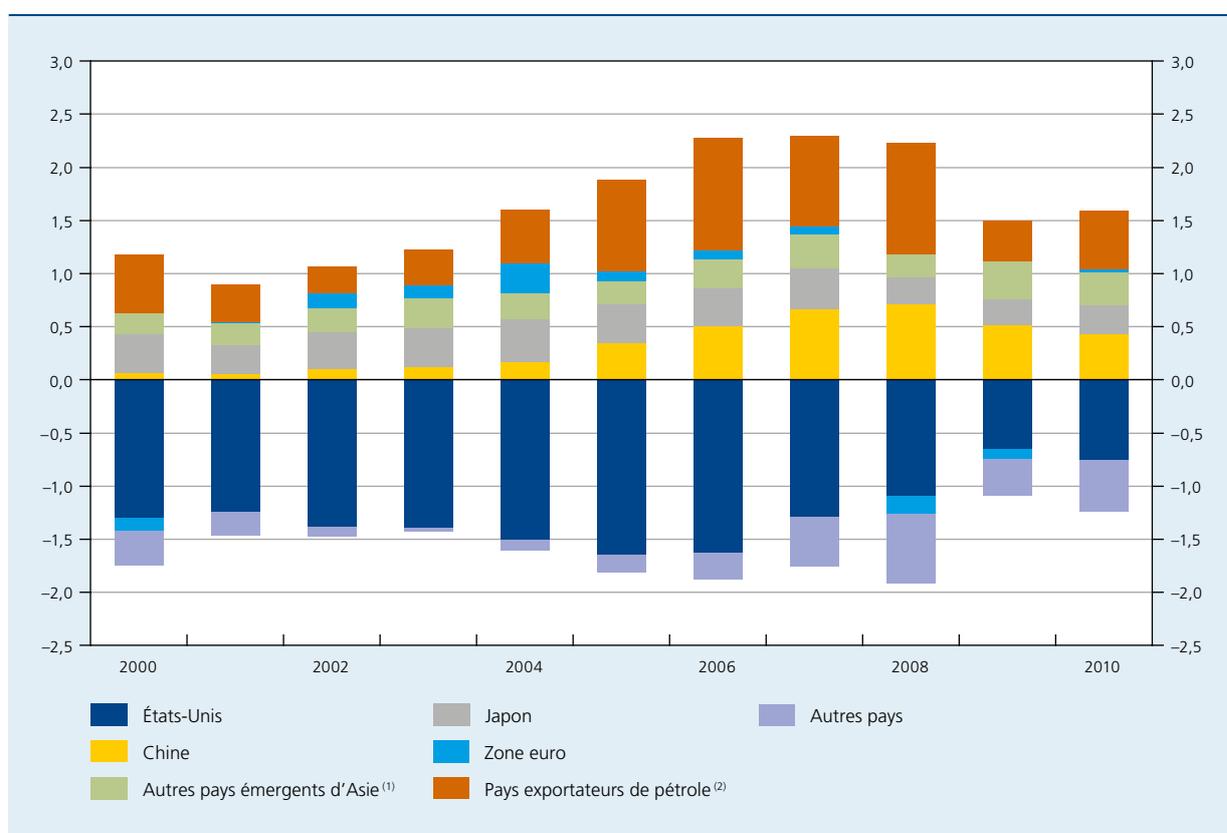
Le ralentissement de l’activité en cours d’année s’est reflété dans l’évolution des échanges internationaux, en particulier sous l’effet de la modération dans la constitution des stocks. C’est en Asie surtout que la croissance à un trimestre d’écart de ces échanges a fortement reculé, revenant de 7,8 p.c. au premier trimestre à -0,9 p.c. au troisième trimestre.

### Déséquilibres mondiaux de balances des paiements

Les déséquilibres mondiaux affectant le compte courant des balances des paiements se sont à nouveau amplifiés en 2010, après s’être fortement réduits en 2009. Cet accroissement est surtout imputable à la reprise du commerce international et au renchérissement des matières premières.

Sur une base régionale, il a résulté principalement d’une augmentation du surplus des pays exportateurs de pétrole et d’une aggravation du déficit des États-Unis. La résorption des déséquilibres reste un défi majeur. Cette question figure à l’ordre du jour de chaque réunion du G20 depuis le lancement, lors du sommet de Pittsburgh en septembre 2009, d’une stratégie à moyen terme visant à aboutir à une croissance forte, durable et équilibrée et à éviter de futures crises, dont les grandes lignes ont été définies dans le *Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth*. Un pan important du *Framework* consiste en la procédure d’évaluation mutuelle (*Mutual Assessment Process*), qui bénéficie de l’assistance technique du FMI. Il s’agit pour les membres du G20 de discuter de leurs plans de politiques économiques, ainsi que de leurs perspectives de croissance. Lors de la réunion des dirigeants du G20 qui s’est tenue en novembre 2010 à Séoul, il a été convenu de renforcer davantage la collaboration multilatérale en adoptant, dans le cadre de la procédure d’évaluation mutuelle, des directives visant à l’avenir à identifier et à corriger à temps les grands déséquilibres extérieurs.

**GRAPHIQUE 2** SOLDES DE LA BALANCE COURANTE DES PAIEMENTS DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES  
(pourcentages du PIB mondial)



Source : FMI.

(1) République de Corée du Sud, Hong-Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïwan, Thaïlande.

(2) Algérie, Angola, Arabie saoudite, Azerbaïdjan, Bahreïn, République du Congo, Émirats arabes unis, Équateur, Gabon, Guinée équatoriale, République islamique d’Iran, Koweït, Jamahiriya arabe libyenne, Nigéria, Norvège, Oman, Qatar, Fédération de Russie, Syrie, Turkménistan, République bolivarienne du Venezuela et Yémen.

## 1.1.2 Prix des matières premières et cours de change

### Marchés des matières premières

En 2010, les prix des matières premières ont poursuivi le mouvement de hausse amorcé au printemps 2009, sous l'effet principalement de la reprise de l'économie mondiale. Leur progression a ainsi atteint en moyenne 29 p.c. sur une base annuelle, selon l'indice HWWI exprimé en dollar des États-Unis. Ils ont cependant présenté des fluctuations durant toute l'année. Après avoir haussé jusqu'au début de mai, ils ont baissé en raison des turbulences sur les marchés financiers. Enfin, à partir de l'été, ils ont à nouveau augmenté, en réaction à l'amélioration des prévisions économiques et à l'affaiblissement du dollar des États-Unis. En cours d'année, les placements financiers sur les marchés des matières premières se sont aussi à nouveau inscrits en hausse, ce qui peut avoir partiellement été motivé par des considérations spéculatives et avoir contribué à renforcer la volatilité et l'évolution tendancielle des prix des matières premières.

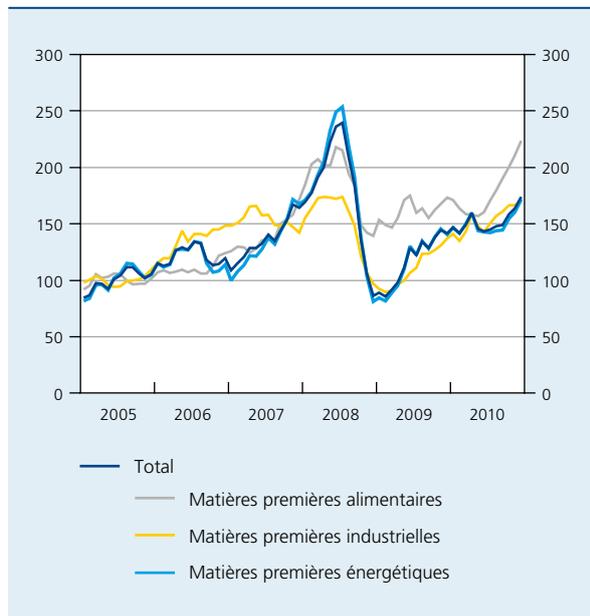
Bien que le renchérissement des matières premières ait été pratiquement généralisé, des écarts notables ont été observés entre les principales catégories de produits.

La hausse moyenne des prix a été la plus marquée pour les matières premières industrielles, à savoir 38,7 p.c., sous l'impulsion essentiellement de la reprise économique en Asie. Le cours de l'or, qui ne fait pas partie de l'indice HWWI commenté dans ces lignes, a progressé de 26 p.c., pour atteindre dans le courant de l'année un record historique de 1.418 dollars l'once. Tout comme en 2009, la hausse de la demande d'or comme placement sûr en période d'incertitude a nettement contribué à cette évolution. Par ailleurs, le cours du métal fin a été soutenu par l'affaiblissement du dollar des États-Unis pendant le second semestre et par les achats de plusieurs banques centrales de pays émergents.

Les prix des matières premières énergétiques ont crû de 28,7 p.c. en moyenne. Les cotations du pétrole brut de type *Brent* ont progressé de 28,8 p.c. et sont demeurées comprises dans une fourchette de 70 à 80 dollars pendant une grande partie de l'année. À partir du début d'octobre, sous l'effet d'une demande soutenue et inattendue, conjuguée à un tassement des stocks, et d'un affaiblissement du dollar, elles ont dépassé les 80 dollars, pour atteindre à la fin de décembre 93,5 dollars, soit environ 20 p.c. de plus qu'au terme de 2009. Les prix d'autres matières premières énergétiques importantes, comme le gaz naturel et le charbon, ont affiché en 2010 une hausse similaire à celle du pétrole brut.

### GRAPHIQUE 3 PRIX DES PRODUITS DE BASE

(données mensuelles, dollar des États-Unis, indices 2005 = 100)



Source : HWWI.

Sur l'ensemble de l'année, le renchérissement des matières premières alimentaires s'est limité à 10,9 p.c. Contrairement aux matières premières industrielles et énergétiques, l'évolution des prix de ces denrées est nettement moins sensible aux cycles conjoncturels. Leurs fluctuations sont en effet fortement déterminées par l'offre. Cette dernière a été très abondante au cours du premier semestre et a contribué, compte tenu d'une croissance modérée de la demande, à une diminution des cours. Ce mouvement de repli s'est toutefois interrompu à partir de l'été en raison de la révision à la baisse des prévisions de récoltes pour plusieurs végétaux, surtout pour le blé à la suite d'une grande sécheresse en Russie. Les prix des matières premières alimentaires sont de ce fait repartis à la hausse, pour dépasser le niveau record atteint durant l'été 2008.

### Cours de change

Au premier semestre de 2010, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar, en raison du resserrement des écarts de taux d'intérêt entre les deux zones économiques. En outre, la monnaie unique a de plus en plus été affectée par l'incertitude et la nervosité régnant sur les marchés de titres publics dans certains pays de la zone euro. Après que les tensions eurent atteint leur apogée en

mai, l'euro est revenu le 8 juin à 1,1942 dollar pour 1 euro, soit son niveau le plus bas durant l'année et quelque 17 p.c. en dessous de son cours au début de 2010.

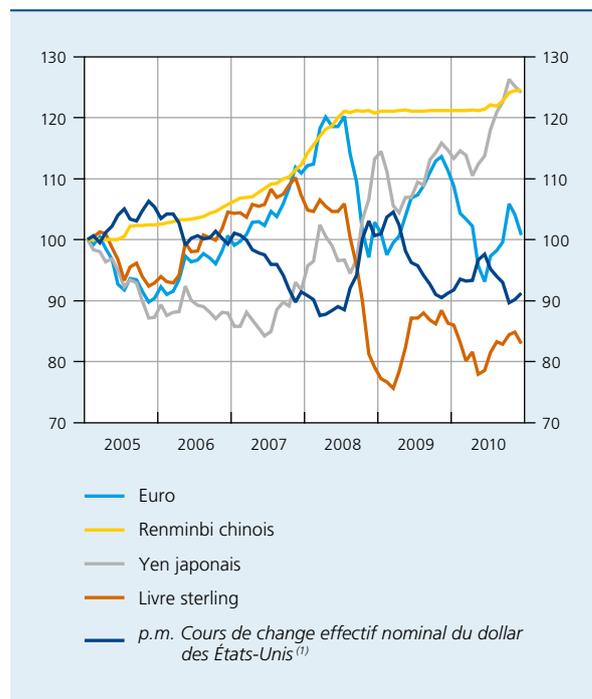
Toutefois, à partir du second semestre, l'euro a commencé à s'apprécier, les marchés de la dette souveraine s'étant quelque peu détendus et les intervenants de marché jugeant de plus en plus probable un nouvel assouplissement de la politique monétaire américaine, sous la forme d'achats supplémentaires d'emprunts publics, à la suite de sous-entendus de plusieurs responsables de la Réserve fédérale au moment de la publication de chiffres macroéconomiques défavorables. De ce fait, l'euro est passé, après l'annonce de ce programme d'achat, à 1,4244 dollar pour 1 euro le 4 novembre, soit une progression de 19 p.c. environ par rapport au début de juin. De nouvelles tensions sur les marchés d'emprunts publics européens et la divulgation de chiffres économiques plus favorables outre-Atlantique – qui ont incité les intervenants de marché à revoir à la hausse leurs anticipations quant à l'orientation de la politique monétaire aux États-Unis – ont à nouveau fait reculer le cours de l'euro durant les deux derniers mois de l'année, à quelque 1,3362 dollar pour 1 euro le 31 décembre, soit environ 7 p.c. de moins qu'à la fin de 2009.

Contrairement à 2009, les opérations de portage ne semblent pas être à l'origine de l'appréciation du yen en 2010. Au début de mai, les incertitudes entourant la crise de la dette grecque étaient au plus haut, ce qui a entraîné une fuite vers les valeurs considérées comme refuge et a poussé à la hausse le cours de change du yen. Plusieurs indicateurs plus faibles que prévu, annonçant un ralentissement de l'économie américaine et l'assouplissement quantitatif ultérieur de la Réserve Fédérale ont contribué à l'affaiblissement du dollar par rapport à la plupart des monnaies, dont le yen. D'avril à septembre 2010, le yen s'est apprécié de 11 p.c. environ par rapport au dollar et de 16 p.c. par rapport à l'euro, ce qui a incité la Banque du Japon à procéder, pour la première fois en six ans, à la mi-septembre, à des interventions directes sur le marché des changes – avec la vente de plus de 2.000 milliards de yens – afin de soutenir la fragile reprise de l'économie japonaise. Cette intervention unique s'est immédiatement traduite par un affaiblissement du yen, même si ce dernier n'a été que temporaire.

Après s'être fortement déprécié tant vis-à-vis du dollar que vis-à-vis de l'euro durant la crise financière, le cours de change de la livre sterling vis-à-vis de ces deux monnaies a oscillé toute l'année durant, à un niveau proche de la moyenne de 2009, soit une dépréciation de respectivement 23 et 20 p.c. par rapport à 2007.

#### GRAPHIQUE 4 COURS DE CHANGE BILATÉRAL DES PRINCIPALES MONNAIES VIS-À-VIS DU DOLLAR DES ÉTATS-UNIS

(moyennes mensuelles, indices janvier 2005 = 100)



Sources: BRI, Thomson Reuters Datastream.

(1) Moyenne du cours de change du dollar vis-à-vis des monnaies de vingt et un pays avancés et de quatre économies émergentes d'Asie (République de Corée du Sud, Hong-Kong, Singapour, Taïwan), pondérée par leur poids dans le commerce extérieur des États-Unis.

Alors que, depuis la mi-2008, le renminbi chinois était à nouveau couplé au dollar des États-Unis, la banque centrale chinoise a annoncé, le 19 juin 2010, qu'elle allait accroître la « flexibilité » du cours de change de sa devise. Dans la foulée de cette décision, celle-ci s'est quelque peu renchérie vis-à-vis du dollar, son appréciation représentant au total 2,7 p.c. en décembre.

### 1.1.3 Évolutions dans les principales régions

#### Activité économique

Aux États-Unis, le redressement de l'activité économique, entamé dans le courant de 2009, s'est poursuivi en 2010, grâce à celui de la demande intérieure, qui a encore été partiellement soutenue par la politique de la banque centrale américaine et celle de l'administration fédérale. Sur l'ensemble de l'année, la croissance s'est établie à 2,8 p.c. et a essentiellement reposé sur les dépenses de consommation des ménages et la variation des stocks ; les

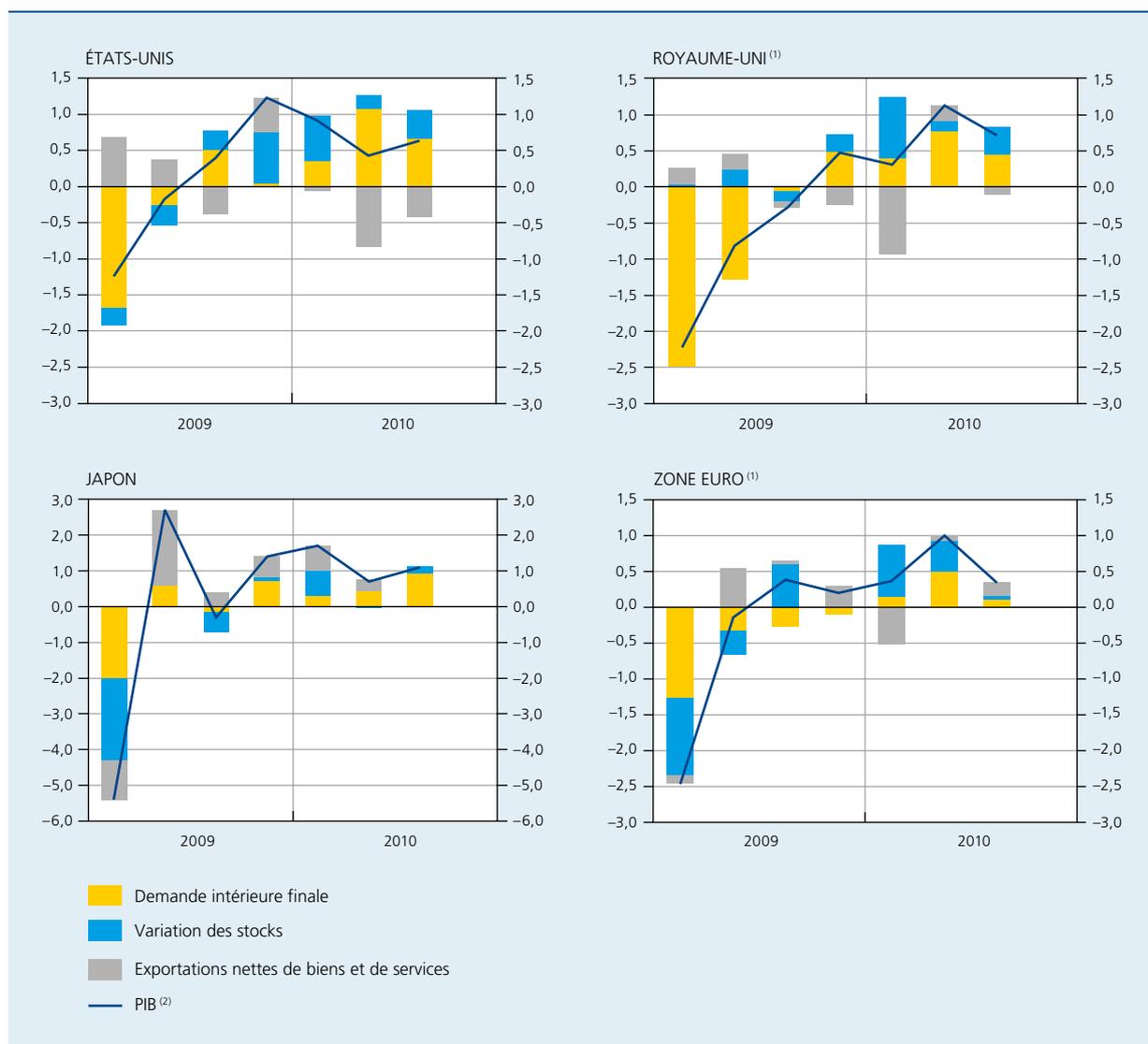
exportations nettes de biens et services ont, en revanche, fourni une contribution négative.

Le taux de croissance du PIB sur une base trimestrielle s'est ralenti, revenant de 1,2 p.c. à la fin de 2009 à une moyenne de 0,5 p.c. aux deuxième et troisième trimestres de 2010. Ce recul est imputable à la moindre contribution de la variation des stocks, à celle largement négative des exportations nettes et à la contraction des investissements en logements au troisième trimestre. Le redressement actuel de l'économie américaine, comme celui d'autres pays avancés, peut être qualifié de relativement peu

dynamique en regard du passé, ce qui est le propre des reprises succédant à des récessions généralisées et/ou déclenchées par une crise financière (cf. encadré 1). L'incidence des mesures de l'administration fédérale, qui a été significative essentiellement au cours du deuxième semestre de 2009 et au début de 2010, s'est ensuite fortement estompée. Le passage d'une expansion largement soutenue par la politique budgétaire à une croissance plus autonome ne s'est pas déroulé sans mal, une situation liée principalement à la faible dynamique des deux principaux moteurs de l'activité avant la crise, à savoir la consommation privée et les investissements en logements.

#### GRAPHIQUE 5 PROFIL TRIMESTRIEL DU PIB ET DES GRANDES CATÉGORIES DE DÉPENSES DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES AVANCÉES

(données corrigées des variations saisonnières, contribution à la variation du PIB en volume par rapport au trimestre précédent, points de pourcentage, sauf mention contraire)



Sources : CE, BEA, ESRI, ONS.

(1) Données également corrigées des effets de calendrier.

(2) Pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent.

Après s'être contractées pendant deux ans, les dépenses de consommation des ménages n'ont progressé que de 1,7 p.c., notamment parce que la croissance du revenu réel disponible de ces derniers a été très limitée. En effet, la situation sur le marché du travail est restée fortement déprimée, avec un très faible recul du taux de chômage au cours de l'année. La consommation privée a également été freinée par la poursuite de l'effort d'épargne des ménages américains en vue de reconstituer leur patrimoine net: à la fin du troisième trimestre, ce dernier était encore inférieur de quelque 16 p.c. au pic atteint en 2007. Le taux d'épargne des particuliers s'est établi en moyenne à 5,7 p.c., soit un niveau largement supérieur à celui prévalant avant la crise et à peine plus faible qu'en 2009.

Pour la cinquième année consécutive, les particuliers ont réduit leurs investissements, dont la contraction a atteint 2,6 p.c. en 2010. La légère reprise qui s'était profilée dans le courant de 2009, sous l'impulsion de plusieurs initiatives publiques, s'est essouffée lors du retrait de la plupart de celles-ci au printemps de 2010, tandis que le grand nombre de logements mis en vente ou saisis, ainsi que l'attitude prudente des institutions financières en matière d'octroi de crédits hypothécaires, ont continué de peser sur le marché immobilier. Quant aux investissements des entreprises, après le repli marqué de 2009, ils ont retrouvé leur dynamisme et ont augmenté de quelque 6 p.c., grâce à l'amélioration des perspectives économiques, à des conditions de financement plus favorables et à des bénéfices élevés. Dans le même temps, les sociétés américaines ont commencé à reconstituer leurs stocks à un rythme rapide dans le courant de 2010, fournissant de la sorte une contribution importante à la croissance. En revanche, à l'inverse des trois années précédentes, les exportations nettes n'ont pas contribué à cette dernière, les importations ayant progressé plus vivement que les exportations. En outre, les termes de l'échange des États-Unis se sont détériorés, principalement sous l'influence du renchérissement des matières premières, si bien que le déficit courant de la balance des paiements, qui s'était amélioré à partir de 2007, s'est de nouveau accru, passant de 2,7 à 3,4 p.c. du PIB.

Au **Japon**, le PIB a progressé de 4,3 p.c. au cours de l'année sous revue, alors qu'il avait reculé de 1,2 p.c. en 2008 et de 6,3 p.c. en 2009. La reprise économique à l'œuvre depuis le deuxième trimestre de 2009 a principalement reposé sur les exportations. La reconstitution des stocks de produits liés aux technologies de l'information dans les économies occidentales et la demande vigoureuse de biens d'investissement pour les travaux d'infrastructure en Asie, en particulier en Chine, ont relancé les exportations et la production japonaises et ont fait grimper les bénéfices des firmes exportatrices. Ainsi,

au deuxième trimestre de 2010, la croissance a même été presque exclusivement tirée par les investissements des

**GRAPHIQUE 6** PATRIMOINE NET ET TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES AVANCÉES

(données trimestrielles, pourcentages du revenu disponible)



Sources: CE, OCDE, ONS, Réserve fédérale, BCE.

(1) Soit le patrimoine financier net, augmenté de l'avoir sous la forme de biens immobiliers.

entreprises et par les exportations, tandis que la consommation des particuliers progressait à peine en raison du niveau toujours élevé du taux de chômage. Le patrimoine des ménages japonais n'a connu qu'une amélioration négligeable, notamment parce que les prix des logements ont maintenu leur tendance baissière.

Dans le courant de l'année, la vigueur du yen et l'affaiblissement de la demande extérieure, émanant notamment de la Chine, ont commencé à peser sur le volume des exportations et sur les marges bénéficiaires des entreprises, si bien qu'au troisième trimestre, les exportations nettes et les investissements des entreprises ont à peine contribué à la croissance. L'activité économique s'est toutefois redressée grâce aux dépenses de consommation des particuliers, qui ont affiché alors la progression la plus vigoureuse depuis plus d'un an, sous l'influence cependant de plusieurs facteurs temporaires, tels qu'un été chaud, le relèvement annoncé des taxes sur le tabac et la suppression imminente des subventions à l'achat de voitures écologiques. La première augmentation salariale nominale depuis deux ans, au deuxième trimestre, a sans doute aussi joué un rôle. Les autres catégories de dépenses sont restées atones pendant l'année. Contrairement à d'autres pays, la variation des stocks n'a au total pas contribué à la croissance. Les investissements en logement ont chuté de 7,3 p.c. par rapport à l'année précédente. Enfin, la situation budgétaire préoccupante a limité la marge de manœuvre des pouvoirs publics dans le domaine des investissements.

Le redémarrage de l'activité au **Royaume-Uni**, entamé dès le dernier trimestre de 2009, s'est poursuivi. Le PIB a de la sorte crû de 1,7 p.c. en 2010, après un recul de 4,9 p.c. l'année précédente. Le ralentissement du mouvement de déstockage et, à partir du deuxième trimestre de 2010, les prémices d'un mouvement de restockage, ont joué un rôle majeur dans la croissance du PIB durant les premiers trimestres de 2010. Dans une moindre mesure, la reprise de l'investissement a également soutenu l'activité, et en particulier la construction de logements dont la chute avait été considérable durant la récession. La consommation des ménages a eu un profil contrasté durant l'année du fait de relèvements du taux de TVA, en janvier 2010 et 2011, qui ont conduit les ménages britanniques à la réduire au premier trimestre de 2010 et, inversement, compte tenu d'un comportement d'anticipation, à l'augmenter légèrement au dernier trimestre. Sur l'ensemble de l'année, elle a été peu dynamique, freinée par la baisse du revenu disponible réel et des perspectives économiques incertaines, notamment en raison du taux de chômage élevé et du plan d'austérité budgétaire adopté à l'automne; elle a néanmoins contribué à la croissance grâce à la baisse du taux d'épargne

des particuliers. Cette évolution a été favorisée par le rebond de leur richesse nette, provoqué par la hausse des prix des actifs financiers et immobiliers. Par ailleurs, la consommation publique n'a été qu'un modeste stimulant à la demande intérieure sur l'ensemble de l'année, tandis que les investissements publics se sont contractés.

Malgré la dépréciation de l'ordre de 22 p.c. du cours de change effectif de la livre sterling depuis le début de crise financière, la croissance des exportations du Royaume-Uni est restée modeste, à cause de la faible demande de ses principaux partenaires commerciaux, la zone euro et les États-Unis, d'un relèvement des marges bénéficiaires des entreprises exportatrices britanniques et, enfin, du marasme des exportations de services, qui comptaient avant la crise pour quelque 40 p.c. des exportations totales du Royaume-Uni. Comme les importations ont été plus dynamiques, les exportations nettes ont contribué négativement à la croissance du PIB et le déficit de la balance courante s'est creusé, passant de 1,3 p.c. du PIB en 2009 à 2,2 p.c. en 2010.

**L'économie chinoise** a continué d'impressionner: l'expansion du PIB y a été de 10,3 p.c. en 2010. Après avoir vigoureusement progressé à la fin de 2009 et au début de 2010, l'expansion de l'activité a toutefois commencé à ralentir à partir du deuxième trimestre, sous l'effet des politiques mises en œuvre pour modérer la surchauffe de l'économie. Les autorités chinoises ont notamment renforcé la réglementation en matière de crédit hypothécaire, afin de contenir la spéculation sur le marché du logement ainsi que les prix de l'immobilier qui s'étaient envolés au premier trimestre, sous l'influence des conditions de crédit accommodantes et des taux d'intérêt réels négatifs. Dans un premier temps, les ventes de biens immobiliers se sont fortement contractées et une décélération de la progression des prix de l'immobilier a été observée dans quelques grands centres urbains mais, à partir du mois d'août, tant les prix que le volume des transactions sont à nouveau repartis à la hausse, ce qui a conduit les pouvoirs publics à prendre des mesures d'ajustement supplémentaires à la fin de septembre. Le ralentissement de l'activité économique s'est poursuivi au troisième trimestre – même si, dans l'ensemble, la croissance sur une base annuelle est restée étonnamment vigoureuse, à 9,6 p.c. –, lorsque les autorités ont pris des mesures contre les industries les plus polluantes. Enfin, le durcissement de la politique monétaire et le retrait progressif des plans de relance à l'approche de la fin de l'année ont également contribué à tempérer la croissance.

Durant l'année, les ventes du commerce de détail ont continué de progresser très rapidement, ce qui peut notamment s'expliquer par les mesures de soutien à la consommation

prises par les pouvoirs publics, qui ont essentiellement favorisé les ventes de véhicules automobiles. La bonne orientation de la confiance des consommateurs et l'accélération de l'urbanisation et de la croissance salariale ont soutenu la vigueur persistante de la consommation privée au deuxième semestre, malgré la pression croissante exercée sur le budget réel des ménages par le renchérissement des biens alimentaires et de l'immobilier. Plus encore que par les dépenses des ménages, la croissance du PIB a été soutenue par la formation brute de capital fixe. Ce soutien est venu des investissements privés, principalement dans la branche de l'immobilier, puisqu'avec le retrait progressif des plans de relance, les investissements publics, notamment dans les travaux d'infrastructure de grande ampleur, se sont pour leur part contractés.

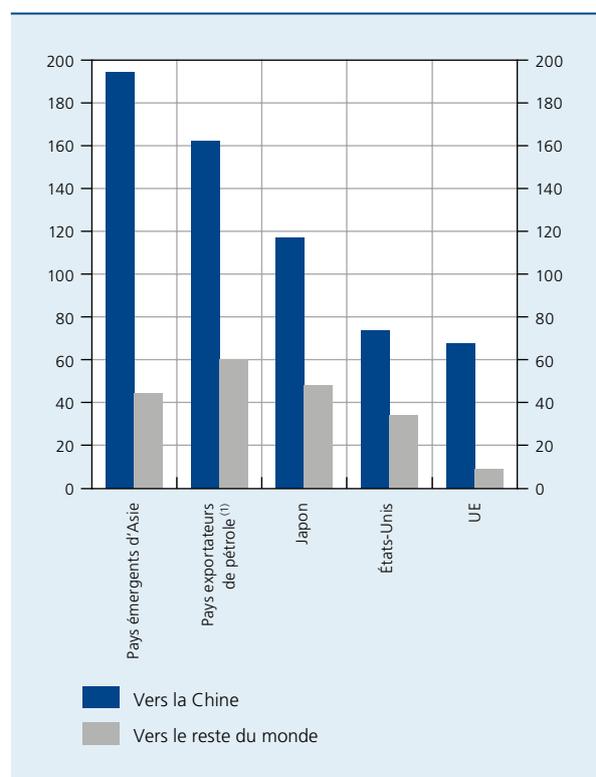
Le surplus courant de la balance des paiements chinoise s'est légèrement rétréci en 2010 du fait de la vigueur de la demande intérieure, revenant de 6 p.c. du PIB en 2009 à 5,8 p.c.

Alors que la plupart des autres débouchés se contractaient, la poursuite de la croissance rapide observée en Chine ces dernières années a eu un effet bénéfique notable sur la reprise dans les autres pays, même en dehors de l'Asie. Ainsi, depuis le début de 2009, pour les différents pays et régions du monde, les exportations vers la Chine ont augmenté beaucoup plus rapidement que leurs exportations vers le reste du monde. Dans le cadre des plans de relance chinois, de grands travaux d'infrastructure ont été entamés et les investissements immobiliers ont pris une grande ampleur, ce qui a renforcé les besoins de la Chine en matières premières et en biens d'investissement. La demande pour ces derniers a notamment bénéficié au Japon et à l'UE (en particulier, l'Allemagne) vu leur spécialisation dans la production de ce type de produits.

La Chine a également joué un rôle positif dans le financement de la dette souveraine des pays de la zone euro en difficulté. En octobre et en décembre, elle a proposé d'investir une partie de ses réserves de change dans l'achat d'obligations publiques grecques et portugaises.

**GRAPHIQUE 7** CROISSANCE DES EXPORTATIONS VERS LA CHINE ET LE RESTE DU MONDE DE JANVIER 2009 À SEPTEMBRE 2010

(pourcentages de variation en valeur)



Source : FMI.

(1) Algérie, Angola, Arabie saoudite, Azerbaïdjan, Bahreïn, République du Congo, Émirats arabes unis, Équateur, Gabon, Guinée équatoriale, République islamique d'Iran, Koweït, Jamahiriya arabe libyenne, Nigéria, Norvège, Oman, Qatar, Fédération de Russie, Syrie, Turkménistan, République bolivarienne du Venezuela et Yémen.

## Politique monétaire

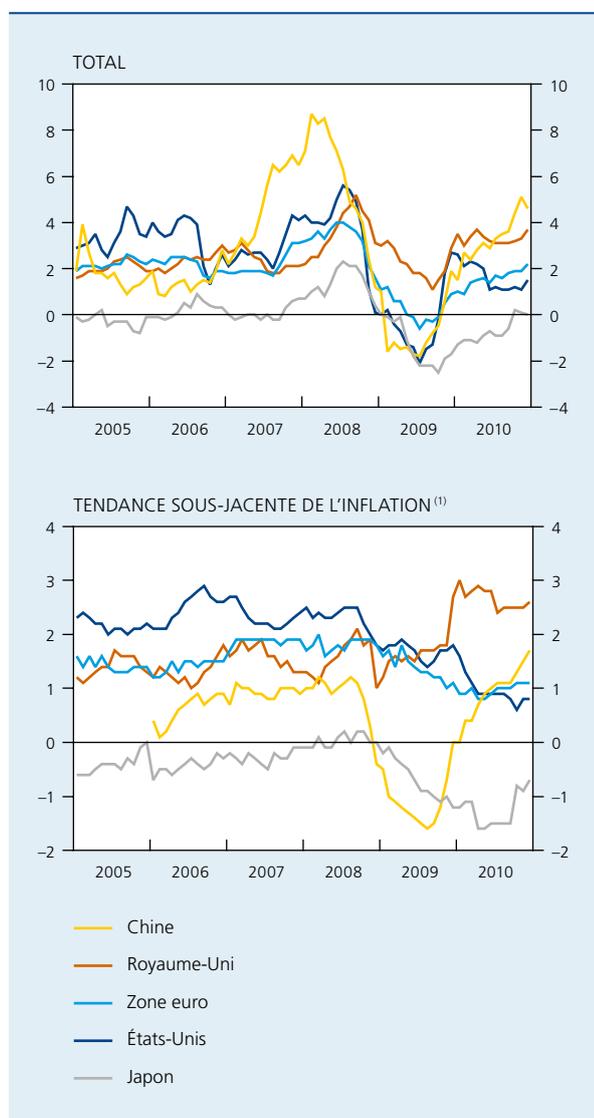
Dans le courant de 2010, à mesure que la situation économique évoluait, la **Réserve fédérale** des États-Unis a adapté sa politique. Durant la première moitié de l'année, en raison de l'amélioration de la situation financière et économique, l'accent a été mis sur la normalisation de la politique par la suppression de plusieurs mesures adoptées dans le cadre de la crise. Ainsi, en février, à la suite du relèvement du taux d'escompte, qui est passé de 0,5 à 0,75 p.c., le différentiel de ce taux d'intérêt vis-à-vis du taux cible des fonds fédéraux a été partiellement normalisé. S'agissant des mesures non conventionnelles, un terme a d'abord été mis, à la fin de mars, à la reprise de dettes des agences gouvernementales américaines de refinancement hypothécaire (*Fannie Mae*, *Freddie Mac* et *Federal Home Loan Banks*) et à l'achat de titres adossés à des créances hypothécaires (émis par *Fannie Mae*, *Freddie Mac* et *Ginnie Mae*). Au fil des mois qui ont suivi, la Réserve fédérale a laissé son portefeuille d'actifs de ce type se réduire, à mesure que ceux-ci arrivaient à échéance ou étaient remboursés. Ensuite, à la fin de juin, le rétablissement des marchés financiers se confirmant, tous les programmes spécifiques de liquidité, qui avaient été créés en 2007 et en 2008 au bénéfice des institutions financières, ont été complètement clôturés. La conclusion, en mai, de nouveaux accords de *swaps* en dollar entre la Réserve fédérale et plusieurs banques centrales a constitué une exception, le financement bancaire à court terme en dollar posant de nouveaux problèmes en Europe.

À partir de l'été, toutefois, une croissance décevante, des perspectives incertaines et une inflation faible ont incité la Réserve fédérale à assouplir sa politique monétaire. Pendant le reste de l'année, le taux cible des fonds fédéraux est resté dans la fourchette comprise entre 0 et 0,25 p.c., introduite dès la fin de 2008, et le *Federal Open Market Committee* de la Réserve fédérale (FOMC) a réitéré à plusieurs reprises son souhait de le maintenir à un niveau bas tant que les conditions économiques le justifieraient. L'assouplissement de la politique monétaire s'est fait par le biais des mesures non conventionnelles : au début d'août, le FOMC a annoncé

que, pour éviter de modifier le montant des titres à long terme figurant au bilan, le remboursement tant des dettes des agences gouvernementales américaines de refinancement hypothécaire que des titres adossés à des créances hypothécaires seraient intégralement réinvestis en emprunts publics ; au début de novembre, une série d'achats supplémentaires de titres publics à long terme a été annoncée. Ces achats dureront jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2011 et devraient entraîner une augmentation de 600 milliards de dollars du bilan du Système fédéral de réserve, ce qui correspond à environ 75 milliards de dollars par mois.

#### GRAPHIQUE 8 INFLATION DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES

(données mensuelles, variations par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



Sources : CEIC, Thomson Reuters Datastream, Statistics Bureau of Japan.

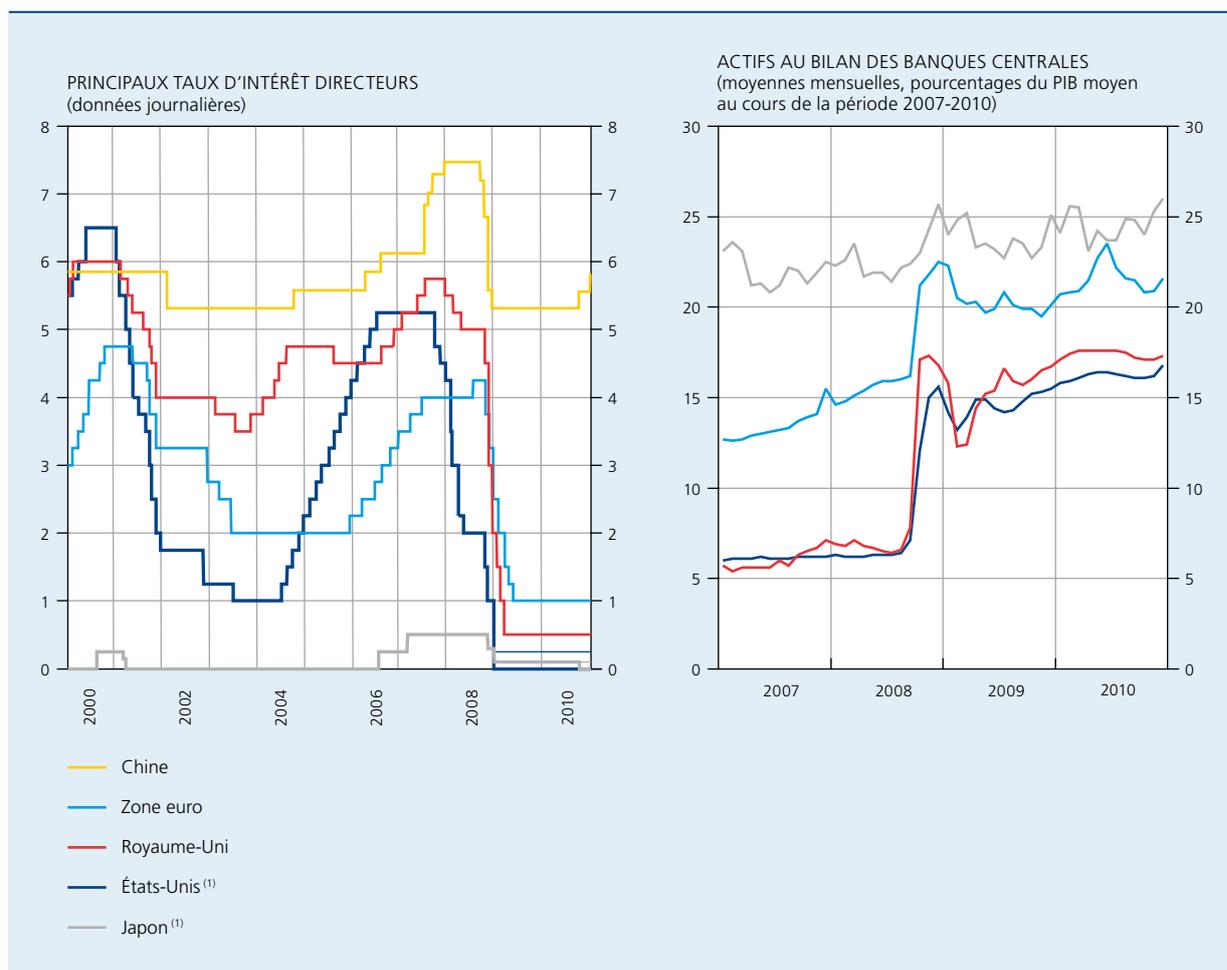
(1) Mesurée par l'indice des prix à la consommation, à l'exclusion des produits alimentaires et des produits énergétiques.

Dans le courant de l'année, après que la **Banque du Japon** a clôturé la plupart des facilités temporaires, la poursuite de la baisse de la tendance sous-jacente de l'inflation et la vigueur du yen ont conduit cette institution à élargir les opérations de fourniture de fonds à taux fixe destinées aux banques. Au début d'octobre, celle-ci a par ailleurs décidé d'abaisser le taux directeur, fixé à 0,1 p.c. depuis mi-décembre 2008, à un niveau compris entre 0 et 0,1 p.c. et d'acquiescer un large éventail de titres, pour un montant toutefois assez modeste, de 5.000 milliards de yens (soit environ 1 p.c. du PIB).

La politique monétaire de la **Banque d'Angleterre** est restée très accommodante, avec un taux directeur stable à 0,5 p.c. tout au long de l'année sous revue et le maintien du plan d'assouplissement quantitatif décidé en 2009, qui s'élevait à 200 milliards de livres sterling (soit près de 14 p.c. du PIB).

La **banque centrale chinoise** a également poursuivi sa politique accommodante en 2010, mais elle a néanmoins pris quelques mesures ciblées en vue de ralentir la hausse des prix de l'immobilier, ainsi que la croissance des crédits et de la masse monétaire. Les réserves obligatoires des banques ont été augmentées à plusieurs reprises et l'octroi de crédits a été limité par de nouvelles restrictions quantitatives. L'autorité monétaire entendait ainsi limiter à 7.500 milliards de renminbis (soit environ 20 p.c. du PIB) le montant des nouveaux prêts accordés sur l'ensemble de l'année. La « flexibilisation » du renminbi devait aussi contribuer à réduire les pressions inflationnistes. Enfin, à deux reprises, le 20 octobre et le 24 décembre, la banque centrale chinoise a relevé de 25 points de base le taux de rémunération des dépôts, le portant ainsi de 2,25 à 2,75 p.c., tandis qu'elle faisait passer le taux d'intérêt sur les prêts bancaires à un an à 5,81 p.c. Il s'est agi des premiers resserrements en près de deux ans.

GRAPHIQUE 9 TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEURS ET ACTIFS AU BILAN DES PRINCIPALES BANQUES CENTRALES



Sources : FMI, Banque d'Angleterre, Banque du Japon, Banque populaire de Chine, Réserve fédérale, BCE.

(1) Pour les taux directeurs, le trait est dédoublé lorsque la banque centrale s'est donné pour objectif une fourchette, le dessus de celle-ci étant indiqué par une ligne plus fine de même couleur.

## Finances publiques

Aux **États-Unis**, le déficit budgétaire de l'ensemble des administrations publiques a diminué quelque peu, du fait de l'extinction d'une partie des stimuli budgétaires mis en œuvre à la suite de la crise et de recettes plus importantes en raison de la reprise. Il est ainsi passé de 11,3 à 10,5 p.c. du PIB. En cours d'année, l'atonie de la reprise a certes incité les autorités fédérales à prendre une nouvelle série d'initiatives expansionnistes, mais leur ampleur est toutefois restée limitée en 2010. Ainsi, l'endettement public brut a encore augmenté, de 84,4 à 92,8 p.c. du PIB.

Au **Japon**, en revanche, l'orientation de la politique budgétaire est restée globalement expansive. Compte tenu des hésitations dans la reprise, les autorités publiques l'ont d'ailleurs renforcée, en septembre et en octobre, en

adoptant un nouveau train de mesures de relance axées sur l'emploi et des mesures d'urgence supplémentaires, à hauteur de respectivement 980 et 5.050 milliards de yens, soit au total 1,2 p.c. du PIB. À la suite d'une sensible hausse des dépenses publiques, le déficit budgétaire a augmenté de 0,6 point de pourcentage, pour atteindre 7,7 p.c. du PIB. Dans ce contexte, l'endettement public brut a poursuivi sa hausse, s'approchant des 200 p.c. du PIB.

Le déficit public au **Royaume-Uni** ne s'est réduit que très légèrement en 2010, passant de 11,4 à 10,5 p.c. du PIB. Cette amélioration a, pour l'essentiel, découlé de l'expiration en début d'année de la mesure de réduction du taux de TVA et de l'avancement à 2008 et à 2009 de dépenses d'investissements publics qui avaient été décidés dans la foulée de la crise, pour en contrer l'effet. En outre, des mesures de réduction draconiennes ont été décidées

en juin. La dette publique brute consolidée a de nouveau augmenté considérablement, de 68,2 à 77,8 p.c. du PIB.

Alors que la situation budgétaire dans la plupart des économies avancées est clairement insoutenable et nécessitera les prochaines années un effort d'assainissement

drastique, la **Chine** a maintenu ses finances publiques saines, nonobstant un effort important de relance budgétaire: ainsi, le déficit public s'est élevé en 2010, comme l'année précédente, à quelque 3 p.c. du PIB, tandis que la dette publique ne représentait que 19,1 p.c. du PIB à la fin de 2010.

**TABEAU 2 SOLDE DE FINANCEMENT ET DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES**  
(pourcentages du PIB)

	Solde de financement <sup>(1)</sup>				Endettement brut <sup>(2)</sup>			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
États-Unis .....	-2,9	-6,3	-11,3	-10,5	62,0	71,1	84,4	92,8
Zone euro .....	-0,6	-2,0	-6,3	-6,3	66,2	69,8	79,2	84,2
Japon .....	-2,4	-2,1	-7,1	-7,7	167,1	173,9	192,8	198,4
Royaume-Uni .....	-2,7	-5,0	-11,4	-10,5	44,5	52,1	68,2	77,8
Chine .....	0,9	-0,4	-3,0	-2,9	19,8	16,8	18,6	19,1

Sources: CE, FMI, OCDE.

(1) Pour la zone euro et le Royaume-Uni, conformément aux règles fixées pour la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP), y compris les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières, tels les contrats d'échange (*swaps*).

(2) Pour la zone euro et le Royaume-Uni, il s'agit de l'endettement brut consolidé, c'est-à-dire déduction faite des dettes qui ont pour contrepartie des actifs au sein même du secteur des administrations publiques.

## 1.2 Zone euro et politique monétaire de l'Eurosystème

### 1.2.1 Principales évolutions économiques dans la zone euro

#### Activité économique et marché du travail

Après que la zone euro avait renoué avec une croissance positive au troisième trimestre de 2009, la reprise s'est poursuivie en 2010: le PIB a progressé de 1,7 p.c., alors qu'il avait reculé de 4,1 p.c. en 2009. Le rétablissement de l'économie a toutefois été graduel si on le compare au redressement qui avait été enregistré en moyenne à l'issue de récessions antérieures ou à la reprise observée dans d'autres économies avancées comme les États-Unis et le Japon, même compte tenu de la croissance particulièrement vigoureuse enregistrée dans la zone euro au deuxième trimestre. Ainsi, globalement, au troisième trimestre de l'année sous revue, le PIB en volume était toujours inférieur à son niveau moyen de 2007.

La reprise économique dans la zone euro a été relativement généralisée, la plupart des pays membres enregistrant une hausse de leur PIB en 2010. Celle-ci a été particulièrement marquée dans certains pays comme l'Allemagne, la Slovaquie et la Finlande où le recul de l'activité avait été considérable en 2009. En Belgique, aux Pays-Bas et en France, le redressement a été comparable à celui de la moyenne de la zone. En revanche, dans d'autres économies, tels le Portugal et l'Italie, il s'est inscrit nettement en retrait de cette moyenne, et le PIB a même de nouveau décliné en Irlande, en Espagne et surtout en Grèce. Hormis en Grèce, l'évolution de l'activité s'est néanmoins améliorée sensiblement partout en comparaison de 2009.

**TABLEAU 3** CROISSANCE DU PIB DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO<sup>(1)</sup>

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

	2008	2009	2010	p.m. 2009, part du PIB de la zone euro
Allemagne . . . . .	1,0	-4,7	3,7	26,8
France . . . . .	0,2	-2,6	1,6	21,3
Italie . . . . .	-1,3	-5,0	1,1	17,0
Espagne . . . . .	0,9	-3,7	-0,2	11,8
Pays-Bas . . . . .	1,9	-3,9	1,7	6,4
Belgique . . . . .	1,0	-2,8	2,0	3,8
Autriche . . . . .	2,2	-3,9	2,0	3,1
Grèce . . . . .	1,3	-2,3	-4,2	2,6
Finlande . . . . .	0,9	-8,0	2,9	1,9
Portugal . . . . .	0,0	-2,6	1,3	1,9
Irlande . . . . .	-3,5	-7,6	-0,2	1,8
Slovaquie . . . . .	5,8	-4,8	4,1	0,7
Luxembourg . . . . .	1,4	-3,7	3,2	0,4
Slovénie . . . . .	3,7	-8,1	1,1	0,4
Chypre . . . . .	3,6	-1,7	0,5	0,2
Malte . . . . .	2,6	-2,1	3,1	0,1
Zone euro <sup>(2)</sup> . . . . .	0,3	-4,1	1,7	100,0

Sources: CE, OCDE.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance de leur PIB en 2010.

(2) À l'exclusion de Chypre et de Malte; données corrigées des effets de calendrier.

**TABEAU 4** PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES DANS LA ZONE EURO <sup>(1)</sup>

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

	2008	2009	2010
Dépenses de consommation finale des particuliers . . . . .	0,3	-1,1	0,6
Dépenses de consommation finale des administrations publiques . . . . .	2,3	2,4	1,0
Formation brute de capital fixe . .	-1,0	-11,3	-1,0
Logements . . . . .	-5,3	-10,7	-3,6
Entreprises . . . . .	0,3	-14,9	0,7
Administrations publiques . . . .	1,6	5,1	-3,4
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i>	<i>0,4</i>	<i>-2,6</i>	<i>0,3</i>
Variation des stocks <sup>(2)</sup> . . . . .	-0,2	-0,7	0,6
Exportations nettes de biens et de services <sup>(2)</sup> . . . . .	0,1	-0,8	0,8
Exportations de biens et de services <sup>(3)</sup> . . . . .	1,0	-13,2	10,7
Importations de biens et de services <sup>(3)</sup> . . . . .	0,8	-11,9	8,7
PIB . . . . .	0,3	-4,1	1,7

Sources : CE, OCDE.

(1) À l'exclusion de Chypre et de Malte, sauf pour les exportations et les importations.

(2) Contribution à la variation du PIB, points de pourcentages.

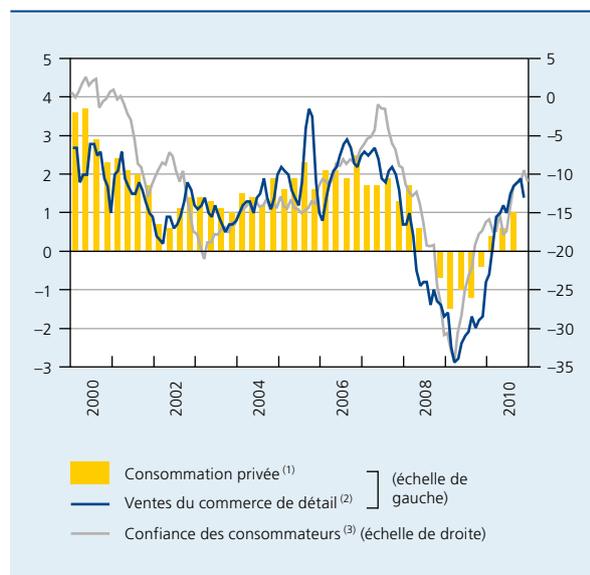
(3) Données non corrigées des effets de calendrier.

Le redressement de l'activité dans la zone euro a dans une large mesure été porté par les exportations. Ces dernières avaient commencé à vivement augmenter dès la mi-2009, mais elles se sont véritablement envolées au deuxième trimestre de 2010. L'expansion des exportations a été soutenue par le rétablissement de l'économie mondiale et du commerce international, surtout dans les pays où elles avaient chuté durant la crise. Il est possible que l'affaiblissement de l'euro à la fin de 2009 et durant les premiers mois de 2010 ait lui aussi joué un rôle. La plupart des pays de la zone euro ont enregistré un redressement de leurs exportations, mais c'est clairement en Allemagne que ce moteur a été l'un des plus puissants. Au deuxième trimestre, la nette accélération de la croissance a essentiellement été imputable aux évolutions des exportations dans ce pays, lequel a pu tirer profit de sa spécialisation en biens d'investissement et de l'orientation croissante de ses exportations vers les économies émergentes, en particulier la Chine. Si l'on prend également en compte la hausse des importations, les exportations nettes de biens et services ont contribué à la croissance à hauteur de 0,8 point de pourcentage en moyenne en 2010.

La demande intérieure totale a, pour sa part, contribué à concurrence de 0,9 point de pourcentage à la croissance de la zone euro en 2010 : pour l'essentiel, c'est-à-dire à hauteur de 0,6 point de pourcentage, cette progression est toutefois imputable à la variation des stocks. La contribution de cette composante volatile des dépenses a surtout été importante dans la première moitié de l'année. La demande intérieure finale, par contre, est restée atone en comparaison de son évolution les années qui avaient précédé la crise, ne contribuant à la croissance du PIB qu'à concurrence de 0,3 point de pourcentage.

Après avoir reculé en 2009 d'un peu plus de 1 p.c., la consommation privée s'est accrue de manière très modérée, de 0,6 p.c. En Allemagne, elle n'a, en moyenne sur l'ensemble de l'année, pas augmenté. En Grèce et en Irlande, la correction des déséquilibres macroéconomiques a même donné lieu à une importante baisse de la consommation privée. En Espagne, par contre, où ces ajustements ont également été déterminants pour l'évolution de l'économie au cours de l'année, celle-ci a au contraire encore augmenté. Dans d'autres pays aussi, notamment en France et en Belgique, la consommation privée a affiché un certain dynamisme.

**GRAPHIQUE 10** CONSOMMATION PRIVÉE, CONFIANCE DES CONSOMMATEURS ET VENTES DU COMMERCE DE DÉTAIL DANS LA ZONE EURO



Sources : CE, BCE.

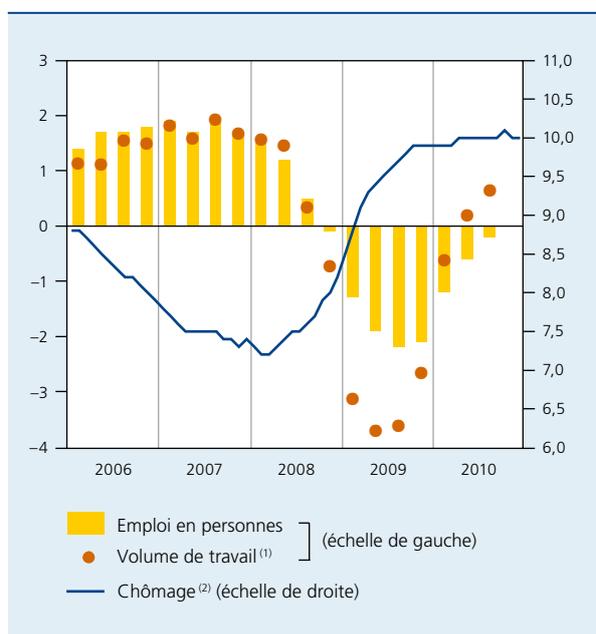
(1) Données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

(2) Données corrigées des effets de calendrier, pourcentages de variation annuelle, moyenne mobile sur trois mois.

(3) Données corrigées des variations saisonnières, solde des réponses à l'enquête mensuelle.

**GRAPHIQUE 11 MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO**

(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, sauf mention contraire)



Sources : CE, BCE.

(1) Total des heures ouvrées.

(2) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active, en pourcentage.

L'atonie de la consommation privée doit s'apprécier en fonction de la situation toujours défavorable qui a régné sur le marché du travail. Dans l'ensemble, l'emploi dans la zone euro a affiché un nouveau recul de 0,5 p.c., tandis que le chômage a progressé, atteignant 10 p.c. de la population active. Il n'en demeure pas moins que les pertes d'emplois enregistrées au cours de l'année ont été sensiblement moins nombreuses qu'en 2009, où l'emploi s'était contracté de 1,8 p.c.

La reprise économique s'est traduite par la multiplication de signes de stabilisation du marché du travail durant l'année sous revue : l'emploi est certes resté en berne, mais pour la première fois depuis le début de la crise, les pertes d'emplois en variation annuelle ont clairement diminué et l'emploi considéré en variation trimestrielle s'est plus ou moins stabilisé. Les branches les plus affectées par les destructions d'emplois depuis la mi-2008, à savoir l'industrie manufacturière et la construction, ont continué à subir des réductions de postes, mais de manière de moins en moins prononcée. La branche « activités financières et services aux entreprises » a même au contraire généré de nouveaux emplois de manière ininterrompue dès la fin de 2009. Globalement, la détente sur le marché du travail est demeurée cependant fragile, encore limitée, et variable selon les pays de la zone euro.

Durant la crise, la détérioration du marché du travail s'est marquée davantage par une contraction du nombre d'heures ouvrées et un recul de la productivité horaire que par le recours aux licenciements, ce qui a contribué à endiguer les pertes d'emplois. À l'inverse, lors du rebond de l'activité économique, les entreprises ont d'abord veillé à une meilleure utilisation de la main-d'œuvre qu'elles emploient et, partant, à en accroître la productivité, en augmentant le nombre d'heures ouvrées par travailleur et la productivité horaire.

Le chômage, qui avait pour sa part fortement progressé dès la mi-2008, a plafonné à des niveaux élevés durant la majeure partie de 2010, passant de 9,9 à 10 p.c. à partir du mois d'avril, avec une pointe à 10,1 p.c. en octobre. Cette relative stabilisation masque toutefois une détérioration structurelle du chômage, dont rend compte par exemple la progression de la part du chômage de longue durée dans le chômage total. Celle-ci a atteint 43,5 p.c. au troisième trimestre.

L'évolution de l'emploi dans la zone euro en 2010 a été relativement contrastée entre États membres, des pays ayant renoué avec une remontée de celui-ci alors que d'autres étaient toujours affectés par des pertes nettes d'emplois. Des créations nettes d'emplois ont en effet vu le jour, entre autres en Allemagne, en France et en Belgique. À l'opposé, les pertes d'emplois se sont poursuivies dans d'autres économies, notamment en Espagne, en Grèce et en Irlande, posant un sérieux problème dans celles où le niveau de chômage a atteint un niveau extrêmement préoccupant, par exemple en Espagne où il a culminé à 20,6 p.c. en septembre et en octobre. L'absence de redressement de l'emploi s'observe en particulier dans les pays où la construction – une branche où l'utilisation de main-d'œuvre est relativement intensive – était une composante sectorielle très importante de la production nationale (Grèce, Irlande, Espagne). Cette branche d'activité est précisément celle qui avait été fortement exposée à la crise et qui a continué de subir les effets de restructurations.

Cette disparité géographique se retrouve également dans l'évolution du chômage. Celui-ci a poursuivi sa tendance à la hausse pendant la majeure partie de l'année notamment en Grèce, en Espagne et en Irlande. Au contraire, il a même commencé à baisser en Allemagne et en Autriche entre autres.

Si la faible croissance de la consommation privée s'explique par l'évolution de l'emploi et la modeste hausse des revenus des ménages que celle-ci a entraînée, elle a découlé également du maintien de leur taux d'épargne à un niveau élevé comparé à celui observé avant la crise. Les incertitudes qui ont entaché les perspectives en matière

d'activité économique et d'emploi ont continué à inciter les particuliers à se constituer une épargne de précaution plus importante qu'en temps normal. En outre, il est probable que la baisse de leur patrimoine net dans la foulée de la crise ait, elle aussi, motivé les ménages à épargner davantage en vue de reconstituer leurs avoirs.

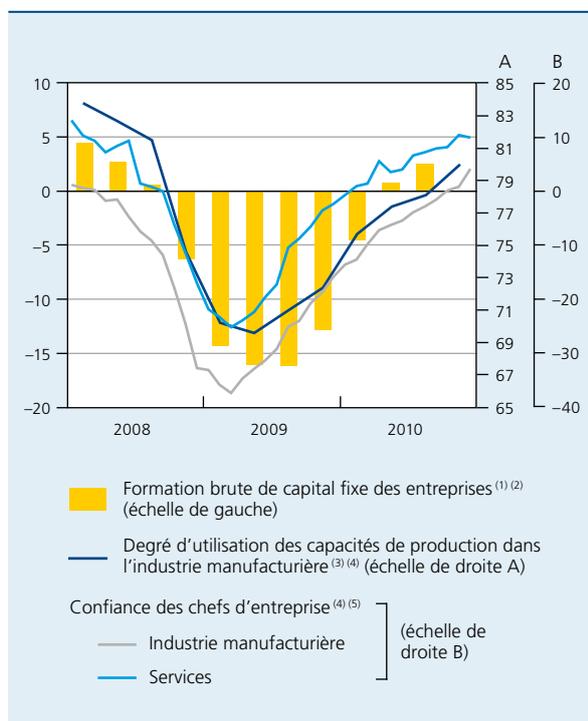
Quant à la formation brute de capital fixe, elle a encore diminué, de 1 p.c., soit un rythme nettement moins marqué que l'année précédente. La faiblesse des investissements a en grande partie été imputable à l'activité dans la branche de la construction résidentielle. Les investissements en logements ont en moyenne encore baissé de 3,6 p.c. Ils ont particulièrement reflué en Irlande, en Grèce et en Espagne. Dans l'ensemble, les prix de l'immobilier résidentiel ont montré des signes de stabilisation dans la zone euro, même si certains pays, notamment l'Irlande et l'Espagne, ont encore subi à ce niveau d'importantes contractions.

L'embellie progressive sur les marchés du logement s'est inscrite dans le prolongement de celle de l'environnement financier du marché de l'immobilier. Tout d'abord, l'octroi de crédits bancaires pour l'achat de logements s'est accru de manière continue durant l'année. Parallèlement, les taux d'intérêt hypothécaires ont continué de baisser pour les crédits à taux fixes à maturités longues. Si un resserrement des conditions d'octroi de crédits hypothécaires a encore été observé au premier trimestre de 2010, celles-ci ont atteint, pour la première fois depuis plus de deux ans, un seuil neutre au troisième trimestre. Au quatrième trimestre, toutefois, les conditions sont revenues à un niveau comparable à celui du début de l'année. Les investissements en logements ont particulièrement progressé au deuxième trimestre, notamment grâce à une hausse de ces investissements en Allemagne, en partie imputable au mouvement de rattrapage induit par l'incidence des mauvaises conditions météorologiques sur l'activité de construction au premier trimestre. Par contre, en Espagne et en Irlande, où le décrochage brutal de la demande lors de l'éclatement de la bulle immobilière n'avait pas été immédiatement suivi d'un ajustement de l'offre de logements, l'absorption progressive du parc de logements invendus qui en a été la conséquence a encore entraîné en 2010 une baisse continue de l'investissement résidentiel.

Les investissements des entreprises, par contre, ont affiché une légère augmentation en 2010, de 0,7 p.c. L'amélioration observée dans le courant de l'année est le reflet de la confiance croissante dont ont fait montre les chefs d'entreprise dans les branches de l'industrie et des services. Elle s'inscrit également dans le prolongement de l'augmentation ininterrompue du degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière

**GRAPHIQUE 12 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE DANS LA ZONE EURO**

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources: CE, OCDE.

- (1) Données également corrigées des effets de calendrier, pourcentages de variation en volume par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.
- (2) À l'exclusion de Chypre et de Malte.
- (3) Mesuré sur la base de l'enquête trimestrielle, pourcentages.
- (4) À partir de mai 2010, les données d'enquêtes ont subi un ajustement de la classification des activités (version actualisée NACE rev. 2). Ce changement méthodologique a pu causer une rupture dans les séries historiques à cette date.
- (5) Solde des réponses à l'enquête mensuelle.

depuis le troisième trimestre de 2009 et de l'amélioration de la rentabilité des entreprises dans la zone euro.

Comme expliqué ci-après dans la partie consacrée aux évolutions monétaires, l'octroi de crédits aux entreprises par les établissements de crédit a néanmoins encore diminué en 2010 par rapport à la situation observée un an plus tôt. Le recul s'est toutefois ralenti au cours de l'année. Ces évolutions concordent du reste avec celles observées lors d'autres cycles conjoncturels, où l'on a constaté que la reprise de l'octroi de crédits aux entreprises avait tendance à suivre avec un peu de retard l'amélioration de l'activité.

La formation brute de capital fixe des entreprises a fortement crû en Allemagne, où l'expansion des exportations s'est accompagnée d'une augmentation prononcée de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière et où la confiance des chefs d'entreprise s'est vivement améliorée. Par ailleurs, il est possible que certains chefs d'entreprise allemands aient avancé des

décisions d'investissement compte tenu de la disparition de certains incitants fiscaux à la fin de l'année, notamment des règles d'amortissement favorables. La situation s'est également améliorée au cours de l'année dans d'autres pays, notamment en Italie, en France et en Belgique: ainsi, en France, des mesures, notamment la réforme de la taxe professionnelle locale, pourraient avoir exercé un effet positif sur les investissements.

En 2009, les investissements publics s'étaient encore affichés en forte croissance dans la zone euro dans le contexte des travaux d'infrastructure effectués par plusieurs pays dans le cadre des plans de relance européens. En 2010, du fait de l'arrivée à terme de ces plans et du début de l'assainissement des finances publiques dans plusieurs pays, ils ont en moyenne reculé de 3,4 p.c. Ce mouvement de contraction a été relativement généralisé dans l'ensemble de la zone, l'Allemagne constituant une exception notable puisque d'importants projets d'infrastructure y ont encore été mis en œuvre dans le cadre du plan de relance budgétaire.

### Freins à la reprise dans la zone euro

Comme dans les autres économies avancées, la reprise de la demande intérieure dans la zone euro a été entravée par la poursuite de la correction des déséquilibres macro-économiques apparus avant le déclenchement de la crise.

Ainsi, un frein a été constitué par la nécessité pour les ménages et les entreprises de rétablir l'équilibre entre leurs avoirs et leurs engagements, vu leur accumulation considérable de dettes au cours des années antérieures à la crise.

S'agissant des ménages, leur endettement, exprimé en pourcentage de leur revenu disponible net, a augmenté, dans l'ensemble de la zone euro, de quelque 30 p.c. depuis le passage au nouveau millénaire. Dans certains pays, comme la Grèce, l'Irlande et l'Espagne, il s'est envolé en quelques années, atteignant des niveaux particulièrement élevés en Irlande. Dans ces pays, cette hausse est souvent allée de pair avec une vive expansion des marchés de l'immobilier résidentiel et une flambée des prix des logements. Par conséquent, c'est dans ces pays où ce marché présentait des signes manifestes de surchauffe que la contraction des investissements en logements s'est concrétisée en premier lieu et avec le plus de vigueur. Les effets de la forte correction sur les marchés de l'immobilier résidentiel, lesquels ont été encore renforcés par la crise financière, y ont durement affecté les ménages et ont fortement pesé sur leur comportement de dépenses. Vu l'importance de la construction de logements dans ces

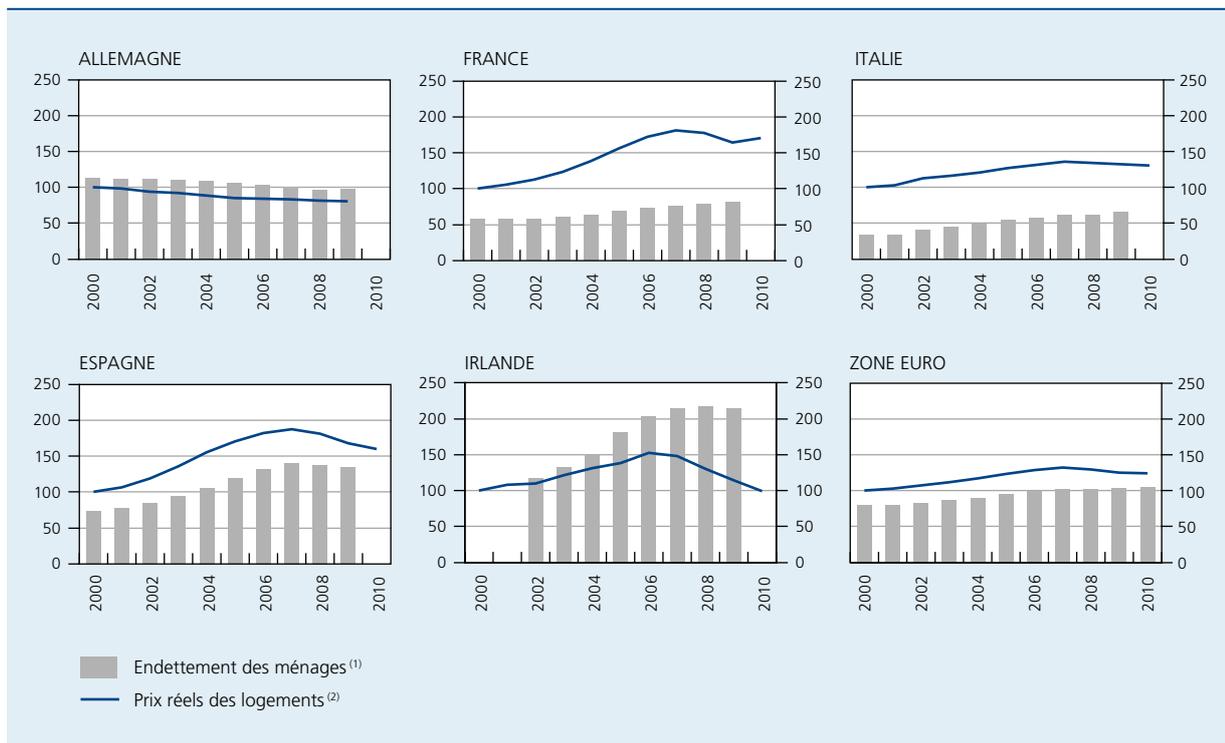
économies, la crise sur le marché immobilier a provoqué en Espagne et en Irlande un net ralentissement de l'activité économique et des pertes d'emplois massives. Du fait de l'incertitude plus marquée et de la nécessité plus grande d'un assainissement de leur bilan, les particuliers y ont augmenté leur taux d'épargne plus sensiblement que dans le reste de la zone euro. Cette situation peut être rapprochée à certains égards de celle de l'Allemagne au lendemain de la réunification avec l'ex-Allemagne de l'Est. Celle-ci avait été suivie également d'une vive surchauffe de l'économie et du marché de l'immobilier. Les effets de la correction qui en avait été la conséquence se sont fait longtemps sentir. Ainsi, l'endettement des ménages allemands a diminué progressivement pendant la dernière décennie. Ce recul s'est accompagné d'une chute presque ininterrompue des prix des logements. Le taux d'épargne des ménages allemands a ainsi continuellement progressé durant la dernière décennie.

Alors que le taux d'endettement des particuliers a encore quelque peu augmenté dans l'ensemble de la zone euro, il s'est stabilisé ou a même légèrement reculé depuis 2007 dans certains des pays qui avaient présenté une surchauffe de la demande intérieure. Le chemin à parcourir pour ces économies dans le processus de désendettement pourrait être encore long eu égard au niveau encore élevé en 2010 de la dette de leurs ménages.

L'endettement des entreprises de la zone euro rapporté au PIB a aussi sensiblement progressé au cours de la dernière décennie pour atteindre un niveau relativement élevé par rapport à celui aux États-Unis. Sur ce plan également, on observe des différences notables entre les pays de la zone euro. Ainsi, le taux d'endettement des entreprises est relativement bas en Allemagne comparé à celui observé dans la plupart des autres pays de la zone. La meilleure santé des entreprises allemandes peut, par conséquent, expliquer en partie la reprise plus vigoureuse des investissements dans ce pays et a, en outre, contribué à y préserver plus d'emplois que dans d'autres pays lors du tassement de l'activité.

Un autre facteur qui a miné le redressement de la demande intérieure est la détérioration sérieuse des finances publiques dans la zone euro, résultat de la crise financière et de la récession économique. D'une part, dans bon nombre de pays, les pouvoirs publics ont entrepris des actions de sauvetage du système financier, plus particulièrement des banques. D'autre part, de nombreuses mesures budgétaires ont été adoptées afin de limiter au maximum la gravité de la récession au moyen de plans de relance. En outre, le fonctionnement des stabilisateurs automatiques a entraîné une détérioration des situations budgétaires. En conséquence, le déficit public

**GRAPHIQUE 13 ENDETTEMENT DES MÉNAGES ET PRIX RÉELS DES LOGEMENTS DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO**



Sources : BRI, CE, OCDE, BCE.

(1) Pourcentages du revenu disponible net des ménages; pour la zone euro, premier semestre en 2010.

(2) Indices 2000 = 100, prix nominaux des logements déflatés par l'IPCH national correspondant; pour 2010, moyenne des mois disponibles.

de l'ensemble de la zone euro est passé de 0,6 p.c. du PIB en 2007 à 6,3 p.c. en 2009. Cette évolution masque de nouveau des situations parfois très divergentes entre les États membres. Ainsi, une dégradation dramatique de la situation budgétaire et de la dette publique a été observée en Irlande et en Espagne, où la position de départ en 2007 était pourtant plus favorable qu'elle ne l'était en moyenne dans la zone euro. Dans ces pays, la détérioration budgétaire a été, dans une large mesure, imputable à la perte de recettes que les administrations publiques réalisaient précédemment sur les prix des actifs en hausse. En Grèce, par contre, le dérapage occasionné par la crise est venu grever un déficit et une dette déjà substantiels. L'incidence négative de ces évolutions sur la demande intérieure a pu se matérialiser par divers canaux. D'abord, les particuliers sont susceptibles d'avoir épargné davantage du fait qu'ils s'attendaient à ce que l'assainissement des finances publiques pèse dans le futur sur l'évolution de leur revenu disponible par le biais d'impôts, de cotisations supplémentaires ou de réductions des dépenses publiques, notamment les prestations sociales. Ensuite, les doutes qui se sont fait jour quant à la soutenabilité de la situation budgétaire de certains États ont contribué à susciter des tensions sur les marchés financiers, qui ont

pesé sur la demande intérieure du fait d'un renforcement des incertitudes et, surtout dans les pays concernés, d'un accès moins aisé aux crédits bancaires. Enfin, bon nombre de pays ont accéléré leurs prises de décisions concernant le retour à des finances publiques saines et soutenables et ont annoncé de vastes plans d'assainissement.

### Politique budgétaire

Vu l'existence de déficits publics excessifs dans presque tous les pays de la zone euro en 2009, le Conseil Ecofin a décidé en octobre 2009 qu'il était temps de définir une stratégie de consolidation budgétaire substantielle. À cette fin, il a imposé comme date limite pour la correction des déficits excessifs 2011 pour Malte et la Finlande, 2012 pour Chypre, la Belgique et l'Italie, et 2013 pour les autres pays, hormis pour la Grèce et l'Irlande qui, vu la gravité de la récession qui a touché ces deux pays, ont respectivement jusqu'à 2014 et 2015. Pour l'Irlande, l'échéance initiale était 2014, mais elle a été reportée dans le cadre d'un plan d'aide en novembre 2010. À l'exception de la France, de l'Irlande et de la Slovaquie, tous les pays dont le déficit était supérieur à la moyenne de la zone euro en

2009 l'ont réduit en 2010. Certains dont le déficit était inférieur à la moyenne, tels que la Belgique et l'Italie, l'ont également réduit en 2010. À l'inverse, les Pays-Bas, l'Autriche, l'Allemagne, la Finlande et le Luxembourg, dont les déficits étaient moins prononcés en 2009, les ont laissés se détériorer quelque peu durant l'année sous revue.

Selon les prévisions économiques de novembre 2010 de la CE, le déficit budgétaire des administrations publiques est passé en Allemagne de 3 p.c. du PIB en 2009 à 3,7 p.c. Cette évolution a résulté d'une détérioration du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles de près de 2 points de pourcentage du PIB, partiellement compensée par l'incidence de la croissance soutenue du PIB. La dégradation du solde primaire a été causée, entre autres, par des mesures telles que la déductibilité fiscale des cotisations de soins de santé, la réforme de la fiscalité des entreprises, ainsi qu'une baisse du taux de TVA appliqué dans les hôtels et restaurants.

En France, le déficit des administrations publiques a atteint 7,7 p.c. du PIB en 2010, en légère hausse par rapport à 2009. Cette dégradation du solde budgétaire a avant tout résulté des nouvelles mesures prises en 2010, telles que la réforme de la taxe professionnelle communale et la baisse du taux de TVA dans la branche de la restauration, dont l'effet n'a que partiellement été compensé par l'extinction progressive des impulsions données dans le cadre du programme de relance économique.

En Italie, le déficit des administrations publiques a été réduit de 5,3 p.c. du PIB en 2009 à 5 p.c. en 2010, conformément aux objectifs budgétaires fixés dans la mise à jour du programme de stabilité en janvier 2010. Cette amélioration a découlé de la meilleure conjoncture et de l'expiration de mesures de relance adoptées dans la foulée de la crise.

En Grèce, le programme d'ajustement budgétaire adopté en mai 2010, lors de la mise en place d'un plan de financement d'urgence par l'UE et le FMI (cf. ci-après), visait à réduire le déficit des administrations publiques de 13,6 p.c. du PIB en 2009 à 8 p.c. en 2010. Les mesures préconisées portaient à la fois sur les recettes, avec un relèvement du taux de TVA et un élargissement de sa base taxable, et sur les dépenses, affectant notamment les pensions et les salaires des fonctionnaires.

Jusqu'à l'été 2010, la Grèce a respecté tous les objectifs budgétaires imposés dans ce programme. Cependant, par la suite, la détérioration de l'activité économique s'est traduite par des recettes inférieures aux prévisions. En outre, en novembre, Eurostat a révisé fortement à la hausse les chiffres du déficit et de la dette publics grecs

pour 2009, les faisant passer respectivement de 13,6 à 15,4 p.c. et de quelque 115 à 127 p.c. du PIB. Cette révision a évidemment rendu caduc l'objectif budgétaire pour l'année 2010, le déficit ayant atteint 9,6 p.c. du PIB. Elle a conduit le gouvernement grec à annoncer de nouvelles mesures de rigueur pour 2011, pour un montant équivalent à 2,5 p.c. du PIB, de manière à maintenir inchangée la trajectoire de consolidation prévue dans le plan de sauvegarde conjoint de l'UE et du FMI.

Plusieurs pays, principalement l'Espagne, le Portugal et l'Irlande, ont fortement subi les effets de contagion de la crise des finances publiques grecques, ce qui les a poussés à décider un renforcement de l'assainissement de leur situation budgétaire dans le courant du mois de mai 2010.

En Espagne, l'effort de redressement des finances publiques était déjà largement en marche dans le budget 2010 grâce entre autres à une hausse des taux de TVA prévue à partir de juillet 2010 et au retrait d'un grand nombre de mesures de relance temporaires. La série de mesures supplémentaires de mai 2010 a porté exclusivement sur une réduction des dépenses publiques, notamment la baisse des salaires des fonctionnaires. Elle a contribué à ramener le déficit budgétaire de 11,1 p.c. du PIB en 2009 à 9,3 p.c. en 2010, soit 0,5 point de pourcentage de moins que l'objectif initialement prévu dans le programme de stabilité.

Au Portugal, conformément aux objectifs contenus dans le programme de stabilité, le budget 2010 prévoyait déjà la réduction du déficit budgétaire de 9,3 p.c. du PIB en 2009 à 8,3 p.c., par le biais par exemple du gel des salaires des fonctionnaires. Grâce à un nouveau plan annoncé en mai, l'objectif pour le déficit budgétaire a pu être ramené à 7,3 p.c. en 2010.

En Irlande, la forte augmentation du déficit des administrations publiques, qui est passé de 14,4 p.c. du PIB en 2009 à 32,3 p.c. en 2010, a été principalement provoquée par les interventions du gouvernement pour le sauvetage du système bancaire. Alors que l'effet net sur le déficit public de telles mesures non récurrentes s'élevait à 2 p.c. du PIB en 2009, il est monté à près de 20 p.c. en 2010. Abstraction faite de ces mesures et de l'effet de la conjoncture, la dégradation s'est toutefois poursuivie, puisque le déficit structurel s'est creusé de 9,8 à 11,1 p.c. du PIB, malgré les importantes mesures d'austérité prises par le gouvernement dès la mi-2008, qui impliquaient une réduction drastique des dépenses, par le biais notamment d'une baisse des salaires dans la fonction publique, des dépenses sociales et des investissements publics. Un nouveau programme d'austérité

**TABLEAU 5 SOLDE DE FINANCEMENT ET DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO<sup>(1)(2)</sup>**  
(pourcentages du PIB)

	Solde de financement				Efforts de consolidation budgétaire préconisés dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP)		Endettement brut consolidé		
	2007	2008	2009	2010 <sup>(3)</sup>	Période de correction	Rythme annuel moyen d'ajustement structurel <sup>(4)</sup>	2008	2009	2010 <sup>(3)</sup>
Allemagne	0,3	0,1	-3,0	-3,7	2011-2013	0,5	66,3	73,4	75,7
France	-2,7	-3,3	-7,5	-7,7	2010-2013	1	67,5	78,1	83,0
Italie	-1,5	-2,7	-5,3	-5,0	2010-2012	0,5	106,3	116,0	118,9
Espagne	1,9	-4,2	-11,1	-9,3	2010-2013	1,5	39,8	53,2	64,4
Pays-Bas	0,2	0,6	-5,4	-5,8	2011-2013	0,75	58,2	60,8	64,8
Belgique	-0,3	-1,3	-6,0	-4,6 e	2010-2012	0,75	89,6	96,2	97,5 e
Autriche	-0,4	-0,5	-3,5	-4,3	2011-2013	0,75	62,5	67,5	70,4
Grèce	-6,4	-9,4	-15,4	-9,6	2009-2014	n.	110,3	126,8	140,2
Finlande	5,2	4,2	-2,5	-3,1	2011	0,5	34,1	43,8	49,0
Portugal	-2,8	-2,9	-9,3	-7,3	2010-2013	1,25	65,3	76,1	82,8
Irlande	0,0	-7,3	-14,4	-32,3	2011-2015 <sup>(5)</sup>	2	44,3	65,5	97,4
Slovaquie	-1,8	-2,1	-7,9	-8,2	2010-2013	1	27,8	35,4	42,1
Luxembourg	3,7	3,0	-0,7	-1,8	-	-	13,6	14,5	18,2
Slovénie	0,0	-1,8	-5,8	-5,8	2010-2013	0,75	22,5	35,4	40,7
Chypre	3,4	0,9	-6,0	-5,9	2011-2012	1,5	48,3	58,0	62,2
Malte	-2,3	-4,8	-3,8	-4,2	2010-2011	0,75	63,1	68,6	70,4
Zone euro	-0,6	-2,0	-6,3	-6,3			69,8	79,2	84,2

Sources : CE, BNB.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de leur PIB en 2010.

(2) Y compris, conformément aux règles fixées pour la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP), les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières, tels les contrats d'échange (*swaps*).

(3) Selon les prévisions économiques de novembre 2010 de la CE, sauf pour la Belgique, pour laquelle on se fonde sur l'estimation de la Banque.

(4) Solde corrigé de l'influence du cycle économique et de l'incidence des mesures non récurrentes.

(5) Période telle qu'adaptée par le Conseil Ecofin dans le cadre de l'octroi du plan d'aide en novembre 2010.

portant sur les années 2011-2014 a dès lors dû être décidé lors d'un plan de sauvetage par l'UE et le FMI au mois de novembre.

En ce qui concerne l'ensemble de la zone euro, le déficit budgétaire s'est maintenu à 6,3 p.c. du PIB. Cependant, si l'on exclut les dépenses de grande ampleur consenties par l'Irlande en 2010 pour venir en aide à ses banques, il se serait amélioré de 0,3 point de pourcentage du PIB. Le ratio d'endettement des administrations publiques a continué d'augmenter en 2010, passant de 79,2 p.c. du PIB en 2009 à 84,2 p.c., soit un rythme d'accroissement plus lent que l'année précédente, durant laquelle une augmentation de 9,4 points de pourcentage du PIB avait été enregistrée. Ce ralentissement découle exclusivement

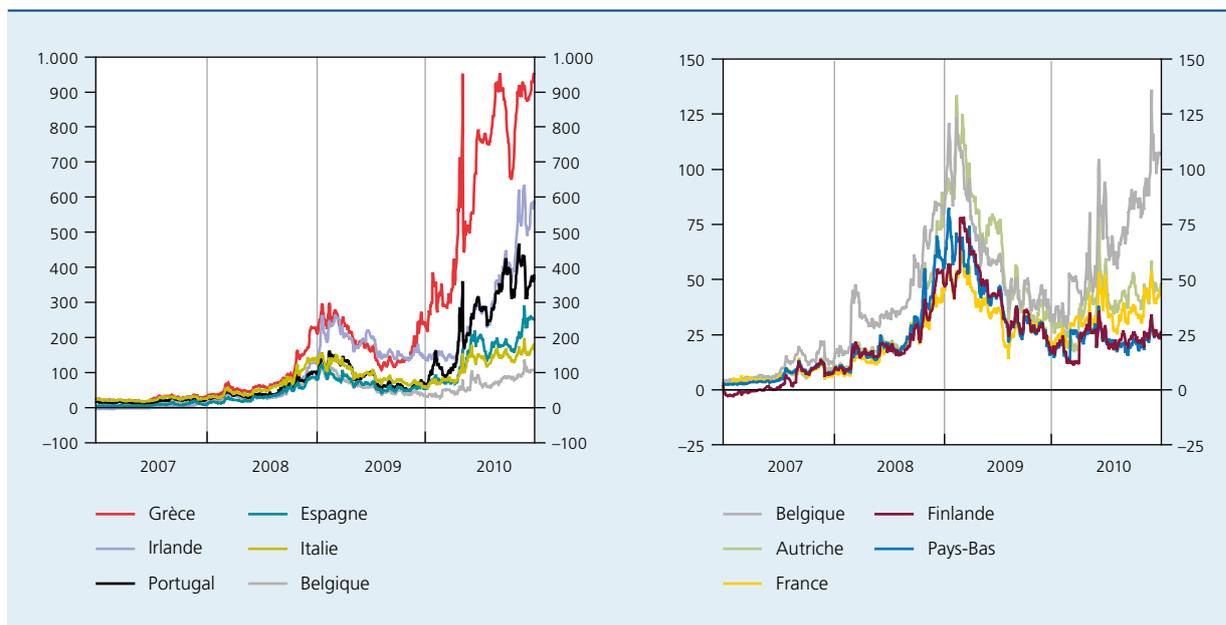
de l'évolution du PIB nominal, qui s'est remis à croître, et du fait que la dette avait été gonflée en 2009 par un volume important d'opérations de recapitalisation du secteur financier qui, vu leur nature, selon les conventions comptables en usage dans le SEC 95, ne devaient pas être reprises dans le calcul du solde de financement des administrations publiques.

### Crise des finances publiques dans la zone euro

La forte révision à la hausse du déficit public de la Grèce en octobre 2009 a provoqué une montée de l'inquiétude concernant la fiabilité des statistiques et la soutenabilité de la dette publique de ce pays, avec pour corollaire un

**GRAPHIQUE 14** ÉCARTS DE RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS PAR RAPPORT AU *BUND* ALLEMAND DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO

(données journalières, points de base)



Source : Thomson Reuters Datastream.

brusque relèvement des écarts de taux d'intérêt entre les emprunts publics grecs et le *Bund* allemand. Durant le premier trimestre de 2010, dans un contexte économique encore très incertain, l'inquiétude s'est étendue aux pays les plus vulnérables de la zone euro, combinant à des degrés divers un endettement public important, des déficits de balance courante chroniques, dénotant des problèmes structurels de compétitivité (cas du Portugal, de l'Espagne et, dans une moindre mesure, de l'Italie), ou encore une fragilité particulière de leur système bancaire pouvant mettre en péril leur situation budgétaire (cas de l'Irlande).

Le relèvement des taux d'intérêt auxquels l'État grec pouvait se financer s'est poursuivi durant le mois d'avril, renforçant les craintes d'un défaut souverain. Ce processus auto-réalisateur a conduit à un assèchement complet du marché des titres de la dette publique grecque et à une crise de liquidité touchant plusieurs segments des marchés financiers au-delà de la Grèce. En plus des effets de contagion aux titres de la dette souveraine des pays déjà mentionnés, l'exposition des banques européennes au risque d'un défaut souverain de ces pays a provoqué un relèvement du coût de financement des banques sur les marchés interbancaires, une chute des cours boursiers au niveau de l'ensemble de la zone euro, en particulier pour le secteur financier, ainsi qu'une augmentation des

primes de risque sur les obligations d'entreprise et une dépréciation de l'euro.

Les autorités européennes et le FMI ont réagi en prenant diverses mesures pour endiguer la montée de la méfiance vis-à-vis des dettes souveraines, en particulier celle de la Grèce. Le 25 mars 2010, les chefs d'État et de gouvernement des pays de la zone euro ont donné leur accord de principe pour un financement d'urgence à la Grèce. À la suite de la demande officielle de l'État grec le 23 avril, l'Eurogroupe, qui réunit les ministres des finances des pays de la zone euro, lui a accordé le 2 mai une assistance financière conditionnelle courant sur une période de trois ans, un laps de temps qui devrait lui permettre d'assainir en profondeur ses finances publiques et de regagner une crédibilité suffisante pour lui garantir l'accès aux marchés à un coût supportable. Le financement de ce plan d'urgence a reposé sur des prêts bilatéraux provenant des autres pays de la zone euro, pour un montant de 80 milliards d'euros (répartis selon la même clé de répartition que celle du capital de la BCE), et du FMI, pour 30 milliards. De son côté, la Grèce s'est vue contrainte de prendre des mesures énergiques pour assainir non seulement son budget comme indiqué plus haut mais aussi son système bancaire, ainsi qu'à mettre en œuvre des réformes structurelles visant notamment à améliorer le fonctionnement de son marché du travail et sa compétitivité.

## Encadré 2 – Effets des déficits publics sur les écarts de taux des emprunts publics de la zone euro

Depuis le début de la crise financière et économique, les écarts de rendement des emprunts publics des pays de la zone euro vis-à-vis du *Bund* allemand font l'objet de nombreux articles dans la littérature économique. Avant la crise, ces écarts étaient principalement expliqués par les fluctuations dans le sentiment global des marchés à l'égard du risque et par le degré de liquidité des marchés nationaux<sup>(1)</sup>, tandis que les avis quant à leur lien avec les performances budgétaires étaient assez partagés. À la suite de la crise, l'analyse des déterminants des écarts de rendement des pays de la zone euro a évolué, le rôle des indicateurs budgétaires nationaux comme élément explicatif prenant une plus grande importance. Ainsi une interaction entre les facteurs internationaux et nationaux relatifs au risque de crédit a été mise en évidence, comme par exemple le fait que les différences de niveau des soldes budgétaires jouent davantage lorsque les marchés sont gagnés par un sentiment généralisé d'aversion pour le risque. En d'autres termes, une détérioration de la situation des finances publiques conduirait à une augmentation des écarts de taux plus importante en période d'incertitude. D'après une étude réalisée en 2009 par le FMI<sup>(2)</sup>, une augmentation du déficit budgétaire de 1 point de pourcentage du PIB entraînerait un accroissement des taux d'intérêt des emprunts publics à long terme de 10 à 60 points de base. L'ampleur de cette variation dépendrait non seulement des performances budgétaires mais aussi d'aspects institutionnels ou structurels, ainsi que d'effets de contagion.

En pratique, les marchés financiers semblent attentifs à une série de facteurs budgétaires comme par exemple les marges de manœuvre dont disposent les gouvernements compte tenu de leur situation budgétaire et l'ampleur des engagements implicites qu'ils ont pris par le biais de garanties financières ou de la sécurité sociale (en particulier le régime de pensions). Ainsi, plus le niveau initial de déficit et le niveau d'endettement publics sont élevés, plus les marges de manœuvre des pouvoirs publics en cas de choc sont limitées. L'existence de dettes potentielles importantes, telles que les garanties octroyées par les pouvoirs publics à certaines institutions financières, et la présence d'un secteur financier fragile peuvent également menacer la stabilité des finances publiques. Par ailleurs, une population vieillissante induit une anticipation de dépenses sociales plus importantes à moyen terme, ce qui limite les possibilités d'ajustement budgétaire. Les préoccupations des marchés quant à la soutenabilité des finances publiques sont également accrues lorsque les déséquilibres budgétaires sont combinés à l'existence d'institutions publiques faibles sur le plan de la gouvernance et de déséquilibres économiques, tels qu'un taux d'épargne du secteur privé peu élevé, une bulle sur le marché immobilier, un haut taux de chômage ou un faible afflux de capitaux étrangers. Une augmentation de l'offre internationale de titres publics ou des pressions inflationnistes contribue aussi à accroître la perception du risque par les marchés financiers.

L'évolution des écarts de taux d'intérêt entre les emprunts publics à long terme des pays de la zone euro lors de la crise financière et économique peut être analysée à la lumière des facteurs précités. Lors de l'éclatement de la crise des *subprimes* en juillet 2007, les écarts de rendement ont augmenté sur la base de facteurs internationaux communs : l'aversion pour le risque était alors l'élément explicatif essentiel de l'évolution des écarts de rendement. Ensuite, les facteurs spécifiques aux pays ont progressivement joué un rôle plus important. La perception des sources de risque elle-même a changé. Alors qu'au début de la crise, elle était centrée sur les pays lourdement frappés par la crise financière, elle s'est réorientée vers les pays présentant des risques de refinancement à court terme de leur dette publique plus élevés et suscitant des doutes quant à la viabilité de leurs finances publiques à long terme.

Depuis le sauvetage aux États-Unis de *Bear Stearns* en mars 2008, une différenciation plus grande des taux d'emprunts publics entre pays s'est fait jour, suggérant que les marchés ont pris en compte la détérioration de la situation du secteur financier propre à chaque pays. À partir de la chute de *Lehman Brothers* en septembre 2008, les écarts de rendement ont également augmenté plus rapidement pour les pays dont les administrations publiques présentaient un taux d'endettement élevé, illustrant l'étroite relation entre la vulnérabilité du secteur financier et la dégradation des finances publiques. Enfin, lors de la nationalisation de l'*Anglo Irish Bank* en janvier



2009, les écarts de taux souverains de la zone euro ont fortement augmenté, la différenciation entre pays basée sur la fragilité du secteur financier et sur le niveau de dette publique se marquant en outre davantage. Les annonces de sauvetage des banques par les pouvoirs publics ont conduit à une réévaluation du risque de crédit souverain dans le chef des investisseurs.

En mai 2010, la crise des titres souverains grecs a induit à son paroxysme une vive pression sur les écarts de taux des emprunts publics des pays de la zone euro. Cet effet de contagion s'est concentré principalement sur les pays dits périphériques, caractérisés par une évolution défavorable des indicateurs budgétaires et structurels. Le risque de défaut grec a focalisé l'inquiétude des marchés sur les problèmes de solvabilité des pays de la zone euro. Durant le dernier trimestre de 2010, les inquiétudes pesant sur la fragilité des banques en Irlande et ses conséquences pour les finances publiques de ce pays ont confirmé l'importance des performances budgétaires et de la solidité du secteur financier dans la détermination des écarts de taux vis-à-vis du *Bund* allemand. Ceux-ci ont augmenté pour l'Irlande, mais également, par effet de contagion, pour les autres pays de la zone euro. L'intensité de ces variations a reflété la perception qu'ont les marchés du degré de vulnérabilité du secteur public des pays considérés.

L'accroissement du déficit public aurait donc un effet significatif et non linéaire sur les taux d'intérêt des emprunts publics. L'ampleur de cet impact serait fonction notamment du niveau initial de déficit et des conditions institutionnelles ou structurelles, ainsi que des phénomènes de contagion issus des marchés financiers. L'incidence de la crise financière et économique sur les taux d'intérêt des titres publics de la zone euro serait donc importante, surtout pour les pays présentant au départ des fondamentaux moins solides. Pour réduire les incertitudes relatives à la soutenabilité des finances publiques et amoindrir la pression à la hausse sur les taux, en particulier pour les pays affichant un niveau élevé d'endettement public, la mise en œuvre d'un plan d'assainissement budgétaire crédible est indispensable. En particulier, pour les pays où des déséquilibres marqués sont apparus, notamment sur le plan de la compétitivité, des réformes structurelles peuvent aussi contribuer à apaiser les tensions, dans la mesure où elles visent à accroître le potentiel de l'économie et, partant, la viabilité des finances publiques. Enfin, un renforcement des institutions que ce soit sur le plan national ou européen est aussi souhaitable et, à cet égard, les initiatives prises par les autorités européennes en 2010 pour renforcer la gouvernance économique et budgétaire et pour mettre en place un mécanisme de résolution de crise constituent un pas dans la bonne direction (pour plus de détail, voir l'encadré 3).

(1) Depuis l'introduction de l'UEM, le risque de change entre pays de la zone euro est en principe sans objet.

(2) IMF (2009), *The state of public finances cross-country fiscal monitor*, SPN/09/25, November.

Cette décision n'a apporté qu'un répit éphémère sur les marchés financiers, de sorte que le Conseil Ecofin des 9 et 10 mai 2010 a décidé de créer pour une durée de trois ans deux mécanismes de stabilisation financière visant à apporter une assistance financière conditionnelle aux pays rencontrant des difficultés pour se financer à la suite d'événements exceptionnels sur lesquels ils n'ont aucune prise. Le premier, le Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF), est destiné à l'ensemble des pays de l'UE et complète le mécanisme existant de soutien financier des balances de paiements réservé aux pays non membres de la zone euro. Son financement repose sur l'émission d'emprunts par la CE à concurrence de 60 milliards d'euros. Le second, le Fonds européen de stabilité financière (FESF), est chargé d'émettre des emprunts garantis par les États membres de la zone euro au prorata

de leur participation dans le capital de la BCE pour un montant maximum de 440 milliards d'euros et n'est destiné qu'aux pays membres de la zone euro. En outre, le FMI est associé étroitement à ces deux mécanismes, avec un apport de 250 milliards d'euros et sa participation à l'élaboration des conditions d'octroi et au suivi des plans de sauvegarde. Lors de la même réunion, le Conseil a indiqué expressément que la consolidation budgétaire et les réformes structurelles devaient être accélérées là où cela s'avérerait nécessaire.

Malgré la mise en place de ces nouveaux mécanismes d'assistance financière, les écarts de taux d'intérêt se sont remis à croître, en particulier pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal. L'Espagne a connu un répit jusqu'à la fin du mois de novembre grâce notamment aux mesures de

rigueur budgétaires particulièrement ambitieuses annoncées par le gouvernement espagnol au mois de mai, aux bons résultats obtenus au *stress test* européen à la fin du mois de juillet par les grandes banques espagnoles, ainsi qu'à la détermination du gouvernement à s'attaquer en profondeur à la restructuration de ce secteur.

Après l'été, les écarts de taux se sont nettement détendus à la faveur d'une amélioration de la situation économique d'ensemble et des résultats encourageants obtenus par la Grèce lors de la première mission d'évaluation conjointe, par la CE et le FMI, de la mise en œuvre du programme d'ajustement.

Le Conseil européen des 28 et 29 octobre a pris la décision de pérenniser le FESF en amendant le traité de Lisbonne en ce sens. Par ailleurs, le 28 novembre, l'Eurogroupe a entériné le principe selon lequel le FESF serait transformé en 2013 en un Mécanisme européen de stabilité (MES), doté de règles semblables à celles du FMI en vue de l'implication éventuelle des détenteurs privés de la dette souveraine en cas de restructuration de celle-ci.

L'annonce de l'implication possible du secteur privé a provoqué une reprise du mouvement de hausse rapide des écarts de taux d'intérêt vis-à-vis du *Bund* allemand pour les emprunts publics des trois pays à la santé financière la plus fragile, à savoir la Grèce, l'Irlande et le Portugal. Ce mouvement a poussé le gouvernement irlandais à accepter une aide internationale le 28 novembre 2010. Celle-ci a consisté en un paquet financier de 85 milliards d'euros, comprenant un prêt conditionnel d'une durée de sept ans et demi octroyé conjointement par le MESF (pour un montant de 22,5 milliards), par le FESF (pour un montant de 17,7 milliards), par le Royaume-Uni, la Suède et le Danemark (pour un montant total de 4,8 milliards) et par le FMI (pour un montant de 22,5 milliards). Dans ce paquet, l'Irlande elle-même a été mise à contribution à hauteur de 17,5 milliards, avec notamment un prêt financé par son fonds national de pension. Les conditions d'octroi ont porté sur une recapitalisation de son système bancaire, sur des réformes structurelles et sur la mise en place d'économies budgétaires supplémentaires d'un montant de 15 milliards d'euros à réaliser sur quatre ans, mais dont 40 p.c. devraient être effectives dès 2011. Enfin, lors de sa session des 16 et 17 décembre, le Conseil européen a approuvé le texte d'une modification limitée du traité portant sur la création du MES comme futur mécanisme permanent destiné à préserver la stabilité financière de l'ensemble de la zone, en remplacement non seulement du FESF mais aussi du MESF, maintenus tous deux jusqu'en juin 2013. Selon ce texte, les États membres de la zone euro peuvent instituer un mécanisme de stabilité qui sera activé si cela est indispensable pour

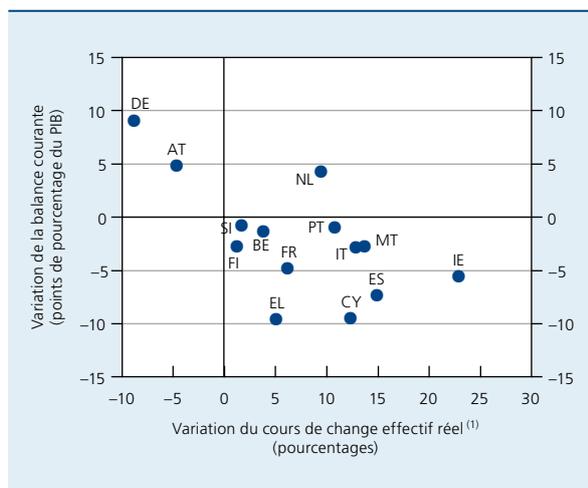
préserver la stabilité de la zone euro dans son ensemble. L'octroi, au titre de ce mécanisme, de toute assistance financière, sera subordonné à une stricte conditionnalité. Cette modification devrait entrer en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2013.

## Vers une meilleure gouvernance économique dans l'Union européenne

Ces développements montrent que la méfiance régnant sur les marchés des titres de la dette publique ne s'est pas limitée à la viabilité des finances publiques dans les pays concernés, mais que des doutes sont apparus sur les marchés financiers quant au bon fonctionnement même de l'union économique et monétaire.

Comme indiqué précédemment, le taux d'endettement des ménages et des entreprises dans la zone euro avait augmenté sensiblement durant les années précédant la crise financière. Dans certains pays, tels que l'Irlande, la Grèce et l'Espagne, la hausse de l'endettement des ménages est allée de pair avec une surchauffe de la demande intérieure. Pour les deux derniers pays cités, cela a creusé les déficits des comptes courants de balance des paiements par le biais d'une croissance soutenue des importations. En outre, le manque d'ajustement des salaires à la baisse des gains de productivité (en Espagne et en Italie), ainsi que le rôle d'autres facteurs

**GRAPHIQUE 15** COMPÉTITIVITÉ ET SOLDE COURANT DE LA BALANCE DES PAIEMENTS DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO DE 1999 À 2007



Source : CE.

(1) Cours de change effectif vis-à-vis de trente-cinq pays industrialisés (trente-quatre pays dans le cas de la Belgique, dont le cours est calculé pour l'UEBL), déflaté par les coûts salariaux par unité produite de l'ensemble de l'économie.

tels que la composition du panier de biens exportés et leur orientation géographique (en Grèce), ont altéré la compétitivité de ces pays. Par contre, les progrès en termes de productivité et la modération salariale ont contribué à l'acquisition de gains de compétitivité substantiels en Allemagne et Autriche. La conséquence de ces développements s'est marquée dans l'évolution du solde des comptes courants: pour la zone euro dans son ensemble, ce solde est resté en quasi-équilibre, mais cette position occulte des divergences tranchées entre pays en surplus et en déficit. Plus particulièrement, des pays tels que l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Autriche ont accumulé des excédents grandissants, tandis que la Grèce, l'Espagne et le Portugal affichaient des déficits chroniques et croissants.

Dans ce contexte de déséquilibres macroéconomiques, l'Eurogroupe avait, dès 2008, pris la résolution de soumettre à un examen régulier les évolutions en matière de compétitivité au sein de la zone euro. La crise financière et économique et, dans la foulée de celle-ci, la crise sur les marchés des titres de la dette publique ont exacerbé la nécessité de prévenir et de corriger ces déséquilibres. Dans ces conditions, les autorités européennes ont pris au cours de l'année sous revue d'importantes initiatives destinées à renforcer la gouvernance économique au sein de l'UE, avec l'adoption par le Conseil européen des 28 et 29 octobre des propositions formulées à cet égard par le groupe de travail sur la gouvernance économique dont il avait demandé à son Président la mise en place plus tôt dans l'année (voir encadré 3).

### Encadré 3 – Vers une gouvernance économique renforcée dans l'Union européenne

La crise économique et financière a fait apparaître des lacunes manifestes dans la coordination des politiques économiques dans l'UE, tant en matière de prévention des déséquilibres macroéconomiques – y compris les déficits publics – qu'en ce qui concerne leur correction. En outre, la crise de la dette grecque a souligné la nécessité pour l'UE de se doter d'un cadre solide de gestion de crise.

Le Conseil européen des 25 et 26 mars 2010 a décidé de renforcer la coordination des politiques économiques, notamment dans la zone euro, en prenant particulièrement en compte les finances publiques, les positions concurrentielles, ainsi que les balances des paiements. Il a convenu de mieux coordonner les calendriers de dépôt et d'examen des programmes nationaux de réforme et des programmes de stabilité ou de convergence. Il a en outre demandé à son Président permanent, Herman Van Rompuy, de créer, en coopération avec la Commission européenne (CE), un groupe de travail pour élaborer des propositions visant à améliorer le processus de résolution de crise et à renforcer la discipline budgétaire. Le 8 mai, le mandat du groupe de travail a été étendu par les chefs d'État ou de gouvernement à l'étude de propositions en vue d'élargir et de renforcer dans la zone euro la surveillance économique et la coordination des politiques économiques, avec un suivi étroit de l'évolution du niveau de la dette et de la compétitivité.

Par ailleurs, comme on l'a vu dans le présent chapitre, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro ont conclu le 25 mars 2010 un accord de principe sur une aide d'urgence en faveur de la Grèce. Dans le contexte de la crise de la dette de ce pays, plusieurs mesures ont été prises pour garantir la stabilité financière de la zone euro.

Le groupe de travail sur la gouvernance économique, présidé par Herman Van Rompuy, a transmis le 21 octobre 2010 son rapport final au Conseil européen qui l'a approuvé lors de sa session des 28 et 29 octobre. L'objectif est que le Conseil et le Parlement européen parviennent sur cette base au plus tard à l'été 2011 à un accord sur les propositions législatives que la CE avait présentées le 29 septembre en vue de renforcer la discipline budgétaire et la surveillance macroéconomique. Les recommandations formulées par le groupe de travail ont coïncidé dans une large mesure avec ces propositions.

Le groupe de travail a recommandé d'améliorer la discipline budgétaire en renforçant le pacte de stabilité et de croissance, tant sous l'angle préventif que sous l'angle correctif. Il a d'abord jugé qu'une plus grande attention devrait être portée à la dette publique et à la viabilité des finances publiques, notamment en recommandant de rendre



opérationnel le critère relatif à la dette publique dans la procédure concernant les déficits publics excessifs. Dans le volet préventif du pacte de stabilité et de croissance, une trajectoire d'ajustement plus rapide serait reprise pour les États membres dont le niveau d'endettement dépasse 60 p.c. du PIB ou qui sont exposés à des risques élevés en termes de soutenabilité de leur dette globale. Dans le volet correctif du pacte, les pays ayant des taux d'endettement supérieur à 60 p.c. du PIB feraient l'objet d'une procédure de déficit excessif à moins que leur dette ait diminué à un rythme satisfaisant, et ce même si leur besoin de financement public est inférieur à 3 p.c. du PIB. Les critères et la méthode à utiliser pour la mise en œuvre de cette recommandation devront être fixés dans la réglementation européenne et leur application devrait aussi s'effectuer en tenant compte de tous les facteurs jugés pertinents, tels que la position dans le cycle conjoncturel, la structure de la dette publique, le niveau d'endettement du secteur privé et les engagements implicites que les administrations publiques ont, du fait du vieillissement démographique, via par exemple leur système de pensions ou de soins de santé. Par ailleurs, le groupe de travail a proposé que le pacte soit rendu plus efficace par l'introduction notamment de nouvelles mesures et sanctions, qui seraient d'ordre réputationnel/politique et financier, s'inscriraient tant dans le volet préventif que correctif du pacte et interviendraient à un stade plus précoce. Les sanctions financières iraient du dépôt porteur d'intérêts, jusqu'à l'amende pure et simple – étant entendu que, dans un premier temps, elles ne s'appliqueraient qu'aux États membres appartenant à la zone euro. Pour mieux assurer l'exécution du pacte ainsi amendé, le processus décisionnel serait plus guidé par des règles – une règle de majorité inversée serait instituée en ce qui concerne les nouvelles sanctions. Cela signifie que les recommandations seraient adoptées à moins que le Conseil les rejette à une majorité qualifiée. Par ailleurs, une série d'exigences minimales concernant les cadres budgétaires nationaux devraient être remplies d'ici la fin de 2013.

Étant donné que les mécanismes de surveillance et d'exécution plus solides doivent pouvoir s'appuyer sur des statistiques transparentes, fiables et produites en temps utile, le groupe de travail a aussi recommandé que des mesures additionnelles soient prises pour renforcer l'indépendance professionnelle du Système statistique européen et les compétences d'audit d'Eurostat.

S'agissant des déséquilibres macroéconomiques et de la compétitivité, il a recommandé d'instaurer un nouveau mécanisme de surveillance étayé par un nouveau cadre juridique, qui s'ajouterait au pacte de stabilité et de croissance et s'appliquerait à tous les pays membres de l'UE, en tenant compte de la spécificité de la zone euro. Ce mécanisme impliquerait une évaluation annuelle des risques, au moyen d'un mécanisme d'alerte assorti d'un tableau de bord reprenant un nombre limité d'indicateurs. Pour les pays qui, selon cette évaluation préliminaire, semblent présenter des signes de précarité, une analyse approfondie serait ensuite menée par la CE. Dans les cas critiques, c'est-à-dire pour des pays qui présentent des déséquilibres macroéconomiques graves ou menaçant le fonctionnement de l'UEM, le Conseil pourrait constater l'existence d'une « situation de déséquilibre excessif », ce qui pourrait déboucher sur des sanctions, du moins en ce qui concerne les États membres appartenant à la zone euro.

À compter de 2011, de manière à assurer une meilleure coordination *ex ante* des politiques économiques, les programmes nationaux de réforme et les programmes de stabilité ou de convergence seraient présentés dès le printemps, dans le cadre d'un « semestre européen ». Le groupe de travail a également jugé nécessaire de doter à moyen terme la zone euro d'un cadre crédible de résolution de crise, permettant de faire face aux difficultés sur les marchés financiers et d'éviter la contagion. Enfin, il a estimé que les institutions tant nationales qu'européennes devaient être renforcées pour améliorer la gouvernance économique de l'UE.

Comme on l'a expliqué dans le présent chapitre, le Conseil européen des 16 et 17 décembre a approuvé le texte d'une modification limitée du traité portant sur la création d'un futur mécanisme permanent de résolution de crise.

En outre, ce Conseil a réaffirmé sa volonté de parvenir, d'ici la fin de juin 2011, à un accord sur les propositions législatives relatives à la gouvernance économique en vue de renforcer le pilier économique de l'union économique et monétaire. Il a accueilli favorablement le rapport au Conseil sur le traitement de la réforme systémique des retraites dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance et a demandé que ce rapport soit pris en compte dans les spécifications relatives à la mise en œuvre du pacte de stabilité et de croissance réformé.

## Prix et coûts

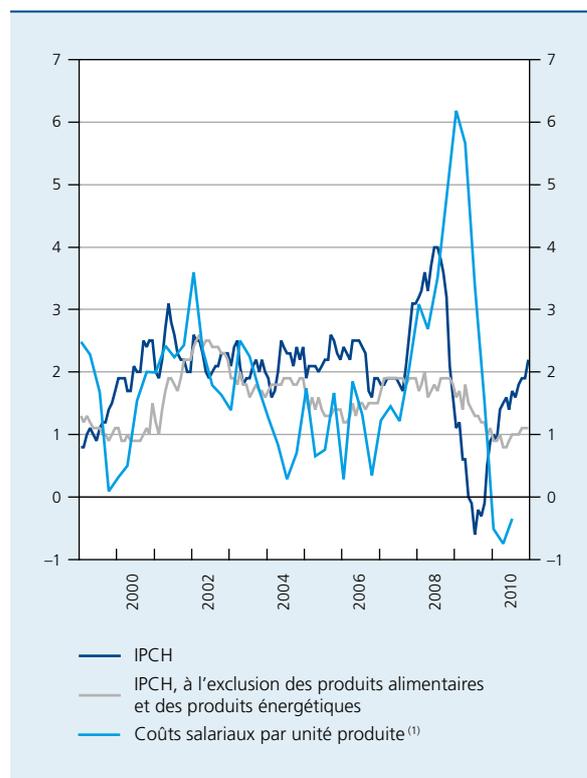
L'inflation dans la zone euro, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est passée de 0,3 p.c. en 2009 à 1,6 p.c. Après s'être établie à -0,6 p.c. en juillet 2009, soit le niveau le plus bas depuis la création de l'union monétaire, elle a à nouveau augmenté progressivement à partir du second semestre de 2009 et dans le courant de 2010, pour atteindre 2,2 p.c. en décembre. C'est surtout la composante énergétique qui l'a poussée à la hausse. Dans le contexte d'un net renchérissement des matières premières alimentaires sur les marchés internationaux, la hausse des prix des produits alimentaires s'est aussi accélérée, tout en demeurant limitée.

La tendance sous-jacente de l'inflation, c'est-à-dire la variation de l'IPCH hors produits alimentaires et produits énergétiques, s'est élevée en moyenne à 1 p.c., contre 1,4 p.c. en 2009. Ce repli traduit une pression inflationniste intérieure très modérée dans la zone euro, où les capacités de production sont restées nettement sous-employées. En outre, l'IPCH hors produits alimentaires et produits énergétiques est un indicateur qui tend à surestimer quelque peu la pression exercée sur les prix par les forces du marché étant donné qu'il est influencé par l'effet des mesures que prennent les autorités pour modifier la fiscalité indirecte ou les prix réglementés. Ainsi, en 2010, certains pays ont relevé leurs impôts indirects dans le cadre de programmes de consolidation budgétaire : de juillet à novembre, l'effet mécanique haussier de la fiscalité indirecte sur l'inflation totale dans la zone euro s'est élevé à environ 0,3 point de pourcentage.

Une reprise hésitante et un taux de chômage élevé ont modéré le rythme de progression des salaires conventionnels et des coûts du travail par heure ouvrée. La hausse des coûts du travail par travailleur s'est toutefois légèrement accélérée, pour atteindre 1,7 p.c. en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2010, contre 1,5 p.c. en 2009, ce qui reflète une augmentation du nombre d'heures ouvrées par travailleur, en raison notamment de la suppression progressive des programmes de réduction du temps de travail mis en place durant la crise. Comme indiqué plus haut, la productivité du travail s'est accrue, entraînant une diminution des coûts salariaux par unité produite de 0,5 p.c. en moyenne entre les trois premiers trimestres de 2009 et de 2010. En 2009, le coût salarial par unité produite avait encore crû de 3,9 p.c. par rapport à l'année précédente. Le recul des coûts salariaux par unité produite est le principal facteur à l'origine du repli de la tendance sous-jacente de l'inflation, même si leur profil cyclique relativement prononcé est partiellement absorbé par les marges bénéficiaires des entreprises.

## GRAPHIQUE 16 INFLATION DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente; données mensuelles, sauf mention contraire)

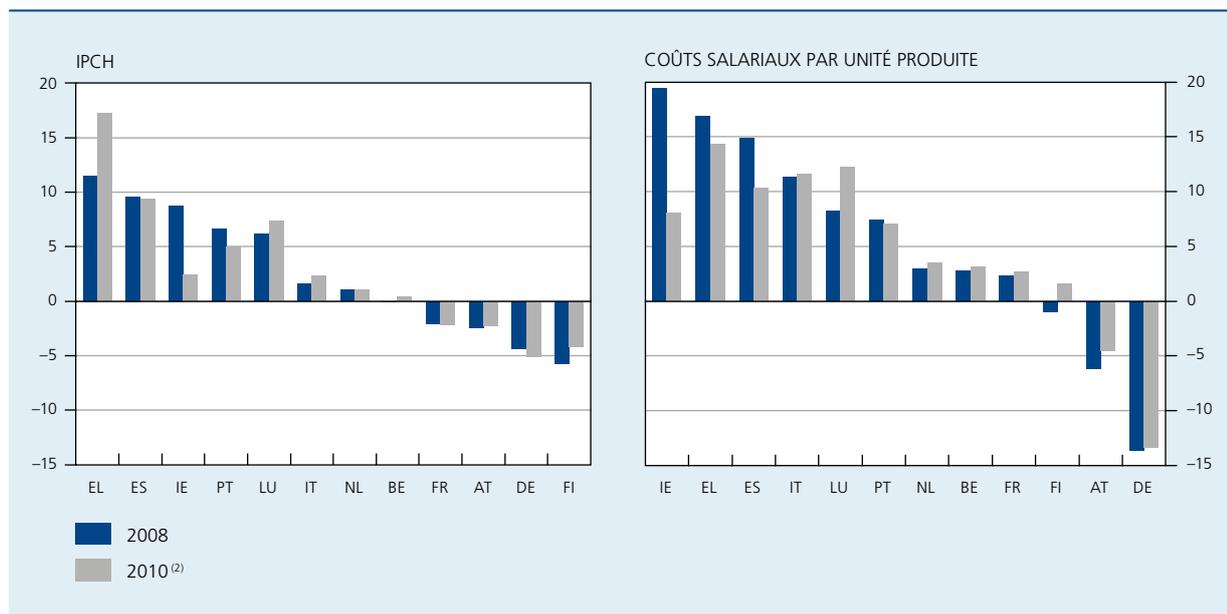


Source : Thomson Reuters Datastream.  
(1) Données trimestrielles.

Le taux d'inflation de la zone euro masque des évolutions divergentes entre les pays membres. Ainsi, depuis le début de la crise, l'inflation a été nettement inférieure à la moyenne en Irlande, au Portugal et en Espagne notamment – pays qui avaient accumulé d'importants handicaps concurrentiels mais qui ont été frappés durement par la crise. Dans le cas de l'Irlande, des baisses de prix assez marquées ont même été observées. L'accélération de l'inflation en Grèce, en Espagne et au Portugal au deuxième semestre de l'année sous revue est imputable aux fortes augmentations des impôts indirects découlant des plans respectifs de consolidation budgétaire, et n'implique donc pas que le processus d'ajustement des positions compétitives touche déjà à sa fin. Malgré les corrections qui ont eu lieu ces dernières années, un handicap concurrentiel persiste pour ces pays. Tel est également le cas lorsqu'on analyse l'évolution de la compétitivité sur la base des coûts salariaux par unité produite, bien que ceux-ci aient connu des évolutions particulièrement favorables en Irlande et en Espagne ces dernières années.

**GRAPHIQUE 17** INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ ET COÛTS SALARIAUX PAR UNITÉ PRODUITE DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO

(différence cumulée par rapport à la zone euro depuis 2000, données corrigées des variations saisonnières<sup>(1)</sup>)



Sources : CE, BNB.

(1) Pour l'IPCH et, en ce qui concerne le Portugal, les coûts salariaux par unité produite, calculs propres pour la correction des variations saisonnières.

(2) Moyenne des trois premiers trimestres de 2010 pour les coûts salariaux par unité produite.

Le rétablissement de la compétitivité en termes de prix et de coûts passe, d'une part, par des mesures visant à modérer directement l'évolution des coûts intérieurs, au travers par exemple de la modération des salaires dans le secteur public ou de réformes du marché du travail comme en Espagne. D'autre part, il passe, plus indirectement, par un pouvoir de fixation des prix et des salaires réduit pour les agents économiques, du fait de la récession. Bien qu'ils exercent une pression baissière directe sur l'inflation dans la zone euro, ces ajustements sont inévitables et même souhaitables dans une union monétaire. En effet, pour un pays faisant partie de l'union monétaire, la modération des salaires et des prix est la seule façon d'obtenir une dépréciation du cours de change réel et de restaurer sa compétitivité.

### 1.2.2 Politique monétaire de l'Eurosystème

La crise financière mondiale, qui a atteint son apogée à l'automne 2008, a entraîné la récession la plus grave depuis la Seconde Guerre mondiale et exercé une incidence à la baisse considérable non seulement sur l'activité économique, mais aussi sur l'inflation, la masse monétaire et l'octroi de crédits dans la zone euro. Afin de respecter

l'objectif primaire de stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs de la BCE a abaissé en plusieurs étapes le taux directeur central, pour le faire passer de 4,25 p.c. en octobre 2008 à 1 p.c. en mai 2009. Les taux d'intérêt du marché monétaire – le taux d'intérêt au jour le jour et l'Euribor à trois mois, particulièrement important pour la transmission de la politique monétaire – se sont même repliés en dessous de 1 p.c. Ceci s'explique par la politique de soutien renforcé du crédit menée par l'Eurosystème qui, conjuguée au soutien apporté au canal de transmission bancaire – lequel est essentiel pour l'économie de la zone euro –, a exercé un effet baissier supplémentaire sur les taux d'intérêt du marché monétaire. Pendant l'année sous revue, lors de chacune de ses délibérations relatives à l'orientation de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs de la BCE a conclu, sur la base de l'analyse économique et monétaire exposée plus loin, que le caractère particulièrement accommodant de la politique monétaire restait approprié. Le taux directeur central a donc été maintenu inchangé, à 1 p.c., toute l'année.

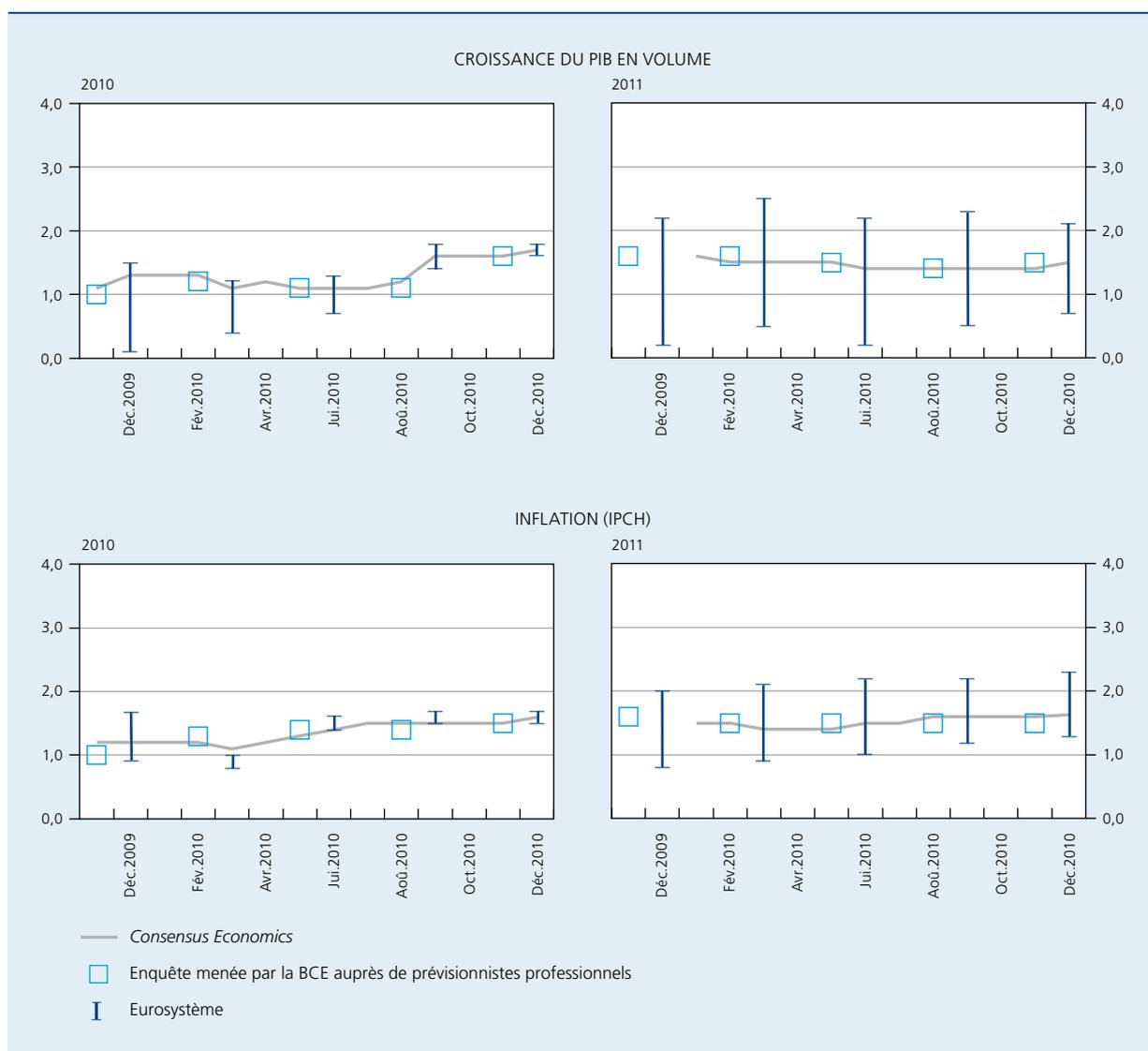
En revanche, au début de l'année, le Conseil des gouverneurs a décidé d'abolir graduellement certaines mesures non conventionnelles qu'il n'estimait plus nécessaires étant donné l'amélioration observée sur les marchés financiers en général et sur le marché monétaire en

particulier. Il a cependant dû revenir partiellement en arrière au mois de mai, à la suite de l'émergence de la crise de la dette publique. Il a alors aussi lancé un programme pour les marchés de titres permettant l'achat de créances publiques et privées sur le marché secondaire, afin de rétablir le bon fonctionnement des marchés d'actifs les plus durement touchés et, partant, de préserver le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs a ainsi fait montre de la flexibilité nécessaire pour réagir adéquatement à l'évolution des conditions sur les marchés financiers, tout en réaffirmant le caractère temporaire des mesures non conventionnelles en place.

### Orientation de la politique monétaire de l'Eurosystème

Dans un contexte de reprise hésitante et inégale, l'Eurosystème et la plupart des prévisionnistes professionnels ont continué de tabler sur une croissance économique guère dynamique pour 2010 et 2011. Leurs prévisions ont par ailleurs été marquées par un niveau d'incertitude élevé. Au cours de l'année, certains chiffres macroéconomiques sont cependant apparus meilleurs que prévus. En particulier, ce fut le cas pour la croissance du PIB au deuxième trimestre, qui s'est élevée à 1 p.c. en rythme trimestriel. Ces bons chiffres ont conduit l'Eurosystème

**GRAPHIQUE 18 PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME ET DE L'INFLATION DANS LA ZONE EURO**  
(pourcentages de variation annuelle selon les dates de publication des projections)



Sources : Consensus Economics, BCE.

à revoir à la hausse ses perspectives de croissance pour 2010, mais ils ne l'ont pas amené à réviser fondamentalement son scénario de base, tablant toujours sur une reprise de l'activité modérée et caractérisée par une hétérogénéité considérable entre les pays. C'était également le pronostic des autres institutions internationales et des prévisionnistes professionnels qui, tout comme l'Eurosystème, ont laissé pratiquement inchangées leurs prévisions pour 2011.

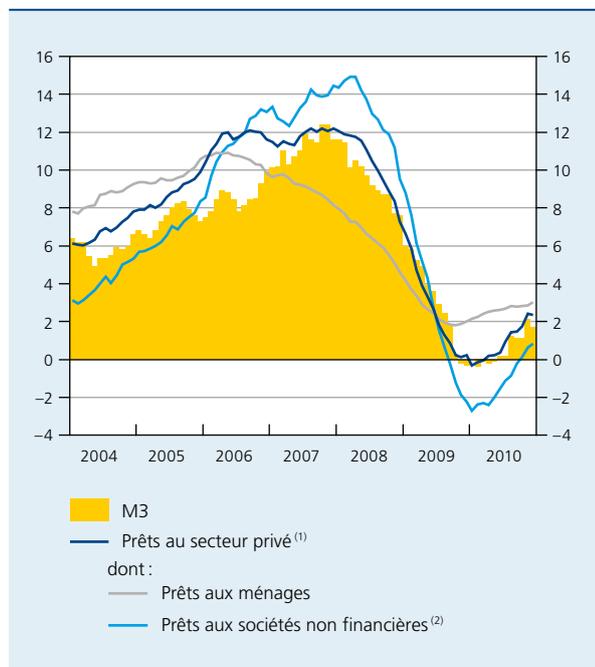
Il était en effet attendu que l'activité économique continue de pâtir du rééquilibrage de bilan en cours tant chez les ménages que chez les entreprises et les administrations publiques. Plusieurs pays se sont, en outre, vus contraints d'assainir leurs finances publiques plus rapidement que prévu pour rassurer les marchés financiers et rétablir leur accès à ceux-ci. Bien que des finances publiques soutenables soient une nécessité dans une perspective de long terme, ces évolutions n'en pèsent pas moins à court terme sur la demande intérieure. La demande extérieure était, quant à elle, censée soutenir la reprise, mais ce soutien était incertain, et l'incertitude a augmenté au second semestre, compte tenu des doutes croissants sur

la vigueur du redressement économique aux États-Unis et des craintes que l'appréciation de l'euro au troisième trimestre ne grève la demande extérieure de la zone.

En raison de la lenteur de la reprise, le niveau de l'activité économique au troisième trimestre de 2010 est resté inférieur de quelque 3,1 p.c. à celui qu'il affichait avant la crise, et l'économie a continué à être confrontée à d'importantes surcapacités de production. Alors qu'il atteignait 81,5 p.c. en moyenne depuis 1985, le taux d'utilisation des capacités de production s'est élevé au cours de l'année sous revue à 77,8 p.c. en moyenne dans l'industrie manufacturière, ce qui a allégé considérablement la pression inflationniste intérieure. Si l'inflation mesurée par l'IPCH s'est accélérée dans le courant de 2010, dépassant ainsi légèrement la limite supérieure de la définition quantitative de la stabilité des prix de l'Eurosystème en décembre, la tendance sous-jacente de l'inflation – c'est-à-dire l'évolution des prix à la consommation hors produits alimentaires et produits énergétiques – est demeurée très modérée. Quant aux perspectives en matière d'inflation, en accord avec la faiblesse du redressement économique attendu, les prévisionnistes professionnels et les opérateurs financiers ont anticipé à l'horizon pertinent pour la politique monétaire une évolution de l'inflation inférieure à 2 p.c.

**GRAPHIQUE 19 M3 ET PRÊTS AU SECTEUR PRIVÉ DANS LA ZONE EURO**

(pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente, données corrigées des variations saisonnières et, pour les prêts, des effets de la titrisation, sauf mention contraire)



Source : BCE.

(1) Soit les ménages, les sociétés non financières, les compagnies d'assurances, les fonds de pension ou institutions de retraite professionnelle et les autres intermédiaires financiers non monétaires.

(2) Données non corrigées des effets de la titrisation avant février 2010.

Parallèlement au redémarrage de la croissance, l'octroi de crédits des institutions financières monétaires au secteur privé et la dynamique monétaire ont connu des développements encourageants ; ceux-ci sont toutefois demeurés modestes et caractérisés par d'importantes disparités entre les agents économiques.

Après un retournement vers la fin de 2009 de la tendance baissière, le taux de croissance des prêts aux ménages a augmenté modérément, pour atteindre 3 p.c. en décembre 2010. Celui des prêts aux sociétés non financières est, en revanche, resté négatif une grande partie de l'année. Après avoir stagné jusqu'en mai, il s'est toutefois repris pour atteindre des valeurs positives à compter du mois d'octobre. Ces évolutions étaient en phase avec la lente reprise de l'activité économique et se sont révélées conformes au profil habituel du cycle conjoncturel : le point de retournement de la croissance des prêts aux ménages intervient tôt dans le cycle économique, alors que celui de la croissance des prêts aux sociétés non financières tend à suivre avec un décalage. Ceci est notamment dû au fait que les prêts au logement bénéficient d'une meilleure garantie, tandis que les entreprises recourent généralement à l'autofinancement aux premiers stades de la reprise.

Après avoir été légèrement négative pendant la première moitié de l'année, la dynamique monétaire s'est ressaisie

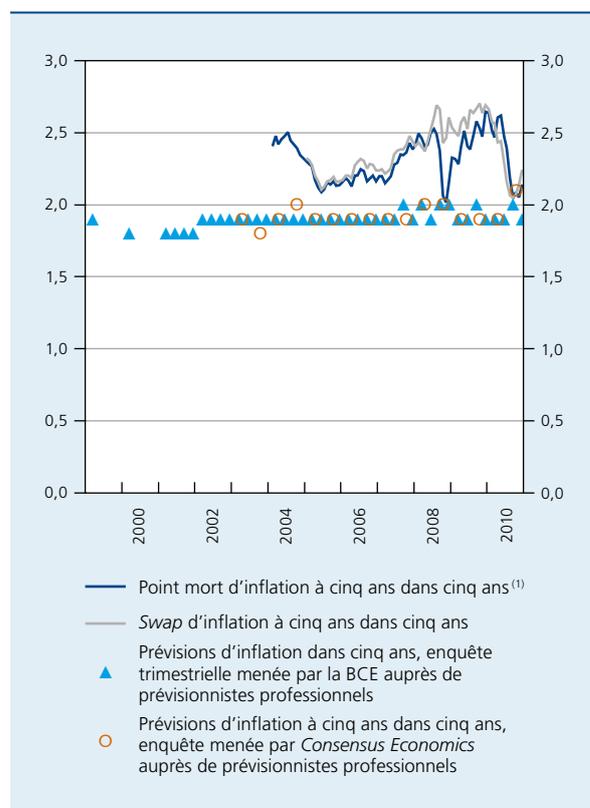
au cours de l'été, confirmant par là-même le rebond de l'activité. Compte tenu des risques pesant toujours sur cette dernière, elle a toutefois continué à être modérée. Cette faiblesse s'expliquait non seulement par l'incidence prolongée de la morosité économique sur la demande de prêts, mais sans doute aussi par une correction de l'excès de liquidités accumulées précédemment et par une courbe des rendements toujours fortement croissante, qui favorisait les placements en dehors de ceux repris dans l'agrégat monétaire M3. La hausse de l'écart de taux entre les dépôts à terme de moins de deux ans et les dépôts à vue s'est, pour sa part, traduite par un rééquilibrage au sein même de M3. Contrairement à ce qui avait été observé depuis l'automne 2008, le taux de progression annuel de M1, à savoir de la monnaie fiduciaire et des dépôts à vue, a ralenti nettement, tandis que le taux de variation annuel de M3-M1 et, en particulier, celui des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans, est devenu nettement moins négatif au fil des mois.

Dans l'ensemble, l'analyse économique et monétaire a conforté le diagnostic d'une reprise modérée de l'activité et de tensions inflationnistes contenues à moyen terme. Lors de chacune des réunions qu'il a tenues au cours de l'année sous revue, le Conseil des gouverneurs de la BCE a donc estimé que les taux d'intérêt en vigueur étaient appropriés et décidé de laisser le taux directeur central inchangé, à 1 p.c., niveau le plus bas depuis le début de la troisième phase de l'union économique et monétaire, en 1999.

Les anticipations d'inflation à long terme tirées de données d'enquêtes et de données des marchés financiers sont restées bien ancrées. Les anticipations relatives à l'inflation à long terme des enquêtes organisées par la BCE et *Consensus Economics* sont ainsi demeurées plus ou moins stables, aux alentours de 2 p.c., voire légèrement en deçà. Les anticipations d'inflation élaborées à partir des données des marchés financiers ont été globalement orientées à la baisse au cours de l'année sous revue et se sont établies à un niveau légèrement supérieur à 2 p.c. en décembre. Ces mesures sont généralement plus volatiles et supérieures à celles des données d'enquêtes car elles incluent, outre les anticipations d'inflation proprement dites, des primes de risque qui varient au fil du temps et brouillent le signal relatif aux anticipations d'inflation qu'émettent ces instruments, en particulier en cas de turbulences financières. Il semble donc bien que la réduction rapide et significative des taux d'intérêt a permis d'éviter un découplage à la baisse des anticipations d'inflation, source potentielle de déflation, et que la politique monétaire accommodante adoptée n'a pas pour autant entraîné de dérapage à la hausse des anticipations d'inflation à plus long terme.

**GRAPHIQUE 20** ANTICIPATIONS D'INFLATION À LONG TERME DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation annuelle)



Sources : Bloomberg ; Consensus Economics ; Ejsing, J., J.A. García et T. Werner (2007)<sup>(1)</sup> ; BCE ; BNB.

(1) Le point mort d'inflation correspond à la différence entre le rendement des obligations à taux fixe et celui des obligations indexées provenant d'un même émetteur et portant sur des échéances similaires.

(2) *The term structure of euro area break-even inflation rates: The impact of seasonality*, ECB, Working Paper 830.

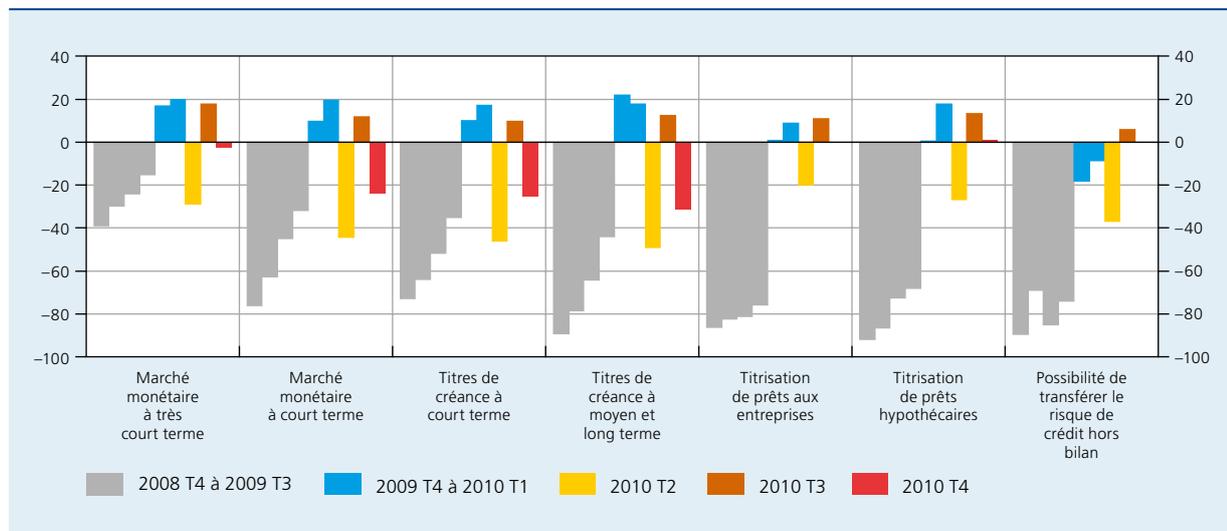
### Premiers pas vers le retrait graduel de certaines mesures non conventionnelles

Les derniers mois de 2009 et le début de l'année sous revue ont été marqués par une amélioration graduelle de la situation sur le marché interbancaire. La diminution du rythme de croissance des prêts bancaires au secteur privé a en outre semblé prendre fin et, dans les enquêtes de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire du dernier trimestre de 2009 et du premier trimestre de 2010, les banques ont fait état d'une amélioration de leur accès au financement de marché. C'est la raison pour laquelle le Conseil des gouverneurs a alors jugé que le moment était venu de supprimer progressivement certaines mesures exceptionnelles.

Depuis l'aggravation des turbulences financières à l'automne 2008, l'Eurosystème avait en effet non seulement sensiblement assoupli sa politique monétaire,

**GRAPHIQUE 21** ACCÈS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DANS LA ZONE EURO AU FINANCEMENT DE MARCHÉ <sup>(1)</sup>

(données trimestrielles)



Source : BCE.

(1) Pourcentages nets (non pondérés) des réponses des établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit. Ces pourcentages indiquent dans quelle mesure l'accès de ces établissements au financement de marché s'est dégradé (-) ou amélioré (+).

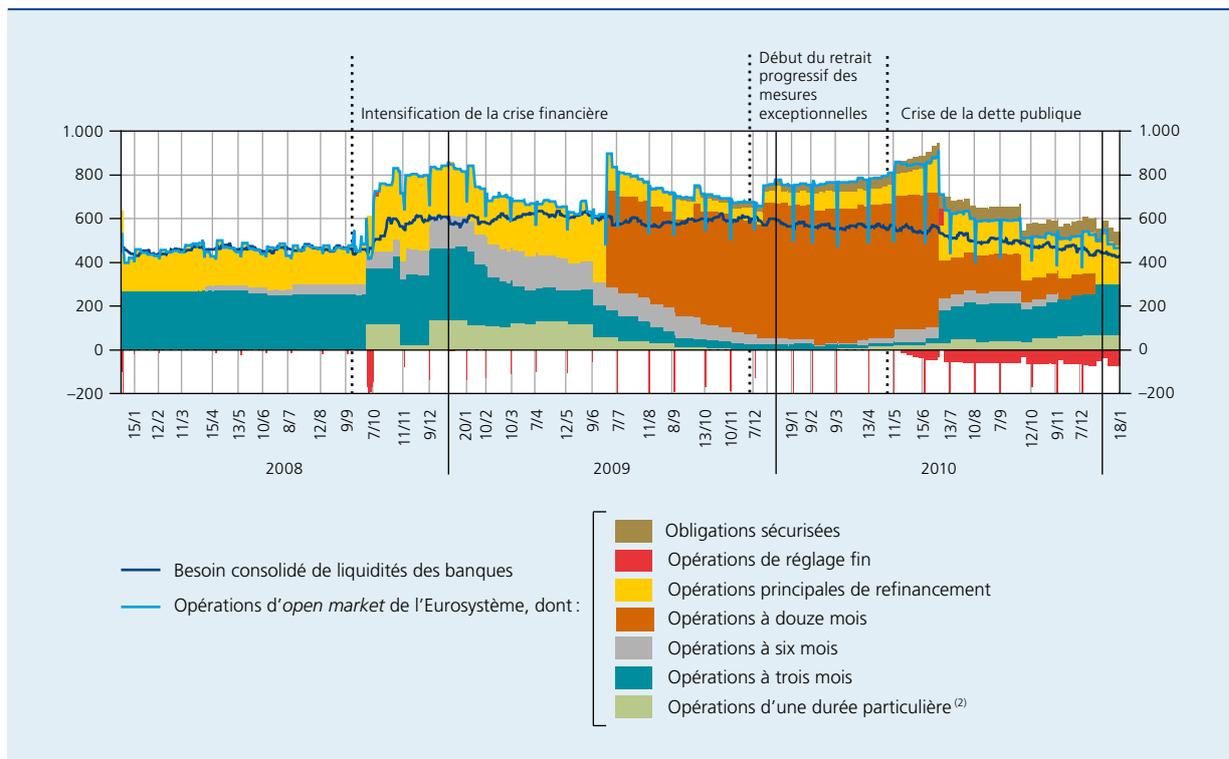
mais également pris des mesures exceptionnelles dans le domaine de l'octroi de liquidités, afin de préserver la stabilité financière et d'éviter ainsi qu'une perturbation de la transmission de la politique monétaire ne mette en péril la stabilité macroéconomique en général et la stabilité des prix en particulier. Ces mesures ont été qualifiées de soutien renforcé du crédit. En raison de la crise financière, l'accès des banques au marché était en effet devenu plus malaisé, de sorte qu'en l'absence d'une intervention spécifique de l'Eurosystème, l'ensemble de l'économie risquait à son tour de rencontrer des difficultés pour obtenir des crédits. Premièrement, l'Eurosystème a joué un important rôle d'intermédiation sur le marché monétaire en organisant, à partir du 15 octobre 2008, toutes les opérations de refinancement sous la forme d'adjudications satisfaisant l'intégralité de la demande à taux fixe. Les établissements de crédit en déficit de liquidité étaient dès lors assurés de disposer des liquidités dont ils avaient besoin, pour autant qu'ils puissent présenter les garanties nécessaires, alors que les autres banques, devenues particulièrement réticentes à leur prêter leurs excédents, ont préféré les déposer auprès de l'Eurosystème. Ce dernier s'est ainsi placé entre les banques commerciales en surplus et celles en déficit et s'est substitué au marché interbancaire, paralysé par la grande incertitude concernant la santé du système bancaire. Ensuite, des montants plus importants de liquidités ont été octroyés par le biais d'opérations de plus longue durée. Il a notamment été décidé d'organiser en juin, septembre et décembre 2009 des opérations de

refinancement d'une durée d'un an. L'Eurosystème a aussi élargi la liste des actifs éligibles admis en garantie pour toutes les opérations de refinancement. Afin d'assurer leur refinancement en devises, les établissements de crédit européens se sont en outre vus offrir par l'Eurosystème des financements en dollar des États-Unis et en franc suisse. Un programme d'achat d'obligations sécurisées – des instruments d'une importance toute particulière pour le financement des banques – de 60 milliards d'euros sur la période de juillet 2009 à juin 2010 a également été mis en place. Enfin, la Banque européenne d'investissement a été reconnue comme contrepartie éligible par l'Eurosystème.

Lors de la réunion qu'il a tenue au début de décembre 2009, dans le contexte du rétablissement des marchés financiers et de l'amélioration des perspectives économiques, le Conseil des gouverneurs avait décidé que la première étape du processus de retrait graduel de ces mesures non conventionnelles serait franchie au premier trimestre de 2010. Après que la dernière opération de refinancement à douze mois a été réalisée en décembre 2009, la dernière opération de refinancement à six mois a été menée le 31 mars 2010. Lors de ces opérations, toutes les soumissions ont été servies à un taux fixe correspondant au taux directeur central moyen pour toute leur durée. Au début de l'année sous revue, il avait aussi été mis un terme aux opérations de refinancement en devises.

GRAPHIQUE 22 BESOIN CONSOLIDÉ DE LIQUIDITÉS ET OPÉRATIONS D'OPEN MARKET DE L'EUROSISTÈME <sup>(1)</sup>

(données journalières, milliards d'euros)



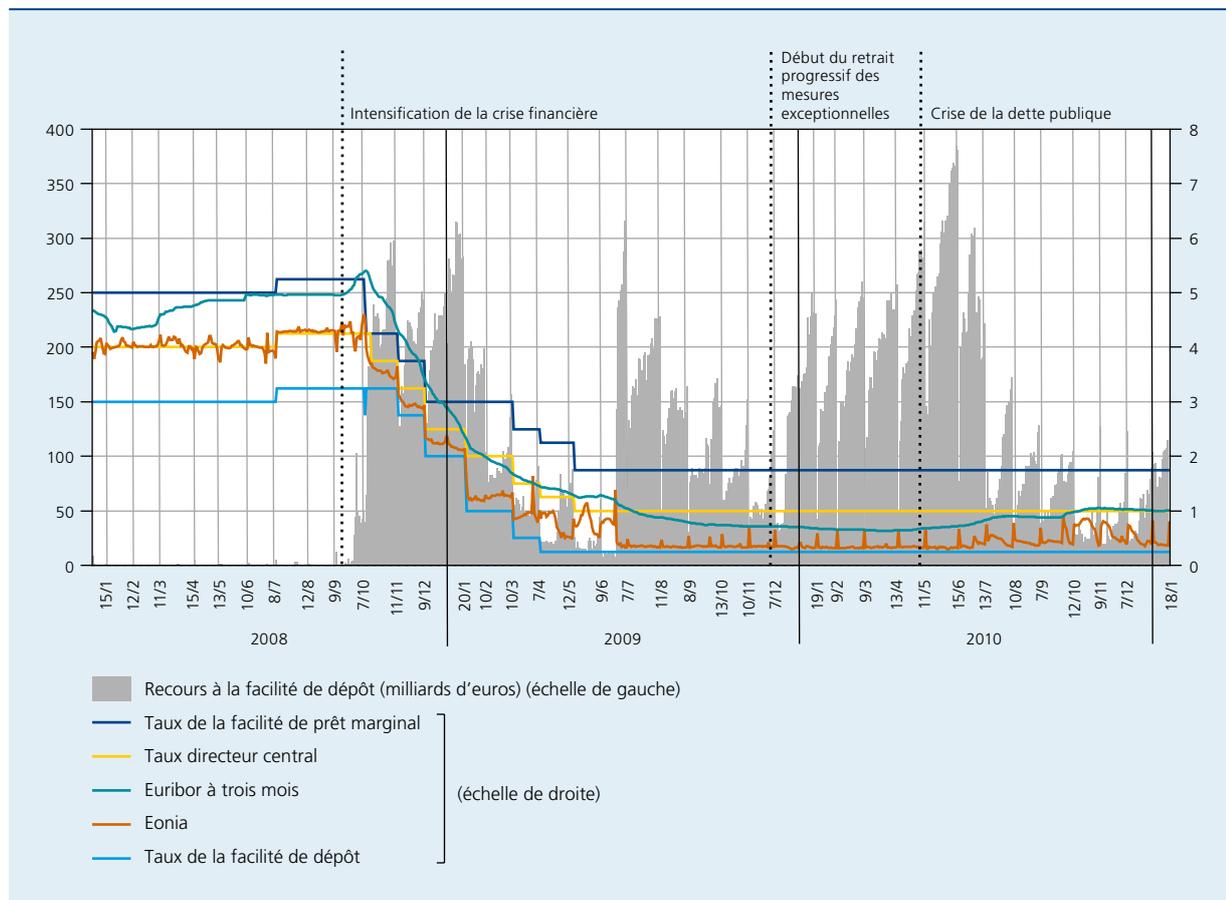
Avec le retour à un système de soumission à taux variable pour les opérations de refinancement à trois mois, le 28 avril a marqué une nouvelle étape dans le processus de retrait progressif des mesures non conventionnelles. Le Conseil des gouverneurs avait précisé que l'ampleur des montants alloués au terme de ces opérations garantirait un fonctionnement sans heurt du marché monétaire et contribuerait à éviter que ne se creusent d'importants écarts entre les taux effectivement payés et le taux directeur central. Même si, compte tenu de la faiblesse de la demande, seul un montant de 4,8 milliards d'euros a été alloué, soit nettement moins que les 15 milliards d'euros annoncés, la moyenne pondérée des taux payés s'est tout de même élevée à 1,15 p.c. Ceci signifie que certaines contreparties de l'Eurosystème avaient une disposition à payer élevée pour obtenir un financement à terme. La situation sur les marchés financiers demeurant fragile et incertaine, il était toutefois opportun de continuer à offrir aux banques une certaine souplesse en matière d'accès à la liquidité. Les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement assorties d'une échéance correspondant à celle d'une période de constitution des

réserves ont donc continué à être intégralement satisfaites à taux fixe. Le Conseil des gouverneurs s'est engagé au début de mars à ce qu'il en soit ainsi au moins jusqu'au 12 octobre 2010. Par ailleurs, les acquisitions effectuées au titre du programme d'achat d'obligations sécurisées se sont poursuivies tout au long du premier semestre de 2010, comme l'avait annoncé le Conseil des gouverneurs en juin 2009.

La politique de soutien renforcé du crédit avait généré un excédent de liquidités considérable sur le marché monétaire, surtout à partir de juillet 2009, après l'adjudication des quelque 442 milliards d'euros demandés lors de la première opération de refinancement à douze mois. Cet important excédent de liquidités a réduit le taux d'intérêt au jour le jour Eonia à un niveau proche du taux appliqué à la facilité de dépôt, ramené à 0,25 p.c. en avril 2009. Il s'agit du plancher absolu pour le taux au jour le jour, étant donné que c'est celui auquel les établissements de crédit peuvent placer jusqu'au lendemain leur surplus de liquidités auprès de l'Eurosystème. C'est donc ce taux, et non le taux directeur central, qui sert de référence pour le

## GRAPHIQUE 23 RECOURS À LA FACILITÉ DE DÉPÔT ET TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO

(données journalières)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.

taux au jour le jour en cas d'excédents de liquidités permanents. Les attentes du marché financier en matière de taux d'intérêt permettent de déduire que les opérateurs tablaient, au début de l'année sous revue, sur une résorption du surplus de liquidités sur le marché monétaire à compter de juillet, date à laquelle la première opération à douze mois arrivait à échéance. Ce n'est qu'à partir de ce moment-là qu'ils prévoyaient que le taux au jour le jour retrouve un niveau proche de celui du taux directeur central. De la sorte, les taux sur le marché interbancaire garanti à plus long terme sont restés à un niveau nettement inférieur à celui du taux directeur central. Les taux d'intérêt sur le marché non garanti sont aussi demeurés faibles ; ils ont même reculé davantage puisque les primes de risque de crédit et de liquidité qui y sont contenues ont continué à baisser en raison du regain de confiance sur le marché interbancaire. En conséquence, l'Euribor à trois mois, important taux de référence pour les taux d'intérêt de détail à court terme, est descendu jusque 0,63 p.c. à la fin du premier trimestre de 2010.

### Crise de la dette publique

L'amélioration progressive de la situation sur le marché interbancaire s'est interrompue au début de mai, en raison de l'exacerbation des tensions sur le marché des titres publics de plusieurs États membres de la zone euro – voir section 1.2.1. Ainsi, l'Eurosystème s'est vu contraint d'adopter un nouveau train de mesures anticrise et de réintroduire certaines mesures qu'il avait précédemment abandonnées.

Dès la fin de 2009, les marchés des titres publics de plusieurs pays de la zone euro ont montré une nervosité grandissante. Les tensions ont atteint des niveaux sans précédent les 6 et 7 mai dans un climat d'incertitude concernant le programme de soutien à la Grèce. Ces tensions se sont non seulement propagées aux marchés des titres publics d'autres pays, mais se sont aussi accompagnées d'une plus grande volatilité des marchés boursiers et des devises. En outre, dans un climat de grande

incertitude concernant l'exposition des banques au risque souverain, le marché interbancaire risquait de se retrouver à nouveau paralysé. Le 3 mai, estimant que le programme d'adaptation économique et financier hellénique était adéquat, le Conseil des gouverneurs a supprimé les exigences minimales en matière de notation pour les obligations émises ou couvertes par les pouvoirs publics grecs. Le 10 mai, il a annoncé un nouveau train de mesures.

Ainsi, un programme pour les marchés de titres a été mis en place. Il visait l'achat de créances tant publiques que privées sur le marché secondaire, afin de rétablir le bon fonctionnement des marchés des actifs et, partant, de préserver le mécanisme de transmission monétaire. En effet, la banque centrale ne peut influencer directement que les taux d'intérêt à très court terme, alors que la transmission des impulsions de politique monétaire à l'économie réelle s'opère par le biais des marchés financiers et de l'octroi de crédits bancaires. Le marché de la dette publique joue un rôle de premier plan dans ce processus via trois canaux, à savoir les prix, la liquidité et le bilan.

À travers le canal des prix, les taux d'intérêt des obligations d'emprunteurs souverains influencent les conditions de financement de l'économie étant donné qu'ils servent en général de référence pour la fixation des taux d'intérêt à plus long terme qui sont appliqués aux ménages et aux entreprises. Lorsque les primes de risque contenues dans les taux d'intérêt des titres souverains atteignent des valeurs qui ne se justifient plus en raison d'un dysfonctionnement des marchés, ils menacent de perturber la transmission de la politique monétaire en créant une pression à la hausse sur les coûts de financement dans l'économie. Le canal de la liquidité opère du fait que les titres publics constituent la principale forme de garantie pour le financement des banques sur le marché. Un tarissement de la liquidité de ces instruments peut paralyser le marché interbancaire – ce qui a été le cas au début de mai – avec pour conséquence que l'accès au financement de marché est entravé et l'octroi de crédits à l'économie est menacé. Le canal du bilan intervient pour sa part du fait qu'une baisse des cours des obligations d'État induit des pertes pour leurs détenteurs. Les fonds propres des banques s'en ressentent, ce qui peut les inciter à réduire le volume des crédits qu'elles octroient. En outre, cette situation ravive les doutes quant à la solvabilité de certaines banques, et rend donc plus difficile leur financement par le marché. En effet, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de l'Eurosystème portant sur le deuxième trimestre de 2010 a fait apparaître que leur accès au financement de marché s'était à nouveau sensiblement détérioré. Cela a surtout été le cas des établissements de crédit originaires des pays les plus touchés par la crise de la dette publique.

Étant donné que le programme pour les marchés de titres a été établi dans le seul but de préserver la transmission monétaire et ne vise nullement à modifier l'orientation de la politique monétaire, les liquidités injectées sur le marché monétaire par le biais des interventions menées au titre de ce programme sont réabsorbées: durant l'année sous revue, il a été procédé à des opérations de réglage fin hebdomadaires visant à absorber les liquidités, dont les montants correspondaient systématiquement à celui des achats réglés le vendredi précédant l'opération. Le programme pour les marchés de titres n'influence dès lors pas directement les conditions de liquidités sur le marché monétaire. Toutefois, il est arrivé à deux reprises que les montants réabsorbés n'atteignent pas les objectifs: une première fois au début de juillet et une autre à la fin du mois de décembre. Ces cas de figure isolés se sont produits dans des contextes particuliers de tensions, liées respectivement à l'arrivée à échéance de la première opération à un an et aux transactions que font traditionnellement les établissements de crédit en fin d'année en vue de la clôture de leur bilan.

Dans le cadre de ce programme, l'Eurosystème a acheté entre le 10 mai et le 31 décembre 2010 des titres de créance pour un montant global de 73,5 milliards d'euros, ce qui correspond à quelque 3,7 p.c. du total de son bilan consolidé. La majorité de ces achats ont été réalisés pendant les premières semaines de la mise en œuvre du programme. Ils ont sensiblement diminué durant les mois d'été, mais ont repris au dernier trimestre, lorsque les turbulences financières se sont à nouveau renforcées.

Eu égard aux répercussions de la crise de la dette publique sur le bon fonctionnement du marché interbancaire, le Conseil des gouverneurs de la BCE a par ailleurs décidé le 10 mai que, jusqu'au 30 juin au moins, les opérations mensuelles de refinancement à trois mois seraient de nouveau conduites avec satisfaction intégrale des soumissions. Il a également décidé d'organiser, le 12 mai, une opération à six mois selon le système de l'adjudication intégrale des offres, à un taux fixe correspondant à la moyenne du taux directeur central au cours de la période en question. Enfin, la possibilité a à nouveau été offerte aux contreparties de l'Eurosystème d'obtenir des liquidités en dollar des États-Unis moyennant des garanties appropriées. Si l'octroi de liquidités en dollar par l'Eurosystème est resté limité – la demande a atteint au maximum 9,2 milliards de dollars le 12 mai –, la demande de liquidités en euro s'est considérablement accrue en mai et en juin; elle émanait essentiellement de contreparties de pays fortement touchés par la crise de la dette souveraine. Le surplus de liquidités a dès lors à nouveau gonflé et la facilité de dépôt a été utilisée intensément en mai et au début de juin. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé lors de

sa réunion de juin de prolonger, pour les opérations de refinancement à trois mois, les adjudications intégrales jusqu'au troisième trimestre de 2010 inclus.

À la même période, les prévisionnistes professionnels semblaient estimer que la crise de la dette aurait des conséquences sur les perspectives macroéconomiques et sur l'orientation de la politique monétaire, puisqu'ils anticipaient une hausse plus tardive du taux directeur central qu'en début d'année. Les intervenants de marché s'attendaient pour leur part à ce que le surplus de liquidités sur le marché monétaire demeure important, même après l'arrivée à échéance de la première opération à douze mois au début de juillet. Ils ont dès lors anticipé que le taux au jour le jour resterait pour une plus longue période inférieur au taux directeur central.

Le 30 juin, il a été annoncé que le programme d'achat d'obligations sécurisées prenait fin – comme prévu – et que le montant visé de 60 milliards d'euros avait été atteint. Le Conseil des gouverneurs a aussi précisé que les obligations sécurisées qui avaient été achetées seraient en principe détenues jusqu'à leur échéance.

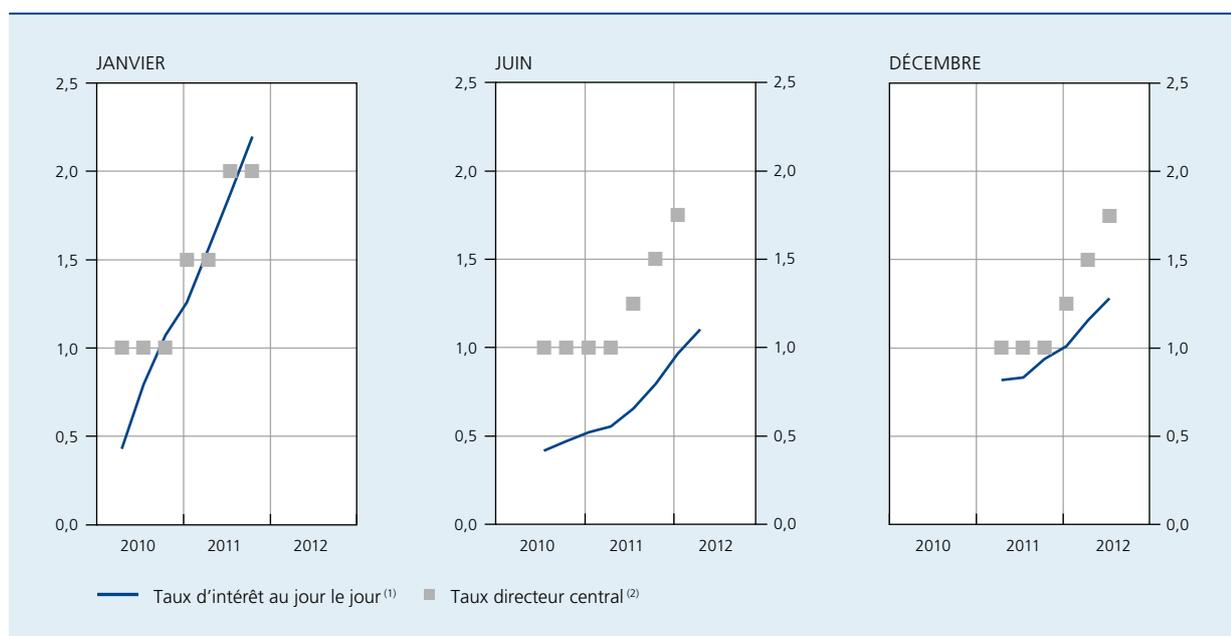
Au cours de l'été, les tensions sur les marchés financiers sont restées palpables, même si certains signes d'amélioration ont été perceptibles sur le marché monétaire. Au

début de juillet, le surplus de liquidités s'était en effet nettement contracté, à la suite de l'arrivée à échéance le 1<sup>er</sup> juillet de la première opération de refinancement d'une durée de douze mois – qui s'était traduite par l'allocation de 442 milliards d'euros. L'Eurosystème avait néanmoins donné aux banques la possibilité de faire plus facilement face à l'incidence de cette date butoir, en procédant à une opération de réglage fin supplémentaire venant à échéance le 7 juillet, date de règlement des liquidités octroyées lors de l'opération principale de refinancement hebdomadaire suivante. Les contreparties de l'Eurosystème n'ont toutefois renouvelé qu'une partie de leur financement auprès de celui-ci, ce qui indique qu'elles souhaitaient en être moins dépendantes pour la gestion de leur liquidité. En conséquence, le surplus de liquidités sur le marché monétaire est revenu à 113 milliards d'euros en moyenne en juillet, contre une moyenne de 297 milliards en juin. Au mois d'août, le surplus moyen est retombé en deçà de 100 milliards.

Dans un contexte toujours empreint d'incertitude, le Conseil des gouverneurs a annoncé à l'occasion de sa réunion du 2 septembre la prolongation, au moins jusqu'au 18 janvier 2011 et pour l'ensemble des opérations de refinancement, du système de l'adjudication intégrale des offres à un taux fixe, ce dernier correspondant, pour les opérations à trois mois, à la moyenne du taux directeur

#### GRAPHIQUE 24 ANTICIPATIONS DE TAUX D'INTÉRÊT DANS LA ZONE EURO

(données trimestrielles, anticipations de taux d'intérêt avant les réunions du Conseil des gouverneurs du début des mois de janvier, juin et décembre)



Sources : Bloomberg, Reuters, BNB.

(1) Mesuré sur la base du taux d'intérêt implicite à un mois dérivé des taux d'intérêt swaps Eonia à diverses échéances.

(2) Médiane du taux directeur central attendu dans l'enquête de Reuters menée auprès d'économistes.

central pendant leur maturité. Certaines vulnérabilités étant toujours perceptibles, il a été jugé opportun de continuer à rendre les liquidités aisément accessibles au quatrième trimestre. De plus, au cours de ce trimestre venaient à échéance à la fois la dernière opération de refinancement à douze mois et l'opération à six mois adjugée le 12 mai. Une prudence particulière s'imposait donc, d'autant plus que la fin de l'année se caractérise habituellement par une nervosité accrue sur le marché monétaire. Comme cela avait été le cas en juin et en septembre pour les échéances des deux premières opérations de refinancement à douze mois, une opération spéciale de réglage fin d'apport de liquidités a été prévue à chaque échéance importante du quatrième trimestre, pour favoriser une transition sans heurt jusqu'à l'opération principale de refinancement hebdomadaire suivante. En ce qui concerne l'opération de refinancement à douze mois venue à échéance le 23 décembre, la durée de l'opération spéciale a même été fixée à treize jours, afin de ne pas aggraver les tensions de fin d'année.

Lors de l'arrivée à échéance de trois opérations à plus long terme – d'une durée respective de trois, six et douze mois – à la fin du mois de septembre, les établissements de crédit n'ont renouvelé qu'une partie de leur demande de liquidités antérieure. De ce fait, le surplus de liquidités moyen est tombé à 36 milliards au mois d'octobre. Parallèlement à la réduction du surplus de liquidités au cours de la période s'étalant de juillet à octobre, l'Eonia a suivi une tendance ascendante, s'établissant en moyenne à 0,70 p.c. en octobre, contre 0,35 p.c. entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 30 juin. Il a en outre affiché une évolution plus volatile durant cette période. L'impression s'est alors répandue sur les marchés financiers que le taux d'intérêt au jour le jour resterait plus proche du taux directeur central. À partir du mois d'octobre, les taux du marché monétaire garanti à plus long terme se sont donc aussi inscrits progressivement en hausse et l'Euribor à trois mois a à nouveau dépassé 1 p.c. à partir de la mi-octobre, en dépit d'une baisse des primes de risque qui y sont incluses.

Vers la fin du mois d'octobre, la situation sur les marchés financiers s'est toutefois dégradée à nouveau, notamment du fait de l'incertitude entourant le coût du sauvetage du système bancaire irlandais. Des craintes sur les finances publiques de plusieurs États de la zone euro sont réapparues avec vigueur et de nouvelles tensions sur le marché interbancaire se sont manifestées. Ces dernières ont été confirmées par les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire pour le quatrième trimestre, qui ont mis en évidence une plus grande difficulté pour les établissements de crédit à accéder au financement de marché. La demande de refinancement auprès de l'Eurosystème et le surplus de liquidités sur le marché monétaire

qui en résulte se sont à nouveau montrés plus volatils et n'ont pas manqué d'augmenter en novembre et plus particulièrement en décembre. Cela a eu des effets baissiers sur les taux d'intérêt du marché monétaire garanti. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a considéré qu'il était souhaitable de continuer à offrir aux banques une grande souplesse en matière de refinancement. Lors de sa réunion du 2 décembre, il a ainsi annoncé qu'il prolongerait les mesures exceptionnelles en place, tout en rappelant le caractère temporaire de ces dernières. En particulier, il a décidé de maintenir les modalités en vigueur pour l'octroi de liquidités, et ce au moins jusqu'au 12 avril 2011. Dans le but de préserver une bonne transmission de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a, en outre, confirmé la poursuite de son programme pour les marchés de titres, tout en affirmant qu'il continuerait à stériliser les achats de manière à ne pas influencer les conditions de liquidité sur le marché monétaire.

Les développements sur le marché monétaire au cours du second semestre de l'année sous revue ont clairement montré que l'évolution du surplus de liquidités obéit à un mécanisme de marché. Lorsque des tensions surgissent, les établissements en surplus sont plus réticents à prêter sur le marché interbancaire. Ils préfèrent placer leurs liquidités excédentaires auprès de l'Eurosystème et sont disposés à en supporter le coût – sous la forme d'une rémunération limitée au taux de la facilité de dépôt. Il devient dès lors plus difficile de se financer sur le marché pour les banques en déficit et nombre d'entre elles se voient contraintes de s'adresser à l'Eurosystème pour se refinancer. Cette situation se traduit par un accroissement du surplus de liquidités et une baisse du taux au jour le jour sur le marché monétaire. Lorsque le climat s'améliore, en revanche, les établissements en surplus sont plus enclins à prêter directement aux autres banques. Dans ce cas de figure, le surplus de liquidités sur le marché monétaire s'amenuise et le taux d'intérêt au jour le jour a tendance à s'accroître. Dans la mesure où ces mouvements du taux au jour le jour sont perçus comme étant persistants, ils affectent l'évolution des taux du marché monétaire garanti à plus long terme. À son tour, celle-ci tend à compenser les variations des primes de risque contenues dans les taux d'intérêt du marché interbancaire non garanti et les fluctuations du taux au jour le jour agissent dès lors comme un stabilisateur automatique des taux sur ce marché. Ceci explique que l'Euribor à trois mois soit resté proche de 1 p.c. pendant tout le deuxième semestre de l'année sous revue, en dépit de changements parfois significatifs de la situation sur le marché monétaire.

Le soutien renforcé du crédit, que l'Eurosystème a mis en place depuis octobre 2008, a contribué à éviter une crise financière plus grave et, dès lors, une récession plus

profonde qui aurait menacé la stabilité des prix. Bien que le confort ainsi offert aux banques avait pour but de leur permettre d'assainir de manière graduelle leur bilan, il convenait également de les inciter suffisamment à s'engager effectivement dans ce processus. Pour cette raison, le Conseil des gouverneurs a systématiquement souligné le caractère exceptionnel et temporaire du soutien renforcé du crédit et a mis en exergue les dangers d'un recours excessif à l'Eurosystème par certaines contreparties. Le recours à l'Eurosystème n'est pas problématique en soi. Il est dans une certaine mesure, en revanche, inévitable, étant donné l'existence sur le marché monétaire d'un déficit de liquidités structurel. Dans le cas de certaines institutions de crédit, ce recours est toutefois devenu systématique et disproportionné, eu égard à la taille de

leur bilan par exemple. Un tel comportement est symptomatique des graves problèmes de financement auxquels certaines banques font face. Ces problèmes doivent être résolus à la source, le cas échéant avec l'intervention des autorités prudentielles et des gouvernements, et non par une perpétuation du recours à l'Eurosystème. Une telle dépendance de certaines contreparties vis-à-vis de l'Eurosystème peut de surcroît compliquer, à l'avenir, le retour aux adjudications à taux variable. Elle augmente aussi le risque que l'Eurosystème court dans le cadre de ses opérations de politique monétaire, par le biais d'une plus grande concentration de ses actifs. Pour ces raisons, le Conseil des gouverneurs s'est montré de plus en plus inquiet pendant l'année sous revue de la dépendance importante et persistante de certaines contreparties vis-à-vis de l'Eurosystème.



2.

# Évolutions économiques en Belgique

## 2.1 Activité et emploi

### 2.1.1 Vue d'ensemble

Après s'être relativement moins dégradée au plus fort de la récession mondiale, à la fin de 2008 et au début de 2009, l'activité en Belgique a largement tiré profit par la suite de l'amélioration de l'environnement économique. Au total, après un recul de 2,7 p.c. en 2009, le PIB a progressé en moyenne de 2 p.c. en termes réels sur l'ensemble de 2010. Ces résultats sont meilleurs que ceux observés pour la zone euro, où la diminution du PIB avait atteint en moyenne 4,1 p.c. en 2009 et où la reprise a été limitée à 1,7 p.c. en 2010.

Le redressement de l'activité en Belgique s'est appuyé sur le vif regain de la demande extérieure – initié notamment par la fin du mouvement généralisé de déstockage –, sur l'apaisement des tensions financières et, de manière générale, sur le rétablissement de la confiance des chefs d'entreprise et des ménages. C'étaient précisément ces déterminants qui s'étaient détériorés en 2008 pour se renforcer mutuellement dans une spirale récessive. Dès lors, l'assise de la croissance s'est élargie en 2010. Alors que seules les dépenses publiques finales – de consommation et d'investissement – avaient apporté une contribution positive en 2009, tant les exportations nettes que la demande intérieure hors variation des stocks ont, à des degrés variables, soutenu la progression du PIB en 2010.

Parallèlement à la consolidation de la reprise de l'activité, les effets négatifs que la crise avait exercés sur la rentabilité des entreprises se sont largement résorbés en 2010. Cette amélioration a résulté d'abord de l'accroissement du volume des ventes et de l'orientation des prix plus favorable pour les producteurs, deux effets directement liés au renforcement de la demande. En outre, l'utilisation progressivement plus intensive des capacités de production a concouru à une modération des coûts. En particulier, après avoir été plombée par la chute du niveau de

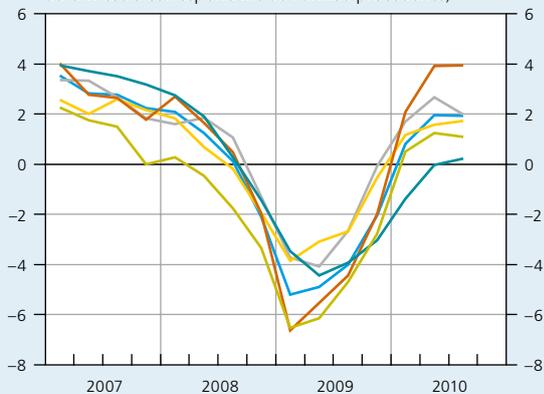
l'activité en 2009, la productivité par heure de travail s'est à nouveau inscrite en hausse durant l'année sous revue, freinant de la sorte l'accroissement des coûts salariaux par unité produite. Ainsi, après un déclin en 2009, la part de l'excédent brut d'exploitation au sens large – y compris le revenu mixte brut des indépendants – dans la valeur ajoutée s'est redressée en 2010, tandis que celle des rémunérations des salariés revenait grosso modo à son niveau de 2008.

L'évolution relativement favorable de l'activité en Belgique par rapport à la zone euro, tant dans la phase de récession que dans celle de reprise, a été accompagnée et soutenue par une résilience exceptionnelle de l'emploi intérieur. Ce dernier a en effet déjà augmenté, alors qu'habituellement un délai plus long se marque après une reprise de l'activité. Cette hausse s'est établie au total à 0,6 p.c., après un tassement limité à 0,4 p.c. en 2009. Elle a été d'autant plus remarquable que la récession de 2008-2009 avait atteint une ampleur sans précédent dans tous les cycles conjoncturels des six dernières décennies. Comparé à ces autres épisodes, le comportement de rétention plus marquée de la main-d'œuvre s'explique sans doute en partie par les mesures temporaires prises à l'occasion de la crise en vue d'élargir le recours au chômage temporaire et de faciliter la réduction du temps de travail, mais aussi dans une mesure importante par le fait que les entreprises font face à des pénuries structurelles de main-d'œuvre qualifiée et étaient dans une situation financière saine au moment où la crise a débuté. En comparaison d'autres pays de la zone euro, le marché du travail a affiché une meilleure tenue aussi en raison du fait que la Belgique n'a pas été confrontée à une crise de l'immobilier.

De manière générale, l'économie belge a pu traverser les fortes turbulences récentes sans être bridée par des déséquilibres structurels majeurs, au contraire de certains pays de la zone euro. Ainsi, le solde des opérations avec

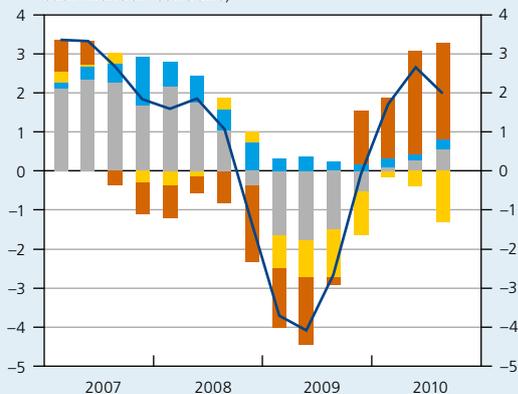
GRAPHIQUE 25 REPRISE ÉCONOMIQUE EN BELGIQUE

PIB EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO<sup>(1)</sup>  
(pourcentages de variation en volume par rapport  
au trimestre correspondant de l'année précédente)



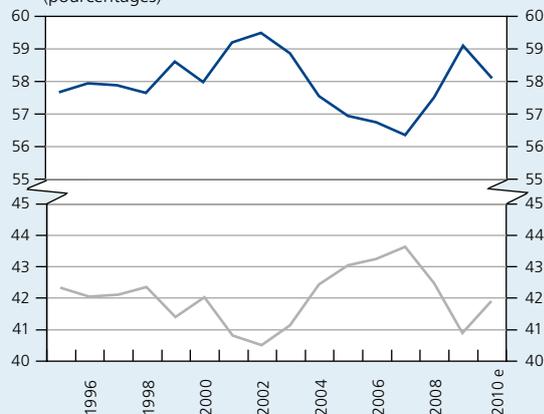
— Belgique  
— Zone euro  
— France  
— Allemagne  
— Espagne  
— Italie

PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES  
EN BELGIQUE<sup>(1)</sup>  
(données trimestrielles; contributions à la variation  
annuelle en volume du PIB, points de pourcentage,  
sauf mention contraire)



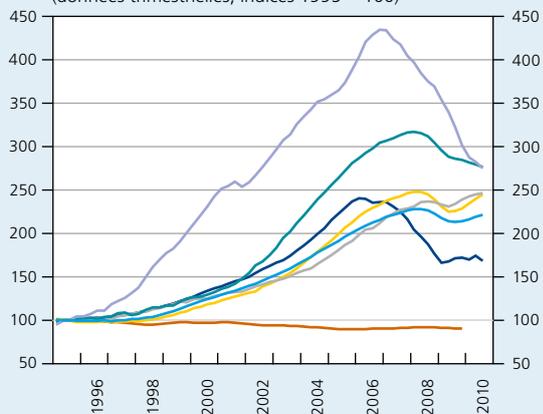
■ Dépenses privées, hors variation des stocks  
■ Dépenses publiques  
■ Variation des stocks  
■ Exportations nettes de biens et de services  
— PIB<sup>(2)</sup>

PART DES REVENUS DANS LA VALEUR AJOUTÉE  
(pourcentages)



— Rémunérations des salariés  
— Excédent brut d'exploitation et revenu mixte brut

PRIX DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL<sup>(3)</sup>  
(données trimestrielles, indices 1995 = 100)



— États-Unis  
— Allemagne  
— France  
— Moyenne de pays de la zone euro<sup>(4)</sup>  
— Belgique  
— Espagne  
— Irlande

Sources : CE, OCDE, Standard & Poor's, ICN, BNB.

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

(2) Pourcentages de variation annuelle.

(3) Indices nominaux. Les séries sont issues de la base de données de l'OCDE, sauf pour les États-Unis, où il s'agit de l'indice *Case-Shiller*.

(4) Moyenne de la France, de l'Italie, des Pays-Bas et de la Finlande, pondérée par le PIB.

le reste du monde est demeuré légèrement positif, et l'endettement tant des ménages que des entreprises non financières est resté soutenable. En particulier, le marché immobilier en Belgique n'a pas subi d'ajustement sévère, contrairement notamment à l'Espagne et à l'Irlande ou, en dehors de la zone euro, aux États-Unis. De fait, si on considère une période de quinze ans, l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel a été globalement comparable à celle observée dans la plupart des autres pays européens, mais la progression a été régulière, sans phase d'accélération exagérée, ni correction abrupte. Même au plus fort de la crise financière, la diminution des prix de l'immobilier résidentiel avait été de faible ampleur et de courte durée. Ces prix ont renoué avec un chemin de hausse en 2010.

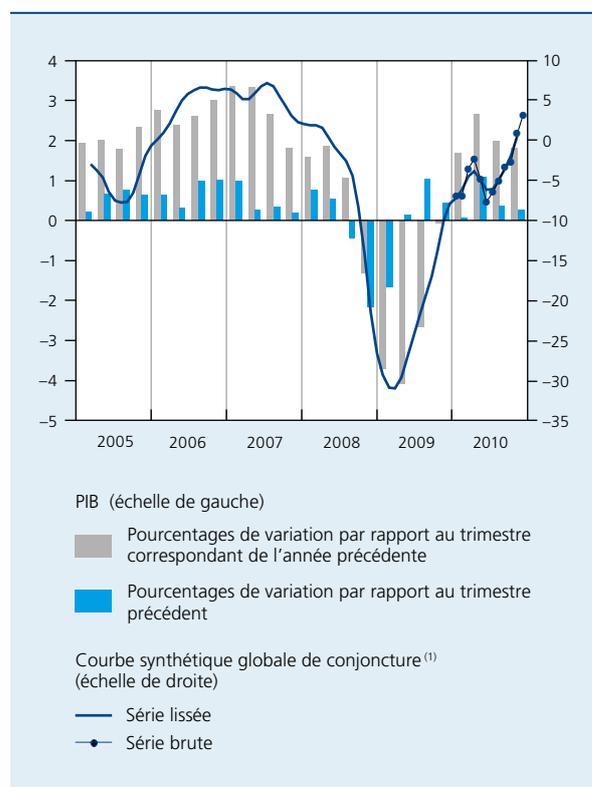
### 2.1.2 Évolution de l'activité et de l'emploi

À l'instar de celle observée dans la zone euro, la reprise économique amorcée en Belgique à la mi-2009 s'est poursuivie et consolidée durant l'année 2010. Ainsi, après un recul de 4,1 p.c. en glissement annuel au deuxième trimestre de 2009, le PIB s'est redressé dès le premier trimestre de l'année sous revue. Sa croissance a atteint un maximum de 2,7 p.c. au deuxième trimestre. Par la suite, comme ce fut le cas dans d'autres pays de la zone euro, la vigueur du rebond initial de l'activité s'est un peu amoindrie, son rythme de progression se stabilisant aux alentours de 1,9 p.c. aux troisième et quatrième trimestres. Si elle tranche avec le recul de l'année précédente, la progression du PIB a donc néanmoins encore été relativement modérée en 2010. En outre, l'évolution en glissement trimestriel du PIB témoigne d'une dynamique de reprise irrégulière, liée en partie aux conditions météorologiques rigoureuses qui ont pesé sur l'activité de la branche de la construction au premier trimestre.

L'amélioration de la situation économique a aussi transpiré dans l'évolution de l'indicateur synthétique global de conjoncture que la Banque établit sur la base des réponses à son enquête mensuelle auprès des chefs d'entreprise. Ainsi, après un plongeon au moment où l'économie se contractait, l'indicateur synthétique s'est progressivement redressé à partir du printemps 2009, sous l'effet d'une embellie dans toutes les branches couvertes par l'enquête, tant pour l'appréciation de la situation courante des entreprises que pour celle des perspectives. Cette tendance s'est poursuivie au début de 2010, grâce à de meilleures perspectives d'évolution de la demande et aux anticipations plus favorables en ce qui concerne l'emploi, ce qui a porté l'indicateur global à un niveau comparable à la moyenne calculée depuis 1980. Après un recul temporaire

**GRAPHIQUE 26** PIB ET INDICATEUR DE CONJONCTURE

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



Sources : ICN, BNB.

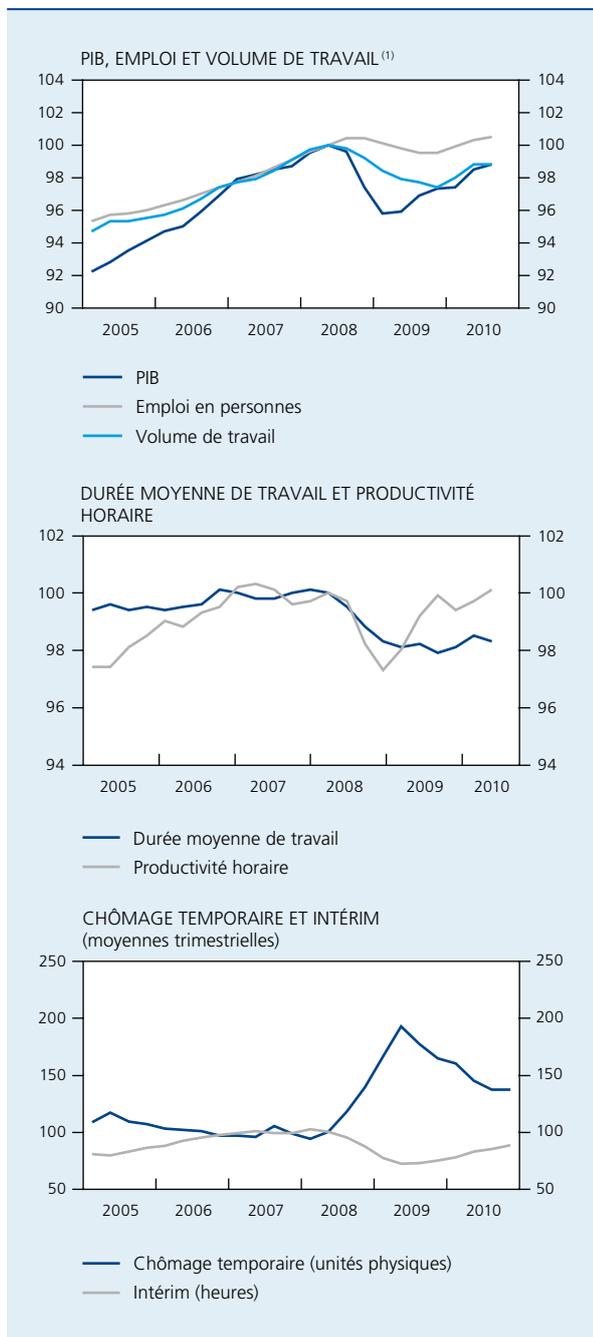
(1) Solde des réponses à l'enquête mensuelle, données non corrigées des effets de calendrier.

de la confiance des chefs d'entreprise dans le courant du deuxième trimestre de 2010, dans un contexte devenu plus incertain en matière de commandes étrangères, le redressement de l'indicateur synthétique s'est poursuivi durant la seconde partie de l'année. Il s'est fondé alors notamment sur une amélioration plus marquée dans le chef des entreprises de services, de la construction et du commerce, parallèlement au renforcement progressif de la demande intérieure. Il s'est accentué en fin d'année, à la suite d'une nette amélioration des perspectives d'emploi et de demande pour l'industrie manufacturière.

À la fin de 2010 – soit sept trimestres après le creux atteint au début de 2009 – et malgré le redémarrage rapide de l'activité économique, le PIB en Belgique se situait toujours 0,9 p.c. sous le pic auquel il s'était établi juste avant la Grande récession. De ce point de vue, l'effet négatif du choc subi par l'économie en 2009 aura donc été sensiblement plus durable qu'à l'issue des trois phases de récession précédentes, puisque, en moyenne, il avait suffi alors de cinq trimestres à compter du creux pour que l'activité économique retrouve le niveau prévalant avant

**GRAPHIQUE 27 PIB, EMPLOI, PRODUCTIVITÉ ET CHÔMAGE TEMPORAIRE**

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, indices 2<sup>e</sup> trimestre de 2008 = 100)



Sources : Federgon, ICN, ONEM, BNB.

(1) Total des heures ouvrées, soit la somme du volume de travail des salariés tel que publié par l'ICN et du volume de travail estimé des indépendants.

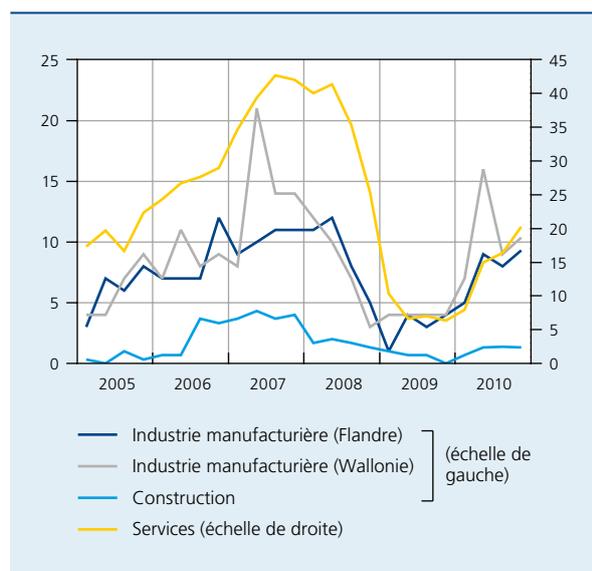
sa contraction. Cette différence s'explique principalement par l'ampleur de la récession qui, pour rappel, fut la plus sévère des six dernières décennies. Le rythme de la reprise a, quant à lui, en moyenne été similaire à celui des épisodes précédents.

En revanche, les performances en matière d'emploi ont constitué une heureuse surprise durant les deux dernières années. Au total, l'emploi intérieur a fait preuve d'une résilience remarquable pendant la récession, avec un recul limité à 0,4 p.c. en 2009 et un redressement relativement rapide au lendemain de la crise, puisqu'il s'est déjà accru de 0,6 p.c. en 2010. Ainsi, à la fin de l'année sous revue, on dénombrait quelque 16.000 postes de travail supplémentaires par rapport au sommet atteint au quatrième trimestre de 2008. Cet ajustement restreint de l'emploi trouve largement son origine dans l'évolution du nombre moyen d'heures ouvrées par personne et dans celle de la productivité horaire. Face au fléchissement de l'activité, les entreprises avaient en effet largement privilégié les formes de flexibilité interne, par la réduction des heures supplémentaires et le recours accru au chômage temporaire et au crédit-temps, notamment.

L'ajustement du volume de travail s'est donc principalement opéré au travers d'une baisse des heures moyennes ouvrées par personne. Ainsi, en 2009, alors que pour l'ensemble de l'économie, le nombre de personnes occupées ne diminuait que marginalement, le volume de travail s'est réduit de 1,8 p.c., reflétant une diminution de l'ordre de 1,5 p.c. de la durée moyenne de travail par personne. En 2010, contrairement aux attentes, cette dernière est restée relativement basse, n'augmentant que de 0,2 p.c.

**GRAPHIQUE 28 ENTRAVES À L'ACTIVITÉ RÉSULTANT D'UNE PÉNURIE DE MAIN-D'ŒUVRE QUALIFIÉE**

(proportion des entreprises confrontées à une pénurie <sup>(1)</sup>)



Source : BNB.

(1) D'après les réponses à l'enquête trimestrielle dans l'industrie manufacturière et à l'enquête mensuelle dans les autres branches, pondérées en fonction de l'importance relative des entreprises mesurée à l'aide du chiffre d'affaires ou de l'emploi.

Le recours au chômage temporaire et aux autres mécanismes de réduction du temps de travail n'a en effet que très progressivement fléchi, de sorte que la durée individuelle de travail s'est maintenue encore nettement en dessous de son niveau d'avant la récession. Globalement, le volume de travail s'est accru de 0,8 p.c. en 2010, tandis que l'activité progressait de 2 p.c.

Parmi les possibilités dont elles disposaient pour ne pas devoir réduire l'emploi, les entreprises ont aussi laissé la productivité horaire de leurs travailleurs se tasser. Compte tenu de la chute soudaine de l'activité, cet effet avait été particulièrement marqué au début de la récession. En effet, le comportement de rétention de main-d'œuvre s'était traduit par des pertes de productivité horaire, de 0,6 p.c. dès 2008, et de 0,8 p.c. en 2009. En glissement annuel, la productivité apparente par heure de travail s'est peu à peu redressée à partir du quatrième trimestre de 2009, mais n'a progressé en moyenne que de 1,2 p.c. en 2010.

Pour sa part, la flexibilité externe, via la non-reconduction de contrats temporaires et le licenciement de travailleurs sous contrat à durée indéterminée, s'est dans un premier temps surtout matérialisée par la diminution du recours au travail intérimaire. Le volume de ce dernier s'était continuellement inscrit en recul jusqu'au deuxième

trimestre de 2009, pour se redresser ensuite. Cette progression a surtout été soutenue par le rebond de l'intérim ouvrier, même si les employés y ont également contribué à partir du deuxième trimestre. La part de l'intérim dans l'emploi total est néanmoins restée encore inférieure à celle observée avant la récession.

Par ailleurs, il ressort des enquêtes de conjoncture de la Banque que la proportion d'entreprises confrontées à des entraves à l'activité résultant d'une pénurie de main-d'œuvre qualifiée, qui avait rapidement diminué dès le début de la crise sans toutefois disparaître, a rebondi au début de l'année sous revue, surtout dans l'industrie manufacturière et les services. Cet indicateur, qui illustre les inadéquations structurelles qui affectent de longue date le marché du travail en Belgique, permet de comprendre l'ampleur du comportement de rétention de la main-d'œuvre adopté par les entreprises au travers de l'épisode conjoncturel. Son évolution en 2010 résulte aussi en partie du fait que des travailleurs placés en chômage temporaire ne sont pas disponibles sur le marché du travail pour répondre aux besoins de main-d'œuvre de firmes dont l'activité a déjà redémarré, puisqu'ils demeurent liés contractuellement à leur employeur. Maintenu au-delà d'un certain délai, ce dispositif peut ainsi constituer un frein lors d'une phase de reprise économique.

## Encadré 4 – La gestion du personnel durant la période de crise

Lorsque l'activité diminue, une entreprise dispose de plusieurs options pour adapter le volume de travail et, partant, les coûts salariaux. Dans un premier temps, en raison des incertitudes entourant l'ampleur et la durée du ralentissement conjoncturel, les entreprises dont la situation financière le permet limitent le recours à des licenciements, notamment en réduisant la durée individuelle du travail de leurs effectifs. Ce comportement de

### EMPLOI ET VOLUME DE TRAVAIL SALARIÉ DANS LE SECTEUR PRIVÉ

(pourcentages de variation par rapport au semestre correspondant de l'année précédente)

	2008		2009		2010	
	1 <sup>er</sup> semestre	2 <sup>e</sup> semestre	1 <sup>er</sup> semestre	2 <sup>e</sup> semestre	1 <sup>er</sup> semestre	2 <sup>e</sup> semestre e
Volume de travail des salariés .....	2,4	0,6	-2,9	-3,2	0,1	2,0
Nombre de salariés .....	2,3	1,8	-0,4	-1,7	0,0	1,5
Nombre d'heures ouvrées par salarié .....	0,2	-1,1	-2,5	-1,5	0,1	0,5

Sources : ICN, BNB.

réduction de la main-d'œuvre s'explique par la volonté de ne pas compromettre leur potentiel de production. Les licenciements engendrent, en effet, non seulement des frais financiers, mais aussi une perte de capital humain, auxquels s'ajoutent le coût et la difficulté de recruter du personnel qualifié lorsque l'activité redémarre.

Les évolutions observées lors du dernier épisode conjoncturel en sont une illustration. Ainsi, au second semestre de 2008, la croissance du nombre total d'heures de travail des salariés du secteur privé avait fléchi sous l'effet du ralentissement de l'activité, alors que le nombre de personnes occupées continuait de progresser. Cela signifie que, dans le même temps, la durée moyenne de travail par travailleur était réduite. Ce n'est qu'à partir du semestre suivant que l'emploi avait commencé à diminuer, et encore dans une bien faible proportion au regard de la baisse de la durée individuelle du travail. Au second semestre de 2009, l'ajustement en termes d'emploi avait finalement dépassé celui en heures ouvrées par salarié. Au total, la contraction du volume de travail enregistrée n'avait pas conduit à une adaptation proportionnelle des effectifs. Ensuite, au premier semestre de 2010, le volume de travail mis en œuvre dans le secteur privé s'est stabilisé, reflétant un nivellement de la durée moyenne de travail, alors que l'emploi cessait de diminuer. En liaison avec le redressement de l'activité, il a nettement augmenté au second semestre, alors que la croissance de la durée individuelle de travail restait en retrait.

En première instance, les entreprises peuvent réduire le volume total de travail par la diminution des heures supplémentaires régulièrement ouvrées, la prise des jours de congé épargnés précédemment, etc. Si cela ne suffit pas, les systèmes ordinaires de réduction du temps de travail peuvent être utilisés et le travail à temps partiel ou les crédits-temps peuvent être encouragés. Le non-renouvellement de contrats de travail temporaires, en ce compris les contrats intérimaires, est une autre option qui permet de préserver les effectifs sous contrat à durée indéterminée. Pour ces derniers, le droit du travail prévoit la possibilité de recourir au chômage temporaire. Plusieurs motifs sont prévus, pour lesquels différents dispositifs sont applicables. Le plus commun est le chômage temporaire pour raisons économiques : si le rythme de travail ne peut temporairement pas être maintenu en raison par exemple d'une baisse du carnet de commandes, le contrat de travail peut être suspendu partiellement ou totalement durant une certaine période. Ce dispositif ne concerne que les ouvriers ayant un contrat de travail à durée indéterminée mais, dans le cadre du plan de relance, il a été étendu aux travailleurs temporaires, dont les intérimaires, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2009.

Au printemps 2009, un système comparable, le « régime temporaire et collectif de suspension totale ou partielle de l'exécution du contrat de travail », a été mis en place pour les employés. Parallèlement, deux autres dispositifs ont été créés pour permettre des réductions individuelles ou collectives de la durée du travail. Le « crédit-temps de crise » a eu pour objet une diminution individuelle et temporaire des prestations. L'« adaptation temporaire de crise de la durée du travail » a consisté en une baisse du temps de travail s'appliquant à l'ensemble des travailleurs d'une entreprise ou à une catégorie spécifique d'entre eux. Ces mesures, dont les modalités sont décrites dans le Rapport 2009 de la Banque, sont par nature temporaires. À la demande des partenaires sociaux, elles ont été prolongées jusqu'au 31 mars 2011. Pour le futur, le projet d'accord interprofessionnel 2011-2012 conclu le 18 janvier 2011 prévoit un rapprochement progressif des statuts d'ouvrier et d'employé. En 2016, un système unique de chômage temporaire serait en vigueur, se fondant sur le régime actuellement applicable aux ouvriers. L'harmonisation des statuts porte entre autres également sur les procédures de licenciement.

En dernier ressort, si l'entreprise est contrainte de réduire ses effectifs permanents, elle peut licencier ses travailleurs, individuellement ou collectivement. Il est dans ce cas possible, sous certaines conditions, de recourir à la prépension pour les travailleurs âgés. La réglementation en la matière a été renforcée depuis la conclusion du pacte de solidarité entre les générations en décembre 2005. À présent, lors d'une restructuration, une entreprise doit créer une cellule pour l'emploi ou collaborer à une telle cellule dès l'annonce d'un licenciement collectif. Tous les travailleurs licenciés dans ce cadre, à l'exception de ceux qui sont âgés de cinquante-huit ans ou plus ou qui ont au moins trente-huit ans de passé professionnel, doivent être inscrits auprès d'une cellule pour l'emploi afin de bénéficier d'une procédure de reclassement professionnel (*outplacement*). De plus, tous

les travailleurs qui, au terme d'un licenciement collectif intervenu après le 30 mars 2006, bénéficient d'une prépension à temps plein doivent rester disponibles pour le marché du travail jusqu'à l'âge de cinquante-huit ans ou pendant une année s'ils peuvent faire la preuve d'un passé professionnel de trente-huit ans au moins.

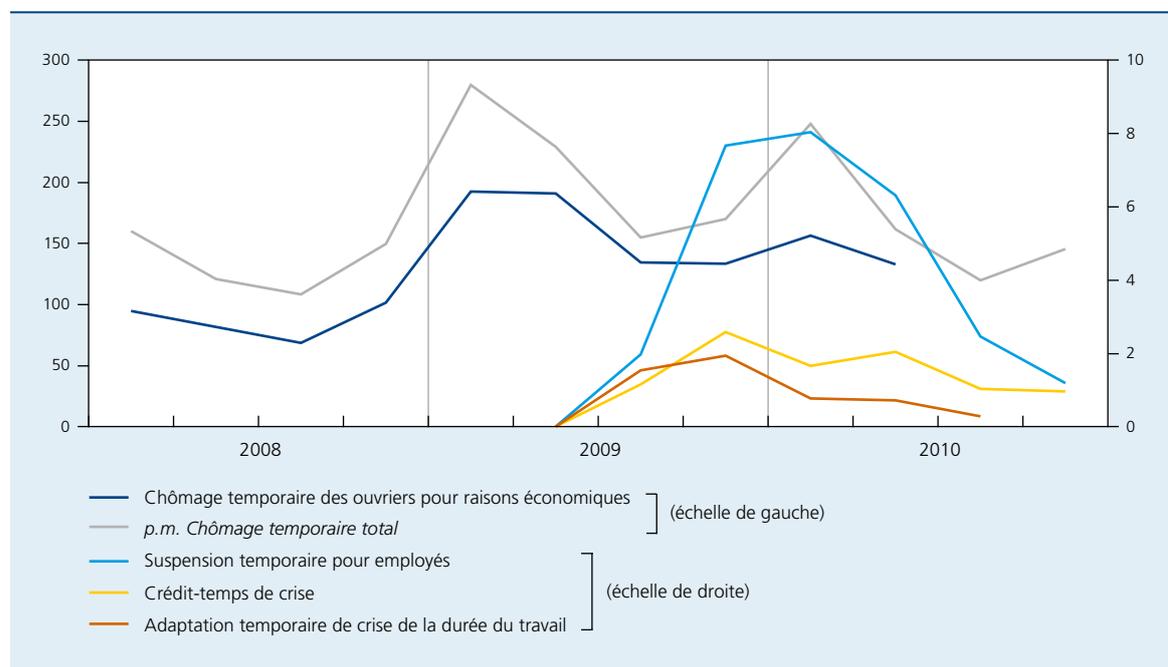
Les statistiques disponibles pour les mesures de réduction de la durée du travail illustrent l'ampleur du recours à ces dispositifs avant, pendant et au sortir de la crise.

Le nombre de bénéficiaires du chômage temporaire pour raisons économiques s'est accru depuis la fin de 2008, atteignant un sommet au premier semestre de 2009. Il touchait alors quelque 200.000 ouvriers, soit plus du double d'avant la crise. Parallèlement à la reprise de l'activité, leur nombre a ensuite diminué. Au deuxième trimestre de 2010, environ 130.000 travailleurs étaient recensés sous ce statut. Le nombre total de bénéficiaires d'allocations de chômage temporaire, tous régimes confondus, pour lequel on dispose de statistiques plus récentes, est en recul, ce qui laisse augurer que le chômage temporaire pour raisons économiques, qui en constitue de loin le motif principal, a continué de baisser pour se rapprocher du niveau atteint avant la récession. L'augmentation observée en fin d'année reflète les conséquences des mauvaises conditions climatiques.

Le régime similaire applicable aux employés lancé à la mi-2009 a rencontré un succès très relatif. À son niveau maximum, au début de 2010, environ 8.000 personnes étaient concernées. Depuis, leur nombre a sans cesse reculé, pour n'être plus que de 1.000 au quatrième trimestre.

#### RECOURS AUX MESURES DE RÉDUCTION DE LA DURÉE DU TRAVAIL

(milliers de bénéficiaires, moyennes trimestrielles)



Sources : ONEM, ONSS.

Le crédit-temps de crise a été moins utilisé encore, avec un maximum de 2.500 bénéficiaires au quatrième trimestre de 2009. Il ne concernait déjà plus que quelque 1.000 travailleurs au quatrième trimestre de 2010. Il faut cependant préciser que le recours au régime ordinaire du crédit-temps avait fortement augmenté dès le début de

la crise. Le nombre de travailleurs ayant opté pour ce régime, afin de réduire leurs prestations, est en effet passé de 106.000 au début de 2008, à 119.000 à la fin de 2009 et à 124.000 au terme de 2010.

Au plus haut, c'est-à-dire au dernier trimestre de 2009, l'adaptation temporaire de crise de la durée du travail a permis une réduction collective du temps de travail pour près de 2.000 personnes. Comme pour les autres mesures temporaires de crise, le nombre de bénéficiaires a sensiblement diminué dans le courant de 2010, n'étant plus que de 300 au troisième trimestre.

Enfin, le nombre de prépensionnés à temps plein a peu progressé depuis le début de la récession, passant de 115.000 au début de 2008 à 120.000 au quatrième trimestre de 2010. Parmi ces personnes, environ 3.000 n'étaient pas dispensées de s'inscrire en tant que demandeurs d'emploi; au début de 2008, il s'agissait encore de 900 travailleurs à peine.

Après avoir subi les effets de la récession l'année précédente, les principales branches du secteur marchand ont toutes enregistré une amélioration de leur activité durant l'année 2010. Selon les cas, ces mouvements ont toutefois été d'une ampleur inégale et, surtout, les réactions en matière d'emploi ont été spécifiques.

Ainsi, comme de coutume lorsque les évolutions conjoncturelles sont principalement déterminées par la demande extérieure, les mouvements de l'activité ont été les plus marqués dans l'industrie, cette branche imprimant sa marque au profil de l'ensemble de l'économie. Après avoir essuyé une baisse en volume cumulée de près de 10 p.c. durant la phase de récession, la valeur ajoutée de l'industrie s'est redressée à partir du troisième trimestre de 2009 et a maintenu un rythme de progression relativement soutenu, de l'ordre de 1,2 p.c. par trimestre, au cours des trois premiers trimestres de 2010. En particulier, les branches de la chimie, de la métallurgie et du matériel de transport, qui se caractérisent par un degré d'ouverture internationale relativement élevé, ont directement profité de la reprise du commerce mondial et ont affiché des taux de croissance meilleurs que les branches plus dépendantes de la demande intérieure. Cette consolidation de l'activité industrielle a néanmoins été insuffisante pour permettre de renouer avec un niveau d'activité comparable à celui d'avant la récession. En effet, au troisième trimestre de 2010, le volume de la valeur ajoutée dans l'industrie se trouvait encore 5 p.c. en dessous de son sommet antérieur.

Dans le contexte d'une chute prononcée de la production en 2009, l'ajustement du travail salarié dans l'industrie s'est initialement matérialisé par une diminution des heures moyennes ouvrées par personne et, avec un décalage de deux trimestres, par une détérioration

de l'emploi en personnes. La réduction des effectifs s'est poursuivie pendant les trois premiers trimestres de l'année sous revue, quoiqu'à un rythme moindre que l'année précédente. En effet, avec la reprise de l'activité, les entreprises de l'industrie ont rapidement rétabli et amélioré leur productivité, d'une part, et ont diminué leur recours au chômage temporaire, d'autre part. Dès lors, au troisième trimestre de 2010, le niveau de la productivité apparente par heure de travail a dépassé de près de 7 p.c. celui du deuxième trimestre de 2008, tandis que le nombre moyen d'heures ouvrées par personne a commencé à se redresser à partir du premier trimestre de 2010, sans avoir toutefois encore retrouvé le niveau d'avant la récession.

Dans les services marchands, qui regroupent le commerce, l'horeca, les « transports et communications » et les « services financiers, immobiliers et aux entreprises », l'embellie conjoncturelle a été un peu plus rapide que dans l'industrie, puisqu'un léger regain de l'activité s'est esquissé dès le deuxième trimestre de 2009. Elle s'est poursuivie en 2010 à un taux moyen de 0,3 p.c. en glissement trimestriel. Globalement, toutefois, la reprise de l'activité au sein de cette branche a été sensiblement plus limitée que dans l'industrie, même si, compte tenu de son poids dans l'économie, sa contribution à la croissance du PIB a été la plus importante. Ce moindre dynamisme tient sans doute en partie au fait que la sortie de crise a principalement été portée dans un premier temps par la demande extérieure, d'une part, et au fait que cette branche avait été moins lourdement affectée par la crise économique que l'industrie, d'autre part. Parallèlement à l'amplitude des mouvements de la valeur ajoutée, les évolutions de l'emploi salarié dans les services marchands ont été beaucoup plus modérées que dans l'industrie manufacturière. En effet, l'emploi

**GRAPHIQUE 29** VALEUR AJOUTÉE, EMPLOI SALARIÉ, PRODUCTIVITÉ HORAIRE ET HEURES OUVRÉES PAR SALARIÉ DANS LES PRINCIPALES BRANCHES D'ACTIVITÉ(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, indices 2<sup>e</sup> trimestre de 2008 = 100)

Source : ICN.

a augmenté de 0,1 p.c. en glissement trimestriel dès la fin de 2009, puis à un rythme plus soutenu pendant les trois premiers trimestres de l'année sous revue, de l'ordre de 0,6 p.c. En revanche, les heures moyennes ouvrées par personne, qui avaient moins diminué en début de récession, n'ont enregistré qu'une progression très faible à partir du début de 2010, tandis que la productivité présentait des fluctuations limitées.

Dans la construction, la reprise a été beaucoup plus volatile et tardive. Ainsi, après avoir rebondi momentanément de 0,7 p.c. entre le premier et le deuxième trimestres de 2009, le volume de l'activité s'est par la suite contracté sans discontinuer jusqu'au début de l'année sous revue, la crise économique et financière pesant sur les investissements immobiliers des entreprises et des ménages. De plus, les rigueurs de l'hiver ont entravé l'activité durant le

premier trimestre de l'année sous revue, la valeur ajoutée de la construction ayant à ce moment temporairement reculé de 3,5 p.c. Plus fondamentalement, la tendance baissière observée depuis le début de 2009 au niveau des demandes de permis de bâtir s'est inversée dès le premier trimestre de 2010. Cette inflexion s'explique en grande partie par l'accélération du nombre de dossiers introduits au début de l'année dans la mesure où, lors de la prolongation de cette disposition décidée initialement dans le cadre du plan de relance, il avait été stipulé que la demande de permis de bâtir devait être introduite avant le 1<sup>er</sup> avril 2010 pour pouvoir bénéficier du taux réduit de TVA de 6 p.c. sur une tranche d'un maximum de 50.000 euros hors TVA lors de la construction ou de la livraison d'un logement neuf. Les mouvements de l'activité dans cette branche ont été presque entièrement absorbés par l'évolution des heures moyennes ouvrées par personne. En effet, le recours au dispositif de chômage temporaire y est largement pratiqué, y compris en cas de conditions climatiques défavorables. Selon les données de chômage temporaire ventilées par branche, 27 p.c. des personnes en chômage temporaire en 2009 étaient occupées dans la construction, ce qui représentait près de 8 p.c. du nombre de salariés de celle-ci. L'emploi dans la construction, qui avait à peine diminué tout au long de 2009, a retrouvé une croissance légèrement positive durant les trois premiers trimestres de 2010. La productivité horaire s'est globalement maintenue à travers l'ensemble de l'épisode conjoncturel.

Enfin, la récession n'a pas eu d'effet négatif sur le dynamisme des services non marchands. Au contraire, cette branche, qui représente près de 25 p.c. de la valeur ajoutée de l'ensemble de l'économie, a conservé un rythme de croissance trimestrielle positif durant toute la phase de ralentissement. Cette déconnexion par rapport au cycle économique s'est également manifestée dans la phase de reprise actuelle. En effet, au lendemain du creux conjoncturel de l'économie belge, le rythme de progression de l'activité des services non marchands est resté constant, à 0,4 p.c. en glissement trimestriel. Ces évolutions ne se sont pas accompagnées de variations significatives de la productivité ou de la durée individuelle de travail, de sorte qu'elles se sont largement répercutées sur l'emploi. L'augmentation du nombre de personnes occupées dans la branche « autres services non marchands », essentiellement dans les activités « santé et action sociale », qui sont largement subsidiées directement ou indirectement par les pouvoirs publics, s'est ainsi poursuivie à un rythme soutenu, de l'ordre de 1 p.c. en glissement trimestriel sur les trois premiers trimestres de 2010. L'emploi dans la branche « administration publique et enseignement » a été quasiment stable durant cette période, après une croissance légèrement positive au cours des années précédentes.

Ainsi, globalement, la progression de l'emploi salarié observée en 2010 pour l'ensemble de l'économie a été largement soutenue par les services. Entre le dernier trimestre de 2009 et le troisième trimestre de 2010, les effectifs ont augmenté de 26.000 unités dans les services marchands et de 18.000 unités dans les services non marchands. Ils sont demeurés quasiment inchangés dans la construction. En revanche, l'industrie a enregistré une nouvelle perte, de 9.000 postes de travail.

### 2.1.3 Offre et demande de travail

Au total, les créations nettes d'emplois sur l'ensemble de l'année 2010 se sont élevées à 28.000 unités. Après le recul net de 21.000 personnes enregistré en 2009, l'emploi salarié a affiché une progression de 24.000 personnes. La croissance de l'emploi indépendant, qui, en dépit de la progression du nombre de faillites, s'est toujours maintenue pendant la crise, a de nouveau décéléré en 2010. En conséquence, le taux d'emploi harmonisé s'est légèrement accru en 2010, mais il est néanmoins resté inférieur au niveau observé avant la récession : en moyenne, 61,9 p.c. de la population en âge de travailler ont occupé un poste de travail, contre 61,6 p.c. en 2009 et 62,4 p.c. en 2008.

Pendant l'année sous revue, la population active – qui comprend l'ensemble des travailleurs et des demandeurs d'emploi –, a augmenté de 42.000 unités, passant à 5.109.000 personnes. Elle a ainsi progressé plus vivement qu'en 2009, nonobstant le nouveau ralentissement de l'accroissement de la population en âge de travailler. Le taux d'activité s'est ainsi inscrit en hausse, après avoir légèrement baissé l'année précédente.

Le taux d'activité correspond à la somme des taux d'emploi et de chômage exprimés en pourcentage de la population en âge de travailler. Sur la base des données de l'enquête sur les forces de travail, il est possible d'analyser les évolutions par groupe de population pendant et au sortir de la crise, en comparant les situations à un an d'écart aux premiers semestres de 2009 et de 2010.

S'agissant des personnes inoccupées, la décision d'être actif ou non sur le marché du travail dépend notamment des perspectives de trouver un emploi qui réponde aux attentes en matière de salaire, de conditions de travail, de déplacement entre le domicile et le lieu de travail, etc. En période de récession, les chances de trouver un emploi adéquat diminuent, ce qui peut décourager un certain nombre de participants potentiels au marché du travail. En 2009, la tendance haussière du taux d'activité s'est ainsi interrompue. La baisse de l'emploi consécutive à la

TABLEAU 6 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

(moyennes annuelles; variations en milliers de personnes par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2006	2007	2008	2009	2010 e	p.m. 2010 e, niveau <sup>(1)</sup>
Population en âge de travailler <sup>(2)</sup> .....	63	70	59	44	40	7.154
Population active .....	47	18	51	36	42	5.109
p.m. Taux d'activité harmonisé <sup>(3)</sup> .....	66,5	67,1	67,1	66,9	67,6	
Emploi national .....	53	71	76	-15	28	4.545
p.m. Taux d'emploi harmonisé						
De 15 à 64 ans <sup>(3)</sup> .....	61,0	62,0	62,4	61,6	61,9	
De 20 à 64 ans <sup>(4)</sup> .....	66,5	67,7	68,0	67,1	67,4	
Bruxelles .....	57,9	59,4	60,2	59,5	58,8	
Flandre .....	70,6	71,9	72,3	71,5	71,9	
Wallonie .....	61,6	62,6	62,8	61,7	61,9	
Travailleurs frontaliers .....	2	2	1	1	0	79
Emploi intérieur .....	50	70	76	-16	28	4.466
Indépendants .....	4	7	10	6	4	725
Salariés .....	46	63	66	-21	24	3.741
Chômage <sup>(5)</sup> .....	-5	-53	-26	50	14	565
p.m. Taux de chômage harmonisé <sup>(6)</sup> .....	8,3	7,5	7,0	8,0	8,4	
Bruxelles .....	17,7	17,2	16,0	15,9	17,4	
Flandre .....	5,0	4,4	3,9	5,0	5,5	
Wallonie .....	11,8	10,5	10,1	11,2	11,4	

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

(1) Milliers de personnes.

(2) Population âgée de quinze à soixante-quatre ans.

(3) Selon les enquêtes sur les forces de travail, pourcentages de la population âgée de quinze à soixante-quatre ans.

(4) Selon les enquêtes sur les forces de travail, pourcentages de la population âgée de vingt à soixante-quatre ans. Pour les régions en 2010, il s'agit de la moyenne des trois premiers trimestres.

(5) Demandeurs d'emploi inoccupés, comprenant les chômeurs complets indemnisés (à l'exclusion des chômeurs âgés non demandeurs d'emploi), ainsi que les autres demandeurs d'emploi inscrits obligatoirement ou librement. Les travailleurs occupés par des ALE déjà repris dans l'emploi sont exclus de ce total.

(6) Selon les enquêtes sur les forces de travail, pourcentages de la population active âgée de quinze à soixante-quatre ans. Pour les régions en 2010, il s'agit de la moyenne des trois premiers trimestres.

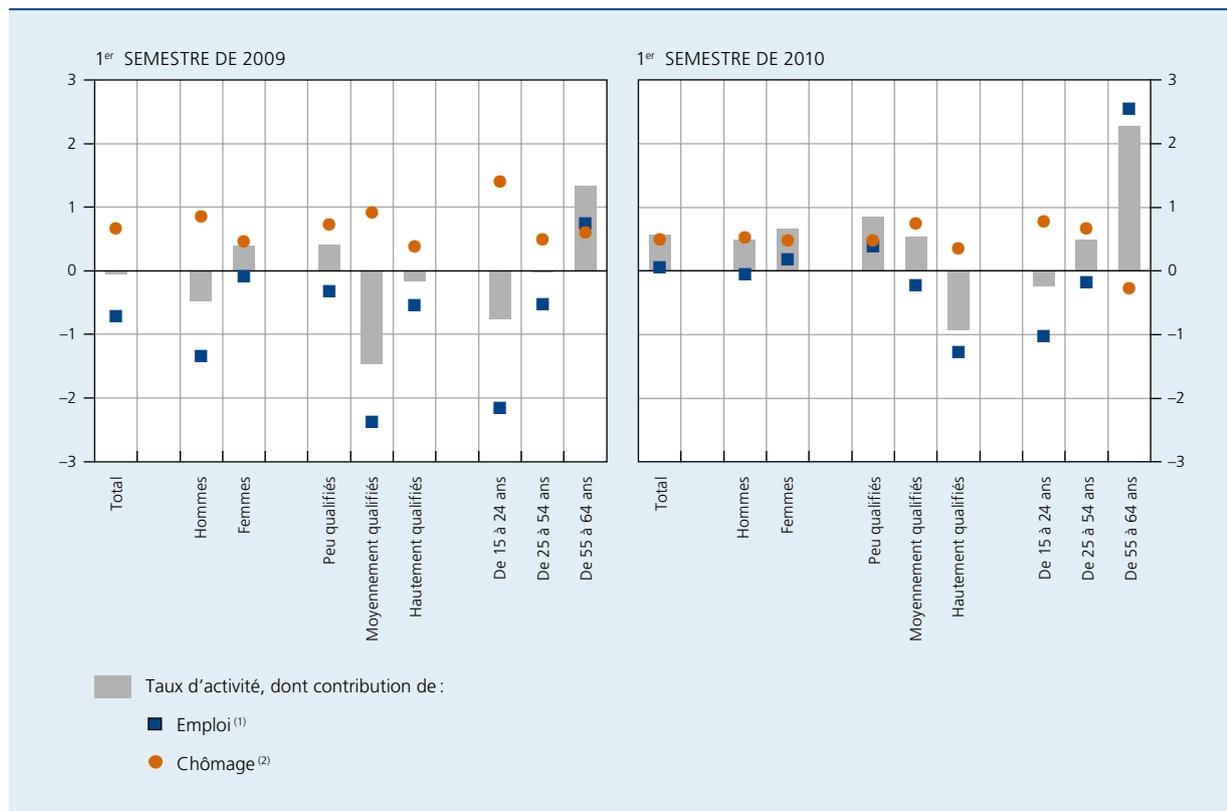
crise s'était alors presque entièrement traduite par une hausse du chômage. Lorsque l'emploi, et donc les perspectives d'embauche, se sont redressés, le taux d'activité est reparti à la hausse. Les créations nettes de postes de travail ont cependant été insuffisantes pour absorber l'offre additionnelle de main-d'œuvre, de sorte que le chômage a encore sensiblement augmenté au cours de l'année sous revue.

Quasiment tous les groupes de la population ont été affectés par le repli de l'emploi provoqué par la récession, mais certains davantage que d'autres. L'évolution du taux d'activité a généralement reflété cette diversité, de sorte que l'augmentation du chômage a été d'une ampleur plus comparable.

Si on les compare à ceux des femmes, l'emploi et le chômage masculins ont payé un plus lourd tribut à la crise, ce qui s'explique par la plus forte représentation des hommes dans les branches d'activité qui sont les plus sensibles à la conjoncture, comme l'industrie manufacturière. Le taux d'emploi des femmes n'a de fait que légèrement baissé durant cette période à la suite notamment du maintien de la croissance de l'emploi dans les branches d'activité non marchandes. L'augmentation tendancielle du taux d'activité des femmes ne s'est pas interrompue, en raison de la participation structurellement croissante des femmes âgées de cinquante-cinq à soixante-quatre ans au marché du travail. Ce mouvement de fond est attribuable non seulement au relèvement progressif, à partir de 1997, de l'âge légal du départ à

**GRAPHIQUE 30 TAUX D'ACTIVITÉ : CONTRIBUTIONS DE L'EMPLOI ET DU CHÔMAGE PAR GROUPE DE POPULATION**

(population en âge de travailler, variations en points de pourcentage par rapport au semestre correspondant de l'année précédente)



Source : CE.

(1) Cette contribution est égale à la variation du taux d'emploi.

(2) Cette contribution diffère de la variation du taux de chômage traditionnel, étant donné que celui-ci est exprimé en pourcentage de la population active correspondante et non, comme c'est le cas ici, en pourcentage de la population correspondante.

la retraite des femmes – de soixante-quatre à soixante-cinq ans au 1<sup>er</sup> janvier 2009 –, mais aussi à un effet de cohorte, puisque les femmes dont le niveau de formation est plus élevé restent professionnellement actives jusqu'à un âge plus avancé. Au sortir de la crise, le taux d'activité des hommes s'est redressé, pour retrouver son niveau du premier semestre de 2008. Si l'écart entre les genres s'est réduit ces dernières années, il n'en demeure pas moins que le taux d'activité masculin reste nettement plus haut que celui des femmes, à respectivement 73,2 et 61,4 p.c. de la population en âge de travailler correspondante au premier semestre de 2010.

L'emploi des personnes peu qualifiées, c'est-à-dire disposant au plus d'un certificat de l'enseignement secondaire inférieur, avait déjà subi les répercussions du ralentissement conjoncturel dès le début de 2008, de sorte que la baisse enregistrée entre les premiers semestres de 2008 et de 2009 apparaît somme toute limitée. Leur taux d'activité avait alors même légèrement augmenté. À ce point culminant de la crise, c'est l'emploi des personnes

moyennement qualifiées qui a enregistré le déclin le plus marqué. Quant aux personnes hautement qualifiées occupant un emploi, leur nombre n'a pas cessé d'augmenter au cours de la période sous revue, dans un contexte de relèvement continu du niveau d'éducation moyen de la population et des personnes occupées. Le taux d'emploi des personnes hautement qualifiées s'est toutefois replié comme pour les autres niveaux de qualification, mais ce tassement s'explique par l'augmentation plus rapide de la part de la population diplômée de l'enseignement supérieur que de l'emploi au sein de ce groupe pendant et au sortir de la récession.

Il s'avère ainsi de nouveau que la sensibilité de l'emploi à la conjoncture varie selon le niveau d'éducation. Les travailleurs moins qualifiés sont non seulement les premiers à essuyer les conséquences des fluctuations de l'activité, mais aussi les plus durement touchés. Le personnel hautement qualifié est davantage préservé car, du fait qu'il dispose de connaissances et compétences spécifiques, il est moins facilement remplaçable et ne sera donc licencié

qu'en dernier ressort, si la baisse d'activité se prolonge et s'il n'y a pas de perspective immédiate de reprise. C'est d'ailleurs parmi les personnes hautement qualifiées que le chômage a le moins augmenté.

La ventilation par âge montre que la situation des jeunes sur le marché du travail est relativement plus sensible à la conjoncture économique, dans la mesure où ils n'ont souvent pas encore d'emploi fixe ou n'ont que peu d'expérience professionnelle à faire valoir par rapport aux autres catégories d'âge. Comme pour les personnes âgées de vingt-cinq à cinquante-quatre ans, un recul du taux d'emploi des jeunes âgés de quinze à vingt-quatre ans a été observé tant en 2009 qu'en 2010. Mais, pour les jeunes, il a été près de trois fois plus important. C'est aussi parmi cette population que le chômage a augmenté le plus au cours de ces deux périodes, y compris en 2009 pour les jeunes hautement qualifiés.

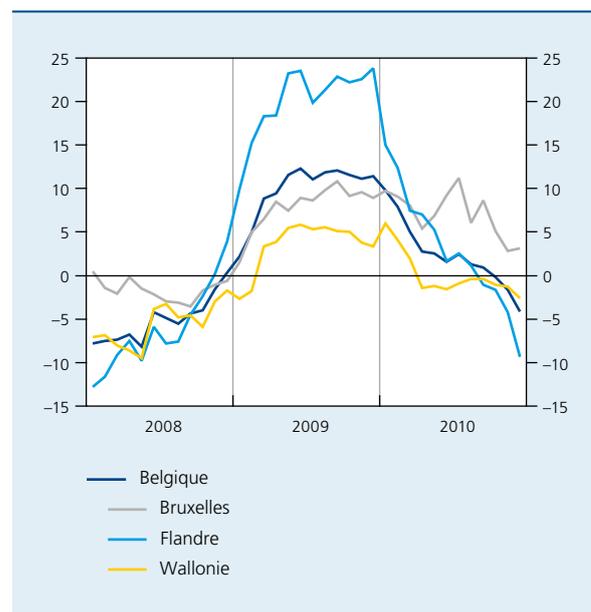
Le groupe des personnes âgées de cinquante-cinq à soixante-quatre ans est le seul dont le taux d'emploi a augmenté durant la crise. Ce mouvement haussier s'est vigoureusement poursuivi par la suite, une fois le plus fort de la crise passé. Leur taux de chômage au sens du BIT a aussi diminué au premier semestre de 2010. Globalement, par rapport au premier semestre de 2008, le taux d'activité des seniors a largement progressé, passant de 35,1 à 38,7 p.c. au premier semestre de 2010. La crise économique n'a donc pas interrompu la tendance haussière observée depuis quelques années. Celle-ci est notamment liée à la participation accrue des femmes au marché du travail, aux mesures prises dans le cadre du pacte de solidarité entre les générations et au recours au travail à temps partiel, par exemple sur la base du crédit-temps, pour rester actif jusqu'à un âge plus avancé. Il n'en demeure pas moins que moins de quatre personnes âgées de cinquante-cinq à soixante-quatre ans sur dix sont actives en Belgique, alors que la moyenne européenne est de une sur deux.

Comme il l'a été mentionné, malgré le retour à une croissance positive de l'emploi, le chômage a continué d'augmenter en 2010, frappant, selon les données administratives de l'ONEM, une moyenne de 565.000 personnes sur l'ensemble du territoire. La progression, à concurrence de 14.000 personnes, n'a cependant plus représenté que moins d'un tiers de celle de l'année précédente. Le taux de chômage harmonisé a crû, quant à lui, de 0,4 point de pourcentage, pour s'établir à 8,4 p.c. de la population active.

La hausse en base annuelle du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés (DEI) ne s'est plus accélérée à partir de la mi-2009, mais il a fallu attendre le début de 2010

#### GRAPHIQUE 31 CHÔMAGE EN BELGIQUE ET DANS LES RÉGIONS

(pourcentages de variation du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés par rapport au mois correspondant de l'année précédente)



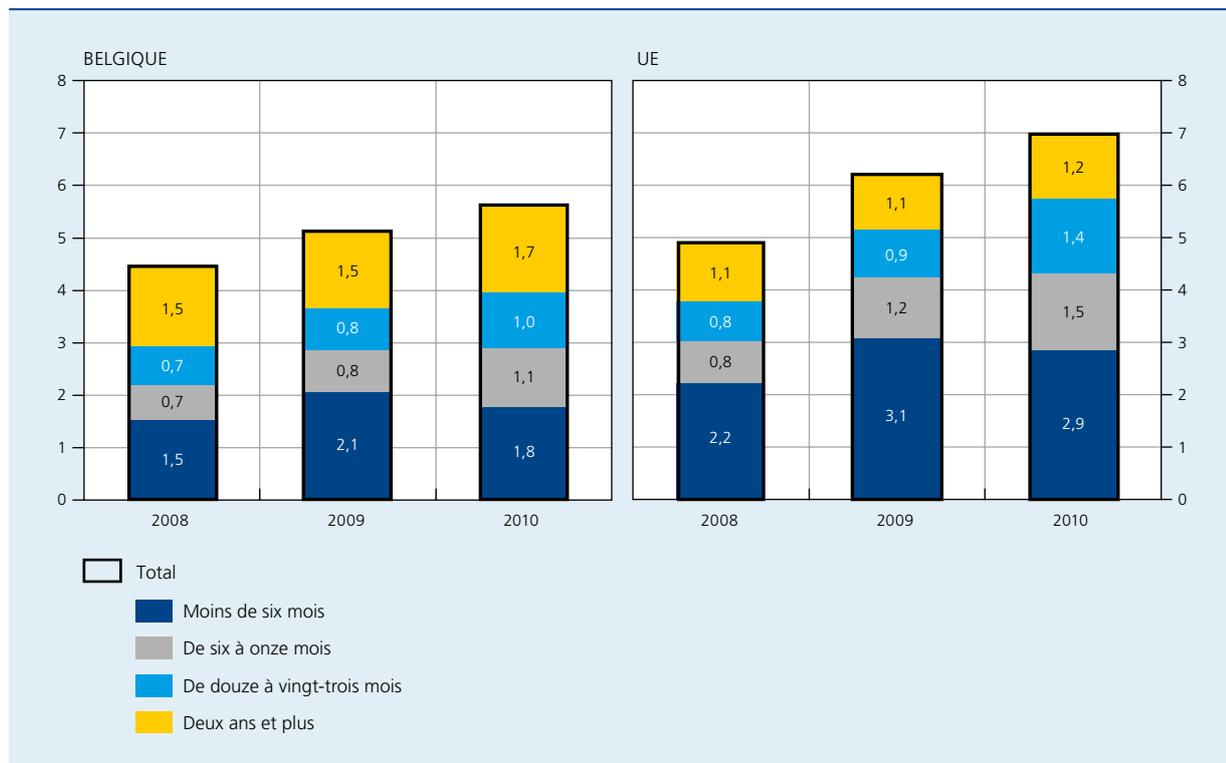
Source : ONEM.

pour qu'elle ralentisse significativement, et ce n'est qu'à partir d'octobre 2010 que le nombre de chômeurs a été inférieur à celui de l'année précédente. Le repli a surtout concerné les hommes et les jeunes de moins de vingt-cinq ans. À la fin de 2010, le recul du chômage a été le plus marqué en Flandre, mais c'est aussi dans cette région que le nombre de DEI avait le plus rapidement et le plus vivement augmenté pendant la crise, étant donné que la part de l'emploi dans les branches d'activité sensibles à la conjoncture y est plus importante que dans les deux autres régions. En 2009, le nombre de chômeurs y avait dépassé d'un cinquième le niveau de l'année précédente, alors qu'à Bruxelles et en Wallonie, cette progression s'était limitée à respectivement 8 et 3,5 p.c.

La crise a exercé une incidence non seulement sur le niveau du chômage, mais aussi sur sa durée moyenne, comme le montre l'évolution de la répartition du nombre de demandeurs d'emploi en fonction de la longueur de leur période de chômage. On se réfère pour cela à un ratio de chômage qui rapporte le nombre de demandeurs d'emploi à la population totale en âge de travailler et non à la population active, comme c'est généralement le cas. En effet, comme illustré ci-dessus, cette dernière est elle-même influencée par la conjoncture économique, ce qui peut biaiser les conclusions. Au premier semestre de 2008, avant que la crise n'ait commencé à affecter l'évolution du

## GRAPHIQUE 32 CHÔMAGE SELON LA DURÉE EN BELGIQUE ET DANS L'UE

(données relatives au 1<sup>er</sup> semestre des années considérées, pourcentages de la population en âge de travailler)



Source : CE.

chômage, 4,5 p.c. de la population en âge de travailler étaient à la recherche d'un emploi en Belgique. Un an plus tard, ce ratio était passé à 5,2 p.c., en raison principalement de l'afflux de nouveaux chômeurs causé par l'augmentation des licenciements et le non-renouvellement de contrats temporaires, ainsi que par l'arrivée sur le marché du travail de jeunes qui n'avaient pas trouvé d'emploi au terme de leurs études. De fait, la proportion de la population en âge de travailler affichant une période de chômage de courte durée (au maximum six mois) a grimpé de 1,5 à 2,1 p.c., tandis que l'incidence sur les autres groupes ventilés en fonction de la durée du chômage est d'abord restée limitée. La situation a ensuite évolué, les possibilités de transition vers l'emploi diminuant avec la crise, et la durée des épisodes de chômage des demandeurs d'emploi s'est progressivement allongée. Cette situation s'est traduite par un gonflement de tous les groupes présentant une durée de chômage d'au moins six mois. C'est l'allongement de la durée moyenne de chômage qui a dès lors principalement expliqué l'augmentation ultérieure du ratio de chômage total, qui est passé à 5,7 p.c. au premier semestre de 2010.

Un profil globalement similaire a été enregistré en moyenne pour l'UE, mais le ratio de chômage, déjà plus élevé au départ, y a augmenté plus fortement. Comme en Belgique, le chômage de courte durée s'est d'abord inscrit en hausse, suivi de celui de plus longue durée. Il est néanmoins frappant de constater que la part du chômage de très longue durée, de deux ans et plus, qui constitue une indication du chômage structurel, y a proportionnellement moins augmenté alors qu'elle était déjà notablement plus faible qu'en Belgique. Or, même lorsque l'économie reprend, ces chômeurs de longue durée rencontrent les plus grandes difficultés à se réinsérer sur le marché du travail, d'une part, parce que, avec le temps, ils peuvent avoir perdu certaines compétences et aptitudes nécessaires pour répondre aux conditions de la demande de main-d'œuvre, d'autre part, parce que certains employeurs utilisent le chômage de longue durée comme critère de sélection négatif et donnent dès lors la préférence à d'autres demandeurs d'emploi. Cette attitude est elle-même de nature à induire un découragement chez les chômeurs de longue durée et à réduire leurs efforts de recherche d'un emploi.

## 2.1.4 Demande et revenus

### Principales composantes de la demande

La sévère récession de l'activité, dont l'économie belge se remet progressivement depuis le milieu de 2009, avait amplement trouvé sa source dans l'effondrement du commerce mondial et, de manière concomitante, dans la réduction drastique des stocks. Le retournement du premier de ces facteurs a été à l'origine du mouvement de reprise, tandis que l'effet du mouvement des stocks s'est réduit de moitié. Ces évolutions se sont accompagnées du rétablissement de la consommation privée en 2010, parallèlement à l'amélioration des conditions économiques générales, tandis que l'ajustement à la baisse des investissements s'est poursuivi, mais à un rythme plus modéré qu'en 2009. Au total, le schéma de la reprise a donc été relativement classique, si ce n'est que l'ampleur des mouvements a été exceptionnelle durant ce cycle conjoncturel.

Les exportateurs belges ont pleinement tiré profit de la reprise du commerce mondial, amorcée au milieu de 2009. Quelque peu favorisé par la dépréciation de l'euro durant le premier semestre de 2010, le rebond des exportations a été particulièrement vigoureux jusqu'au milieu de l'année. Il a principalement été soutenu par le dynamisme de la demande émanant des économies émergentes, en particulier celles d'Asie. Les entreprises belges

ont bénéficié de la vigueur de ces marchés soit directement, en y exportant leur production, soit indirectement, via leurs fournitures à des partenaires d'autres pays – notamment allemands – qui sont eux-mêmes en relation avec des clients en Asie. Le regain des exportations a surtout été marqué pour les produits intermédiaires, tels ceux de la chimie et de la sidérurgie.

Avec l'estompement de l'effet des mesures de soutien qui avaient été mises en place dans de nombreux pays pour endiguer la crise, un ralentissement de la demande extérieure s'est dessiné durant la seconde partie de l'année. Se reflétant rapidement, à l'exception du mois de décembre, dans l'appréciation des carnets de commandes par les chefs d'entreprise, il s'est également traduit par un tassement du taux de croissance des exportations de la Belgique. En moyenne annuelle, après un effondrement de 11,4 p.c. en volume en 2009, les exportations se sont redressées de 10 p.c. en 2010. Ces résultats s'inscrivent largement dans la ligne de l'évolution de la demande extérieure. Selon les estimations, les parts de marché à l'exportation de la Belgique ont diminué de 0,3 p.c., une performance comparable à celle de l'année précédente et meilleure qu'au cours de la période 1995-2008, où les pertes de parts de marché s'étaient élevées en moyenne à 1,6 p.c. par an.

Le profil d'évolution des importations a été assez proche de celui des exportations, une concordance qui a reflété en grande partie le fait que les processus de production

**TABLEAU 7** PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

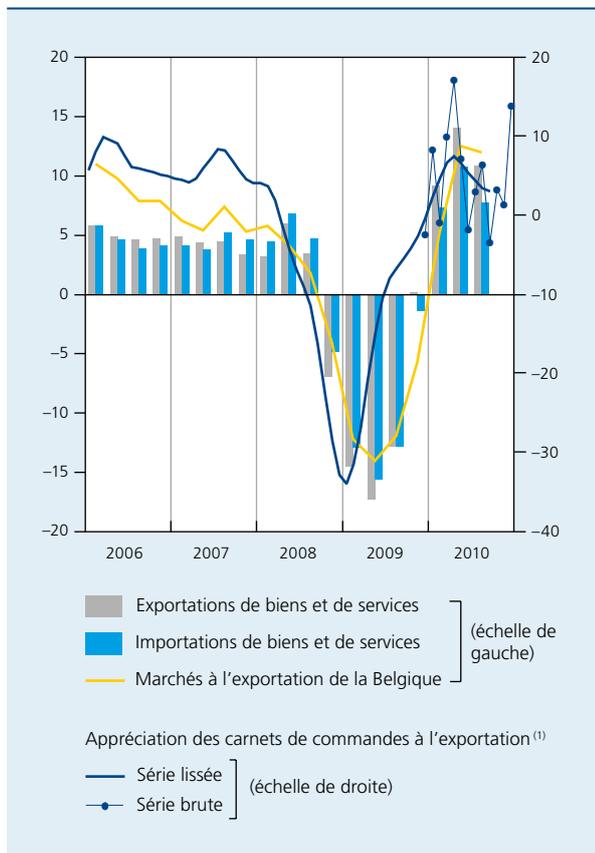
	2006	2007	2008	2009	2010 e
Dépenses de consommation finale des particuliers . . . . .	1,8	1,7	1,4	-0,2	1,4
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	0,6	2,1	2,5	0,4	1,1
Formation brute de capital fixe . . . . .	2,0	6,3	2,4	-4,9	-1,8
Logements . . . . .	6,4	3,4	-0,6	-3,0	-3,5
Entreprises . . . . .	2,0	7,9	3,4	-7,5	-1,2
Administrations publiques . . . . .	-11,8	4,2	5,5	10,3	-0,9
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> <sup>(1)</sup> . . . . .	1,5	2,7	1,8	-1,1	0,6
Variation des stocks <sup>(1)</sup> . . . . .	0,7	0,1	0,0	-1,0	-0,5
Exportations nettes de biens et de services <sup>(1)</sup> . . . . .	0,5	0,1	-1,0	-0,5	1,9
Exportations de biens et de services . . . . .	5,0	4,3	1,4	-11,4	10,0
Importations de biens et de services . . . . .	4,6	4,4	2,8	-10,9	7,7
PIB . . . . .	2,7	2,8	0,8	-2,7	2,0

Sources : ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB, points de pourcentage.

**GRAPHIQUE 33 EXPORTATIONS, IMPORTATIONS ET MARCHÉS À L'EXPORTATION**

(données en volume corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, sauf mention contraire)



Sources : BCE, ICN, BNB.

(1) Solde des réponses à l'enquête mensuelle, données non corrigées des effets de calendrier.

font de plus en plus intervenir des entités localisées dans différents pays, par exemple via la sous-traitance. En 2010, leur rythme de croissance annuelle, à 7,7 p.c., a toutefois été sensiblement moins élevé que celui des exportations, en raison du moindre dynamisme de la demande intérieure, et en particulier de la nouvelle contraction des stocks. Au total, sur l'ensemble de l'année, les exportations nettes de biens et de services ont participé pour une très large part à la croissance du PIB en volume, à concurrence de 1,9 point de pourcentage. Cette contribution positive a fait suite à un résultat négatif les deux années précédentes, de respectivement -1 et -0,5 point de pourcentage.

Pour sa part, le mouvement de déstockage des entreprises, qui avait particulièrement pesé sur l'activité en 2009, s'est ralenti en 2010. Au total, la contribution de la variation des stocks à la croissance annuelle du PIB en

volume a de nouveau été négative, de -0,5 point de pourcentage en 2010, contre -1 point l'année précédente.

Les autres composantes de la demande ont joué un rôle moins prépondérant que les échanges extérieurs dans les larges fluctuations de l'activité durant les deux dernières années. Toutefois, leur évolution en 2010 est restée, à des degrés divers, marquée par les effets de la crise financière et de la récession, même si elles ont apporté, globalement, une contribution positive à la croissance.

Parmi ces composantes, les dépenses publiques sont les seules qui avaient progressé, en volume, en 2009. La consommation publique a de nouveau crû, de 1,1 p.c., en 2010, tandis que les investissements publics ont cette fois quelque peu décliné. Pour leur part, les ménages, qui avaient drastiquement freiné leurs dépenses de consommation à la fin de 2008 et au début de 2009, les ont à nouveau accrues à partir du milieu de cette année, à un rythme toutefois modéré. En 2010, ce mouvement s'est maintenu, de sorte qu'en moyenne la consommation des ménages a crû de 1,4 p.c. en termes réels, après une diminution de 0,2 p.c. en 2009. En revanche, les investissements des entreprises ont poursuivi leur recul au cours de l'année sous revue, quoique de façon nettement moins prononcée qu'en 2009 : ils ont baissé de 1,2 p.c., alors que leur déclin avait été de 7,5 p.c. en 2009. Enfin, la construction résidentielle est demeurée largement déprimée en 2010, les investissements en logements des ménages s'étant contractés encore un peu plus que l'année précédente, de 3,5 p.c., contre 3 p.c.

**Particuliers**

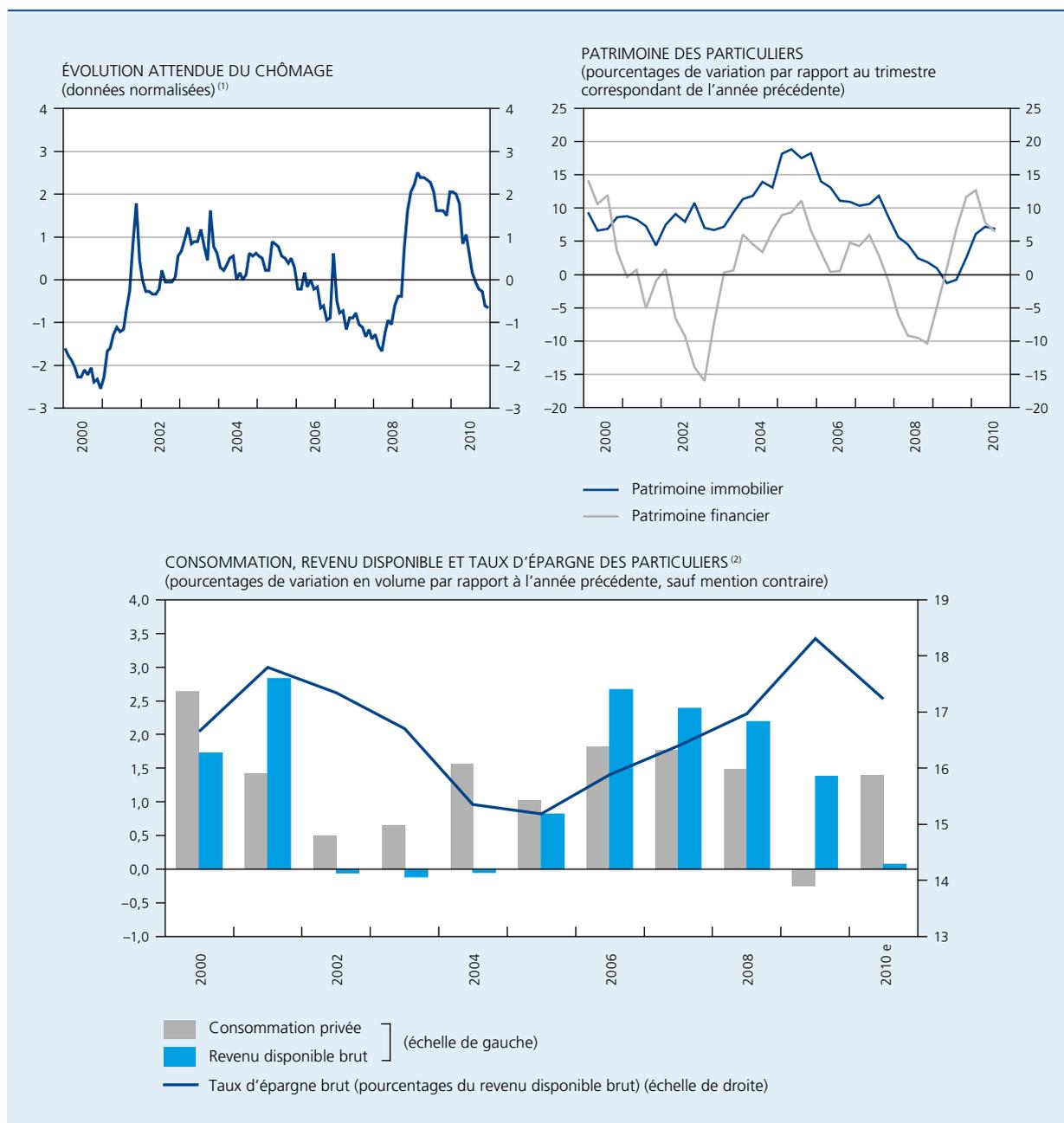
Plus que l'évolution du pouvoir d'achat, c'est la normalisation du contexte économique et financier qui a été prépondérante pour les particuliers en 2010. Ainsi, le niveau d'incertitude entachant leurs perspectives de revenus futurs, qui avait atteint son paroxysme au début de 2009, a fortement baissé, comme l'illustre l'évolution de l'indicateur de confiance des ménages, et plus particulièrement la composante qui sonde leurs attentes quant à l'évolution du chômage au cours des douze mois à venir. Alors que celle-ci s'était très fortement dégradée à partir de mars 2008, pour atteindre un niveau record de pessimisme en février 2009, elle s'est ensuite améliorée quasiment sans interruption. En août 2010, elle avait rejoint son niveau de long terme, témoignant d'une appréciation plus ou moins neutre des ménages quant aux revenus futurs issus de leur travail. Comme déjà mentionné dans la section 2.1.2, les performances en matière d'emploi au cours des deux dernières années ont constitué – eu égard à l'ampleur de la contraction de l'activité – une heureuse surprise.

Par ailleurs, le patrimoine des ménages, qui avait été lourdement écorné par la crise, s'est depuis lors redressé, comme l'explique en détail l'encadré 9 de la section 3.3.2. Alors que les particuliers avaient perdu une part substantielle de leur patrimoine à la suite du krach boursier, des tensions sur les marchés financiers et du déclin, certes limité, des prix des logements, celui-ci s'est reconstitué par la suite, du fait d'un effort d'épargne accru, de la

remontée des cours boursiers et du redressement des prix de l'immobilier.

Les meilleures perspectives d'emploi et la revalorisation de leur patrimoine ont incité les ménages à desserrer les freins sur les dépenses de consommation. En effet, lorsqu'ils décident des ressources qu'ils consacrent à leur consommation, les particuliers prennent en considération,

GRAPHIQUE 34 DÉTERMINANTS DU TAUX D'ÉPARGNE BRUT DES PARTICULIERS



Sources : ICN, BNB.

(1) Solde des réponses à l'enquête mensuelle; série originale diminuée de la moyenne sur la période allant de 1985 à 2010 et divisée par son écart type.

(2) Données non corrigées des effets de calendrier et déflatées au moyen du déflatateur de la consommation privée. Le revenu disponible et le taux d'épargne s'entendent y compris la variation des droits des ménages sur les institutions de retraite professionnelle.

non seulement les revenus courants, mais aussi les rentrées futures qu'ils peuvent escompter, selon la théorie dite du «revenu permanent». Cela se traduit par un lissage de la consommation dans le temps, tandis que les variations parfois erratiques du revenu disponible courant sont absorbées par le taux d'épargne. Ainsi, en 2009, alors qu'en dépit d'une progression encore soutenue de leur revenu disponible courant, les ménages anticipaient une croissance plus faible de leurs revenus futurs – étant donné les sombres perspectives d'emploi, l'érosion de leur patrimoine et la très forte détérioration des finances publiques –, leur taux d'épargne avait bondi, pour atteindre 18,3 p.c. de leur revenu disponible. Avec la normalisation de la situation économique, le taux d'épargne a fortement reculé au cours de l'année sous revue, revenant à 17,2 p.c., soit un niveau proche de celui atteint avant la crise. *A posteriori*, les ménages ont considéré avoir fait preuve, en 2009, d'un excès de pessimisme quant à l'évolution de leurs revenus futurs.

Les particuliers ont relevé leurs dépenses de consommation de 1,4 p.c. au cours de l'année sous revue, alors qu'ils les avaient drastiquement freinées en 2009. La relativement bonne tenue de la consommation finale des particuliers s'est matérialisée en dépit d'une stagnation de leur revenu disponible exprimé en termes réels – autrement dit

de leur pouvoir d'achat – en 2010. Ces développements contrastent nettement avec ceux de l'année précédente, où la consommation privée avait reculé de 0,2 p.c., tandis que le revenu disponible des ménages avait augmenté de 1,6 p.c. en volume.

Plusieurs facteurs expliquent cette évolution du revenu disponible réel à rebours de celle de la conjoncture, avec en 2009, au plus fort de la crise, une progression, suivie, en 2010, dans un contexte de redressement de l'activité économique, d'une stagnation.

Il s'agit, tout d'abord, du décalage temporel généralement observé entre l'évolution des prix à la consommation et l'indexation des salaires. Les décalages induits par les mécanismes d'indexation des salaires en vigueur dans les différentes commissions paritaires impliquent que ceux-ci ne s'ajustent qu'avec un certain délai à une hausse de l'inflation. Ainsi, à la suite d'une poussée de l'inflation en 2008, les salaires nominaux horaires avaient progressé de 3,6 p.c. en 2009, dont 2,5 p.c. du seul fait de l'indexation automatique, alors que, dans le même temps, mesurée sur la base de l'IPCH, l'inflation était revenue à 0 p.c. L'indexation des salaires – et aussi celle des allocations sociales –, bien supérieure à l'évolution des prix à la consommation, avait donc constitué en 2009

**TABEAU 8** DÉTERMINANTS DU REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS

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

	2006	2007	2008	2009	2010 e	p.m. 2010 e, milliards d'euros
Revenu primaire brut . . . . .	4,9	5,5	5,4	-1,3	2,4	262,7
Rémunérations des salariés . . . . .	4,8	5,2	5,4	1,3	1,8	187,5
Volume de l'emploi salarié . . . . .	1,4	2,0	1,5	-2,1	0,8	
Rémunération par heure ouvrée . . . . .	3,2	3,1	3,9	3,6	0,9	
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte brut . . . . .	6,1	4,9	1,4	-3,0	3,6	46,0
dont revenu d'activité des indépendants . . . . .	5,4	2,6	0,3	-1,8	2,3	
Revenu de la propriété <sup>(1)</sup> . . . . .	3,7	8,2	11,3	-13,6	4,8	29,1
Transferts courants <sup>(1)</sup> . . . . .	0,8	7,3	5,5	-12,3	1,9	-42,0
Transferts courants reçus . . . . .	2,3	3,9	5,6	7,1	3,3	81,6
Transferts courants versés . . . . .	1,8	5,2	5,6	-0,4	2,8	123,7
Revenu disponible brut . . . . .	5,8	5,1	5,4	1,1	2,5	220,6
p.m. En termes réels <sup>(2)</sup> . . . . .	2,8	2,2	2,1	1,6	0,0	

Sources: ICN, BNB.

(1) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les revenus ou les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs.

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

un facteur de soutien important du pouvoir d'achat des ménages. En 2010, les mécanismes d'indexation ont joué en sens inverse. L'indexation des rémunérations a été très limitée, de l'ordre de 0,5 p.c. en variation annuelle, vu la très faible progression de l'indice-santé un an auparavant, tandis qu'au contraire, l'inflation rebondissait, contribuant ainsi à grever temporairement le pouvoir d'achat des ménages.

Par ailleurs, comme expliqué plus en détail à la section 2.2.3, les hausses hors indexation du coût salarial horaire, qui s'étaient accélérées en 2009, se sont nettement ralenties.

Un autre facteur qui avait soutenu le pouvoir d'achat des ménages en 2009, mais qui l'a grevé en 2010, a trait à la fiscalité. Certains allègements fiscaux dont ils avaient bénéficié en 2009 ont vu leur portée limitée en 2010. D'une part, la réduction d'impôt octroyée à l'ensemble des travailleurs résidant en région flamande en 2009 n'a été maintenue que pour certaines catégories de travailleurs en 2010. D'autre part, l'enrôlement plus rapide à l'impôt des personnes physiques, qui avait entraîné pour un grand nombre de contribuables deux remboursements d'impôts en 2009 – du fait de l'avancement du remboursement qui aurait été réalisé en 2010 à rythme d'enrôlements inchangé – n'a plus produit les mêmes effets au cours de l'année sous revue.

Compte tenu de ce facteur et de l'incidence commentée plus haut des fluctuations dans le rythme de l'indexation automatique des prestations sociales, les transferts nets des particuliers aux administrations publiques se sont accrus de 1,9 p.c. à prix courants.

Les autres déterminants du revenu disponible des ménages, qui avaient été sensiblement affectés à la baisse par la crise, se sont certes redressés en 2010, parallèlement à l'évolution de l'activité économique, quoiqu'à un rythme limité. Le volume de l'emploi salarié, qui avait chuté de 2,1 p.c. en 2009, a progressé de quelque 0,8 p.c. en 2010, sous l'effet principalement de l'augmentation du nombre de personnes occupées. Cette évolution a été dans une large mesure contrebalancée par le net ralentissement de la hausse des coûts salariaux horaires, de sorte que, au total, la rémunération des salariés n'a guère augmenté plus vite qu'en 2009. Après un recul de 3 p.c. en 2009, l'ensemble de l'excédent brut d'exploitation et du revenu mixte brut des indépendants a, quant à lui, à nouveau évolué positivement, croissant à un rythme, certes modeste, de 3,6 p.c. à prix courants. Cette embellie aurait profité aux revenus des professions libérales, à l'exception de celles liées au bâtiment, qui ont continué à pâtir de la mollesse de la branche de la construction. Enfin,

alors qu'ils avaient encouru une forte baisse des revenus de la propriété en 2009, les particuliers ont bénéficié d'une hausse de ceux-ci en 2010, de l'ordre de 4,8 p.c. en termes nominaux. Les entreprises ont dans l'ensemble accru leurs versements de dividendes, dans un contexte d'amélioration de leur rentabilité. Les autres revenus de placements ont, en revanche, continué à se contracter : les particuliers, qui sont traditionnellement des prêteurs nets de fonds vis-à-vis des autres secteurs, ont notamment de nouveau subi le contrecoup du recul des taux d'intérêt.

Après avoir affiché une croissance moyenne en volume supérieure à 6 p.c. sur la période 2003-2007, le cycle d'investissement des ménages a connu une phase de tassement. Les investissements en logements avaient ainsi diminué, en termes réels, de 0,6 p.c. en 2008 et de 3 p.c. en 2009. La hausse des taux hypothécaires et le resserrement des conditions appliquées aux nouveaux crédits, lors de l'éclatement de la crise financière, mais surtout, et dans un second temps, l'érosion de la confiance et la dégradation de leurs perspectives en matière d'emploi avaient incité les ménages à adopter un comportement attentiste, dans un contexte de ralentissement, voire de baisse, des prix de l'immobilier résidentiel sur le marché secondaire.

En 2010, la construction résidentielle s'est une nouvelle fois inscrite en recul. En moyenne annuelle, la diminution en volume des investissements en logements, de 3,5 p.c., apparaît même plus prononcée qu'au cours des deux années précédentes. Étant donné le décalage existant entre la décision de construire ou de procéder à la rénovation d'un logement et le moment où le projet est mis en œuvre, la faiblesse de la formation brute de capital fixe des particuliers en 2010 a probablement encore reflété le niveau d'incertitude élevé, en ce compris les attentes en matière de chômage, qui a prévalu tout au long de 2009. Les données trimestrielles indiquent toutefois que la baisse des investissements en logements a culminé au premier trimestre de 2010 et qu'elle a décéléré progressivement depuis lors. Le bas niveau des taux hypothécaires et la prolongation de la mesure de taux réduit de TVA sur les nouvelles constructions ont vraisemblablement contribué à soutenir quelque peu la demande en logements des ménages.

Comme mentionné plus haut, ce tassement du marché immobilier en Belgique s'est avéré sans commune mesure avec ce qui a été observé dans plusieurs autres pays européens. La correction des prix de l'immobilier a été très limitée en Belgique, puisque seulement trois trimestres consécutifs de contraction ont été enregistrés, du dernier trimestre de 2008 au deuxième trimestre de 2009, conduisant à une baisse cumulée de l'ordre de 3,5 p.c.

seulement. Les prix ont recommencé à augmenter depuis lors et leur rythme annuel de croissance a atteint 5,6 p.c. au troisième trimestre de 2010. De même, si l'activité dans la construction s'est ralentie en Belgique, simultanément à la récession de 2008-2009, ce mouvement a été contenu comparativement aux évolutions dans d'autres pays, en particulier ceux où la construction avait été le moteur de la croissance durant la période précédant la crise.

## Sociétés

Alors qu'elles avaient été confrontées à une diminution sans précédent de la demande à la fin de 2008 et au début de 2009, ce qui avait lourdement pénalisé leur résultat d'exploitation, les entreprises ont bénéficié de la reprise du commerce mondial et ont ainsi renoué avec des performances positives en 2010. Leur excédent brut d'exploitation, qui s'était contracté de 0,1 p.c. à prix courants en 2008, puis de 6,5 p.c. en 2009, a progressé de 7,5 p.c. en 2010. Cette amélioration résulte à la fois du gonflement du volume des ventes et de l'accroissement de la marge brute d'exploitation par unité vendue. La forte croissance de leurs exportations, dans le contexte de la reprise de la demande mondiale, explique la progression du chiffre d'affaires des entreprises belges, alors que les ventes sur le marché intérieur – y compris la variation des stocks – ont fait montre d'une certaine atonie, avec une baisse limitée, de 0,4 p.c.

Dans un contexte d'affermissement de la demande, les prix de vente se sont inscrits en hausse en 2010, après un net tassement l'année précédente. Ce mouvement résulte en partie de l'augmentation du coût des importations, survenue au gré du renchérissement des matières premières. En revanche, les coûts de production d'origine intérieure ont été bridés par l'évolution particulièrement modérée des coûts salariaux: la croissance limitée des coûts salariaux horaires, déjà évoquée précédemment, couplée à la hausse de la productivité, a mené à un recul des coûts salariaux unitaires de 0,3 p.c. en 2010.

L'amélioration de leur rentabilité a permis aux entreprises de distribuer plus de dividendes que l'année précédente. Les entreprises ont aussi payé plus d'impôts sur le revenu et le patrimoine qu'en 2009, notamment parce que la base imposable, que la crise avait largement écornée, s'est redressée au cours de l'année sous revue.

La hausse de l'excédent brut d'exploitation des entreprises implique aussi que celles-ci disposent de davantage de ressources internes pour financer, au besoin, leurs dépenses d'investissement. L'accès des entreprises au financement externe s'est également amélioré en 2010. Comme détaillé dans le chapitre 3.3, le coût du crédit bancaire a continué de se réduire, et le financement via les marchés financiers s'est trouvé facilité par la bonne tenue des cours boursiers et par la baisse de l'aversion des investisseurs pour le risque.

**TABLEAU 9** DÉTERMINANTS DE L'EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION DES SOCIÉTÉS, À PRIX COURANTS  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

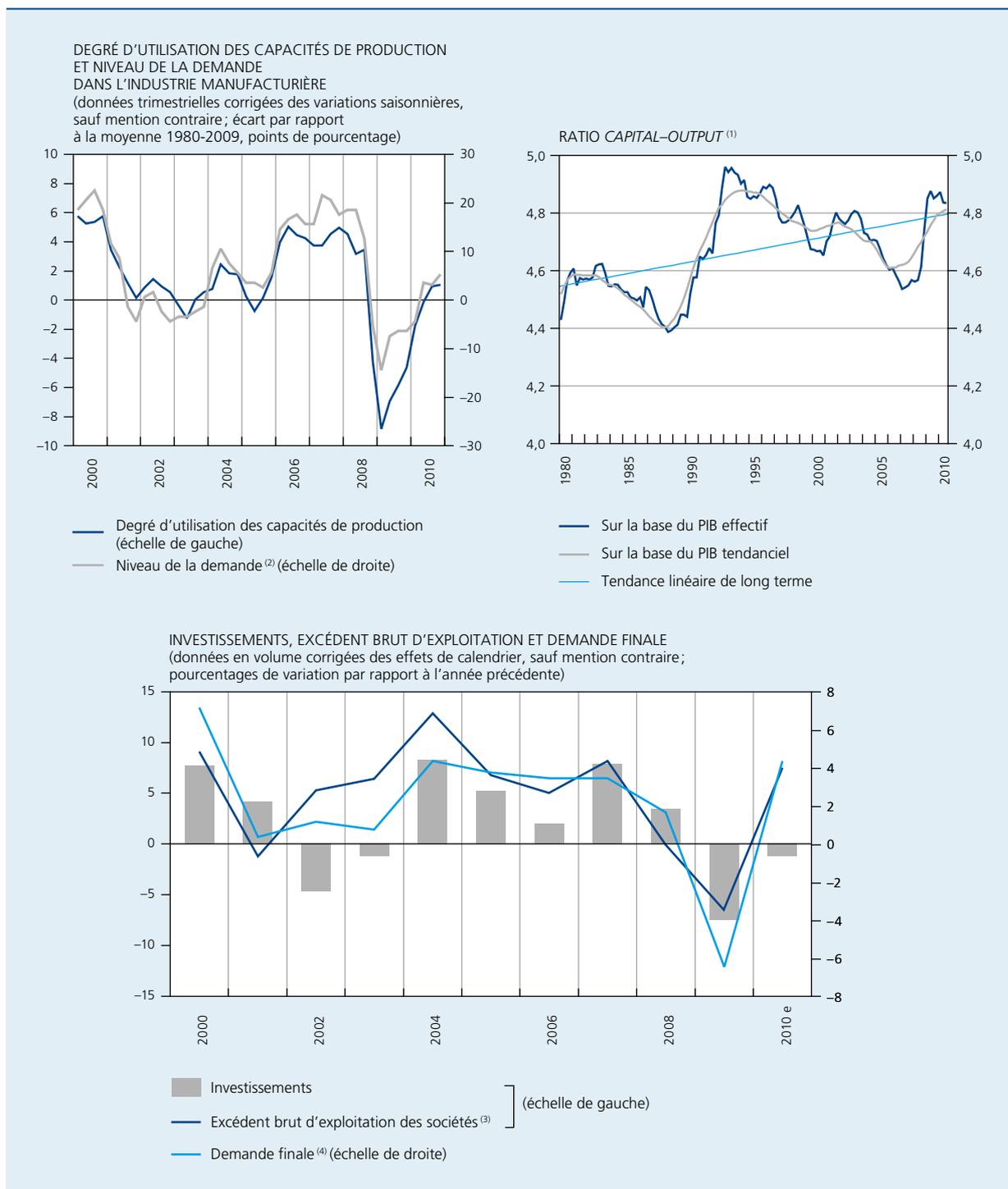
	2006	2007	2008	2009	2010 e
Marge brute d'exploitation par unité vendue <sup>(1)</sup> .....	1,2	4,0	-2,0	0,9	2,6
Prix de vente unitaire .....	2,8	2,0	4,1	-3,8	4,7
Sur le marché intérieur <sup>(1)</sup> .....	2,9	1,8	4,1	-2,3	3,4
À l'exportation .....	2,7	2,2	4,1	-5,3	6,2
Coûts par unité vendue <sup>(1)</sup> .....	3,0	1,7	5,2	-4,6	5,1
Biens et services importés .....	3,4	2,0	6,6	-8,5	8,3
Coûts d'origine intérieure par unité produite <sup>(1)(2)</sup> .....	2,2	1,0	2,6	2,4	0,2
dont coûts salariaux unitaires .....	2,0	2,3	4,5	3,7	-0,3
Ventes finales à prix constants .....	3,7	4,0	1,9	-7,3	4,8
Sur le marché intérieur <sup>(1)</sup> .....	2,2	3,5	2,2	-2,6	-0,4
À l'exportation .....	5,1	4,4	1,7	-11,6	10,0
Excédent brut d'exploitation des sociétés .....	5,0	8,2	-0,1	-6,5	7,5

Sources: ICN, BNB.

(1) Y compris la variation des stocks.

(2) Outre les rémunérations, ce poste comprend les impôts indirects nets des subsides et le revenu mixte brut des indépendants.

GRAPHIQUE 35 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES : ÉVOLUTION ET DÉTERMINANTS



Sources: ICN, BNB.

(1) Rapport entre le stock de capital et le PIB, en termes réels.

(2) D'après les réponses à l'enquête trimestrielle auprès de l'industrie manufacturière, proportion des entreprises qui n'ont pas cité l'insuffisance de la demande comme facteur explicatif d'une sous-utilisation des capacités de production; données non corrigées des variations saisonnières.

(3) Données en valeur non corrigées des effets de calendrier.

(4) Total des dépenses intérieures et des exportations de biens et de services.

Malgré les meilleures perspectives de débouchés et l'amélioration des possibilités de financement, le volume des investissements des entreprises a continué de fléchir

cette année, de 1,2 p.c., à un rythme toutefois moindre qu'en 2009, où un repli de 7,5 p.c. avait été enregistré. Les données trimestrielles font cependant état d'un

redressement progressif de la formation brute de capital fixe des entreprises, une reprise limitée s'étant dessinée à la fin de l'année sous revue.

L'amélioration très graduelle de l'investissement s'inscrit certes dans le contexte d'un redressement sensible du taux d'utilisation des capacités de production des entreprises, au départ d'un point bas sans précédent. La crise avait en effet mis la production sous pression, et le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière était tombé, en avril 2009, à un minimum historique de 70,1 p.c. Celui-ci s'est redressé à partir du deuxième trimestre de 2009 et tout au long de 2010. Au dernier trimestre de 2010, il a atteint 80 p.c., soit un résultat proche de la moyenne des trois dernières décennies. Cependant, au niveau de l'ensemble des entreprises, le ratio *capital-output* – défini comme le rapport entre le stock de capital et le PIB, tous deux exprimés en termes réels – est demeuré élevé, même si le repli des investissements, amorcé à la fin de 2008, a contribué à le rapprocher de sa tendance de long terme. Compte tenu de la forte baisse de la production durant la récession, l'excédent de capacité de production n'a ainsi pas encore été entièrement résorbé. Au demeurant, il est logique qu'au sortir d'une récession, les investissements des entreprises ne se redressent qu'après un certain délai, dans la mesure où celles-ci attendent généralement la confirmation d'une reprise durable de la demande finale pour procéder à la relance de leur formation brute de capital fixe.

## Reste du monde

Lorsque l'on prend en considération les revenus, d'une part, et les dépenses de consommation et d'investissement des secteurs intérieurs, d'autre part, on obtient par solde leur besoin ou capacité de financement. En agrégeant ce solde pour l'ensemble des secteurs intérieurs – c'est-à-dire les particuliers et les sociétés, dont il a été question ci-avant, mais également les administrations publiques, dont les opérations sont détaillées au chapitre 2.3 –, on obtient le besoin ou la capacité de financement de l'économie, qui correspond à un emprunt ou à un prêt net au reste du monde.

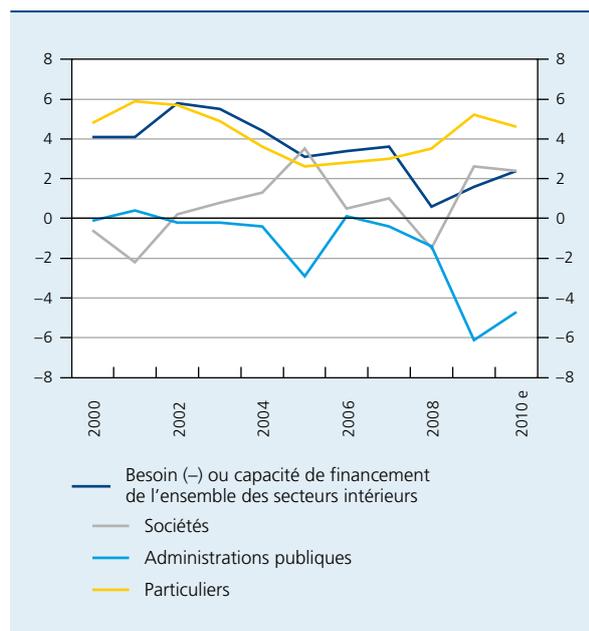
La capacité de financement des particuliers s'est établie à 4,6 p.c. du PIB au cours de l'année sous revue, contre 5,2 p.c. en 2009. Cette diminution trouve son origine dans la contraction de l'épargne des particuliers, elle-même entièrement imputable à la baisse de leur revenu disponible en proportion du PIB, alors que leurs dépenses de consommation sont demeurées quasiment stables de 2009 à 2010. Leurs investissements, qui portent principalement sur des logements, ont quant à eux reculé.

Le solde de financement des sociétés s'était fortement amélioré en 2009, principalement sous l'effet de l'ajustement drastique de leur formation brute de capital, mais s'est inscrit en légère baisse au cours de l'année sous revue, revenant à 2,4 p.c. du PIB, et ce, en dépit d'une légère augmentation du revenu disponible, à la suite de leurs bons résultats d'exploitation. Le déclin des transferts nets en capital est à l'origine de cette contraction de leur capacité de financement.

La détérioration en 2010 de la capacité de financement des ménages et des sociétés a cependant été plus que contrebalancée par la diminution du besoin de financement des administrations publiques, de 1,4 point de pourcentage du PIB. De la sorte, le solde positif de financement de l'ensemble des secteurs intérieurs a progressé de 1,6 p.c. du PIB en 2009 à 2,4 p.c.

Cet élargissement du solde trouve sa contrepartie dans les échanges extérieurs de biens et de services. En effet, la reprise de la demande extérieure s'est traduite par un accroissement du taux de couverture en volume des importations par les exportations. Pour leur part, les termes de l'échange se sont détériorés de 2 p.c. en 2010, après une amélioration de 3,4 p.c. l'année précédente. Dans le contexte de la récession, les prix des exportations et des importations s'étaient inscrits en recul en 2009,

**GRAPHIQUE 36** SOLDE DE FINANCEMENT DE L'ENSEMBLE DES SECTEURS INTÉRIEURS  
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

TABLEAU 10 PRÊT NET AU RESTE DU MONDE

(soldes; milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2007	2008	2009	2010 e	Neuf premiers mois	
					2009	2010
1. Compte courant						
Biens et services .....	4,9	-8,1	4,0	5,7	2,5	3,9
Biens .....	0,6	-11,3	-2,1	-1,2	-0,4	0,4
Services .....	4,3	3,2	6,2	6,9	2,9	3,5
Revenus .....	5,2	8,1	5,3	5,6	7,0	7,1
Revenus du travail .....	4,5	4,5	4,9	5,0	3,6	3,7
Revenus des placements et investissements .....	0,7	3,5	0,4	0,6	3,4	3,4
Transferts courants .....	-4,6	-6,5	-6,4	-6,0	-4,9	-4,7
Transferts des administrations publiques ..	-4,6	-5,1	-4,8	-5,2	-3,7	-4,1
Transferts des autres secteurs .....	0,0	-1,5	-1,6	-0,8	-1,2	-0,6
Total .....	5,4	-6,5	2,9	5,2	4,6	6,3
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB .....</i>	1,6	-1,9	0,8	1,5	1,8	2,4
2. Compte de capital .....	-1,3	-1,9	-1,3	-0,4	-0,5	0,2
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2) .....	4,1	-8,5	1,6	4,8	4,1	6,5
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB .....</i>	1,2	-2,5	0,5	1,4	1,6	2,5
<i>Besoin (-) ou capacité de financement   des secteurs intérieurs,   selon les comptes nationaux,   pourcentages du PIB .....</i>	3,6	0,6	1,6	2,4	2,8	3,7

Sources: ICN, BNB.

mais la reprise en a entraîné la remontée en 2010: ils ont augmenté de respectivement 6,2 et 8,3 p.c.

D'après les données de la balance des paiements, l'excédent de la balance commerciale s'est accru de 4 milliards d'euros en 2009 pour les biens et services à 5,7 milliards en 2010. Cette évolution positive a participé au redressement du solde du compte des opérations courantes, dont le surplus est passé dans l'intervalle de 2,9 à 5,2 milliards.

Cette amélioration du solde courant de la balance des paiements confirme le mouvement de redressement amorcé en 2009, après la chute spectaculaire survenue en 2008 sous l'effet conjugué de l'augmentation rapide des prix énergétiques, qui avait lourdement pesé sur les termes de l'échange, et du dynamisme de la demande intérieure finale belge comparée à celle des pays proches, qui avait contribué à gonfler les importations plus que les exportations. Néanmoins, le niveau de l'excédent courant est demeuré bien en retrait de celui qui était dégagé à la fin des années 1990 et au début

des années 2000. Ainsi, alors qu'il avoisinait 4,4 p.c. du PIB en moyenne pendant la période 1998-2002, il n'a plus été que de 1,5 p.c. du PIB en 2010. Ce sont principalement les opérations sur marchandises qui ont été à l'origine de la détérioration tendancielle de la balance courante, alors que le solde positif des échanges de services entre la Belgique et le reste du monde tendait à s'élargir quelque peu.

Selon les données disponibles pour les neuf premiers mois de 2010, le boni généré par les opérations sur services s'est de nouveau élargi en 2010. Ainsi, le surplus des opérations de transport s'est accru dans la foulée de la reprise du commerce mondial et les recettes provenant de droits de licence ont augmenté. Ces améliorations ont été en partie compensées par une diminution du surplus dégagé par les services aux entreprises.

Le solde excédentaire des revenus de facteurs s'est également légèrement accru en 2010. D'une part, le surplus structurel des revenus du travail, formé principalement

par les salaires payés par les institutions européennes à leur personnel résidant en Belgique, s'est inscrit en légère hausse. D'autre part, la balance des revenus de placements et d'investissements s'est redressée sur l'ensemble de l'année, la réduction du déficit des dividendes, favorisée par la reprise économique, n'ayant pas été totalement compensée par la baisse du solde des paiements d'intérêts. Ce dernier mouvement cache cependant une nette diminution des flux bruts, les intérêts reçus du reste du monde et ceux payés par les résidents belges s'étant contractés en raison du recul généralisé des taux.

Enfin, le solde des transferts courants, traditionnellement en déficit, la Belgique étant un contributeur net au budget de l'UE, s'est également amélioré en 2010.

Le redressement du compte de capital a, pour sa part, également participé à l'amélioration du solde de financement de l'ensemble de l'économie. Au cours des neuf premiers mois de l'année, les opérations du compte de capital ont affiché une balance en boni de 0,2 milliard, à comparer avec un mali d'environ 0,5 milliard durant la même période de 2009. Cette amélioration découle notamment du fait que les entreprises belges ont acheté moins de permis d'émission de CO<sub>2</sub>.

### 2.1.5 Développements structurels

Les déséquilibres structurels ont fait l'objet de beaucoup d'attention ces dernières années. La crise économique et financière a en effet montré à quel point ils pouvaient avoir des conséquences désastreuses pour la stabilité macroéconomique des économies. Ceci est particulièrement vrai au sein d'une union monétaire comme la zone euro. Les conséquences de ces déséquilibres sont non seulement ressenties par le pays en question, mais elles peuvent aussi, par contagion, saper la confiance en d'autres pays de la zone, en raison notamment de l'exposition de leurs institutions financières et, partant, le cas échéant, de leurs pouvoirs publics. *In fine*, ces déséquilibres risquent de mettre en péril le fonctionnement même de l'ensemble de la zone euro. Par ailleurs, le levier du cours de change ne pouvant plus être utilisé, les politiques à mettre en œuvre pour résorber les déséquilibres entre les partenaires de la zone sont essentiellement de nature structurelle, et prennent du temps avant de produire leurs effets. Dès lors, il est primordial de mettre rapidement en place les nécessaires mesures d'ajustement.

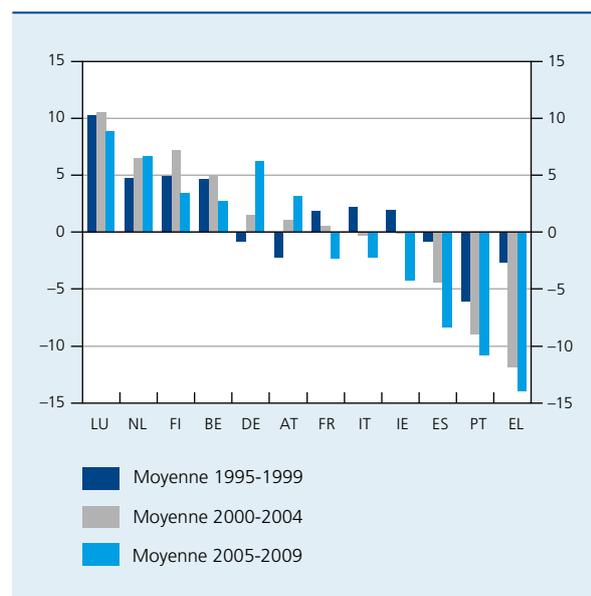
Étant donné qu'il est souvent malaisé de détecter en temps réel l'émergence des déséquilibres structurels, il est souvent fait appel à des indicateurs susceptibles de les signaler rapidement. À cet égard, le solde des opérations

courantes avec l'étranger constitue une référence appropriée, dans la mesure où il reflète non seulement la position concurrentielle du pays vis-à-vis de l'étranger, mais aussi d'éventuels déséquilibres intérieurs, telle une évolution salariale inadéquate, une croissance excessive des crédits ou une nette surévaluation des marchés immobiliers. Ce type de déficit du compte courant n'est pas tenable à long terme. Il convient dès lors de corriger le plus rapidement possible de tels déséquilibres au moyen d'une politique structurelle visant à maîtriser les coûts et à soutenir la productivité, de manière à restaurer la compétitivité externe et à tendre vers un développement équilibré entre le potentiel de production et la demande de la population.

### Évolution du solde courant dans une perspective de moyen terme

Avec, selon les données des comptes nationaux, un solde moyen du compte courant de 4,1 p.c. du PIB pendant la période 1995-2009, la Belgique occupe une position intermédiaire au sein de la zone euro, en particulier parmi les pays qui y sont entrés au plus tard en 2001. D'un côté, on trouve des pays comme la Grèce, le Portugal et l'Espagne, qui, durant la période considérée, ont dû faire face à un déficit considérable de leur compte

**GRAPHIQUE 37** COMPARAISON INTERNATIONALE DU SOLDE DES OPÉRATIONS COURANTES AVEC LE RESTE DU MONDE<sup>(1)</sup>  
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN.

(1) Les données proviennent des comptes nationaux.

courant. À l’opposé figurent le Luxembourg, les Pays-Bas et la Finlande, dont le compte courant a enregistré en moyenne un excédent de plus de 5 p.c. du PIB. Bien que de tels excédents semblent à première vue moins problématiques que de larges déficits, ils peuvent se révéler inopportuns étant donné qu’ils rendent plus nécessaires, mais plus difficiles, les ajustements dans les pays confrontés à un déficit structurel de leur compte courant.

Cependant, l’analyse ne peut se limiter à considérer le niveau moyen du solde sur une longue période. Il est en effet difficile d’estimer le solde optimal du compte courant pour chaque pays individuel. En outre, comme il est plus important de détecter à temps les déséquilibres structurels, il convient de prendre en compte la dynamique du solde du compte courant : une baisse tendancielle de ce solde peut, par exemple, être le signe de l’émergence de problèmes structurels sous-jacents, susceptibles de donner lieu à terme à des déséquilibres profonds et persistants. En Belgique, selon les données des comptes nationaux, le solde des opérations courantes avec le reste du monde a oscillé entre 4 et 5 p.c. du PIB au cours de la période 1995-2001 ; après avoir atteint un sommet de 5,9 p.c. du PIB en 2002, il est revenu progressivement à 2 p.c. en 2009. Parmi les trois principaux pays voisins de la Belgique, seule la France a aussi enregistré un recul du solde du compte courant, alors que ce solde a affiché une tendance haussière aux Pays-Bas et, surtout, en Allemagne. Avec l’Autriche, ces pays ont dès lors progressivement renforcé leur position concurrentielle et accru l’excédent de leur compte courant. La situation inverse a été observée en Grèce et en Espagne, où le déficit du compte courant s’est considérablement creusé, et, dans une moindre mesure, au Portugal. Les divergences au sein de la zone euro ont donc augmenté de manière substantielle durant les quinze dernières années.

En Belgique, l’évolution du solde des opérations courantes avec le reste du monde a donc été orientée de manière progressive, mais régulière, à la baisse durant les années 2000. À cet égard, l’amélioration, limitée, observée durant les deux dernières années peut être considérée principalement comme une correction de la détérioration de 2008, qui résultait largement de facteurs temporaires. La diminution tendancielle du solde du compte courant trouve en grande partie sa cause dans le recul du solde des opérations sur marchandises. Il importe d’examiner les facteurs à l’origine de ces développements et, plus particulièrement, dans quelle mesure il s’agit d’une dégradation structurelle ou d’une succession de facteurs temporaires bénins.

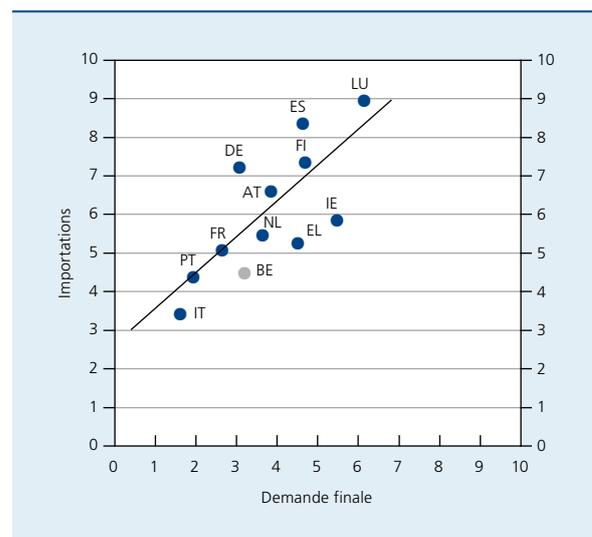
Si, pour expliquer les mouvements du solde des échanges extérieurs, on considère d’abord les importations, une

comparaison avec les autres pays de la zone euro montre qu’en Belgique, leur progression a été moins forte que ne le laissent supposer les développements de la demande finale. Un lien positif clair peut être établi entre ces deux variables, puisque la demande finale peut être satisfaite soit par la production intérieure, soit par les importations. Dans les pays caractérisés par une demande finale peu dynamique, les importations n’augmentent aussi que modérément. Ainsi, durant la période 2003-2007 – qui couvre le déclin régulier de l’excédent courant, sans être affectée par les mouvements exceptionnels liés à la récession généralisée de 2008 et 2009 –, le rythme de croissance moyen de la demande finale en volume en Italie et au Portugal a été inférieur à 2 p.c. par an et les importations y ont progressé de, respectivement, 3,4 et 4,4 p.c. par an. À l’opposé figurent le Luxembourg ainsi que l’Irlande, la Finlande, l’Espagne et la Grèce, où la demande finale a crû en moyenne de quelque 5 p.c. par an. Dans ces pays, les importations ont aussi été plus dynamiques. Comme l’illustre le graphique 38, les observations pour la Belgique se situent sous la droite de régression obtenue à partir des résultats des différents pays, ce qui indique que, globalement, la progression de la demande finale a été plus largement que dans les autres pays absorbée par la production intérieure que par les importations.

La baisse du solde des opérations sur marchandises en Belgique est donc principalement imputable à un manque de dynamisme des exportations, un phénomène qui se marque depuis le milieu des années 1990. À cet égard,

**GRAPHIQUE 38** IMPORTATIONS DE BIENS ET DE SERVICES ET DEMANDE FINALE

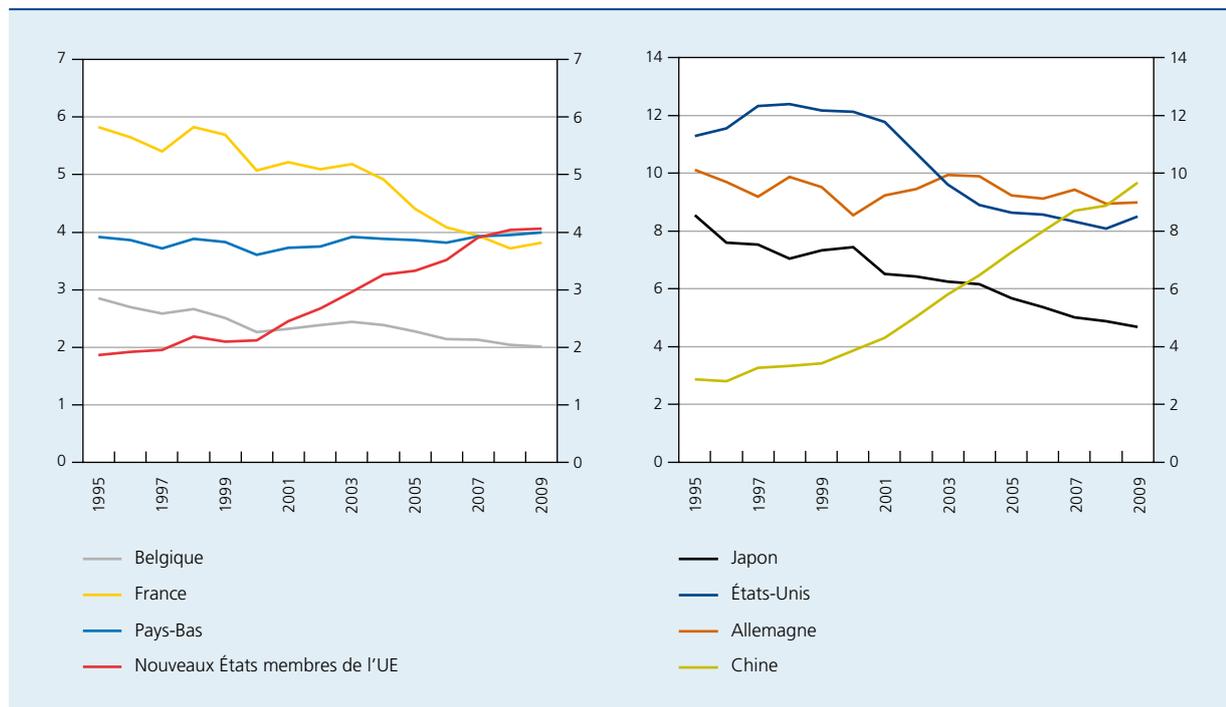
(pourcentages de variation annuelle en volume, moyenne au cours de la période 2003-2007)



Sources : CE, ICN.

**GRAPHIQUE 39 PART DANS LES EXPORTATIONS MONDIALES DE BIENS EN VALEUR**

(pourcentages)



Sources : CNUCED, ICN.

l'émergence rapide de nouveaux pôles économiques – comme les pays BRIC et les économies de l'Europe centrale et de l'Est – a certes ouvert de nouveaux débouchés et gonflé le commerce international, mais elle s'est aussi traduite par le développement de nouveaux concurrents sur le marché mondial. Ainsi, la part de la Chine dans le total des exportations mondiales de biens est passée progressivement de 2,9 p.c. en 1995 à 9,7 p.c. en 2009. Les nouveaux États membres de l'UE l'ont doublée dans l'intervalle, de 1,9 à 4,1 p.c. De ce fait, la plupart des économies qui étaient actives de longue date dans les échanges internationaux, dont la Belgique, ont perdu en importance. Néanmoins, toutes n'ont pas été touchées de la même manière, puisque la part de pays tels que les Pays-Bas et l'Allemagne dans les exportations mondiales de biens est demeurée pratiquement stable.

Plus précisément, entre 1995 et 2007, la croissance annuelle moyenne en valeur des exportations de biens en Belgique était 1,5 point de pourcentage en deçà de la moyenne de celles des autres pays entrés dans la zone euro au plus tard en 2001. Seule la France a enregistré une progression plus lente que la Belgique, tandis que les Pays-Bas, l'Autriche, l'Irlande, l'Espagne et l'Allemagne ont obtenu de bien meilleurs résultats.

### Performances à l'exportation

Certes, les exportations ne sont pas le seul levier pour assurer le développement économique. Cependant, pour une petite économie ouverte, au sein de laquelle les sources intérieures de demande risquent de perdre en dynamisme avec le vieillissement démographique, la présence sur les marchés étrangers constitue un levier primordial pour maintenir et renforcer la prospérité de la population. En outre, la libéralisation des échanges commerciaux, la diminution des frais de transport et les avancées des technologies de l'information et de la communication sont à l'origine d'une fragmentation croissante de la chaîne de production. Les différentes phases de la production – du premier développement à la distribution finale en passant par la production à proprement parler – sont de plus en plus réparties entre différents pays, en fonction des avantages comparatifs. Pour prendre leur pleine place dans cette organisation de la production, et en tirer suffisamment de valeur ajoutée, les entreprises belges doivent participer de la façon la plus large possible au développement du commerce international. En outre, les exportations constituent un catalyseur des hausses de la productivité.

Il ressort en effet d'analyses réalisées au moyen d'une base de données d'entreprises actives dans l'industrie que les entreprises exportatrices sont nettement plus productives que les entreprises exclusivement actives sur le marché intérieur. Toutes les entreprises ne peuvent pas accéder aux marchés étrangers, en raison des frais d'entrée élevés (études de marché, réseaux de distribution, adaptation des produits, etc.). Les exportations se concentrent dès lors au sein d'un nombre limité d'entreprises qui se caractérisent en général par une taille plus grande, une intensité en capital plus élevée et une productivité supérieure à celles des entreprises qui ne sont actives que sur le marché intérieur. Il semble par ailleurs que les entreprises exportatrices peuvent influencer positivement la croissance de la productivité d'entreprises non exportatrices. De tels effets d'entraînement sont entre autres liés à l'utilisation de technologies plus avancées et à l'établissement de standards de qualité plus élevés. Ce sont principalement la proximité géographique avec les entreprises exportatrices et la livraison d'inputs à ces dernières qui paraissent contribuer à la croissance de la productivité des entreprises belges uniquement orientées vers le marché intérieur<sup>(1)</sup>.

La progression plus mitigée des exportations belges par rapport aux autres pays de la zone euro tient partiellement à la dynamique des débouchés. L'évolution des marchés dits pertinents pour un pays donné est calculée ici comme la moyenne de la croissance des importations de ses partenaires commerciaux, pondérée par l'importance de chacun d'entre eux dans ses exportations. Durant la période allant de 1995 à 2007, les marchés pertinents pour la Belgique ont en moyenne crû de 8,2 p.c. par an, alors que les marchés pertinents pour la zone de référence ont affiché une progression annuelle de 8,6 p.c. Bien que les exportations belges soient donc confrontées à un effet « localisation » défavorable, il ne s'agit pas là du principal facteur permettant d'expliquer pourquoi la croissance des exportations y est moins dynamique. L'évolution moins favorable des exportations belges provient, pour l'essentiel, d'une perte de parts de marché.

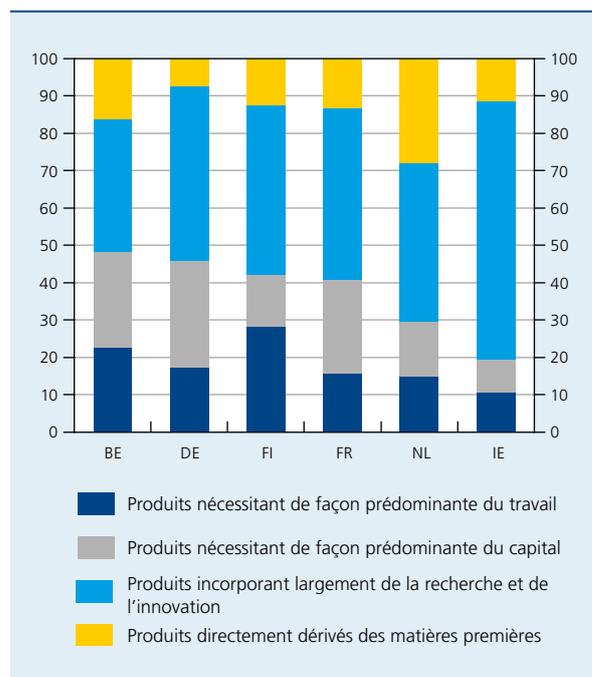
Cette dernière est en partie due à la trop grande spécialisation de la Belgique dans les produits pour lesquels la concurrence issue des nouveaux pôles économiques est la plus forte. Ces économies émergentes disposent non seulement d'une réserve de main-d'œuvre abondante, mais aussi d'un accès toujours plus large à des équipements et à une technologie avancés. Ainsi, parmi les divers produits échangés internationalement, ceux intensifs en travail et ceux intensifs en capital font l'objet d'une pression

concurrentielle croissante. Les pays relativement plus spécialisés dans ce type de produits risquent donc de perdre leurs avantages comparatifs et de se voir contraints de renoncer à des parts de marché.

Cette spécialisation défavorable en termes de produits joue un rôle non négligeable pour la Belgique, comme l'explique en détail l'article intitulé « Place de la Belgique dans le commerce mondial » de la Revue économique de la Banque de juin 2010. Sur la base de travaux de la BCE, différentes catégories de produits ont été identifiées en fonction de l'intensité des facteurs de production utilisés. Entre 1995 et 2007, en moyenne 23 p.c. des exportations belges portaient sur des produits intensifs en travail, tels que les pierres précieuses, le papier, ainsi que le textile et l'habillement. En revanche, en Irlande, ces produits représentaient seulement 11 p.c. des exportations totales et, chez les trois principaux pays voisins, en moyenne 16 p.c. Une spécialisation excessive dans ce type de produits pèse sur les résultats à l'exportation d'un pays, en raison non seulement de la concurrence accrue en provenance des économies émergentes, mais aussi de la croissance plus faible de la demande mondiale pour ces produits. Les produits intensifs en capital – par exemple les véhicules

**GRAPHIQUE 40** STRUCTURE DES EXPORTATIONS DE BIENS SELON L'INTENSITÉ EN FACTEURS DE PRODUCTION<sup>(1)</sup>

(pourcentages du total des exportations, moyenne au cours de la période 1995-2007)



Sources : CE, BNB.

(1) Les pays sont classés en fonction de la part de leurs produits nécessitant de façon prédominante du travail ou du capital.

(1) Dumont M. et al. (2010), *The productivity and export spillovers of the internationalization behaviour of Belgian firms*, BNB, Working Paper 201.

automobiles et l'acier – font également l'objet d'une surreprésentation relative dans les exportations belges, puisqu'ils en constituaient en moyenne 26 p.c. du total, contre, par exemple, 9 p.c. en Irlande, 14 p.c. en Finlande et 15 p.c. aux Pays-Bas. Cette spécialisation a pesé sur les résultats à l'exportation de la Belgique à mesure que les économies émergentes se sont davantage consacrées à ces produits.

Viennent ensuite les produits intensifs en connaissances. Les produits incorporant largement de la recherche et de l'innovation – comme les équipements électriques et électroniques, les médicaments et produits pharmaceutiques, ou les plastiques sous forme primaire – ne représentaient que 35 p.c. des exportations totales de biens en Belgique, contre quelque 46 p.c. en Allemagne et en France et même 69 p.c. en Irlande. Bien que l'on puisse s'attendre à ce que la concurrence en provenance des économies émergentes augmente progressivement, surtout pour les produits facilement imitables, les exportations pourront continuer de tirer profit de la demande particulièrement dynamique pour ces produits, notamment celle des marchés les plus porteurs. Pour être complet, il convient également de citer la dernière catégorie, constituée des produits directement dérivés des matières premières, comme les produits énergétiques, les fruits et légumes et les métaux, qui représentaient une part assez importante des exportations belges, sauf en comparaison des Pays-Bas, où l'exportation de gaz naturel est toujours considérable.

Les performances à l'exportation mesurées sur la base de l'indicateur de parts de marché ont été particulièrement mitigées pour les produits dont la production nécessite de façon prédominante du capital: les pertes de parts de marché ont atteint 2,2 p.c. par an entre 1995 et 2007. Pour les produits intensifs en travail et ceux directement dérivés des matières premières, les pertes de parts de marché enregistrées étaient moins importantes, respectivement 0,6 et 1,3 p.c. par an sur la même période. À l'inverse, pour les produits intensifs en recherche et en innovation, la Belgique a réalisé des gains de parts de marché.

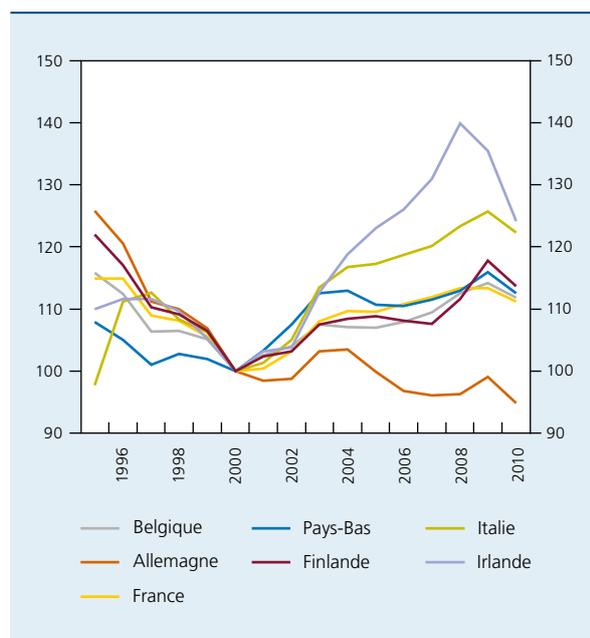
Compte tenu de la structure et de l'évolution des exportations de la Belgique, ainsi que de la croissance des marchés pertinents, les pertes de parts de marché sont essentiellement attribuables aux produits à faible teneur en recherche et en innovation. Pour ces produits, la concurrence porte principalement sur les prix. Une stratégie possible pour faire face à la concurrence croissante des pays émergents consiste pour les entreprises des

pays avancés à améliorer la qualité de leurs produits, de façon à les démarquer de ceux des pays émergents, ou à élargir leur gamme de produits afin d'exploiter de nouveaux marchés. Une recherche réalisée sur la base de données relatives aux entreprises individuelles aboutit à la conclusion que cette dernière démarche est fréquemment mise en œuvre par les entreprises belges actives dans des branches utilisant de manière intensive les facteurs travail et capital et exportant des produits standardisés<sup>(1)</sup>. Celle-ci passe par l'amélioration des caractéristiques des produits offerts, notamment grâce à l'innovation.

### Conditions générales de la compétitivité

Vu l'importance des produits relativement standardisés, une évolution modérée des coûts de production demeure un facteur primordial de compétitivité. Cela s'applique en particulier pour les composantes des coûts qui, plutôt que d'être données par les marchés internationaux, sont déterminées en Belgique. C'est le cas en partie des coûts de l'énergie (électricité et gaz) et, surtout, des coûts salariaux. La compétitivité-coût et la compétitivité-prix sont dès lors généralement mesurées par les cours de change effectifs déflatés par les coûts salariaux par unité produite. Alors que le cours de change effectif réel de la Belgique par rapport à un large groupe de pays industrialisés s'est

**GRAPHIQUE 41** COURS DE CHANGE EFFECTIFS RÉELS<sup>(1)</sup>  
(indices 2000 = 100)



Source : CE.

(1) Cours de change effectifs vis-à-vis de trente-cinq pays industrialisés (trente-quatre dans le cas de la Belgique, dont le cours est calculé pour l'UEBL), déflatés par les coûts salariaux par unités produites pour l'ensemble de l'économie.

(1) Abraham F. et J. Van Hove (2010), *Can Belgian firms cope with the Chinese dragon and the Asian tigers? The export performance of multi-product firms on foreign markets*, BNB, Working Paper 204.

déprécié de 13,7 p.c. de 1995 à 2000, il s'est apprécié de 11,8 p.c. de 2000 à 2010, ce qui indique une perte de compétitivité. Celle-ci résulte en partie de l'appréciation de l'euro par rapport aux autres monnaies, en particulier le dollar des États-Unis. Les cours de change effectifs réels de la plupart des autres pays de la zone euro ont même enregistré une plus forte appréciation entre 2000 et 2010. Pour certains d'entre eux, cette évolution peut s'expliquer notamment par un mouvement de rattrapage, même si elle met aussi en évidence une réaction inappropriée des coûts salariaux aux chocs de productivité. L'Allemagne est la grande exception. Depuis la seconde moitié des années 1990, ce pays a mené une politique de modération salariale, en réponse à la forte progression des coûts salariaux qui avait découlé de la réunification allemande. De plus, la productivité s'y est accrue plus sensiblement qu'ailleurs, bien que, en termes de niveau, la productivité apparente du travail soit toujours supérieure en Belgique.

En se fondant sur des informations extraites de la base de données EU KLEMS, le Bureau fédéral du plan a comparé l'évolution de la productivité en Belgique avec celle des trois principaux pays voisins et est parvenu à la conclusion que la croissance plus vive de la productivité en Allemagne est entièrement due à la plus forte progression de la productivité totale des facteurs (PTF). S'agissant de l'évolution de l'intensité en capital et de la qualité de la main-d'œuvre, la Belgique a obtenu de meilleurs résultats que l'Allemagne.

La PTF est considérée comme une mesure du développement technologique et de l'efficacité économique, étant donné qu'elle permet de déduire dans quelle mesure il est possible de produire davantage pour une quantité de main-d'œuvre et de capital donnée. En pratique, la PTF est toutefois obtenue par résidu, une méthode ayant pour inconvénient que le résultat est affecté par d'éventuelles erreurs de mesure ou d'estimation et est influencé par l'évolution conjoncturelle.

Il convient cependant de ne pas sous-estimer l'importance de la croissance de la PTF. Un écart de productivité explique en effet la différence constatée en termes non seulement de performances à l'exportation, mais également de valeur ajoutée. Ainsi, l'étude de Kegels (2009) montre qu'au sein de l'industrie manufacturière, les sous-branches qui affichent une productivité de la main-d'œuvre plus élevée que leurs homologues de l'UE15 peuvent augmenter la part qu'elles représentent dans la valeur ajoutée totale créée par ces mêmes sous-branches dans l'ensemble de l'UE15<sup>(1)</sup>.

Vu le niveau déjà élevé de la productivité apparente du travail en Belgique, la marge de manœuvre pour des gains de productivité supplémentaires peut être faible. La spécialisation doit dès lors se poursuivre dans des produits de haute technologie et à haute intensité de connaissances. L'accent doit se porter sur la qualité, sur l'innovation et sur l'esprit d'entreprise et de créativité. S'orienter dans cette direction permettra de soutenir la croissance potentielle de l'économie, estimée pour l'année sous revue à 1,5 p.c. Eu égard à l'incidence du vieillissement démographique sur la progression future de l'emploi, il importe de renforcer encore la productivité du travail en se concentrant sur des produits à plus haute valeur ajoutée. Dans le cadre de la mondialisation croissante et des efforts nécessaires pour contrecarrer les changements climatiques, il est devenu plus important pour les entreprises de pouvoir réagir à l'évolution des circonstances de manière rapide et flexible.

Plusieurs conditions doivent être remplies pour favoriser la diffusion de produits ou de processus de production innovants. Il s'agit d'abord d'investir des moyens suffisants dans l'enseignement et la formation. Dans une économie en évolution constante, il est par exemple crucial que la main-d'œuvre soit en mesure d'utiliser efficacement les nouvelles technologies. Les performances de la Belgique dans ce domaine sont relativement bonnes. Ainsi, en 2009, environ un tiers de la population âgée de vingt-cinq à soixante-quatre ans avait un diplôme de l'enseignement supérieur, alors que la proportion était de 29 p.c. en moyenne dans les trois principaux pays voisins. La Finlande se trouve en tête, avec une proportion de diplômés de l'enseignement supérieur de 37 p.c. En revanche, relativement moins d'étudiants optent en Belgique pour une formation scientifique ou technologique. En 2008, ces filières ne représentaient que 16,6 p.c. de tous les diplômés de l'enseignement supérieur, contre 22,2 p.c. en moyenne dans les trois principaux pays voisins et presque 27 p.c. en Finlande. L'intérêt pour les formations scientifiques ou technologiques semble en outre s'estomper en Belgique, puisque, entre 2000 et 2004, 19 p.c. des diplômés sortaient encore de ces filières. Sur le plan de la formation permanente, les résultats de la Belgique sont également moins bons : seuls 7 p.c. de la population âgée de vingt-cinq à soixante-quatre ans ont encore suivi un programme de formation en 2009, contre 10 p.c. en moyenne dans les trois principaux pays voisins et même 22 p.c. en Finlande. Or, une telle formation continue est importante pour pérenniser les acquis de la formation de base. En dépit d'une bonne formation de base, le risque existe donc que les entreprises belges rencontrent à terme des difficultés à trouver du personnel adéquat, étant donné les défis structurels auxquels l'économie est confrontée.

(1) Kegels C. (2009), *Alternative assessment of Belgian competitiveness*, Bureau fédéral du plan, Working Paper 9-09.

**TABLEAU 11 DÉTERMINANTS DE L'INNOVATION ET DE LA CROISSANCE DE LA PRODUCTIVITÉ TOTALE DES FACTEURS<sup>(1)</sup>**  
(pourcentages, sauf mention contraire)

	Belgique	Allemagne	France	Pays-Bas	Finlande
Diplômés de l'enseignement supérieur (pourcentages de la population âgée de 25 à 64 ans, 2009) ...	33,4 (6,3)	26,4 (2,6)	28,7 (7,1)	32,8 (8,8)	37,3 (5,0)
Part des diplômés de formation scientifique ou technologique dans l'enseignement supérieur (2008) .....	16,6 (-2,3)	26,4 (-0,2)	26,2 (-4,3)	14,0 (-1,7)	26,8 (-1,2)
Formation permanente (pourcentages de la population âgée de 25 à 64 ans, 2009) ...	6,8 (0,6)	7,8 (2,6)	6,0 (3,2)	17,0 (1,5)	22,1 (4,6)
Rémunérations du travail hautement qualifié (pourcentages de la valeur ajoutée, 2005) .....	15,1 (1,0)	11,8 (0,7)	15,5 (0,0)	13,2 (3,0)	30,4 (2,3)
Dépenses en TIC (pourcentages de la valeur ajoutée, 2007) ...	4,3 (-0,1)	3,6 (0,0)	3,4 (-0,3)	4,3 (0,1)	5,6 (0,1)
Dépenses de R&D (pourcentages du PIB, 2009) .....	2,0 (0,0)	2,8 (0,4)	2,2 (0,1)	1,8 (0,0)	4,0 (0,6)
Part des entreprises innovantes qui coopèrent (2006-2008) ....	48,8 (27,2)	20,7 (3,3)	42,4 (14,0)	40,2 (16,2)	36,9 (-13,1)
Activité entrepreneuriale récemment entamée (pourcentages des personnes interrogées, 2009) .....	5 (0)	7 (1)	6 (4)	8 (3)	14 (10)
Jamais venu à l'esprit de créer une entreprise (pourcentages des personnes interrogées, 2009) .....	63 (23)	48 (10)	53 (22)	50 (17)	44 (11)
Réglementation des marchés des produits <sup>(2)</sup> (2008) .....	1,4 (-0,7)	1,3 (-0,7)	1,5 (-1,1)	1,0 (-0,7)	1,2 (-0,9)

Sources: CE, OCDE, EU KLEMS.

(1) Les changements par rapport à l'année 2000 en points de l'unité considérée figurent entre parenthèses, sauf pour les trois derniers indicateurs, pour lesquels les résultats sont comparés respectivement aux années 2002, 2001 et 1998.

(2) Score de 0 à 6; un score plus élevé indique une législation plus contraignante.

L'importance de l'utilisation dans l'économie de travailleurs disposant d'un niveau de qualification élevé peut être approchée par la part de leurs rémunérations dans le total de la valeur ajoutée. D'après la base de données EU KLEMS, dont les derniers chiffres harmonisés disponibles à ce niveau pour les pays de l'UE portent sur 2005, cette part représentait en Belgique 15,1 p.c., soit un peu plus qu'en moyenne dans les trois principaux pays voisins, où elle s'élevait à 13,5 p.c., mais considérablement moins qu'en Finlande, où elle était de 30,4 p.c.

La diffusion des technologies de l'information et de la communication (TIC) contribue également à l'innovation et aux gains de productivité. L'utilisation des TIC permet, d'une part, d'organiser plus efficacement la production et la vente, aux niveaux tant des entreprises individuelles que de l'économie dans son ensemble, d'autre part, de s'approprier plus facilement le *know-how* et les innovations d'autres entreprises. Avec, selon les données EU KLEMS, un pourcentage de 4,3 p.c. en 2007, la part

des dépenses en TIC dans la valeur ajoutée totale était plus élevée en Belgique qu'en Allemagne et en France, où elle était d'environ 3,5 p.c., et aussi grande qu'aux Pays-Bas. En Finlande, les dépenses en TIC occupaient une place encore plus importante, à 5,6 p.c.

Une économie innovante requiert également qu'une attention suffisante soit accordée à la recherche et développement (R&D). En matière de dépenses de R&D, le score de la Belgique, comme celui de la plupart des autres pays de la zone euro, est insuffisant. En 2009, comme grosso modo durant les dix années précédentes, les dépenses de R&D n'ont représenté que 2 p.c. du PIB en Belgique, bien loin de l'objectif de 3 p.c. fixé pour l'ensemble de l'UE dans le contexte de la stratégie de Lisbonne et repris dans le cadre de la stratégie « Europe 2020 ». Parmi les trois principaux pays voisins, seule l'Allemagne s'est approchée de cet objectif, avec 2,8 p.c. du PIB. La Finlande se trouve en tête, avec des investissements en R&D de 4 p.c. du PIB en 2009. L'objectif de

3 p.c. se décompose par ailleurs entre le secteur privé et le secteur public, le premier étant censé en prendre les deux tiers à son compte. À cet égard, la Belgique se distingue surtout par un degré particulièrement faible de financement public. Néanmoins, les différences entre les pays de la zone euro se situent essentiellement au niveau des dépenses de R&D du secteur privé. Sur ce point non plus, les résultats de la Belgique ne sont pas très bons. Les dépenses de R&D s'y concentrent en outre sur quelques branches, voire quelques entreprises, qui sont souvent des filiales d'entreprises étrangères, ce qui rend l'économie belge particulièrement vulnérable. En effet, de telles dépenses ne débouchent pas nécessairement sur des applications productives pour l'économie belge, et leur évolution est tributaire de changements dans la politique de localisation des sociétés étrangères.

En plus d'une main-d'œuvre qualifiée suffisante et des efforts fournis au niveau des TIC et de la R&D, les performances en matière d'innovation dépendent de la mesure dans laquelle les connaissances développées se transmettent au monde de l'entreprise dans son ensemble et débouchent sur des applications concrètes qui génèrent de la croissance économique. Toutes les entreprises ne sont pas en mesure de développer elles-mêmes des produits ou des processus innovants. Il importe dès lors qu'une coopération et des échanges d'informations suffisants aient lieu dans le cadre de la vie économique (avec les fournisseurs, les clients et les travailleurs), d'une part, et avec les universités et les instituts de recherche, d'autre part. Les résultats de la Belgique dans ce domaine sont supérieurs à la moyenne, ce qui s'inscrit également dans le cadre des efforts des autorités régionales visant à soutenir de tels accords de coopération, que ce soit au niveau financier ou organisationnel. En Belgique, selon le *Community Innovation Survey* de 2008, près de la moitié des entreprises innovantes coopéraient avec un partenaire ou plus durant la période 2006-2008. À titre de comparaison, cette proportion s'élevait aux alentours de 40 p.c. en France et aux Pays-Bas et à seulement 21 p.c. en Allemagne. En outre, au cours des dernières années, elle s'est accrue plus sensiblement en Belgique que dans les trois principaux pays voisins.

L'entrepreneuriat joue un rôle de catalyseur de l'innovation. En outre, du fait de leur échelle réduite, les nouvelles entreprises peuvent s'adapter de manière plus flexible aux changements. D'après l'enquête sur l'entrepreneuriat organisée en 2009 à la demande de la CE, la part des répondants impliqués activement dans la création d'une entreprise, ou qui en avaient récemment fondé une, n'était que de 5 p.c. en Belgique. À titre de comparaison, cette proportion atteignait 7 p.c. en moyenne pour les trois principaux pays voisins, et même 14 p.c. pour

la Finlande. À l'inverse, 63 p.c. des répondants belges ont signalé n'avoir jamais songé à démarrer leur propre entreprise, contre 50 p.c. pour les principaux pays voisins et seulement 44 p.c. pour la Finlande. Plusieurs obstacles à l'entrepreneuriat – tels que mesurés par l'OCDE dans le cadre de son indicateur de la réglementation des marchés des produits – ont été supprimés en Belgique au cours des dix dernières années, mais cela ne semble guère avoir eu d'incidence sur l'activité d'entrepreneur. Selon le rapport « *Doing Business* » le plus récent de la Banque mondiale, il serait actuellement plus facile de créer une entreprise en Belgique que dans n'importe quel autre pays européen, du moins si on considère le nombre de procédures et de jours que cela nécessite. Le déficit d'entrepreneuriat en Belgique semble donc moins lié à de tels obstacles qu'à des facteurs culturels, tels qu'une préférence très nette pour le statut d'employé pour des raisons de stabilité et de sécurité. Pour remédier à cette situation, l'enseignement peut notamment jouer un rôle important, en encourageant la créativité des étudiants et en les mettant par exemple en contact avec de jeunes entrepreneurs, par le biais de stages ou de projets.

La réglementation de marché peut également influencer les performances innovatrices d'un pays. Ainsi, une réglementation stricte peut entraver les possibilités d'arrivée de nouveaux entrants et freiner la concurrence, ce qui nuit au développement de nouveaux produits et procédés. Selon l'indicateur de l'OCDE, la réglementation des marchés des produits en Belgique est à peu près aussi stricte qu'en Allemagne et en France, tandis que les marchés finlandais et néerlandais affichent de meilleurs résultats à ce niveau. À l'instar de la France, le contrôle exercé par les administrations publiques demeure important en Belgique. Bien que les pouvoirs publics aient en 2008 moins d'emprise sur la fixation des prix de certains produits qu'en 1998, peu de progrès ont été enregistrés durant cette période en ce qui concerne les autres canaux au travers desquels ils influencent l'économie. À cet égard, l'OCDE tient compte de l'importance des entreprises publiques, en particulier dans les industries de réseau, des participations des pouvoirs publics dans le capital d'entreprises privées et de l'ampleur des réglementations contraignantes dans la branche des services.

Dans l'ensemble, la Belgique dispose de plusieurs atouts significatifs qui soutiennent le potentiel de croissance de l'économie. D'abord, les entreprises opèrent dans un environnement macroéconomique relativement stable, sans déséquilibres internes ou externes notables. À cet égard, il n'en demeure pas moins que – outre les nécessaires augmentations du taux d'emploi et réduction de la dette publique, afin de ne pas mettre en péril le potentiel de croissance à long terme – une attention constante

doit être portée à l'évolution modérée des coûts de production. Ensuite, en ce qui concerne plus spécifiquement la position structurelle, la Belgique affiche d'assez bons résultats en matière de capital humain et de connaissances, de sorte que les travailleurs sont susceptibles de pouvoir s'adapter rapidement aux évolutions technologiques ou à des changements dans les méthodes d'organisation. Les entreprises belges se caractérisent également par une intensité en TIC relativement élevée. En revanche, la Belgique peut encore largement s'améliorer sur le plan de l'innovation. Ainsi, les entreprises et les pouvoirs publics devraient investir davantage dans la R&D, et l'esprit d'entreprise et la créativité devraient être encouragés. Il convient enfin de s'employer à alléger la réglementation des marchés des produits, afin de renforcer la concurrence et d'offrir suffisamment de chances de succès aux nouvelles entreprises pour moderniser l'économie. De telles évolutions permettraient à un plus grand nombre d'entreprises belges de saisir les opportunités qui se présentent, notamment dans un contexte de mondialisation et de lutte contre les changements climatiques.

## 2.2 Prix et coûts

L'inflation s'est accélérée au cours de l'année sous revue, pour atteindre en moyenne 2,3 p.c., alors qu'elle avait été nulle en 2009. Cette accélération a été entièrement due au nouveau renchérissement des produits énergétiques et des produits alimentaires, qui ont fortement réagi à la hausse des prix des matières premières. À l'opposé, la croissance des coûts salariaux a nettement fléchi, sous l'effet, retardé, du fort ralentissement de l'évolution de l'indice-santé en 2009. Les coûts salariaux horaires du secteur privé ont augmenté de 0,6 p.c., après une progression de 3,9 p.c. l'année précédente. Conjugée à la

reprise conjoncturelle de la productivité du travail, cette évolution très modérée a entraîné une baisse de 0,2 p.c. des coûts salariaux par unité produite, tandis que l'année précédente, une hausse de 4,7 p.c. avait encore été enregistrée. Au diapason de l'évolution des coûts salariaux, la tendance sous-jacente de l'inflation s'est infléchi pour revenir à 1,1 p.c., contre 2,1 p.c. en 2009.

Si les prix et les salaires ont, en moyenne, affiché un profil comparable dans les trois principaux pays voisins – Allemagne, France et Pays-Bas –, leur fluctuation

**TABEAU 12** INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ ET COÛTS SALARIAUX  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	<i>p.m.</i> 2010, trois principaux pays voisins <sup>(1)</sup>
IPCH .....	2,5	2,3	1,8	4,5	0,0	2,3	1,4
Produits énergétiques .....	12,7	7,3	0,2	19,8	-14,0	10,0	5,4
Produits alimentaires non transformés <sup>(2)</sup> .....	1,7	3,3	3,0	2,8	0,4	3,5	2,4
Produits alimentaires transformés .....	2,0	2,1	4,7	7,8	1,7	1,0	0,7
Tendance sous-jacente de l'inflation <sup>(3)</sup> .....	1,3	1,5	1,4	1,8	2,1	1,1	0,8
Biens industriels non énergétiques .....	0,3	0,9	0,9	1,3	1,4	0,8	0,3
Services .....	2,1	2,1	1,9	2,3	2,6	1,4	1,1
<i>p.m. Indice-santé</i> <sup>(4)</sup> .....	2,2	1,8	1,8	4,2	0,6	1,7	-
Coûts salariaux dans le secteur privé							
Par unité produite .....	1,1	2,1	1,9	3,8	4,7	-0,2 e	-1,4 <sup>(5)</sup>
Par heure ouvrée .....	2,0	3,3	3,1	3,6	3,9	0,6 e	1,3

Sources: CE, OCDE, CCE, DGSIE, ICN, BNB.

(1) Comme dans les autres tableaux et graphiques du présent chapitre, moyenne pondérée sur la base du PIB.

(2) Fruits, légumes, viande et poisson.

(3) Mesurée par l'IPCH, à l'exclusion des produits alimentaires et des produits énergétiques.

(4) Indice des prix à la consommation national, à l'exclusion des produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

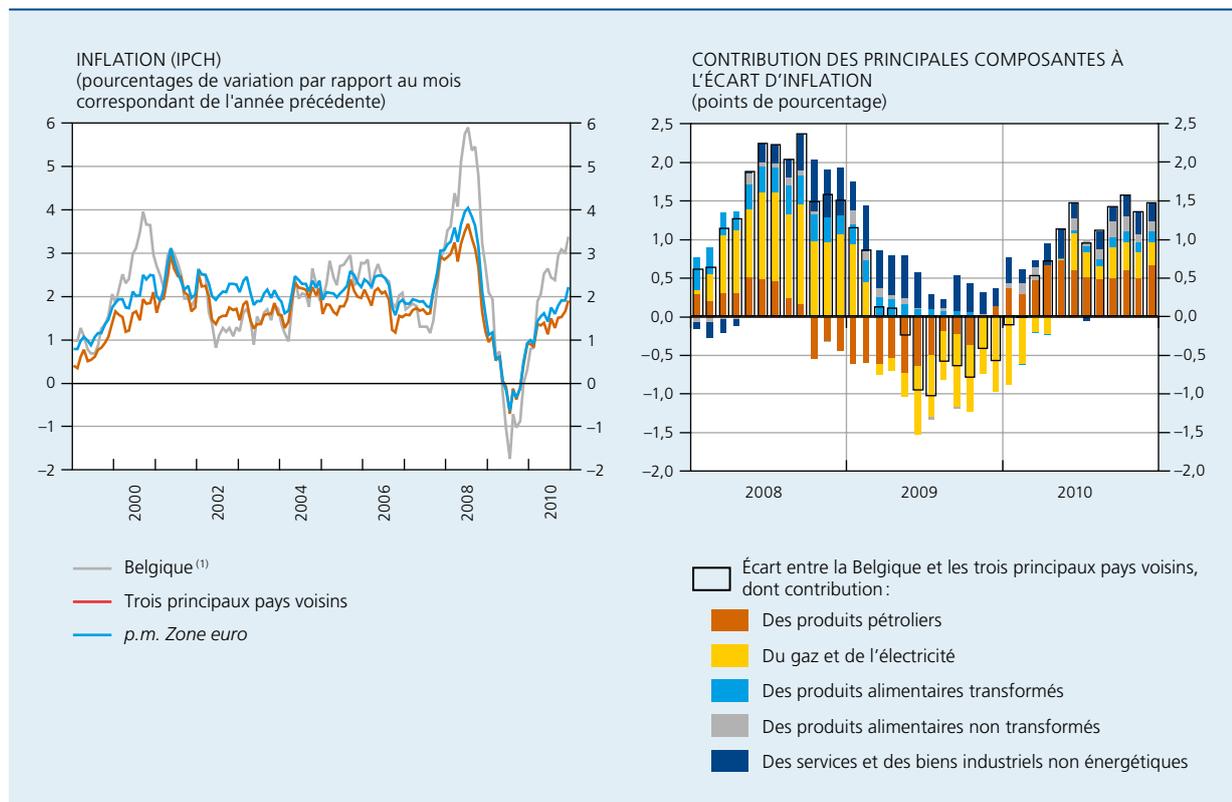
(5) Moyenne des trois premiers trimestres; secteur des entreprises (branches d'activité NACE de C à K).

n'a pas eu la même ampleur : l'inflation y est passée de 0,3 p.c. en 2009 à 1,4 p.c. en 2010 et, selon les estimations du Secrétariat du Conseil central de l'économie (CCE), la hausse des coûts salariaux horaires, de 2,1 à 1,3 p.c. Pendant l'année sous revue, les écarts cumulés d'inflation et de coûts salariaux par unité produite vis-à-vis de ces trois pays concurrents se sont donc à nouveau creusés alors que, pendant la crise, ils s'étaient provisoirement resserrés. En revanche, la différence en termes de coûts salariaux horaires s'est légèrement réduite. Les trois économies susmentionnées ne sont pas seulement les principaux partenaires commerciaux de la Belgique, elles présentent aussi un niveau de développement économique comparable. C'est pourquoi, même si le pays fait partie depuis 1999 d'une union monétaire plus large, l'évolution relative des prix et des coûts vis-à-vis de ces économies reste le meilleur indicateur de l'évolution de la compétitivité belge en termes de prix et de coûts. Ce sont du reste celles-ci que la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité prend comme référence pour appréhender l'évolution de la position concurrentielle de la Belgique.

## 2.2.1 Prix des produits énergétiques et des produits alimentaires et écart d'inflation

Mesurée sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), l'inflation est passée en Belgique de 0 p.c. en novembre 2009 à 3,4 p.c. en décembre. Comme depuis 2007, elle a ainsi été très volatile, nettement plus que dans la zone euro ou dans les trois principaux pays voisins. À la fin de 2010, l'inflation a atteint dans ces deux groupes de pays 2,2 et 1,9 p.c., soit respectivement 1,2 et 1,5 points de pourcentage de moins qu'en Belgique. Tant la reprise de l'inflation en Belgique que le creusement de l'écart d'inflation vis-à-vis de ces économies ont été largement entretenus par les produits énergétiques dont les prix ont crû à un rythme de plus en plus soutenu à partir du premier trimestre de 2010. Dans un contexte de hausse des cours des matières premières énergétiques, ce sont d'abord les prix des produits pétroliers qui ont creusé l'écart, suivis avec un retard de quelques mois par ceux du gaz et de l'électricité. Les prix des produits alimentaires ont également participé, mais dans une moindre mesure, à ce

GRAPHIQUE 42 ÉCART D'INFLATION ENTRE LA BELGIQUE ET LES TROIS PRINCIPAUX PAYS VOISINS



Sources : CE, BNB.

(1) Abstraction faite de l'effet estimé, en janvier et juillet 2000, de la prise en compte à partir de 2000 des soldes dans l'IPCH.

mouvement à la suite des mauvaises conditions climatiques et de la hausse des prix des matières premières alimentaires, dès le début de 2010 pour les produits non transformés, et un peu plus tard, à partir de l'été, pour les produits transformés.

La réapparition d'un excès d'inflation en 2010 par rapport aux pays voisins présente une forte similitude avec la situation qui avait prévalu en 2008. À l'époque, aussi, c'étaient surtout les effets directs du renchérissement des matières premières, dits de premier tour, qui avaient été plus amples en Belgique. Ils avaient par la suite donné lieu à des effets dits de second tour – c'est-à-dire des majorations de prix qui découlent des augmentations salariales octroyées afin de compenser la perte de pouvoir d'achat occasionnée par les effets de premier tour – qui s'étaient traduits par des hausses des prix des biens industriels non énergétiques et des services plus importantes que dans les pays voisins. De tels effets étant facilités par la présence d'un système d'indexation automatique des salaires, le risque de les voir survenir à nouveau est bien présent et constitue un défi important pour la sauvegarde de la compétitivité de l'économie belge. Alors que la tendance sous-jacente de l'inflation s'était encore ralentie pendant les trois premiers trimestres de l'année sous revue, elle s'est redressée durant le quatrième trimestre. En outre, l'excès d'inflation vis-à-vis des trois principaux pays voisins pour la tendance sous-jacente, apparu en 2008 et qui avait légèrement régressé en 2009, a cessé de diminuer pendant l'année sous revue.

### Produits énergétiques

En 2010, l'évolution des prix des produits énergétiques a été orientée à la hausse, dans le sillage de l'évolution des cotations du pétrole brut sur les marchés internationaux. Après un niveau record de plus de 145 dollars le baril durant l'été 2008, le cours mensuel du pétrole de type *Brent* était retombé en moyenne à environ 40 dollars à la fin de 2008, pour ensuite remonter progressivement et passer de 45 à 75 dollars entre janvier et décembre 2009. En 2010, la tendance à la hausse s'est globalement maintenue, bien que le renchérissement ait été plus modeste qu'en 2009 et principalement concentré sur le dernier trimestre, où le cours du *Brent* a atteint environ 87 dollars. Ainsi, en moyenne sur l'année, ce dernier a été 29 p.c. plus élevé qu'en 2009. Exprimée en euro, la majoration est toutefois nettement plus prononcée – s'élevant à 37 p.c. –, étant donné la dépréciation de la monnaie unique par rapport au dollar au cours de l'année. Cette situation contraste avec celle des dernières années où le cours de change avait eu plutôt tendance à amortir les évolutions des prix des matières premières.

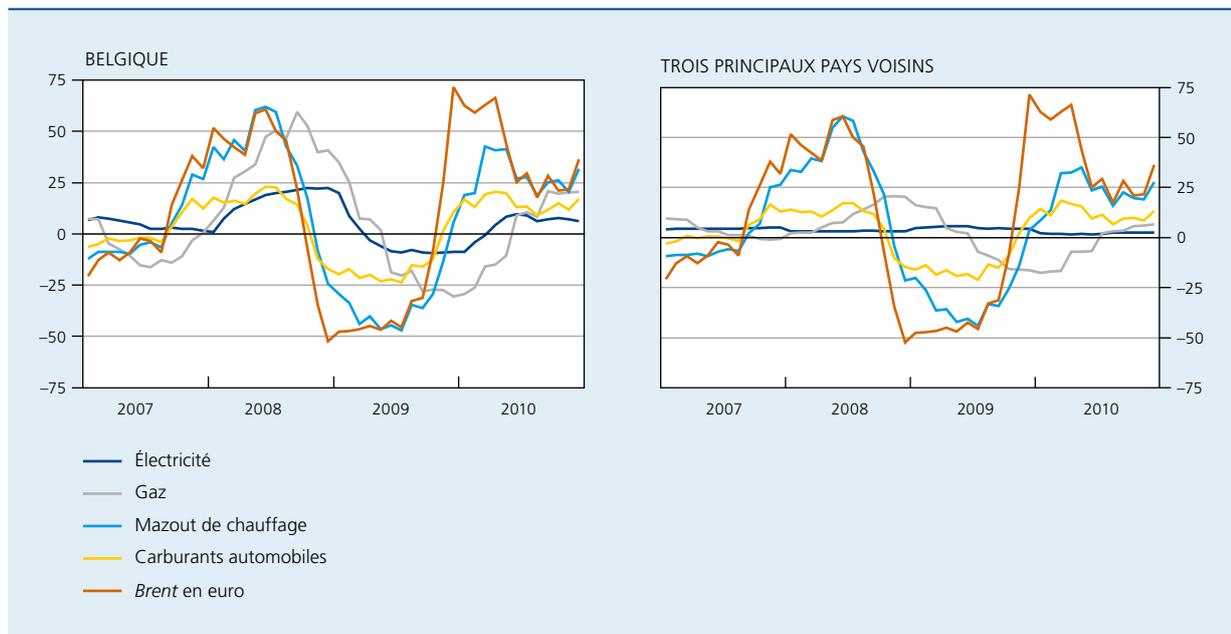
Au cours des deux premiers mois de 2010, la composante énergétique de l'IPCH est demeurée sous le niveau qu'elle avait atteint pendant la période correspondante de 2009. En effet, bien que les prix à la consommation du mazout de chauffage et des carburants automobiles aient affiché dès le début de l'année des taux d'accroissement élevés à un an d'écart, reflétant de manière presque instantanée l'évolution des cotations du *Brent*, les prix de l'électricité et surtout du gaz sont encore restés inférieurs à ceux de l'année précédente. Ce n'est qu'à partir d'avril, pour l'électricité, et de juin, pour le gaz, que le renchérissement des matières premières énergétiques s'est traduit par une augmentation à un an d'écart. Si la réaction de ces prix aux variations des cotations des matières premières ne s'est effectuée qu'avec un retard de quelques mois, elle a été néanmoins nettement plus prononcée que dans les trois principaux pays voisins. Alors qu'entre janvier et décembre 2010, les prix de l'électricité n'ont crû que de 2,3 p.c. dans ces pays, ils se sont accrus de 5,9 p.c. en Belgique. L'augmentation des prix à la consommation du gaz s'est dans le même temps montée à 18,4 p.c., tandis que, dans les pays voisins, ce mouvement à la hausse se limitait à 6,2 p.c. Quant aux prix du mazout de chauffage et des carburants automobiles, ils ont progressé en Belgique en moyenne de, respectivement, 21 et 13 p.c. au cours de la même période. Pour les carburants, l'augmentation a été renforcée dans une mesure limitée – soit 1,3 point de pourcentage – par la hausse des accises sur le diesel, qui s'est élevée au total à 4 cents par litre hors TVA, en conséquence de l'application du mécanisme de cliquet.

En ce qui concerne les produits énergétiques dans leur ensemble, la progression moyenne en glissement annuel des prix en 2010 a été plus prononcée que dans les trois principaux pays voisins, s'élevant à 10 p.c. contre environ 5 p.c., ce qui a contribué à creuser l'écart d'inflation en 2010. La tendance de ces prix à contribuer défavorablement au différentiel d'inflation lorsque les prix des matières premières augmentent – comme en 2008 déjà – et inversement lorsque ceux-ci baissent – comme en 2009 – est révélateur d'une plus grande sensibilité de l'inflation belge aux fluctuations des prix des matières premières énergétiques. Cette plus grande sensibilité est le moteur le plus important de l'évolution du différentiel d'inflation vis-à-vis des autres pays, et les facteurs qui permettent de l'expliquer sont décrits dans l'encadré 5. Elle est de nature symétrique pour les produits pétroliers. En revanche, dans le cas du gaz et de l'électricité, il est frappant de constater que les baisses de prix de 2009 ont été moins prononcées que les hausses de 2008, alors qu'une telle asymétrie n'a pas été observée au cours de ces deux années au niveau des prix des matières premières énergétiques, et du cours du *Brent* plus particulièrement. Dans le cas du gaz, cette

asymétrie est essentiellement due à la modification, par le plus grand fournisseur de gaz, du terme constant dans sa formule de tarification en octobre 2007, changement qui a été suivi dans une large mesure par les autres fournisseurs. Il en a résulté une augmentation de prix qui peut

être considérée comme permanente, quel que soit le niveau du cours du pétrole. En ce qui concerne l'électricité, l'asymétrie découle des fortes hausses des tarifs de réseau en 2008 et en 2009, alors qu'au niveau de la composante énergétique, les prix ont été fixés de façon symétrique.

**GRAPHIQUE 43 PRIX À LA CONSOMMATION DES PRODUITS ÉNERGÉTIQUES**  
(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



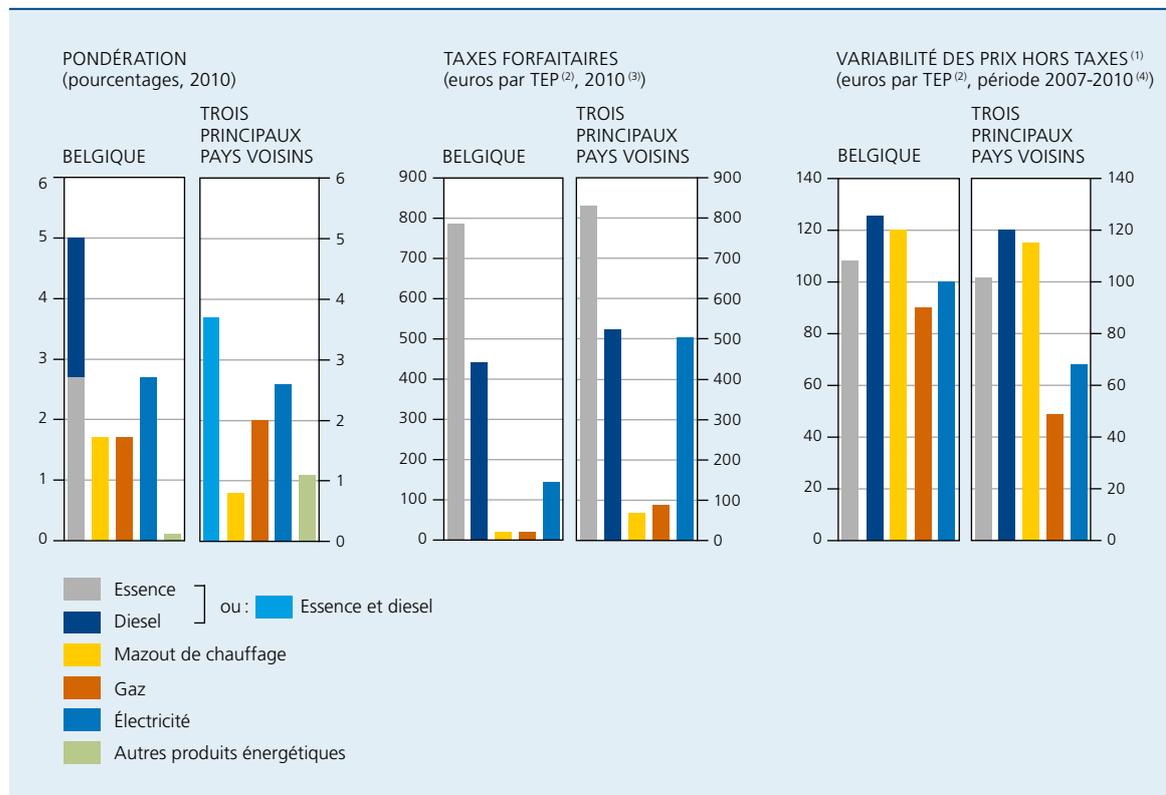
Source : CE.

### Encadré 5 – Quels sont les facteurs à l'origine de la plus grande sensibilité de l'inflation aux prix des matières premières énergétiques en Belgique ?

Dans plusieurs articles, parus récemment dans la Revue économique, la Banque s'est intéressée aux différentes facettes de la formation des prix à la consommation des produits énergétiques et à leur contribution à l'inflation. Il en ressort que trois facteurs permettent d'expliquer la plus grande sensibilité de l'inflation aux prix des matières premières énergétiques en Belgique, à savoir une consommation plus importante de produits énergétiques de la part des ménages, un niveau d'accises sur les produits énergétiques plus faible que dans les autres pays en moyenne, et certaines caractéristiques de la formation des prix énergétiques hors taxes en Belgique, notamment une transmission à la fois plus prononcée et plus rapide des cours des matières premières énergétiques aux prix à la consommation du gaz et de l'électricité.

Le niveau élevé de la consommation de produits énergétiques par les ménages en Belgique se reflète dans une pondération élevée de ces produits dans l'indice des prix à la consommation. Plus ceux-ci voient leur importance croître, plus réactive sera l'inflation totale à leurs changements de prix. Comme décrit dans Baugnet

## FACTEURS DÉTERMINANT LA SENSIBILITÉ DE L'INFLATION AUX PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES ÉNERGÉTIQUES



Sources : CE, BNB.

(1) Écart type des fluctuations des prix hors taxes.

(2) Une TEP (tonne équivalent pétrole) correspond à 1.285 litres d'essence, 1.166 litres de diesel ou de mazout de chauffage, 46,52 GJ de gaz et 11.630 kWh d'électricité.

(3) Différence entre les prix hors taxes et les prix hors TVA. Données pour le premier semestre dans le cas de l'électricité et du gaz, et pour les onze premiers mois en ce qui concerne les produits pétroliers.

(4) Calculée sur la base de données mensuelles.

et Dury (2010)<sup>(1)</sup>, les différents éléments qui déterminent ce niveau différent de consommation sont, par exemple, la taille supérieure des logements, le plus faible niveau d'isolation des logements existants et l'usage plus intensif des automobiles par les particuliers comme moyen de transport. La maîtrise et, dans la mesure du possible, la réduction de l'intensité énergétique du profil de la consommation belge constituent donc un défi majeur, non seulement dans une perspective écologique, mais également d'un point de vue macroéconomique. Encourager les investissements économiseurs d'énergie, en particulier en termes d'isolation, et jouer sur le signal des prix, par exemple en augmentant les accises – actuellement à un niveau parmi les plus bas en Europe pour les produits de chauffage – ou les autres taxes sur la consommation d'énergie ne sont que deux pistes parmi d'autres. Il convient toutefois d'éviter qu'une hausse des taxes indirectes sur les produits énergétiques repris dans l'indice (mazout de chauffage, gaz et électricité) ait à court terme un effet néfaste sur les coûts salariaux par le biais de l'indexation. Un relèvement des accises aurait, en outre, comme effet désirable que le lien entre les prix à la consommation et ceux des matières premières énergétiques se distendrait automatiquement.

En effet, le deuxième facteur qui explique la plus grande sensibilité de l'inflation aux chocs pétroliers en Belgique est le niveau assez faible des accises et des autres taxes forfaitaires sur le diesel, le mazout de chauffage, le gaz naturel et l'électricité, notamment par rapport aux trois principaux voisins. Le mécanisme à l'œuvre peut se

(1) Bagnat V. et D. Dury (2010), « Les marchés de l'énergie et la macroéconomie », BNB, *Revue économique*, septembre, 65-88.

résumer comme suit: compte tenu de la faiblesse relative des accises, le poids (implicite) des matières premières énergétiques dans les prix à la consommation des produits énergétiques est plus élevé, ce qui augmente corrélativement l'élasticité de ces prix aux mouvements des cours des matières premières.

Quant au troisième facteur identifié, il découle des caractéristiques de la transmission des cours des matières premières aux prix à la consommation hors taxes en Belgique. Dans le cas des produits pétroliers, ce processus est généralement comparable dans les différents pays, du moins lorsque la variation est exprimée en cent par litre, et il n'explique donc pas la plus grande sensibilité en Belgique. Néanmoins, compte tenu du fait que le niveau moyen des prix hors taxes en Belgique est légèrement plus élevé que dans les pays voisins pour l'essence et le diesel – mais pas pour le mazout – et dans la mesure où cela peut s'expliquer par les différences de structure de marché, il subsiste une faible marge pour abaisser le niveau des prix de l'essence et du diesel en aiguisant la concurrence et en exploitant davantage les possibilités d'économies d'échelle au niveau de la distribution de ces produits en Belgique. Pour le gaz et l'électricité, par contre, Baugnet et Dury (2010), Coppens (2010)<sup>(1)</sup> et Swartenbroekx (2010)<sup>(2)</sup> montrent que la transmission est plus rapide et plus accentuée en Belgique que dans les pays voisins. Cette plus grande sensibilité s'explique par le caractère vraiment spécifique de la formation des prix à la consommation du gaz et de l'électricité en Belgique. L'indexation mensuelle sur la base de formules de tarification, reposant notamment sur l'évolution des prix des matières premières énergétiques, y est une pratique très répandue, alors que l'adaptation des prix à la consommation est nettement moins fréquente dans les pays voisins. En outre, dans certains pays comme la France et les Pays-Bas, une forme de régulation *ex ante* des prix subsiste, tandis qu'en Belgique, les fournisseurs fixent librement leurs tarifs depuis la libéralisation du marché.

La transmission des prix du gaz et de l'électricité à l'indice des prix à la consommation s'est, par ailleurs, accélérée par rapport à la période antérieure à 2007, étant donné que l'enregistrement des prix se fait désormais selon l'approche dite d'« acquisition » – chaque mois, le tarif appliqué au cours dudit mois est pris comme référence afin d'enregistrer les prix au plus près du moment de la consommation ou de l'acquisition – alors qu'auparavant, c'était le prix d'une facture annuelle fictive portant sur les douze mois écoulés qui était recensé chaque mois, soit une approche de type « paiement » puisque calibrée sur les factures annuelles supportées par les consommateurs qui reçoivent leur décompte au cours de ce mois. Dans la mesure où l'approche d'« acquisition » – conforme aux prescriptions d'Eurostat en la matière – est appliquée depuis bien plus longtemps dans les pays voisins, le changement de mode de calcul a surtout mis en évidence la plus grande sensibilité intrinsèque des prix du gaz et de l'électricité en Belgique que le lissage des variations de prix découlant de l'ancienne méthode avait eu tendance à dissimuler au cours de la période antérieure à 2007 (voir par exemple Cornille, 2009<sup>(3)</sup>).

Le principe de la transmission au consommateur des mouvements durables des prix des matières premières ne doit pas être remis en question puisqu'il s'agit d'un signal majeur susceptible d'encourager une consommation d'énergie plus rationnelle. La question se pose cependant de savoir si les formules de tarification reflètent fidèlement l'évolution réelle des coûts des fournisseurs et si une répercussion immédiate de chaque mouvement des prix des matières premières sur le consommateur est optimale. Sur la base des informations disponibles dans le domaine public, il n'est pas possible de se prononcer sur le caractère fondé ou non de ces formules d'indexation. Il semble dès lors indiqué que les autorités de régulation et de surveillance de la concurrence jouent un rôle plus actif en la matière. En usant de ses compétences dans le domaine du contrôle des prix, la Commission de régulation de l'électricité et du gaz (CREG) peut effectivement agir depuis 2008 *a posteriori* sur le segment libéralisé du marché, d'éventuelles anomalies pouvant ensuite être étudiées par le Conseil de la concurrence. Ce modèle de surveillance de la formation des prix *a posteriori* semble toutefois perfectible. Par exemple, ce n'est qu'à la fin de l'année sous revue que la CREG a décidé de ne plus publier à partir de février 2012, compte tenu de doutes quant à leur représentativité, les paramètres qui sont censés représenter les coûts des combustibles et les autres coûts dans

(1) Coppens F. (2010), « La volatilité accrue du prix de l'électricité pour les ménages belges », BNB, *Revue économique*, septembre, 89-117.

(2) Swartenbroekx C. (2010), « Implications de la libéralisation sur les modes de fixation des prix de détail du gaz en Belgique », BNB, *Revue économique*, décembre, 43-76.

(3) Cornille D. (2009), « Méthodologie ou fixation des prix: qu'est-ce qui explique la plus forte volatilité des prix à la consommation pour le gaz et l'électricité en Belgique? », BNB, *Revue économique*, décembre, 49-60.



les formules d'indexation des prix de l'électricité. Quant aux prix à la consommation du gaz, elle avait effectué promptement une analyse critique de la modification unilatérale, en octobre 2007, de la formule de tarification par le principal fournisseur de gaz, mais celle-ci n'a pas donné lieu à une investigation plus poussée par le Conseil de la concurrence. Dans la mesure où le modèle de surveillance des prix *a posteriori* ne semble pas fonctionner de manière optimale, une option que les autorités belges pourraient envisager est de mettre en œuvre un système de surveillance des prix *a priori*, par exemple en s'inspirant du modèle appliqué aux Pays-Bas. L'autorité de régulation y examine le bien-fondé des tarifs des fournisseurs d'énergie et de leurs modifications avant que ceux-ci ne soient appliqués, et si celui-ci fait défaut, des prix maxima peuvent être imposés.

### Produits alimentaires

La hausse des prix des produits alimentaires non transformés a été de 3,5 p.c. en 2010, contre 0,4 p.c. en 2009. Elle est passée de 1,6 p.c. au premier trimestre de 2010 à 5,3 p.c. en décembre. Cette accélération est pour une grande partie à mettre en relation avec des conditions d'offre peu favorables, surtout pendant le deuxième semestre, alors qu'en 2009, compte tenu des conditions climatiques exceptionnellement bonnes, les prix s'étaient maintenus à des niveaux relativement bas. Elle s'explique toutefois aussi par un changement méthodologique pour l'IPCH belge dans le mode de recensement des prix des produits qui sont fortement affectés par des variations saisonnières de l'offre, tels que les fruits, les légumes et, dans une moindre mesure, le poisson.

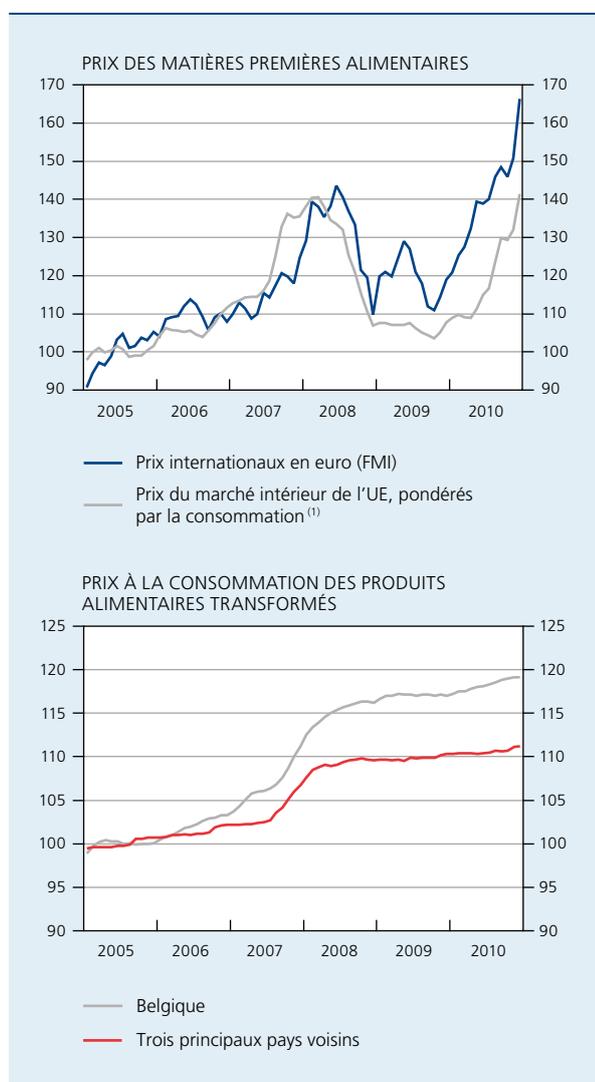
Afin d'harmoniser encore davantage l'IPCH, la CE a adopté en 2009 un règlement concernant les méthodes statistiques à privilégier dans le cas de produits saisonniers, auquel les pays membres devaient se conformer au plus tard lors de la publication de l'IPCH de janvier 2011. Alors que la plupart des pays ont introduit cette modification en 2011 – à l'exception des pays qui, comme l'Autriche et l'Irlande, satisfaisaient déjà à ces exigences –, la Belgique a pris la décision d'introduire cette disposition avec un an d'avance, dès janvier 2010. En pratique, cela signifie qu'on est passé d'une méthode où les pondérations des produits alimentaires non transformés pouvaient varier en fonction de la saison à une méthode où elles sont fixes quelle que soit la saison – pour autant que les prix puissent être recensés. Dès lors, les variations de prix à un an d'écart sont biaisées en 2010 par ce changement. Une comparaison avec l'indice national, lequel n'est pas affecté par cette adaptation, permet de chiffrer son incidence à +0,5 point de pourcentage en moyenne sur la composante concernée: la hausse de prix moyenne des produits alimentaires non transformés n'a été que de 3 p.c. selon l'indice national, niveau qui est plus proche de la variation de 2,4 p.c. enregistrée dans les trois pays voisins.

Une nette accélération du rythme de hausse des prix des produits alimentaires transformés a été enregistrée à partir de l'été, bien que, pour l'année dans son ensemble, l'inflation soit restée inférieure pour cette catégorie à celle de l'année précédente, de 1 p.c. contre 1,7 p.c. en 2009. Elle a découlé du renchérissement des matières premières alimentaires à partir de la fin de 2009, consécutif principalement à l'évolution de l'offre (voir chapitre 1.1). Comme l'illustrent les indices de prix résumant l'évolution des cotations d'une sélection de produits alimentaires comme les céréales, les huiles, les viandes, le cacao, ou encore le café, notamment celui calculé par le FMI, la hausse récente a été particulièrement prononcée en euro, nettement supérieure même à celle enregistrée lors de la crise alimentaire de 2007-2008. Cependant, la pertinence de cet indicateur pour analyser la transmission aux prix à la consommation en Belgique est limitée par deux facteurs. D'abord, la part des différents produits dans la consommation des ménages diffère substantiellement de leur part dans le commerce mondial, l'indice du FMI ne couvrant de surcroît pas des produits comme le lait. Ensuite, en Europe, la politique agricole commune (PAC) tend à protéger – partiellement – les producteurs contre des baisses de prix à partir d'un certain seuil. Il en découle que l'évolution des prix en vigueur dans l'UE peut diverger des prix internationaux. Ainsi, si l'on se réfère à un indicateur basé sur les prix sur le marché intérieur de l'UE et pondéré en fonction du profil de consommation des ménages en Belgique, il apparaît que l'incidence de la hausse des prix des matières premières alimentaires de 2010 a été moins prononcée, bien qu'elle ait atteint un niveau comparable à celui de la période 2007-2008.

Même si l'inflation des prix des produits alimentaires transformés n'a pas dépassé 1,8 p.c. à la fin de 2010, une vigilance particulière reste de mise. En effet, leur progression avait été plus marquée en 2008 en Belgique que dans les pays voisins et avait donc apporté une contribution importante à l'écart d'inflation défavorable observé alors, et cette contribution n'avait pas été contrebalancée

en 2009 lorsque les prix des matières premières avaient baissé, ce qui témoigne d'un degré relativement élevé d'asymétrie dans la fixation des prix alimentaires en Belgique. De même, dans ces pays, les premiers signes de transmission du dernier mouvement de renchérissement des matières premières n'apparaissent qu'à la fin de 2010. Il importe dès lors que la manière dont s'effectue la transmission des hausses de prix des matières premières alimentaires soit suivie de près au cours des prochains mois pour l'ensemble des produits alimentaires. Dans son rapport portant sur le troisième trimestre de 2010, l'Observatoire des prix s'est engagé à produire de telles analyses dans le rapport annuel de 2010 qu'il publiera à la fin de février 2011.

**GRAPHIQUE 44 PRIX DES BIENS ALIMENTAIRES**  
(indices 2005 = 100)



Sources : CE, FMI, BNB.

(1) Moyenne des prix en vigueur sur le marché intérieur de l'UE dans les cas où la PAC joue un rôle et des prix internationaux lorsque ce n'est pas le cas (cacao, café), pondérée par la consommation en Belgique (pondérations de l'IPCH).

## 2.2.2 Indice-santé et tendance sous-jacente de l'inflation

Les développements décrits ci-dessus ont largement influencé l'évolution de l'indice-santé. Le mouvement des prix des produits alimentaires s'y reflète en effet intégralement, alors qu'il n'est fait que partiellement abstraction de celui des produits énergétiques. Tandis qu'il exclut l'essence et le diesel, l'indice-santé comprend le mazout de chauffage, le gaz et l'électricité, qui représentent ensemble quelque 60 p.c. du poids des produits énergétiques. En outre, comme mentionné plus haut, l'évolution des prix du gaz et de l'électricité est apparue nettement plus volatile ces quatre dernières années qu'auparavant, en partie en raison du passage à l'approche « acquisition », si bien que dans la pratique, l'indice-santé – pourtant resté inchangé conceptuellement – a été moins préservé des fluctuations du prix des matières premières énergétiques qu'avant 2007.

Ainsi, l'indice-santé avait permis de neutraliser l'incidence du renchérissement de l'énergie pour un peu plus de la moitié sur l'ensemble de la période 1999-2006. C'est ce qui ressort d'une comparaison entre l'évolution de l'indice-santé avec celle de l'IPCH, lorsqu'il est au préalable tenu compte du fait que l'indice-santé exclut également le tabac et les boissons alcoolisées, en plus de certains produits énergétiques. En effet, la progression cumulée de l'indice-santé sur cette période avait été inférieure de 1,7 point de pourcentage à celle de l'IPCH corrigé pour en exclure le tabac et les boissons alcoolisées, s'élevant à 15,3 p.c. contre 17 p.c., alors qu'un indice-santé fictif expurgé de l'ensemble des produits énergétiques aurait enregistré une hausse cumulée de 13,8 p.c., soit 1,5 point de pourcentage de moins que pour l'indice-santé. Par contre, pendant la période 2007-2010, ce dernier n'a neutralisé l'augmentation des prix de l'énergie que pour un quart environ – 0,2 point de pourcentage sur un total de 0,8 point.

En outre, la capacité de l'indice-santé de limiter les effets de la volatilité des prix s'est sérieusement réduite après 2007. En effet, si l'on mesure, comme au graphique 45, la volatilité par l'écart type sur des fenêtres glissantes de quarante-huit mois, on constate que celle de l'indice-santé et celle de sa moyenne mobile sur quatre mois – soit la méthode utilisée dans les mécanismes d'indexation des salaires pour en lisser l'évolution – ont ces dernières années largement suivi l'accroissement de celle calculée pour l'inflation globale. Une partie seulement de cet accroissement de la volatilité peut être attribuée au passage à l'approche « acquisition » pour les composants électricité et gaz, étant donné que la volatilité de la moyenne mobile sur douze mois de l'indice-santé – qui

**TABLEAU 13** INFLATION ET INDICE-SANTÉ

(pourcentages de variation annuelle cumulés, sauf mention contraire)

	1999-2006		2007-2010	
IPCH .....	17,2		8,9	
IPCH, à l'exclusion du tabac et de l'alcool .....	17,0	] 1,7 ] ] 1,5 ]	8,7	] 0,2 ] ] 0,6 ]
Indice-santé <sup>(1)</sup> .....	15,3		8,5	
Indice-santé <sup>(1)</sup> , à l'exclusion de l'énergie .....	13,8		7,9	
<i>p.m. Idem, pourcentages moyens de variation annuelle</i> .....	1,6		1,9	

Sources: CE, DGSIE.

(1) Indice des prix à la consommation national, à l'exclusion des produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

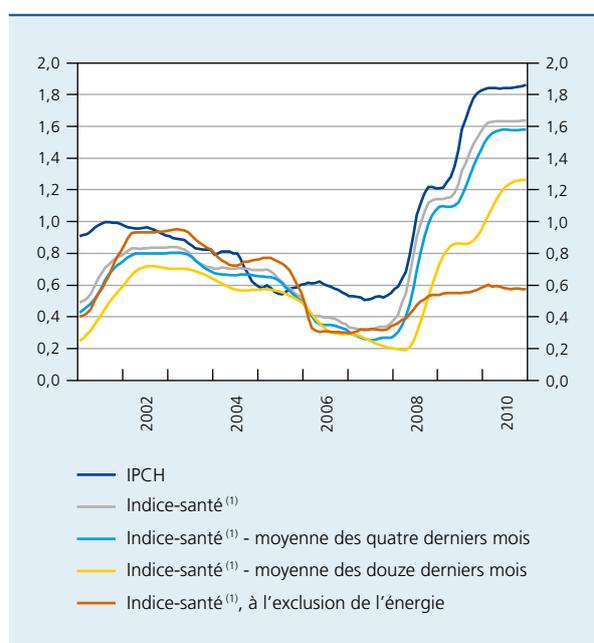
peut être considérée comme une approximation de l'évolution de l'indice-santé si l'approche « paiement » avait été maintenue –, a elle aussi considérablement augmenté. La majeure partie de la volatilité plus élevée de l'indice-santé provient dès lors de la variabilité intrinsèque des prix des produits énergétiques qui y sont inclus, c'est-à-dire le mazout de chauffage, l'électricité et le gaz. La volatilité d'un indice-santé fictif expurgé de ces produits ne s'est en effet accrue que de manière limitée ces dernières années.

Il n'est dès lors pas étonnant que le rythme d'accroissement de l'indice-santé se soit fortement accéléré au cours de l'année sous revue. Alors qu'il avait encore été légèrement négatif au dernier trimestre de 2009, il a été constamment supérieur à 2 p.c. à partir de juin et, à la fin de l'année sous revue, il a même atteint 2,6 p.c.

L'indice-santé est l'indicateur de référence pour l'indexation des salaires et celle de certains prix à la consommation, comme les loyers, les services postaux et les services de transports, et est, compte tenu de ce fait, fût-ce avec un certain décalage, un facteur explicatif d'une grande importance de l'évolution des prix des biens industriels non énergétiques et des services. Contrairement aux prix des produits énergétiques et des produits alimentaires, ceux-ci sont moins sensibles aux fluctuations des cotations des matières premières et constituent dès lors une mesure de la tendance sous-jacente de l'inflation, qui est essentiellement attribuable à l'évolution des coûts intérieurs. En moyenne annuelle, cette tendance s'est fortement infléchie en 2010, revenant de 2,1 p.c. en 2009 à 1,1 p.c. Ce mouvement s'est toutefois interrompu en cours d'année. Au dernier trimestre, elle s'élevait à 1,3 p.c. Alors que le rythme de renchérissement des biens industriels non énergétiques a encore ralenti à la fin de l'année – il s'est établi à 0,7 p.c. en décembre –, celui des services s'est accéléré au second semestre, passant d'un creux de 1,1 p.c. en juillet à 1,6 p.c. en décembre. En plus de l'évolution des prix dans l'horeca – malgré l'abaissement du taux de TVA dans cette branche – et de la fin de la baisse des prix des télécommunications, ce mouvement est imputable à un certain nombre de services dont les prix sont indexés sur la base de l'indice-santé lui-même ou d'un autre indice de référence, tel l'indice ABEX. Globalement, les prix d'environ un quart des services, soit quelque 10 p.c. de l'IPCH, sont indexés plus ou moins formellement. On observe pour ces services que la croissance

**GRAPHIQUE 45** VOLATILITÉ DE L'INFLATION

(mesurée par l'écart type sur des fenêtres mobiles de quarante-huit mois)



Sources: CE, DGSIE, calculs BNB.

(1) Indice des prix à la consommation national, à l'exclusion des produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

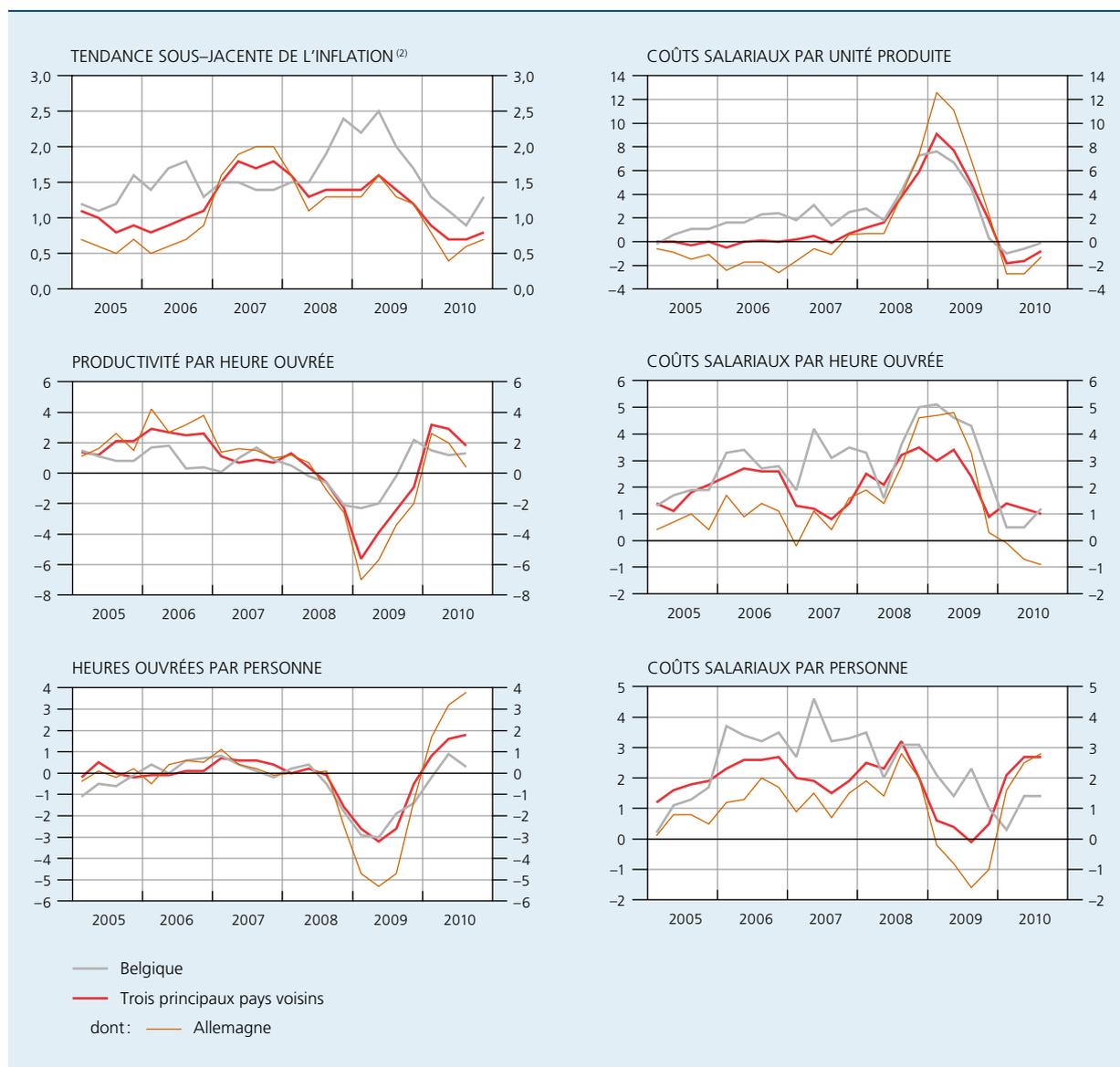
des prix, qui s'était déjà ralentie en 2009, s'est vivement repliée durant les deux premiers trimestres de 2010, mais qu'elle s'est à nouveau accélérée à partir du troisième, notamment en raison de l'augmentation de l'indice-santé. Au cours du second semestre de l'année sous revue, le rythme de leur renchérissement s'est élevé à 0,9 p.c., contre 0,2 p.c. au premier semestre.

Le fait que la tendance sous-jacente de l'inflation ait fortement reculé en Belgique à partir du troisième trimestre

de 2009, tout en demeurant légèrement supérieure à celle observée dans les trois pays voisins, s'explique dans une large mesure par l'évolution des coûts salariaux dans le secteur des entreprises. Ce secteur, utilisé pour les besoins de la comparaison internationale comme approximation du secteur privé, comprend l'industrie manufacturière, la construction et les services marchands. L'évolution des coûts salariaux par personne occupée est moins pertinente dans ce contexte, d'autant moins que, pendant et au sortir de la crise, celle-ci a été largement

**GRAPHIQUE 46 TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION ET COÛTS SALARIAUX DANS LE SECTEUR DES ENTREPRISES <sup>(1)</sup> EN BELGIQUE ET DANS LES TROIS PRINCIPAUX PAYS VOISINS**

(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)



Sources: CE, OCDE.

(1) Le secteur des entreprises se compose des branches d'activité NACE de C à K inclus et comprend donc l'industrie manufacturière, la construction et les services marchands. Il peut être considéré comme une approximation du secteur privé.

(2) Les données concernant la tendance sous-jacente de l'inflation, c'est-à-dire l'inflation mesurée par l'IPCH à l'exclusion des produits alimentaires et des produits énergétiques, se rapportent au total de l'économie.

influencée par les importantes fluctuations des heures ouvrées par personne, à la baisse en 2008 et en 2009 et à la hausse au cours de l'année sous revue. Les répercussions de ces fluctuations ont été particulièrement marquées en Allemagne car, plus encore qu'en Belgique, les entreprises de ce pays ont eu massivement recours à des mesures, tel le *Kurzarbeit*, qui permettent de réduire le temps de travail tout en conservant le personnel en emploi.

Nonobstant la diminution du nombre d'heures ouvrées par personne et, dans une moindre mesure, la contraction de l'emploi exprimé en personnes, l'adaptation du volume de travail observée durant la crise économique a été moindre que la baisse de la production, de sorte que la productivité horaire du travail a fortement reculé. Il en a résulté une vive augmentation des coûts salariaux par unité produite en 2008 et au début de 2009, qui ne s'est atténuée qu'à partir de la mi-2009, sous l'effet de la reprise cyclique de la productivité et d'une modération des coûts salariaux horaires. Ce n'est qu'à compter de ce moment que la tendance sous-jacente de l'inflation s'est elle aussi ralentie, un mouvement qui s'est poursuivi durant la majeure partie de l'année sous revue. Ces évolutions se sont produites aussi bien en Belgique que dans les trois principaux pays voisins, mais pas dans les mêmes proportions. Au début de 2009, la hausse des coûts salariaux par unité produite avait été provisoirement plus élevée dans les trois principaux pays voisins; la baisse de la productivité horaire avait été comparativement moins importante en Belgique, ce qui avait compensé l'évolution plus défavorable des coûts salariaux horaires. Cette différence s'explique dans une large mesure par la forte contraction de la productivité en Allemagne, où, en dépit d'une diminution marquée des heures ouvrées par personne, l'adaptation du volume total de travail était restée nettement en retrait du recul particulièrement important de l'activité.

De telles variations des coûts salariaux par unité produite induites par des fluctuations cycliques de la productivité sont par principe de nature temporaire et ont moins d'importance pour la formation des prix. Les fluctuations temporaires des coûts sont de fait souvent neutralisées par des adaptations provisoires des marges, alors qu'au contraire la répercussion sur les prix de variations de coûts considérées comme permanentes est généralement rapide et totale. Le profil cyclique de la tendance sous-jacente de l'inflation est dès lors beaucoup moins prononcé que celui des coûts salariaux par unité produite, tant en Belgique que dans les trois pays voisins. L'adaptation des marges à court terme explique également dans une large mesure pourquoi cette tendance, même si elle a indéniablement diminué, est restée plus élevée en Belgique en 2009 et en 2010, alors que les coûts salariaux par unité produite

y avaient augmenté un peu moins rapidement au début de 2009. Si l'on fait abstraction des fluctuations cycliques de la productivité, la hausse des coûts salariaux horaires, qui est commentée ci-après, a en effet été plus vive en Belgique jusqu'à la fin de 2009. Ce n'est que pendant la première moitié de 2010 que l'évolution relative des coûts horaires a été plus favorable en raison, d'une part, d'un net ralentissement en Belgique, lié à la faiblesse de l'indexation des salaires qui a fait suite au repli de l'indice-santé en 2009, d'autre part, d'une croissance plus dynamique des salaires horaires en France et aux Pays-Bas, qui a plus que compensé la baisse enregistrée en Allemagne. Cet avantage en termes de salaires horaires a cependant été plus que contrebalancé par l'évolution relative de la productivité, dont le rebond a été plus important dans les pays voisins durant les trois premiers trimestres de 2010, ce qui est conforme à la prémisse selon laquelle l'évolution moins favorable de la productivité observée en 2009 était de nature cyclique et donc temporaire. Au total, la baisse des coûts salariaux par unité produite y a ainsi été plus forte qu'en Belgique.

### 2.2.3 Coûts salariaux horaires et handicap salarial dans le secteur privé

Au cours de l'année sous revue, la progression des coûts salariaux horaires dans le secteur privé s'est considérablement ralentie, pour s'élever en moyenne à 0,6 p.c., contre 3,9 p.c. en 2009. Ce mouvement s'est manifesté dans presque toutes les composantes de l'évolution des coûts salariaux. Les augmentations conventionnelles réelles n'ont guère varié, s'établissant globalement à un bas niveau comme en 2009.

Pour la période 2009-2010, les augmentations conventionnelles réelles décidées au niveau sectoriel par les commissions paritaires se sont inscrites dans le cadre de l'accord interprofessionnel conclu à la fin de 2008, dans lequel les partenaires sociaux avaient convenu que les hausses de salaires hors indexation accordées pour ces années seraient des montants forfaitaires prenant la forme d'instruments de paiement – en pratique, compte tenu des modalités de mise en œuvre au niveau sectoriel, des éco-chèques ou des chèques-repas – exonérés d'impôt et de cotisations sociales personnelles et patronales. Ces augmentations forfaitaires, qui ne pouvaient pas dépasser 125 euros en 2009 et 250 euros en 2010, ne sont pas reprises dans les barèmes et n'influent pas pour cette raison sur l'évolution de l'indice des salaires conventionnels publié par le SPF Emploi, travail et concertation sociale. D'un point de vue statistique, elles font partie du glissement des salaires ou *wage drift*. De ce fait,

**TABLEAU 14 COÛTS SALARIAUX HORAIRES DANS LE SECTEUR PRIVÉ**

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

	2005	2006	2007	2008	2009	2010 e
<b>Salaires bruts par heure ouvrée</b> .....	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>0,5</b>
Salaires conventionnels <sup>(1)</sup> .....	2,4	2,3	1,9	3,5	2,6	0,6
Adaptations conventionnelles réelles .....	0,4	0,5	0,2	0,5	0,2	0,1
Indexations .....	2,0	1,8	1,6	2,9	2,5	0,5
Glissement des salaires <sup>(2)</sup> .....	0,1	1,2	0,6	0,0	0,8	-0,1
<b>Cotisations sociales des employeurs<sup>(3)</sup></b> .....	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>
Sécurité sociale .....	-0,2	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,0
Autres cotisations <sup>(4)</sup> .....	-0,2	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,1
<b>Coûts salariaux par heure ouvrée</b> .....	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>0,6</b>
<i>p.m. Y compris les effets des réductions de précompte professionnel<sup>(5)</sup></i> .....	<i>1,9</i>	<i>3,0</i>	<i>2,8</i>	<i>3,3</i>	<i>3,5</i>	<i>0,1</i>

Sources : Exposé général du budget ; ICN ; ONSS ; SPF Emploi, travail et concertation sociale ; BNB.

(1) Augmentations salariales fixées en commissions paritaires.

(2) Augmentations et primes accordées par les entreprises au-delà des conventions collectives interprofessionnelles et sectorielles, glissement des salaires résultant de changements dans la structure de l'emploi et erreurs de mesure ; contribution à la variation des coûts salariaux, points de pourcentage.

(3) Contribution à la variation des coûts salariaux résultant des modifications des taux implicites de cotisations, points de pourcentage.

(4) Cotisations sociales effectives qui ne sont pas versées aux administrations publiques, y compris les primes pour assurances-groupe et fonds de pension ou institutions de retraite professionnelle, et cotisations imputées, y compris les indemnités de licenciement.

(5) Il s'agit des réductions de précompte professionnel qui sont accordées aux entreprises du secteur privé. Selon la méthodologie des comptes nationaux, dite du SEC 95, celles-ci doivent être enregistrées comme un subside et non comme une réduction directe des charges. Elles ne peuvent dès lors pas entrer en ligne de compte pour le calcul des coûts salariaux.

l'incidence des augmentations conventionnelles réelles sur les coûts salariaux horaires a été pratiquement négligeable au cours de cette période, puisqu'elle s'est limitée à respectivement 0,2 et 0,1 p.c. en 2009 et en 2010.

Ce n'est qu'au cours de l'année sous revue que les conséquences du net ralentissement du rythme de progression de l'indice-santé en 2009 ont été pleinement perceptibles au niveau de l'indexation automatique des salaires. L'effet de cette dernière s'est en moyenne élevé à 0,5 p.c., soit un cinquième de celui de l'année précédente. L'adaptation des salaires à l'évolution du pouvoir d'achat s'opère, en effet, avec un certain retard, que l'indexation survienne par le biais de proportions fixes après que la moyenne mobile de l'indice-santé a dépassé un indice pivot, ou à intervalles fixes à une fréquence allant du mois à l'année. Étant donné que, pour plus d'un quart des travailleurs du secteur privé, l'indexation des salaires est annuelle et s'effectue au premier trimestre de l'année, le recul à un an d'écart de l'indice-santé au second semestre de 2009 n'a été pris en compte qu'au premier trimestre de l'année sous revue dans le salaire de plus d'un demi-million de travailleurs. Il faut, en outre, rappeler que, comme on l'avait détaillé dans le Rapport 2009 de la Banque, l'application du système d'indexation n'est pas parfaitement symétrique : certaines

des commissions paritaires qui utilisent le mécanisme d'indexation à intervalles fixes et fréquence élevée, ont en effet exclu ou limité les indexations négatives.

Le glissement des salaires a, quant à lui, apporté une contribution négative aux coûts salariaux horaires à hauteur de -0,1 point de pourcentage, contre +0,8 point en 2009. Au cours de l'année sous revue, il a subi des influences en sens divers. Ainsi, comme déjà indiqué, les augmentations forfaitaires plafonnées à 250 euros par travailleur ont apporté une contribution positive en 2010. Plus remarquable a été celle des avantages non récurrents liés aux résultats, qui peuvent être accordés depuis 2008 aux travailleurs du secteur privé pour la réalisation d'objectifs collectifs concrets fixés au préalable. Un tel système est instauré par une convention collective de travail conclue au niveau de l'entreprise ou par un acte d'adhésion en l'absence d'une délégation syndicale. Ces avantages, qui ne peuvent pas être octroyés de manière automatique et récurrente, ne sont pas considérés comme une rémunération normale. Pour autant qu'ils n'aient pas excédé 2.299 euros par travailleur en 2010, ils sont soumis, dans le chef de l'employeur, à une cotisation sociale spéciale de 33 p.c. et sont exonérés de cotisations sociales personnelles. Alors que les avantages non récurrents étaient restés limités à

moins de 0,2 p.c. des salaires bruts en 2008 et en 2009, ils sont passés à 0,3 p.c. des salaires bruts durant les trois premiers trimestres de l'année sous revue. Dans un contexte de crise, cette augmentation s'explique principalement par l'adhésion progressive de nouvelles entreprises à un système encore récent. L'incidence à la hausse de ces deux facteurs a cependant été plus que compensée par celle, à la baisse, du net repli du chômage temporaire et des indemnités additionnelles y afférentes. En application des conventions collectives en vigueur, dans la plupart des branches d'activité, les employeurs versent en effet aux travailleurs mis en chômage temporaire des indemnités en complément de leurs allocations de chômage. Les mesures spécifiques adoptées durant la crise en vue d'étendre le système du chômage temporaire aux employés prévoient par ailleurs le versement d'indemnités similaires aux ouvriers, ou d'un montant de 5 euros par jour non ouvré si aucune indemnité additionnelle n'était allouée à ces derniers. L'impact de ces indemnités, à défaut de pouvoir être isolé comme facteur spécifique, est compris dans le glissement des salaires. S'il n'existe aucune statistique permettant de l'évaluer, on peut cependant déduire de l'évolution du recours au chômage temporaire que ce facteur a apporté une contribution positive à la croissance des coûts salariaux en 2009 et négative en 2010.

La crise a aussi affecté les cotisations sociales versées par les employeurs pour leur personnel, plus particulièrement les indemnités de licenciement, qui sont recensées parmi les autres cotisations patronales. Ces dernières, qui avaient eu un effet haussier de 0,3 p.c. sur les coûts salariaux horaires en 2009, ont continué à exercer une pression à la hausse au cours de l'année sous revue, de l'ordre de 0,1 p.c., en léger retrait donc malgré la prise en compte des conséquences de la fermeture de l'usine Opel à Anvers. L'impact des cotisations patronales à la sécurité sociale sur l'évolution des coûts salariaux horaires a quant à lui été neutre.

Les réductions de précompte professionnel, qui selon la méthodologie des comptes nationaux – le SEC 95 – sont enregistrées comme des subsides et non directement en déduction des coûts salariaux, ont de nouveau gagné en importance au cours de l'année sous revue. Elles ont représenté 1,7 p.c. de la masse salariale du secteur privé, contre 1,2 p.c. l'année précédente. Cette progression est notamment la conséquence de nouvelles adaptations apportées aux dispositifs existants. Le nombre d'heures supplémentaires bénéficiant d'un allègement du précompte professionnel est passé de 100 à 135 par travailleur et par an. La subvention salariale générale a été portée à 1 p.c. du salaire brut, contre 0,75 p.c. précédemment. Si ces réductions de charges avaient été prises en compte dans le calcul de l'évolution des coûts

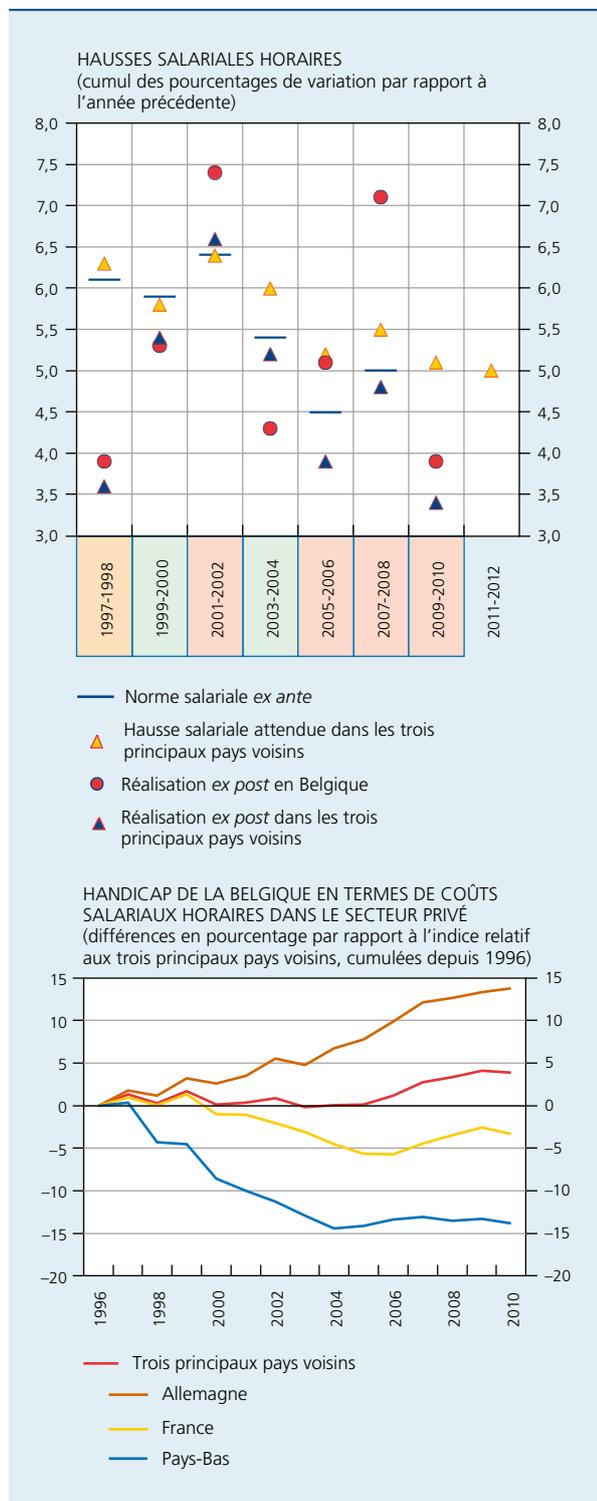
salariaux horaires, l'accroissement de ces derniers aurait été freiné de 0,5 point de pourcentage en 2010. L'effet des réductions de précompte professionnel n'entre pas en ligne de compte dans la comparaison des coûts salariaux horaires que le Secrétariat du CCE effectue en vertu de la loi de 1996 vis-à-vis de l'Allemagne, de la France et des Pays-Bas. Ces trois pays appliquent en effet également les règles du SEC 95 et ne considèrent de ce fait pas non plus des mesures comparables en matière de baisse des charges salariales comme des réductions des coûts salariaux. Or, on ne dispose pas d'informations détaillées à propos de telles mesures. Selon le Bureau fédéral du plan, leur ampleur et leur portée seraient cependant moindres qu'en Belgique.

Au total, les coûts salariaux horaires ont progressé de 4,5 p.c. en Belgique durant la période couverte par l'accord interprofessionnel 2009-2010, soit une hausse plus forte que les 3,9 p.c. sur lesquels a tablé le Secrétariat du CCE dans son rapport technique de novembre 2010. Pour cette période conventionnelle, seule une comparaison sur la base des réalisations *ex post* dans les trois principaux pays voisins est possible, puisque les partenaires sociaux n'ont pas défini de norme salariale *ex ante*, les majorations salariales maximales autorisées devant se limiter à des montants forfaitaires de 125 et 250 euros au maximum en 2009 et en 2010. La comparaison met en évidence un dépassement par rapport aux trois principaux pays voisins, où la hausse moyenne effective des salaires horaires a été estimée par le Secrétariat du CCE à 3,4 p.c. pour l'ensemble des années 2009 et 2010. De tels dérapages ont été constatés à plusieurs reprises dans le passé, plus précisément en 1997-1998, en 2001-2002, en 2005-2006 et en 2007-2008.

Deux facteurs principalement sont à l'origine de ces dépassements. Premièrement, dans un contexte de renchérissement largement non anticipé des matières premières énergétiques et de sensibilité élevée de l'inflation belge à ce facteur, les indexations ont été presque systématiquement supérieures aux prévisions utilisées au moment des négociations salariales et les mécanismes de correction prévus, plus précisément les clauses *all-in* (c'est-à-dire des clauses permettant la compensation de l'effet d'une indexation plus rapide que prévu sur les hausses réelles consenties pendant la période même pour laquelle celles-ci ont été convenues), n'ont pas permis de tempérer suffisamment les répercussions de l'évolution des prix sur les salaires. Plus généralement, ce constat met en évidence le fait qu'en dépit de son intégration dans le cadre global de la formation des salaires par la loi de 1996, l'indexation automatique complique considérablement la fixation d'une norme salariale sur la base de prévisions, d'une part, et établit la nécessité de pouvoir procéder à

des corrections rapides en vue de préserver la compétitivité, d'autre part. La hausse récente de la volatilité de l'évolution de l'indice-santé rend une bonne anticipation

**GRAPHIQUE 47** NORME SALARIALE ET HANDICAP SALARIAL DANS LE SECTEUR PRIVÉ SELON LE CCE



Source: CCE.

de l'incidence de l'indexation sur la formation des salaires encore plus difficile qu'auparavant. Deuxièmement, la marge d'augmentation maximale calculée sur la base des prévisions de croissance des salaires horaires dans les trois pays voisins – qui sert de référence pour la fixation de la norme salariale *ex ante* – a été surestimée pour toutes les périodes, à l'exception de 2001-2002.

Ces dépassements sont à la base du handicap salarial de la Belgique vis-à-vis des trois partenaires, qui, selon le CCE, s'est élevé, en termes cumulés depuis 1996, à 3,9 p.c. au cours de l'année sous revue. En comparaison de 2009, une légère amélioration de 0,2 point de pourcentage a été enregistrée grâce au ralentissement moins prononcé des coûts salariaux horaires aux Pays-Bas et en France. En revanche, la position concurrentielle des entreprises belges par rapport à leurs homologues allemandes a continué à se détériorer, le handicap salarial de la Belgique atteignant 13,8 p.c.

Les négociations menées en vue de la conclusion de l'accord interprofessionnel 2011-2012 ont abouti à un projet d'accord le 18 janvier 2011. Elles avaient pour point de départ les prévisions récentes du Secrétariat du CCE, qui tablaient sur une progression moyenne de 5 p.c. des coûts salariaux horaires dans les trois principaux pays voisins durant la période visée et sur un effet de l'indexation sur les salaires belges égal au niveau des secteurs à 3,9 p.c. en moyenne. Les partenaires sociaux ont convenu qu'au-delà de l'indexation, une marge permettant une hausse des salaires ne pourra être envisagée qu'en 2012 et que celle-ci ne pourra pas excéder 0,3 p.c. Ils ont en outre convenu d'étudier, dans le courant de 2011, le fonctionnement du mécanisme d'indexation en vue de réduire les inconvénients de la volatilité des prix pour la formation des salaires.

### 2.2.4 Indicateurs de compétitivité-coût et de compétitivité-prix

Sauf à entamer la compétitivité, une accélération plus vive des coûts salariaux horaires par rapport aux principaux concurrents doit aller de pair avec une évolution équivalente de la productivité du travail. Lors du calcul des coûts salariaux par unité produite dans le secteur des entreprises, il est tenu compte de l'évolution des deux facteurs. Depuis 1996, on note cependant que ces coûts unitaires ont continuellement progressé plus rapidement en Belgique que dans les trois principaux pays voisins et, pour les trois premiers trimestres de 2010, le handicap, cumulé depuis 1996, atteignait en moyenne 11,2 p.c., soit bien davantage que celui qui s'est formé en termes de coûts salariaux horaires.

Plusieurs périodes peuvent être distinguées. La première couvre les années 1996 à 2006, durant lesquelles l'évolution des coûts salariaux horaires dans le secteur des entreprises avait été plus ou moins en ligne avec celle des trois pays voisins, mais où un développement moins favorable de la productivité avait entraîné une progression plus rapide des coûts salariaux par unité produite en Belgique. Entre le début de 2007 et la fin de 2008, l'élargissement de l'écart en matière de coûts salariaux unitaires s'explique au contraire par le dérapage des coûts salariaux horaires, le handicap de productivité étant resté relativement stable. Au premier trimestre de 2009, lorsque les effets de la crise économique s'étaient pleinement fait sentir, l'écart de coûts unitaires s'était réduit. Les développements moins défavorables de la productivité par rapport aux trois principaux pays voisins, lesquels ont été expliqués en détail ci-dessus, avaient en effet compensé le handicap salarial croissant. Mais ces gains relatifs de productivité des entreprises belges, de nature conjoncturelle, ont été gommés par la suite, de sorte que l'écart vis-à-vis des pays voisins a recommencé à augmenter.

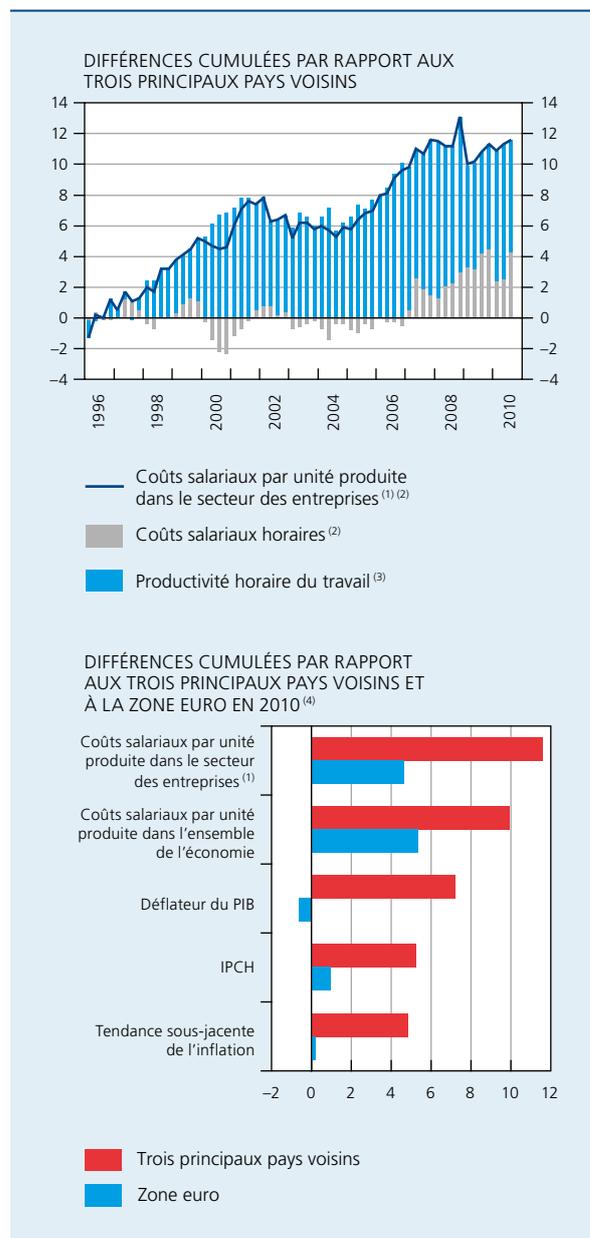
La comparaison avec d'autres indicateurs relatifs à l'évolution des salaires et des prix, au cours de la même période, montre qu'ils aboutissent au même constat: par rapport aux trois principaux pays voisins, la Belgique a vu sa compétitivité en termes de prix et de coûts se détériorer depuis 1996. Comme pour le secteur des entreprises, la progression cumulée des coûts salariaux par unité produite dans l'ensemble de l'économie a été supérieure d'environ 10 p.c. à celle des trois pays voisins. Un même signal transparait de l'évolution relative du déflateur du PIB, alors que la progression cumulée de l'IPCH ou de la tendance sous-jacente de l'inflation a été supérieure d'environ 5 p.c. à celles des trois pays voisins. Chacun de ces indicateurs révèle principalement une dégradation substantielle de la compétitivité vis-à-vis de l'Allemagne. La modération des coûts et des prix a en effet été particulièrement prononcée dans ce pays, en partie sans doute en raison de la détérioration de la compétitivité après la réunification et la faible performance de cette économie qui en a résulté initialement.

En revanche, si on se réfère à l'ensemble de la zone euro, les pertes de compétitivité de la Belgique sont nettement moins importantes ou même inexistantes pour certains des indicateurs analysés. Tel est encore davantage le cas sur la base de la progression cumulée des coûts et des prix depuis le début de l'union économique et monétaire, en 1999.

À l'avenir, il est peu vraisemblable qu'il y ait encore de telles différences entre l'évolution vis-à-vis des trois principaux pays voisins et celle vis-à-vis de l'ensemble de la

#### GRAPHIQUE 48 INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ-COÛT ET -PRIX

(différences en pourcentage par rapport à l'indice relatif aux trois principaux pays voisins, cumulées depuis 1996)



Sources: CE, OCDE.

- (1) Le secteur des entreprises se compose des branches d'activité NACE de C à K inclus et comprend donc l'industrie manufacturière, la construction et les services marchands. Il peut être considéré comme une approximation du secteur privé.
- (2) Un signe positif implique que les coûts salariaux par unité produite et les coûts salariaux horaires progressent plus rapidement en Belgique qu'en moyenne dans les trois principaux pays voisins.
- (3) Un signe positif implique que la productivité du travail s'accroît moins vivement en Belgique qu'en moyenne dans les trois principaux pays voisins.
- (4) Données les plus récentes: troisième trimestre de 2010 pour les coûts salariaux et le déflateur du PIB; quatrième trimestre de 2010 pour les autres indicateurs.

zone euro. D'une part, certains pays de la zone qui avaient accumulé des handicaps concurrentiels substantiels depuis le début de l'UEM ont entamé un processus de correction, comme décrit dans le chapitre 1.2; d'autre part, il semble peu probable que la modération des coûts et des prix en

Allemagne garde à l'avenir la même ampleur. En tout état de cause, il reste opportun de continuer à comparer l'évolution des coûts et des prix en Belgique à celles dans les trois principaux pays voisins. Outre qu'il s'agit des partenaires commerciaux les plus importants de l'économie belge, ceux-ci ont un niveau de développement économique comparable à celui de la Belgique, ce qui implique que l'évolution relative des coûts et des prix vis-à-vis de ce groupe de référence est peu affectée par un processus de rattrapage économique (effet de Balassa-Samuelson), comme dans certains États membres moins avancés, et reflète donc bien des changements intrinsèques de la position concurrentielle.

## 2.3 Finances publiques

### 2.3.1 Solde de financement

La forte récession qui a sévi en 2008-2009 a entraîné un dérapage important des comptes des administrations publiques. Alors que leur solde de financement s'était établi pratiquement à l'équilibre presque tout au long des années 2000 à 2007, dans un contexte économique favorable, il s'est dégradé les deux années suivantes. En 2009, les finances publiques avaient ainsi présenté un déficit de 6 p.c. du PIB, soit le double du seuil au-delà duquel un pays est en situation de déficit public excessif selon les normes budgétaires européennes en vigueur.

Dès lors, en décembre 2009, le Conseil Ecofin a recommandé, en vertu des articles 126(6) et 126(7) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et sur

proposition de la CE, que la Belgique ramène son déficit public sous le seuil des 3 p.c. en 2012, pour autant que la croissance économique ne soit pas plus basse que celle prévue par la CE dans ses projections d'automne 2009. Selon la CE, la Belgique devait consentir un effort budgétaire structurel d'en moyenne quelque 0,75 p.c. du PIB par an de 2010 à 2012 pour y parvenir.

Dans ce contexte, le programme de stabilité soumis par le gouvernement belge en janvier 2010 prévoyait que le déficit budgétaire serait ramené à 4,8 p.c. du PIB au cours de l'année sous revue et à 3 p.c. du PIB d'ici 2012. En 2010, l'objectif a été atteint, puisque le déficit lui est resté légèrement inférieur, se cantonnant à 4,6 p.c. du PIB. Cependant, il convient de préciser que les administrations publiques ont bénéficié d'une conjoncture

**TABLEAU 15** NORMES RELATIVES AU SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES<sup>(1)</sup>  
(pourcentages du PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Programme de stabilité									
Avril 2008 .....	-0,2	0,0	0,3	0,7	1,0				
Avril 2009 .....		-1,2	-3,4	-4,0	-3,4	-2,6	-1,5	-0,7	0,0
Septembre 2009 (complément) .....			-5,9	-6,0	-5,5	-4,4	-2,8	-1,3	0,0
Janvier 2010 .....			-5,9	-4,8	-4,1	-3,0	-2,0	-1,0	0,0
Réalisations .....	-0,3	-1,3	-6,0	-4,6 e					
<i>p.m. Solde de financement structurel</i>									
<i>Selon la méthode de la CE .....</i>	-1,6	-2,2	-4,0	-3,8					
<i>Selon la méthode du SEBC<sup>(2)</sup> ...</i>	-0,8	-1,7	-4,9	-4,0					

Sources: ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Comme dans les autres tableaux et graphiques du présent chapitre, y compris, conformément aux règles fixées pour la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP), les gains nets d'intérêts provenant de transactions financières, tels les contrats d'échange (*swaps*).

(2) Selon la méthodologie décrite dans Bouthevillain C., Ph. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano et M. Tujula (2001), *Cyclically adjusted budget balances: An alternative approach*, ECB, Working Paper 77.

économique plus favorable qu'escompté: le PIB a en effet progressé de 2 p.c. alors que le programme de stabilité tablait sur 1,3 p.c.

La Belgique est l'un des quelques pays de la zone euro à avoir réduit son déficit public au cours de l'année sous revue. L'amélioration du déficit public belge s'explique toutefois en grande partie par la disparition de certains facteurs non récurrents qui avaient grevé les opérations budgétaires en 2009, à hauteur de 0,9 p.c. du PIB. Ainsi, selon la CE qui, dans ses estimations d'automne, tablait encore sur un déficit budgétaire de 4,8 p.c. du PIB en 2010, le solde de financement structurel, c'est-à-dire le solde budgétaire corrigé de l'incidence de la conjoncture et de celle de ce type de facteurs, ne se serait amélioré que de 0,2 point de pourcentage du PIB.

Néanmoins, le redressement structurel de l'impasse budgétaire en 2010 apparaît plus marqué si l'on tient compte des effets de composition dans la croissance du PIB, à savoir le fait que certaines composantes des revenus et des dépenses des particuliers qui exercent une influence notable sur les comptes des administrations publiques, comme la consommation privée et, plus encore, les revenus du travail, ont moins progressé pendant l'année sous revue que l'activité économique en général.

Le SEBC a développé une méthode qui permet d'isoler ces effets et, sur la base de celle-ci, on peut estimer que le déficit public structurel serait revenu en Belgique à 4 p.c. en 2010, soit une amélioration de quelque 0,9 point de pourcentage du PIB par rapport à l'année précédente.

### 2.3.2 Recettes

Au cours de l'année sous revue, les recettes fiscales et parafiscales des administrations publiques ont renoué avec un taux de croissance positif, de 4,5 p.c., soit une augmentation supérieure à celle du PIB nominal. Leur part dans le PIB est ainsi passée à 43,3 p.c., en hausse de 0,4 point de pourcentage par rapport à 2009. Cet accroissement résulte d'un gonflement des principales catégories de recettes fiscales. Les bases taxables soumises à l'impôt des sociétés, aux droits d'enregistrement et à la TVA ont en effet progressé plus rapidement que le PIB. Seules les cotisations sociales ont enregistré une diminution, à hauteur de 0,3 point de pourcentage du PIB. Les recettes non fiscales et non parafiscales se sont accrues de 0,2 point de pourcentage, essentiellement sous l'effet des paiements effectués par des institutions financières.

**TABLEAU 16** RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES<sup>(1)</sup>  
(pourcentages du PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010 e
Recettes fiscales et parafiscales	43,8	43,2	43,7	42,9	43,3
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	25,2	25,1	25,8	26,0	25,9
Impôts des personnes physiques <sup>(2)</sup>	11,4	11,2	11,6	11,2	11,4
Cotisations sociales <sup>(3)</sup>	13,8	13,9	14,2	14,7	14,5
Impôts sur les bénéficiaires des sociétés <sup>(4)</sup>	3,6	3,5	3,4	2,5	2,8
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine <sup>(5)</sup>	3,8	3,7	3,7	3,5	3,6
Impôts sur les biens et les services	11,3	10,9	10,8	10,8	11,0
dont:					
TVA	7,0	7,0	6,9	6,8	7,0
Accises	2,2	2,2	2,0	2,1	2,1
Recettes non fiscales et non parafiscales <sup>(6)</sup>	5,0	4,8	5,1	5,3	5,5
Recettes totales	48,8	48,1	48,8	48,1	48,8

Sources: ICN, BNB.

(1) Conformément au SEC 95, les recettes de l'ensemble des administrations publiques n'incluent pas le produit des recettes fiscales que celles-ci transfèrent à l'UE.

(2) Principalement le précompte professionnel, les versements anticipés, les rôles et le produit des centimes additionnels à l'impôt des personnes physiques.

(3) Y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.

(4) Principalement les versements anticipés, les rôles et le précompte mobilier des sociétés.

(5) Principalement le précompte mobilier des particuliers, le précompte immobilier (y compris le produit des centimes additionnels), les droits de succession et les droits d'enregistrement.

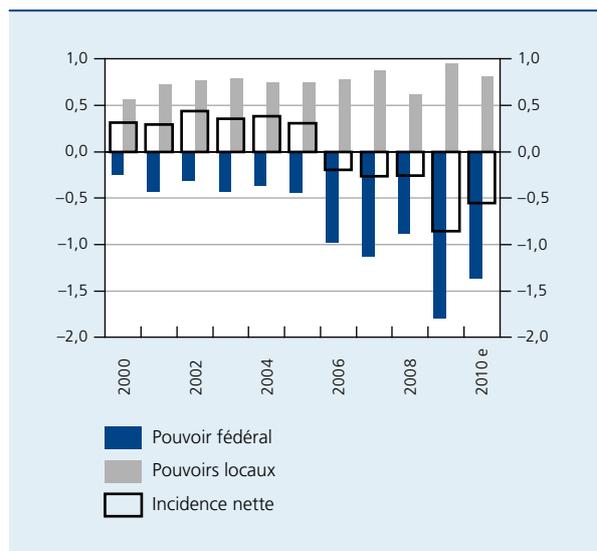
(6) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital provenant des autres secteurs et ventes de biens et services produits, en ce compris notamment les rémunérations des garanties octroyées par l'État sur les dépôts des particuliers et sur les prêts interbancaires.

Les prélèvements totaux sur les revenus du travail rapportés au PIB ont légèrement reculé, en conséquence de la diminution de la part des revenus du travail dans le PIB. Si les recettes de cotisations sociales se sont dès lors réduites, celles de l'impôt des personnes physiques ont en revanche augmenté, en raison de l'effet de mesures structurelles et de facteurs non récurrents.

Contrairement aux années précédentes, les mesures structurelles ont, en effet, contribué à la hausse des recettes de l'impôt des personnes physiques, à hauteur de 0,1 point de pourcentage du PIB. Cela résulte essentiellement de la suppression d'une partie de la réduction forfaitaire de l'impôt des personnes physiques que la Région flamande consentait depuis 2007 – et qui avait été élargie en 2009 – à ses habitants pour autant qu'ils aient perçu un revenu du travail, ce qui a induit un accroissement des recettes de 367 millions d'euros. La plupart des autres mesures, prises au niveau du pouvoir fédéral, ont au contraire limité la pression fiscale. Il s'est agi notamment de l'augmentation en 2010 du montant des rémunérations exonérées d'impôt et de cotisations, de 125 à 250 euros, décidées dans le cadre de l'accord interprofessionnel 2009-2010. Leur octroi, notamment sous la forme de chèques-repas ou d'éco-chèques, a entraîné une perte de recettes de 113 millions d'euros.

#### GRAPHIQUE 49 ENRÔLEMENTS À L'IMPÔT DES PERSONNES PHYSIQUES <sup>(1)</sup>

(incidence sur les comptes des administrations publiques, pourcentages du PIB)



Sources : SPF Finances, BNB.

(1) Ce graphique est réalisé suivant la méthodologie du SEC 95, selon laquelle les recettes sont enregistrées au moment où l'avertissement-extrait de rôle est établi, c'est-à-dire en principe deux mois avant le paiement effectif. De ce fait, les recettes sur une base de caisse sont décalées de deux mois, et les recettes de janvier et de février sont affectées à l'année précédente.

Les enrôlements à l'impôt des personnes physiques, dont le rythme s'était fortement intensifié à la fin de 2009, n'ont plus subi qu'une accélération modérée en 2010 de sorte que, sur l'ensemble de l'année, ils ont diminué. Comme ils donnent systématiquement lieu par solde à des remboursements aux particuliers, la diminution de ces derniers en 2010 a eu pour conséquence une progression des recettes de 0,3 point de pourcentage du PIB.

Outre la baisse de la part salariale dans le PIB, les cotisations sociales ont également subi l'effet des modalités des hausses de salaires consenties en exécution de l'accord interprofessionnel 2009-2010, l'exonération prévue portant non seulement sur l'impôt mais aussi sur les cotisations sociales.

Les impôts sur les bénéfices des sociétés se sont quelque peu redressés, de 0,3 point de pourcentage, pour atteindre 2,8 p.c. du PIB, un niveau qui n'en demeure pas moins peu élevé comparé à celui observé durant la période 1997-2008. Au cours de l'année sous revue, cette catégorie de recettes a bénéficié de la hausse soutenue de l'excédent brut d'exploitation des sociétés, elle-même favorisée par la baisse de la part des salaires dans le PIB. En outre, l'abaissement du taux d'intérêt pris comme référence pour le calcul de la déduction fiscale pour capital à risque a, selon l'exposé général du budget du pouvoir fédéral, généré 172 millions d'euros de rentrées supplémentaires. Les règles plus limitatives concernant les dividendes exemptés d'impôts et la déductibilité pour les voitures de société – en fonction de leurs émissions de CO<sub>2</sub> – ont, quant à elles, rapporté respectivement 140 et 91 millions.

Les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ont augmenté de 0,1 point de pourcentage au cours de l'année sous revue, principalement sous l'effet de la hausse des recettes de droits d'enregistrement, de 14 p.c. Ce rebond n'a pas compensé totalement la baisse de ce type de recettes en 2009. Il est possible qu'il soit partiellement le reflet des achats accélérés de biens immobiliers neufs induits par le relèvement de certaines taxes, à partir de 2011. En effet, la TVA payée sur les biens immeubles neufs porte désormais également sur la valeur du terrain incluse dans l'achat, laquelle n'est en principe plus soumise aux droits d'enregistrement. De même, la fin annoncée du régime temporaire du taux de TVA réduit sur une tranche de maximum 50.000 euros pour la construction ou l'acquisition de logements neufs pourrait avoir accéléré les ventes de terrains en début d'année, ce qui a pu bénéficier aux droits d'enregistrement.

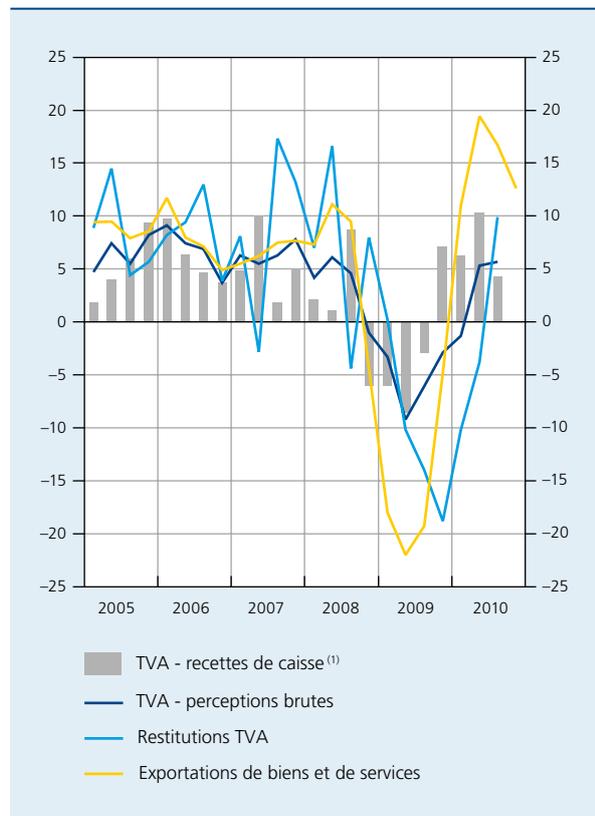
Les impôts sur les biens et les services, exprimés en pourcentage du PIB, ont crû de 0,2 point. Les recettes de TVA ont profité de la reprise de la consommation privée. Elles

ont également bénéficié de celle des exportations, dont la croissance avait été négative en 2009. En effet, les entreprises peuvent se faire restituer la TVA qu'elles ont payée sur les achats destinés à la production de biens et de services exportés, mais ces restitutions ne suivent qu'avec retard les paiements effectués. La hausse des recettes d'impôts indirects aurait été plus forte encore sans le maintien du taux de TVA à 6 p.c. pour la construction ou l'achat de logements neufs et celle de logements sociaux dont le permis de bâtir a été octroyé avant le 1<sup>er</sup> avril 2010 et sans l'abaissement à 12 p.c. du taux de TVA pour les factures de restaurant, qui ont comprimé les rentrées à hauteur de, respectivement, 150 et 255 millions d'euros. Les accises ont également progressé largement, notamment sous l'effet du système de cliquet sur le diesel, qui a exercé une incidence positive de 200 millions sur les recettes.

Les recettes non fiscales et non parafiscales ont de nouveau bénéficié des interventions de l'État en faveur du système financier. Les banques commerciales ont en effet dû rémunérer l'État pour les garanties que celui-ci octroie sur les dépôts des particuliers, d'une part, et sur une partie de leurs emprunts, d'autre part, pour un total de 333 millions d'euros de plus qu'en 2009. Par ailleurs, des rentrées supplémentaires de 586 millions ont découlé des dividendes plus élevés versés par la Banque au pouvoir fédéral. Les versements à ce titre avaient en effet été très limités en 2009, du fait du changement des règles en vigueur pour leurs paiements en vertu de la loi du 3 avril 2009. Alors que jusqu'en 2008, ces dividendes étaient actés dans les comptes nationaux l'année même de l'exercice comptable auquel ils se rapportaient, ils sont désormais comptabilisés au moment de la décision de l'affectation des bénéfices, au début de l'année suivant l'exercice comptable.

**GRAPHIQUE 50** DÉTERMINANTS DE L'ÉVOLUTION DES RECETTES DE TVA

(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente)



Sources : ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Il s'agit des recettes de caisse perçues par le SPF Finances. Elles diffèrent des recettes comptabilisées suivant le SEC 95 dans les comptes des administrations publiques, qui sont enregistrées sur la base des transactions et dont sont déduites les recettes transférées à l'UE.

## Encadré 6 – Interventions et garanties octroyées par les administrations publiques aux institutions financières

Lors de la crise financière, les autorités belges ont pris diverses mesures afin de sauvegarder la stabilité du système financier. Les administrations publiques sont ainsi intervenues en faveur des institutions financières par le biais de prises de participations, d'octrois de prêts, ainsi que par l'apport de garanties.

Du début de la crise financière à la fin de l'année sous revue, les apports nets de fonds par le pouvoir fédéral, les régions et les pouvoirs locaux à des institutions financières ont représenté 21 milliards d'euros, soit 6 p.c. du PIB. La majorité de ces aides avaient été octroyées durant l'année 2008. Le pouvoir fédéral avait pris des participations dans le capital de *Fortis Banque* à hauteur de 9,4 milliards d'euros. Cette injection de capital avait ensuite été convertie pour les trois quarts en actions de *BNP Paribas*. *Royal Park Investments*, la structure de défaillance créée pour la reprise du portefeuille de produits structurés de *Fortis Banque*, avait quant à elle bénéficié d'une injection de capital de 740 millions. Les administrations publiques avaient aussi injecté 2 milliards dans *Dexia* et

250 millions dans le  *Holding communal*. *Ethias* avait reçu une injection de capital de 1,5 milliard. *KBC* s'était vu accorder deux prêts pour un montant total de 7 milliards. Le pouvoir fédéral avait également consenti un prêt au Grand-Duché de Luxembourg de 160 millions en vue d'intervenir dans *Kaupthing Bank*, dont plus de la moitié a été remboursée.

À côté des injections de capital et des prêts, l'État fédéral a aussi accordé des garanties aux institutions financières. À la fin de l'année sous revue, le montant effectivement garanti par l'État était de 55,7 milliards d'euros, dont 26,9 milliards pour les prêts interbancaires de *Dexia*, 5,2 milliards pour *Financial Security Assurance Asset Management*, la filiale américaine de *Dexia*, 3,9 milliards pour *Fortis Banque*, 4,6 milliards pour *Royal Park Investments* et 15,1 milliards pour *KBC*. La garantie sur les prêts interbancaires de *Dexia* représentait donc près de la moitié des garanties octroyées par les pouvoirs publics. L'encours de ces prêts interbancaires garantis est caractérisé par une tendance à la baisse. Seuls les emprunts interbancaires contractés par *Dexia* avant le 30 juin 2010 et échéant au plus tard le 31 octobre 2014 bénéficiaient encore de la garantie à la fin de l'année sous revue.

**IMPACT SUR LE SOLDE DE FINANCEMENT DES INTERVENTIONS ET GARANTIES PUBLIQUES APPORTÉES AUX INSTITUTIONS FINANCIÈRES**  
(millions d'euros, sauf mention contraire)

	2008	2009	2010
Dividendes .....	53	121	192
Primes de garantie .....	25	508	682
Intérêts payés <sup>(1)</sup> .....	-96	-655	-622
Autres <sup>(2)</sup> .....	-10	-7	0
<b>Impact sur le solde de financement .....</b>	<b>-27</b>	<b>-33</b>	<b>252</b>
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB .....</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>
<i>Fonds de protection des dépôts .....</i>	<i>25</i>	<i>93</i>	<i>251</i>

Sources: SPF Finances, BNB.

- (1) Pour les interventions du pouvoir fédéral, les charges d'intérêts payées sont calculées par la Trésorerie, qui réalise une estimation en tenant compte des émissions effectuées pour leur financement. Par hypothèse, un taux d'intérêt implicite équivalent est appliqué aux interventions réalisées par les régions et les pouvoirs locaux.
- (2) Ce poste comprend une estimation des frais de gestion relatifs aux interventions publiques dans les institutions financières (frais de consultance et conseil juridique), ainsi que les intérêts reçus sur le prêt accordé à *Royal Park Investments* (9 millions en 2008 et 12 millions en 2009).

À la suite de ces interventions, les administrations publiques avaient contracté des dettes supplémentaires, qui ont donné lieu à des charges d'intérêts additionnelles. Ces dernières se sont inscrites quelque peu en recul en 2010, du fait de la faiblesse des taux d'intérêt sur le marché des titres publics.

Ces interventions ont aussi permis de générer des recettes. Ainsi, l'État fédéral a reçu des dividendes de la part de *BNP Paribas*. À ce jour, les pouvoirs publics n'ont bénéficié de rémunérations ni pour les autres participations ni pour le prêt accordé à *KBC*. L'augmentation des primes de garantie perçues par l'État s'explique par le fait qu'environ la moitié de ces garanties avaient été octroyées vers la mi-2009.

Les interventions publiques ont donc conduit à une nette augmentation de la dette des administrations publiques, tandis que leur impact sur le solde de financement de celles-ci est resté relativement neutre.

En plus des garanties octroyées aux institutions financières, les pouvoirs publics ont augmenté le plafond de la garantie sur les dépôts bancaires. Ce montant a été relevé de 20.000 à 100.000 euros par déposant et par institution financière et la protection étendue aux assurances-vie. Les rémunérations associées à cette protection



ont eu un impact positif sur le solde budgétaire. En outre, à la suite de la crise financière, les banques ont fait un appel accru aux liquidités de l'Eurosystème et de la Banque, ce qui a également augmenté d'une façon indirecte les recettes en faveur de l'État.

**TABEAU 17** RECETTES PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES  
(pourcentages du PIB)

	Avant transferts entre sous-secteurs			Après transferts entre sous-secteurs		
	2008	2009	2010 e	2008	2009	2010 e
Entité I .....	41,2	40,2	40,8	30,4	29,2	30,2
Pouvoir fédéral .....	27,1	25,7	26,5	10,3	8,6	8,9
Sécurité sociale .....	14,1	14,6	14,3	20,0	20,6	21,3
Entité II .....	7,6	7,9	7,9	18,4	18,9	18,6
Communautés et régions .....	4,4	4,3	4,5	11,7	11,9	11,8
Pouvoirs locaux .....	3,2	3,6	3,5	6,7	7,0	6,8

Sources: ICN, BNB.

Le pouvoir fédéral dispose de compétences fiscales étendues au regard des recettes publiques belges totales, dans la mesure où la TVA, l'impôt des sociétés et la plus grande partie de l'impôt des personnes physiques sont de sa compétence. Durant l'année sous revue, ses recettes ont progressé de 0,9 point de pourcentage du PIB, pour atteindre 26,5 p.c. du PIB. Toutefois, il a dû en rétrocéder une part importante aux autres sous-secteurs des administrations publiques, de sorte que les moyens dont il a disposé pour ses politiques propres se sont limités à 8,9 p.c. du PIB, soit à peine 0,3 point de plus qu'en 2009. Les recettes propres de la sécurité sociale se sont contractées, sous l'effet de la baisse de la part des revenus du travail dans le PIB, mais ce sous-secteur a bénéficié d'un nouvel accroissement des transferts qu'il reçoit du pouvoir fédéral: les moyens finaux mis à sa disposition sont ainsi passés de 20,6 à 21,3 p.c. du PIB, soit un niveau historiquement élevé. Les ressources relevant de la compétence des communautés et régions ont quant à elles progressé, de 0,2 point de pourcentage du PIB. Cela a permis à ces entités de compenser en partie la baisse des transferts qu'elles reçoivent du fédéral. Enfin, les recettes des pouvoirs locaux se sont quelque peu tassées, les recettes de l'année 2009 ayant été flattées par l'accélération des enrôlements à l'impôt des personnes physiques.

### 2.3.3 Dépenses primaires

Les dépenses primaires des administrations publiques, c'est-à-dire leurs dépenses à l'exclusion des charges d'intérêts, ont enregistré une diminution de 0,6 point de pourcentage du PIB par rapport à 2009. Elles sont ainsi revenues à 49,9 p.c. du PIB, ce qui n'en constitue pas moins un niveau encore particulièrement élevé dans une perspective historique. Cette baisse a résulté d'une quasi-stabilisation par rapport à l'année précédente des dépenses exprimées en termes réels.

Cette apparente stagnation ne donne toutefois pas une image fidèle de la tendance fondamentale de la politique de dépenses poursuivie par les pouvoirs publics. Pour pouvoir la dégager, il faut, en effet, éliminer toute une série d'éléments qui ne sont pas de nature structurelle. Parmi ces éléments figurent, pour l'essentiel, des facteurs temporaires, l'incidence de la conjoncture sur les dépenses et, enfin, les écarts constatés entre l'évolution de l'inflation et l'impact sur les salaires et les prestations sociales des mécanismes d'indexation automatique sur les prix à la consommation.

En 2010, les facteurs temporaires ont modéré la croissance des dépenses à hauteur de 1,3 point de pourcentage. Celles-ci avaient en effet été gonflées en 2009 par

**TABLEAU 18 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**  
(déflatées par l'IPCH, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2006	2007	2008	2009	2010 e	Moyenne 1999-2010 e
Niveau observé <sup>(1)</sup> .....	44,6	44,6	46,4	50,5	49,9	45,6
Croissance réelle observée .....	-4,5	3,3	2,5	7,1	0,0	2,8
Influence des facteurs non récurrents ou budgétairement neutres <sup>(2)</sup> .....	-5,8	1,3	-0,3	0,9	-1,3	0,1
Influence des facteurs conjoncturels <sup>(2)</sup> .....	-0,2	-0,3	0,2	0,8	-0,6	0,0
Effet de l'indexation <sup>(2)(3)</sup> .....	-0,4	-0,2	-0,4	1,5	-1,1	-0,1
Croissance réelle corrigée de l'influence des facteurs conjoncturels, non récurrents ou budgétairement neutres, et des effets de l'indexation .....	2,0	2,5	3,0	4,0	3,0	2,8
<i>p.m. Croissance en volume du PIB<sup>(4)</sup></i> .....	2,7	2,8	0,8	-2,7	2,0	1,7

Sources: DGSIE, ICN, BNB.

(1) Pourcentages du PIB.

(2) Contribution à la croissance réelle observée des dépenses primaires.

(3) Effet découlant de l'écart entre l'indexation effective des rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales, d'une part, et l'augmentation de l'IPCH, d'autre part.

(4) Données corrigées des effets de calendrier.

deux remboursements importants d'impôts auxquels l'État avait dû procéder, sur décisions de justice. Il s'agissait de taxes indûment perçues dans le passé à charge des sociétés touchant des dividendes de filiales étrangères, d'une part, et des chômeurs mariés, d'autre part.

Le rythme d'accroissement des dépenses primaires est, en outre, soumis aux variations conjoncturelles par le biais de l'évolution des allocations liées au chômage. D'une part, le nombre de chômeurs complets indemnisés, qui suit le cycle économique avec un certain retard, a continué de progresser. D'autre part, le nombre de chômeurs temporaires, qui réagit plus rapidement aux mouvements conjoncturels, a largement diminué. Ainsi, au total, la composante cyclique a permis de comprimer la hausse des dépenses en 2010, à raison de 0,6 point de pourcentage.

Les mécanismes d'indexation des rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales constituent un troisième facteur exogène qui influence l'évolution réelle des dépenses primaires. Ainsi, les salaires et les allocations sociales, qui représentent plus de 60 p.c. de ces dépenses, sont liés à l'évolution de l'indice-santé des prix à la consommation. En 2010, ce dernier s'est accru à un rythme inférieur de 0,7 point de pourcentage à celui de l'IPCH, l'indice qui est utilisé pour déflater les dépenses. En outre, compte tenu notamment des systèmes de lissage et de seuils pivots caractérisant les mécanismes d'indexation susvisés, l'accélération de l'inflation au cours

de l'année sous revue ne s'est répercutée qu'avec retard sur l'indexation. Au total, le mode d'indexation a dès lors contribué à contenir la hausse des dépenses primaires en termes réels à concurrence de 1,1 point de pourcentage. Les autres effets résultant de décalages entre l'inflation mesurée par l'IPCH et l'évolution du facteur prix influençant les autres catégories de dépenses, qu'ils soient liés aux mécanismes d'indexation ou à une évolution différente des prix de certaines catégories de dépenses, ne font quant à eux pas l'objet d'une correction, vu l'absence d'informations suffisantes ou la complexité de la méthode à mettre en œuvre.

Corrigé de l'incidence de ces différents éléments, le rythme d'accroissement en termes réels des dépenses primaires est revenu de 4 p.c. en 2009 à 3 p.c. en 2010, soit un niveau néanmoins supérieur de 0,2 point de pourcentage à la progression moyenne depuis 1999 et bien supérieur à la croissance tendancielle du PIB. Ce ralentissement a concerné tous les niveaux de pouvoirs publics, en particulier les communautés et régions et les pouvoirs locaux.

Les dépenses primaires corrigées du pouvoir fédéral ont augmenté en 2010 de 3,4 p.c. en termes réels, contre 4 p.c. ou plus les trois années précédentes. Cette décélération est pourtant survenue dans un contexte où diverses mesures ont encore grevé les dépenses. Les dépenses induites par la réduction générale du précompte professionnel et

**TABLEAU 19** DÉPENSES PRIMAIRES CORRIGÉES PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES<sup>(1)(2)</sup>

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

	2006	2007	2008	2009	2010 e	Moyenne 1999-2010 e	p.m. 2010 e, pourcentages du PIB <sup>(3)</sup>
Entité I .....	1,7	3,4	3,4	4,3	3,8	2,8	30,6
Pouvoir fédéral .....	2,0	4,3	4,7	4,0	3,4	2,7	9,1
Sécurité sociale .....	1,6	3,0	2,8	4,4	4,0	2,9	21,4
Entité II .....	2,4	0,8	2,3	3,5	1,5	2,7	19,4
Communautés et régions .....	2,7	1,5	2,6	3,8	1,2	2,6	12,3
Pouvoirs locaux .....	2,0	-0,1	1,8	3,1	2,1	3,0	7,1

Sources: DGSIE, ICN, BNB.

(1) Les dépenses des sous-secteurs des administrations publiques n'incluent pas les transferts qu'ils effectuent entre eux.

(2) Croissance réelle corrigée de l'influence des facteurs conjoncturels, non récurrents ou budgétairement neutres, et des effets de l'indexation.

(3) Données consolidées, non corrigées et non déflatées.

par la réduction visant le travail en équipe et de nuit, de même que le traitement fiscal favorable des heures supplémentaires, qui sont enregistrées comme des subsides aux entreprises conformément au SEC 95, ont encore crû. Cette nouvelle augmentation a contribué pour 1,8 point de pourcentage à la hausse des dépenses fédérales.

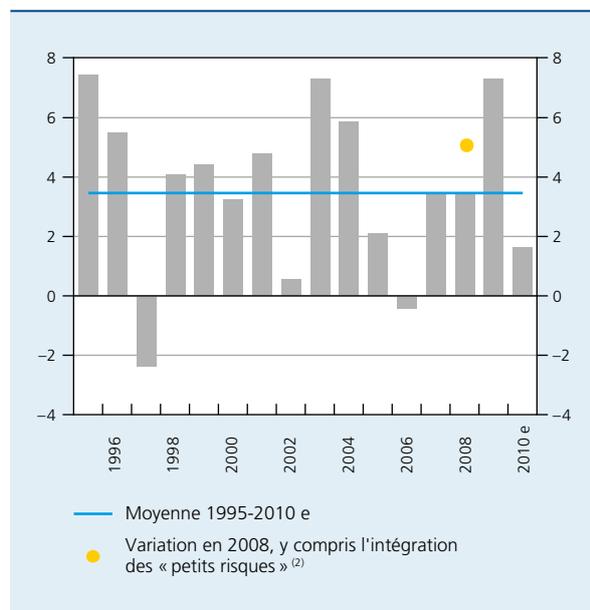
La croissance en volume des dépenses corrigées de la sécurité sociale s'est quelque peu réduite en 2010, pour atteindre 4 p.c. Cette évolution découle d'un ralentissement des débours au titre de pratiquement toutes les grandes catégories de dépenses sociales. La contribution des soins de santé est demeurée la plus importante, malgré une hausse en termes réels nettement plus modérée que les dernières années, de 1,6 p.c. De par leur ampleur – plus du tiers du total des prestations sociales de la sécurité sociale – et leurs mouvements erratiques, ces dépenses exercent, en effet, généralement une influence déterminante sur l'évolution des décaissements de la sécurité sociale. Bien que l'on ne dispose pas d'informations satisfaisantes sur l'incidence exacte de ce facteur dans le secteur de la santé, on peut avancer que ce ralentissement s'explique sans doute notamment par une contribution plus réduite de l'indexation des salaires et honoraires qu'en 2009.

La hausse des dépenses en matière de pensions, qui avait été soutenue les deux années précédentes, s'est aussi nettement ralentie. D'une part, le nombre moyen de bénéficiaires n'a que peu augmenté en 2010. Ceci résulte de l'accroissement modéré à la fois du nombre de personnes ayant atteint l'âge de soixante-cinq ans et du nombre de pensionnés en 2009, sous l'effet du relèvement de soixante-quatre à soixante-cinq ans de l'âge légal

du départ à la retraite pour les femmes, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2009. D'autre part, les mesures de correction sociale prises par les pouvoirs publics en faveur de certains allocataires de pensions se sont élevées à quelque 180 millions

**GRAPHIQUE 51** DÉPENSES PUBLIQUES DE SOINS DE SANTÉ<sup>(1)</sup>

(déflatées par l'IPCH, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources: ICN, BNB.

(1) Dépenses publiques de soins de santé, à l'exclusion des indemnités de maladie-invalidité, des indemnités aux handicapés, des transferts vers les institutions chargées des soins aux handicapés, ainsi que des dépenses d'assurance-dépendance.

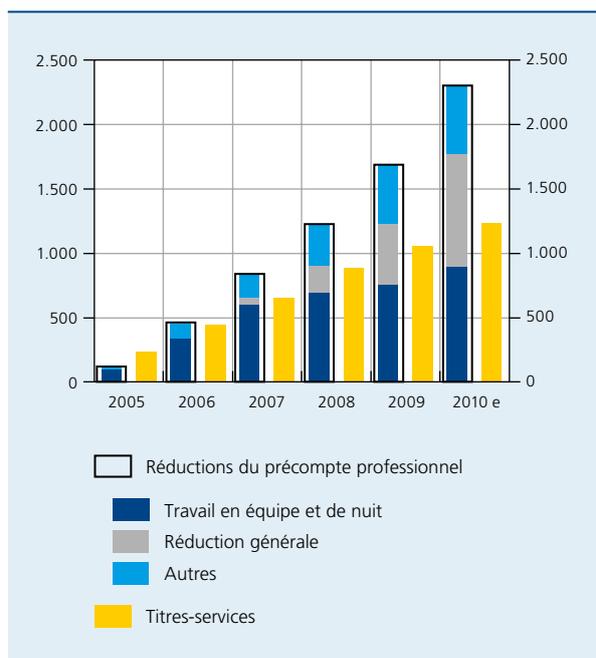
(2) L'assurance contre les « petits risques » en matière de soins de santé pour les indépendants est devenue obligatoire en 2008, et a augmenté à la fois les cotisations reçues par la sécurité sociale et les dépenses de celle-ci.

d'euros, soit un montant environ moitié moins important que l'année précédente.

Parmi les autres catégories de dépenses de la sécurité sociale, on note toutefois la forte croissance des indemnités versées par l'INAMI. Cette évolution semble s'inscrire dans une tendance observée depuis plusieurs années. Cette tendance ne relève que pour une part limitée de mesures visant à lutter contre la paupérisation de catégories de personnes fragilisées. Elle s'explique davantage par une augmentation du nombre de participants au marché du travail, par une part croissante de travailleurs âgés et par le relèvement de l'âge légal du départ à la retraite des femmes, qui implique que celles-ci peuvent obtenir ce type d'indemnités plus tard et plus longtemps.

Enfin, les subsides versés par la sécurité sociale aux entreprises ont, à l'instar des années précédentes, largement augmenté, de plus de 200 millions d'euros, principalement en conséquence des dépenses liées aux titres-services. L'enveloppe totale qui est destinée à ces derniers a enflé à plus de 1,2 milliard. Ce montant ne tient pas compte des déductions fiscales dont bénéficient, en outre, les utilisateurs de ces titres au moment de l'enrôlement à l'impôt des personnes physiques et qui sont estimées à environ 150 millions.

**GRAPHIQUE 52** SUBSIDES AUX ENTREPRISES: TITRES-SERVICES ET RÉDUCTIONS DU PRÉCOMPTE PROFESSIONNEL  
(millions d'euros)



Sources : Documents budgétaires, ICN, BNB.

Tant les communautés et régions que les pouvoirs locaux ont freiné la croissance de leurs dépenses primaires corrigées, celle-ci revenant à respectivement 1,2 et 2,1 p.c. en termes réels. Les dépenses d'investissement ont à chaque fois contribué à cette évolution. Alors que le rythme de croissance en volume des investissements s'est ralenti pour les pouvoirs locaux, leur forte progression en 2009 pour les communautés et régions a fait place à une diminution, qui s'explique au moins pour partie par l'effet du cycle électoral de ce niveau de pouvoir. En effet, une baisse de ses investissements peut généralement être constatée l'année qui suit les élections régionales, qui se sont tenues pour la dernière fois en 2009.

### 2.3.4 Charges d'intérêts

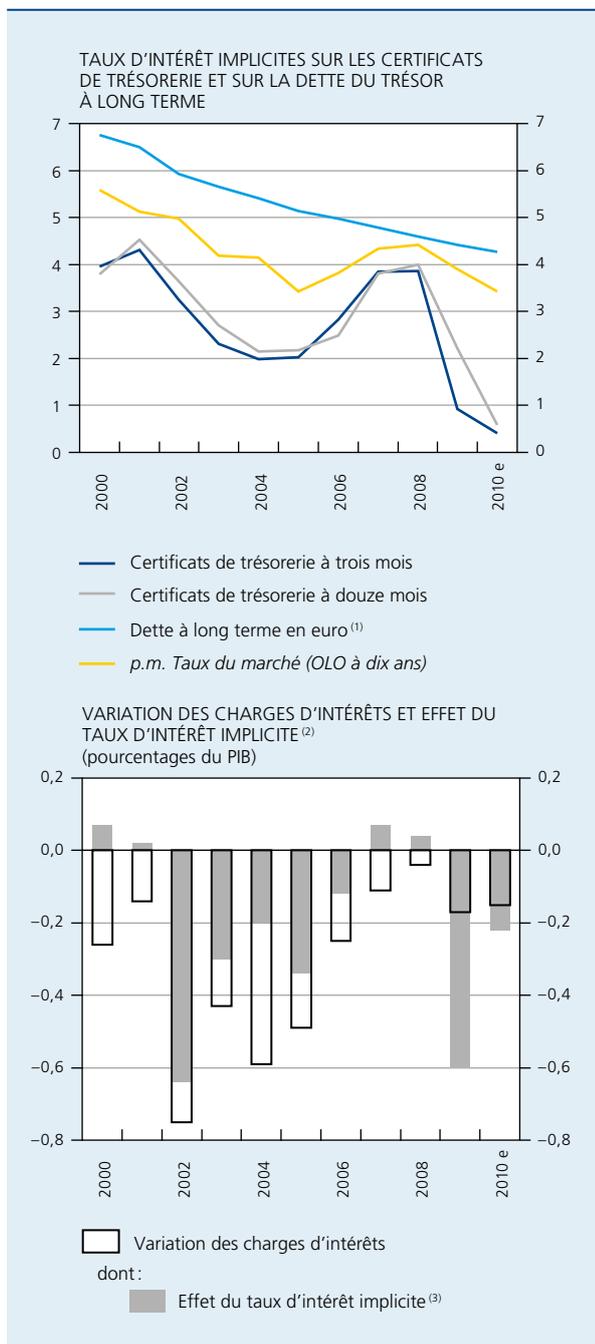
Après avoir culminé à 11,6 p.c. du PIB en 1990, les charges d'intérêts de l'ensemble des administrations publiques ont continuellement reculé, revenant à 3,4 p.c. du PIB en 2010. Cette forte contraction est attribuable principalement à la diminution ininterrompue du taux d'intérêt implicite de la dette publique, en raison du refinancement à un taux plus faible des emprunts arrivant à échéance ou remboursés anticipativement. Jusqu'en 2007, le recul du taux d'endettement des administrations publiques avait, lui aussi, influencé favorablement les charges d'intérêts.

À partir de ce moment, la diminution de ces charges s'est effectuée à un rythme plus modéré que précédemment. En 2010, le repli s'est limité à 0,2 point de pourcentage du PIB sous le seul effet de la réduction du taux d'intérêt implicite, le taux d'endettement des administrations publiques augmentant de nouveau.

Après s'être déjà réduit de moitié en 2009, le taux d'intérêt implicite sur la dette à court terme a encore baissé en 2010. En effet, en réaction à la crise financière et économique, l'Eurosystème a maintenu le taux de ses opérations principales de refinancement à un niveau extrêmement bas. La pression baissière sur les taux d'intérêt à court terme s'est ainsi poursuivie, de sorte que le taux d'intérêt implicite sur les certificats de trésorerie à douze mois est revenu de 2,2 p.c. en 2009 à 0,8 p.c. en 2010. Le taux d'intérêt implicite sur la dette à long terme s'est lui aussi inscrit en recul, pour s'établir à 4,3 p.c. à la fin de l'année. Le taux d'intérêt du marché sur les titres publics à long terme a atteint en août 2010 un niveau historiquement bas.

**GRAPHIQUE 53 DÉCOMPOSITION DE LA VARIATION DES CHARGES D'INTÉRÊTS**

(pourcentages, sauf mention contraire)



Sources : ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Rapport entre les charges d'intérêts (y compris les primes d'émission) et l'encours mensuel moyen de la dette.

(2) Pour l'ensemble des administrations publiques.

(3) Rapport entre les charges d'intérêts de l'année en cours et l'endettement à la fin de l'année précédente.

### 2.3.5 Solde de financement des sous-secteurs des administrations publiques

À la suite des développements décrits ci-avant, ainsi que de l'évolution des transferts que les sous-secteurs des administrations publiques se font entre eux, leurs comptes ont évolué de manière divergente. Ainsi, le déficit au niveau de l'Entité I, qui comprend le pouvoir fédéral et la sécurité sociale, s'est nettement réduit. Dans l'Entité II, qui regroupe les communautés et régions ainsi que les pouvoirs locaux, il est demeuré pratiquement stable, à un niveau sensiblement moins élevé que celui de l'Entité I.

Le déficit du pouvoir fédéral s'est réduit de 4,2 p.c. du PIB à 3,3 p.c., grâce à une contraction du déficit primaire et des charges d'intérêts. Cette amélioration aurait été plus importante encore sans une augmentation très marquée des transferts versés à la sécurité sociale.

La diminution du déficit de la sécurité sociale, de 0,6 point de pourcentage du PIB, provient en effet exclusivement de l'augmentation de ce qu'elle reçoit sous la forme, d'une part, de dotations en provenance du pouvoir fédéral, d'autre part, du « financement alternatif », qui est fondé sur un partage de recettes fiscales perçues par le Trésor avec la sécurité sociale. L'augmentation des différentes formes de transferts à la sécurité sociale permet, depuis plusieurs années, de parer aux besoins croissants sous la forme de dépenses ou d'allègements de cotisations que celle-ci ne couvre pas par ses recettes fiscales et parafiscales propres. La part de ces dernières dans les recettes totales de ce sous-secteur est ainsi revenue de 77 p.c. en 2000 à 67 p.c. en 2010.

Les communautés et régions ont clôturé l'année sous revue par un mali de 0,8 p.c. du PIB, stable par rapport à 2009, leurs dépenses et recettes ayant augmenté de manière comparable. Les parties de l'impôt des personnes physiques et de la TVA qui sont transférées aux entités fédérées dans le cadre de la loi de financement sont demeurées quasiment inchangées par rapport à 2009 en termes nominaux, ce qui a impliqué une diminution de ces rentrées exprimées en pourcentage du PIB. Ce tassement résulte de la liquidation des comptes de 2009, année durant laquelle ce niveau de pouvoir avait perçu des transferts trop importants vu que leur calcul avait été fondé sur une évaluation trop optimiste de l'évolution de l'activité économique et sur une prévision d'inflation trop élevée, deux grandeurs qui déterminent pour l'essentiel l'ampleur de ces transferts. Cette baisse a toutefois été largement compensée par la hausse des recettes fiscales et parafiscales propres des régions, en raison de la suppression d'une partie importante de la réduction

**TABLEAU 20** SOLDE DE FINANCEMENT DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PAR SOUS-SECTEUR  
(pourcentages du PIB)

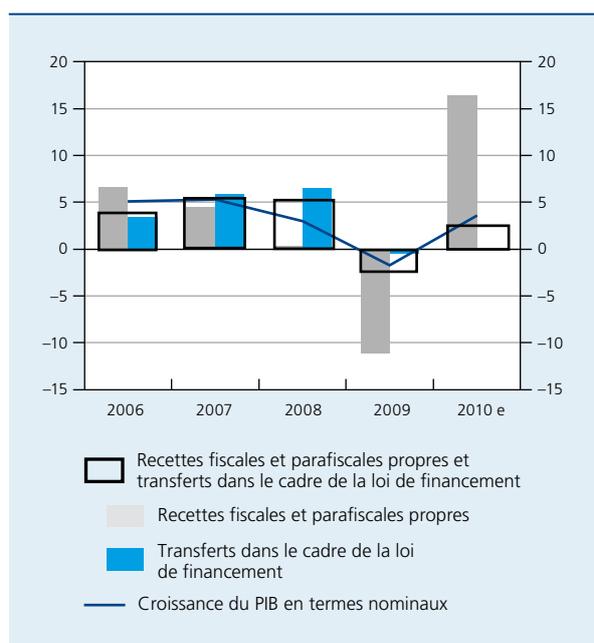
	2006	2007	2008	2009	2010 e
Solde primaire .....	4,1	3,5	2,4	-2,4	-1,2
Entité I .....	4,0	3,0	2,3	-1,7	-0,4
Pouvoir fédéral .....	3,8	2,5	2,0	-0,8	-0,1
Sécurité sociale .....	0,3	0,5	0,5	-0,8	-0,2
Entité II .....	0,2	0,6	0,1	-0,7	-0,8
Communautés et régions .....	0,3	0,5	0,1	-0,6	-0,5
Pouvoirs locaux .....	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Charges d'intérêts .....	3,9	3,8	3,8	3,6	3,4
Solde de financement .....	0,2	-0,3	-1,3	-6,0	-4,6
Entité I .....	0,3	-0,6	-1,2	-5,0	-3,4
Pouvoir fédéral .....	0,0	-1,1	-1,6	-4,2	-3,3
Sécurité sociale .....	0,3	0,5	0,5	-0,8	-0,2
Entité II .....	-0,1	0,3	-0,2	-1,0	-1,1
Communautés et régions .....	0,2	0,4	0,0	-0,8	-0,8
Pouvoirs locaux .....	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4

Sources: ICN, BNB.

forfaitaire de l'impôt des personnes physiques en Région flamande. En outre, ces recettes ont profité d'une bonne

tenue des droits d'enregistrement, de donation et de succession, dont la hausse a contrebalancé la chute qui en avait été observée en 2009.

**GRAPHIQUE 54** RECETTES DES COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources: ICN, BNB.

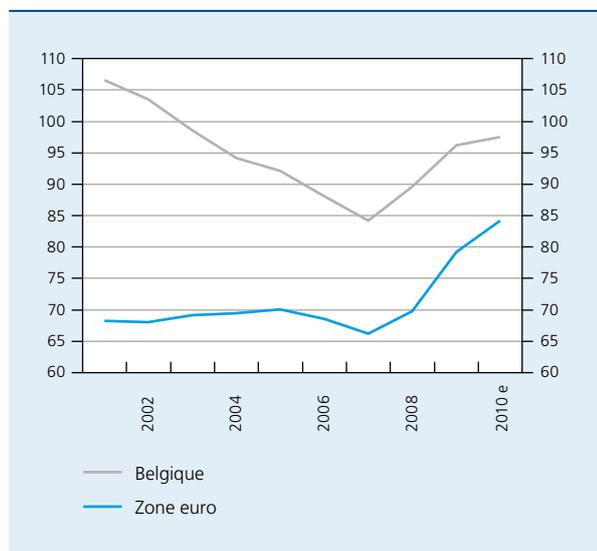
Enfin, les pouvoirs locaux sont le seul sous-secteur dont le déficit s'est encore légèrement creusé en 2010, à 0,4 p.c. du PIB, les recettes s'étant contractées davantage que les dépenses. En effet, les recettes des centimes additionnels à l'impôt des personnes physiques de ce sous-secteur ont fortement diminué, après une accélération des enrôlements l'année précédente.

### 2.3.6 Dette publique

#### Dette de l'ensemble des administrations publiques

De 1993 à 2007, la dette brute consolidée des administrations publiques avait reculé de manière ininterrompue, de 134,1 p.c. du PIB à 84,2 p.c. En raison des interventions publiques dans plusieurs institutions financières à la fin de 2008, elle était alors remontée à 89,6 p.c. En 2009, à la suite du creusement du déficit et de la chute du PIB, le rebond s'était amplifié et elle avait atteint 96,2 p.c. du PIB. En 2010, la hausse s'est poursuivie, mais à moindre allure qu'en 2009. À la fin de 2010, l'endettement public s'élevait ainsi à 97,5 p.c. du PIB.

**GRAPHIQUE 55** DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO  
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

Les facteurs dits « exogènes », parce qu'ils ont un impact sur la dette mais pas sur le solde de financement, ont exercé une influence neutre sur l'endettement en 2010, différentes opérations s'étant compensées. Le prêt consenti par les pouvoirs publics belges à l'État grec dans le cadre du plan d'aide européen à ce pays a contribué à la hausse du taux d'endettement à concurrence de 0,2 point de pourcentage du PIB. À la suite de diverses décisions de justice, l'État belge doit procéder à des remboursements d'impôts étalés sur plusieurs années. Conformément au SEC 95, l'incidence de ces décisions de justice avait été comptabilisée entièrement dans les soldes de financement de 2007 et de 2009, sans que cela n'affecte à due concurrence la dette ces deux années. C'est ainsi que ces décisions de justice ont encore donné lieu à des paiements en 2010, sans effet sur le solde de financement, mais bien sur l'endettement comme facteur exogène, à hauteur de 0,1 point de pourcentage. Deux opérations exceptionnelles de liquidation de positions de *swaps*, en août et octobre 2010, ont par ailleurs permis au Trésor de dégager des recettes importantes et de réduire la dette publique de 0,6 point.

**TABLEAU 21** DÉTERMINANTS DE LA VARIATION DE LA DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES  
(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

	1993	Moyenne 1994-2006	2007	2008	2009	2010 e
Niveau de la dette (à la fin de période) . . . . .	134,1	110,4	84,2	89,6	96,2	97,5
Variation de la dette . . . . .		-3,5	-3,9	5,4	6,6	1,3
Variation endogène <sup>(1)</sup> . . . . .		-2,8	-4,1	-1,1	7,5	1,3
Solde primaire requis pour stabiliser la dette . . .		2,2	-0,6	1,4	5,2	0,2
Taux d'intérêt implicite de la dette . . . . .		5,9	4,6	4,6	4,0	3,7
Croissance du PIB nominal <sup>(2)</sup> . . . . .		4,0	5,3	3,0	-1,7	3,5
Solde primaire effectif . . . . .		5,0	3,5	2,4	-2,4	-1,2
Variation résultant d'autres facteurs . . . . .		-0,7	0,2	6,5	-1,0	0,0
Participations <sup>(3)</sup> . . . . .		-0,2	0,3	3,5	0,0	0,0
Prêts <sup>(4)</sup> . . . . .		0,0	0,0	1,0	1,1	0,2
Dépôts et numéraire <sup>(5)</sup> . . . . .		-0,2	0,4	1,9	-1,0	0,0
Produits financiers dérivés <sup>(6)</sup> . . . . .		0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,7
Autres <sup>(7)</sup> . . . . .		-0,3	-0,4	0,1	-0,9	0,5

Sources : ICN, BNB.

- (1) La variation endogène de la dette publique est donnée par la différence entre le solde primaire requis pour stabiliser la dette – c'est-à-dire le solde égal à l'écart entre le taux d'intérêt implicite de la dette et le taux de croissance du PIB nominal, multiplié par le rapport entre la dette à la fin de l'année précédente et le PIB de la période considérée – et le solde primaire effectif.
- (2) Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente.
- (3) Prises nettes de participations, à l'exclusion des opérations avec la BNB.
- (4) Les titres acquis en 2008 et en 2009 par les administrations publiques dans le cadre du refinancement de *KBC* sont considérés comme des prêts. En 2010, cette rubrique comprend essentiellement le prêt à l'État grec.
- (5) Les variations exceptionnelles de cette rubrique en 2008 et en 2009 sont liées à un dépôt sur un compte bancaire effectué entre la fin de 2008 et le printemps 2009 par la SFPI, qui fait partie du secteur des administrations publiques.
- (6) En 2010, ce poste correspond principalement à deux opérations exceptionnelles de liquidation de positions de *swaps*.
- (7) Principalement les changements de classement sectoriel, les opérations avec la BNB (notamment les plus-values sur or), les octrois nets de crédits, l'incidence des différences de change et des primes d'émission et de rachat, l'impact des comptes à payer et à recevoir et les écarts statistiques.

L'accroissement du taux d'endettement en 2010 a donc été pour l'essentiel de nature endogène. Même s'il s'est amélioré, le solde primaire effectif est en effet resté insuffisant pour mettre fin à l'auto-alimentation de la dette par les charges d'intérêts, désignée plus familièrement sous les termes d'effet « boule de neige ». Celui-ci a toutefois été nettement moins virulent qu'en 2009. Il a en effet été freiné par l'amélioration du déficit primaire, par le retour de l'économie belge à une croissance positive et, dans une moindre mesure, par la poursuite de la diminution du taux d'intérêt implicite de la dette publique.

À la fin de 2009, la position débitrice des administrations publiques belges qui, outre de la dette financière, tient compte des créances sur d'autres secteurs de l'économie, s'élevait à 80,1 p.c. du PIB, ce qui était le niveau le plus élevé de la zone euro après l'Italie et la Grèce. En revanche, les actifs financiers nets du secteur privé belge atteignaient 106 p.c. du PIB, soit la proportion la plus élevée de la zone euro. Il en résulte que l'économie belge affiche une position créditrice vis-à-vis du reste du monde, assez comparable à celle de l'Allemagne, ce qui lui permet d'être moins dépendante de ce dernier que bon nombre d'autres États membres pour le financement de la dette de ses secteurs intérieurs, qu'il s'agisse de pays de la

périphérie ou de pays aux fondamentaux solides comme la France ou l'Autriche.

### Gestion de la dette du Trésor

En 2010, le solde brut à financer pour le Trésor s'est élevé à 43,5 milliards d'euros, contre 28,8 milliards en 2009. À côté d'un solde net à financer de 11,2 milliards d'euros, le Trésor a en effet dû renouveler des emprunts à moyen et long termes arrivant à échéance pour au total 25,9 milliards, tandis qu'il procédait aussi à des rachats et échanges de titres échéant en 2011 pour 6,5 milliards.

Pour ce faire, le Trésor a réalisé des émissions à moyen et long termes d'un montant total de 45,3 milliards d'euros, supérieur de 7 milliards à celles effectuées en 2009. Il s'est

**TABLEAU 22** BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT FÉDÉRAL

(milliards d'euros)

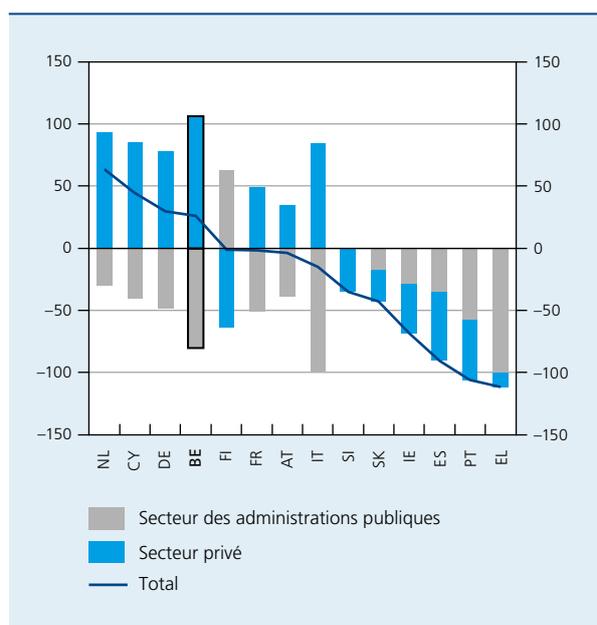
	2008	2009	2010
Solde brut à financer	57,3	28,8	43,5
Besoins bruts de financement	54,0	25,7	37,0
Déficit ou excédent (–) budgétaire <sup>(1)</sup>	27,5	7,8	11,2
Dette à moyen et à long termes échéant dans l'année	26,5	17,9	25,9
En euro	26,0	17,9	25,3
En devises	0,5	0,0	0,6
Rachats et échanges (titres échéant l'année suivante ou ultérieurement)	3,3	3,1	6,5
Autres besoins de financement	0,1	0,0	0,0
Moyens de financement	33,8	38,3	45,3
Émissions à moyen et long termes en euro	32,4	35,8	42,6
Obligations linéaires (OLO)	31,8	35,0	40,9
Bons d'État et autres	0,7	0,8	1,8
Émissions à moyen et long termes en devises et/ou produits structurés	1,4	2,5	2,7
Variation nette de la dette à court terme en devises	4,3	–4,0	–0,0
Variation de l'encours des certificats de trésorerie	11,1	–1,4	0,3
Variation nette des autres dettes à court terme en euro et des actifs financiers	8,1	–4,1	–2,1

Source : SPF Finances.

(1) Le solde budgétaire est établi sur la base de caisse et tient compte, entre autres, des opérations financières qui ne sont pas reprises dans le solde de financement des administrations publiques dont le calcul, conformément au SEC 95, s'effectue sur la base des transactions.

**GRAPHIQUE 56** POSITION FINANCIÈRE NETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET DU SECTEUR PRIVÉ DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO<sup>(1)</sup>

(données à la fin de 2009, sauf mention contraire; pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

(1) Différences entre les encours des actifs et des passifs financiers. Aucune donnée n'est disponible pour le Luxembourg et Malte. Données de 2005 pour Chypre.

agi pour l'essentiel d'émissions d'OLO. Après avoir fortement augmenté à la fin de 2008 et au début de 2009, à la suite du besoin pressant de liquidités requises par les interventions publiques massives dans certaines institutions financières, la part de la dette fédérale à court terme a ensuite reflué, pour se stabiliser autour de 16 p.c. durant les trois premiers trimestres de l'année 2010.

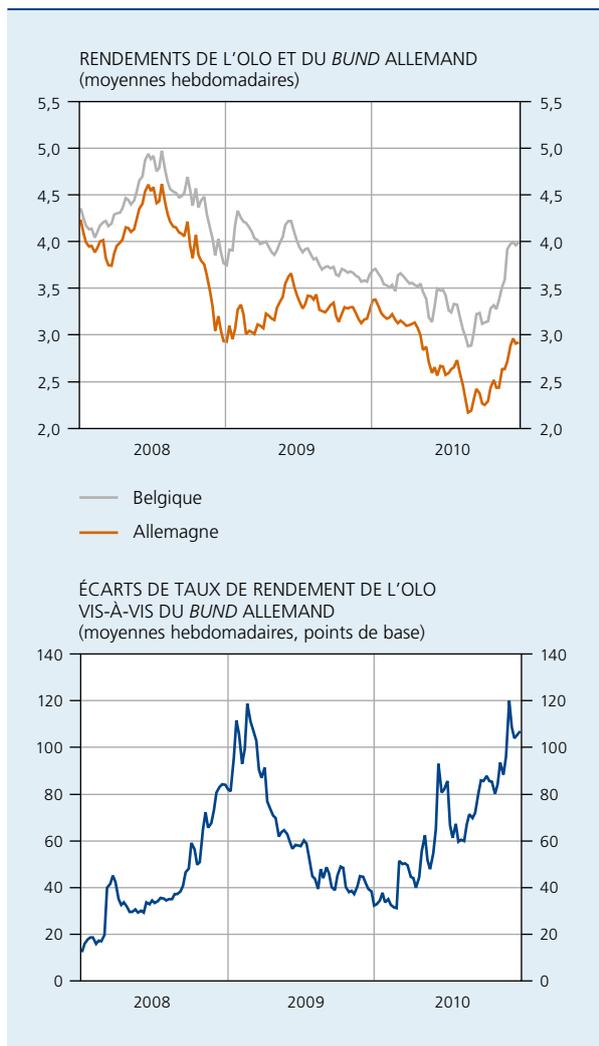
Le risque de refinancement est mesuré par la proportion du portefeuille d'emprunts devant être refinancée à un terme donné. Ainsi que l'illustrent les indicateurs que le Trésor utilise pour l'évaluer à l'horizon de respectivement douze mois et cinq ans, il a quelque peu diminué en 2010: alors que la proportion d'emprunts à renouveler était de respectivement 22,9 et 59,8 p.c. pour ces deux horizons à la fin de 2009, elle s'est établie à 20,9 et 58,2 p.c. au terme de l'année sous revue.

L'une des stratégies mises en œuvre par l'Agence de la dette du pouvoir fédéral pour maîtriser le risque de financement et lisser les besoins de financement d'une année à l'autre consiste dans le rachat de titres avant leur maturité. En 2010, le Trésor a racheté anticipativement des titres échéant l'année suivante pour un montant de plus du double de l'année précédente. Ce lissage des échéances a permis au Trésor d'éviter de se retrouver confronté à des besoins de financement trop élevés sur une courte période, ce qui aurait pu comporter le risque de le contraindre à emprunter à un taux défavorable. Le Trésor a également revu à la hausse, au cours de l'année 2010, ses objectifs en matière d'émissions d'OLO, profitant ainsi de conditions favorables en termes de taux d'intérêt, pour couvrir une partie des besoins de financement de 2011.

En 2010, le Trésor a réalisé d'importantes économies d'intérêts grâce à des *receiver swaps* qu'il avait conclus les années précédentes, en particulier en 2009. Ces *swaps* de taux ont permis au Trésor de percevoir le taux long en payant le taux Euribor à trois mois. Aux mois d'août et d'octobre, le Trésor a dégagé des gains supplémentaires considérables, d'au total près de 2,2 milliards d'euros, en dénouant des positions de *swaps* qu'il avait ainsi contractées pour un montant total de 22 milliards.

Durant les huit premiers mois de l'année, les taux des emprunts belges à dix ans ont sensiblement diminué, revenant de 3,7 p.c. au début de janvier à 2,8 p.c. à la fin d'août. Malgré la faiblesse des taux offerts, les titres de la dette belge ont rencontré un vif succès. Cet engouement s'explique principalement par l'aversion pour le risque particulièrement élevée des investisseurs durant cette période, où l'incertitude quant à la reprise économique mondiale avait généré un regain d'intérêt pour les titres

GRAPHIQUE 57 RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS <sup>(1)</sup>



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Taux de rendement sur le marché secondaire des emprunts de référence de l'État belge (OLO) et de l'État allemand (*Bund*).

souverains considérés comme sûrs. À partir de septembre, toutefois, une remontée graduelle des taux d'intérêt offerts sur les OLO a été observée; en fin d'année, ceux-ci atteignaient environ 4 p.c.

En 2010, le différentiel de taux d'intérêt des OLO à dix ans vis-à-vis des emprunts publics allemands de même durée a à nouveau augmenté fortement. Au cours des deux premiers mois de 2010, l'écart de taux avec le *Bund* allemand est resté relativement stable, autour des 35 points de base. Ensuite, l'effet de contagion de la crise grecque a eu un impact sur les autres pays de la zone euro, notamment ceux où les finances publiques étaient davantage détériorées. La crise de la dette souveraine grecque et les inquiétudes pesant sur l'Irlande, le Portugal et l'Espagne ont provoqué un repli des investisseurs vers les obligations

de meilleure qualité, en particulier le *Bund* allemand. Le rendement de ce dernier a ainsi diminué, jusqu'à la fin du mois d'août, plus rapidement que celui des titres belges et de ceux des autres pays de la zone euro. Une augmentation sensible de l'écart du taux belge a été constatée au début de juin, avec un pic à 105 points de base. Ce mouvement a coïncidé avec une phase critique de la crise des finances publiques des pays dits périphériques. En juillet et en août, une accalmie s'est produite, l'écart de taux redescendant à 56 points de base. À partir de septembre, une progression des écarts de taux a à nouveau été constatée, le *Bund* bénéficiant d'une recrudescence de la fuite vers la qualité. L'augmentation des différentiels de taux a également été provoquée en partie par un effet de contagion lié à la crise irlandaise, ainsi que par la lenteur, en Belgique, de la constitution d'un gouvernement fédéral de plein exercice et, partant, du retard pris dans l'annonce d'un plan de redressement des finances publiques. L'importance de l'effet de contagion a été variable selon les pays de la zone euro, en fonction de la perception des investisseurs quant à la capacité de chaque pays de faire face à ses engagements financiers. À la fin de novembre, l'écart du taux belge a atteint 136 points, pour retomber ensuite et s'établir à 107 points à la fin de l'année.

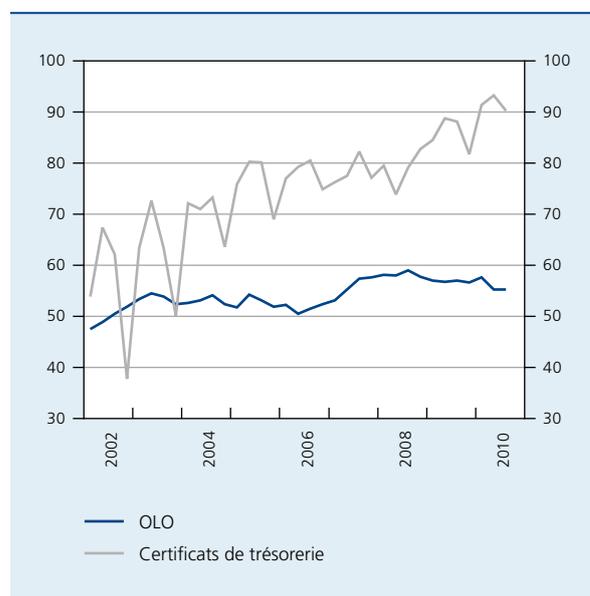
La part des emprunts publics belges détenus à l'étranger a une nouvelle fois augmenté en 2010. La proportion d'OLO détenues à l'étranger a atteint, en septembre 2010, environ 55 p.c. À la même période, la part des certificats de trésorerie détenus par le reste du monde s'établissait à 90 p.c. D'année en année, la proportion de ces titres détenus par des investisseurs étrangers n'a cessé d'augmenter.

Comme le montre l'encadré 2, en période de tensions sur les marchés financiers, les investisseurs tendent à différencier davantage les titres publics en fonction de critères budgétaires et structurels nationaux. Ainsi, les pays

jugés trop fragiles ont vu leurs taux d'intérêt s'envoler. La moindre volatilité de l'écart de taux belge, comparativement aux écarts de rendement de pays présentant des taux d'endettement comparables, peut s'expliquer en partie par quelques caractéristiques de l'économie belge, en particulier le faible endettement de son secteur privé, le taux d'épargne élevé de ce secteur et l'encours important de ses créances nettes sur l'étranger. Afin de conserver la confiance des marchés à l'égard de la dette publique belge, il est néanmoins essentiel d'assurer la stabilité politique et de prendre les mesures indispensables à l'assainissement budgétaire.

**GRAPHIQUE 58** PART DÉTENUE À L'ÉTRANGER DES OLO ET DES CERTIFICATS DE TRÉSORERIE ÉMIS PAR L'ÉTAT BELGE

(données en fin de trimestre, pourcentages du total)



Source : BNB.



# 3.

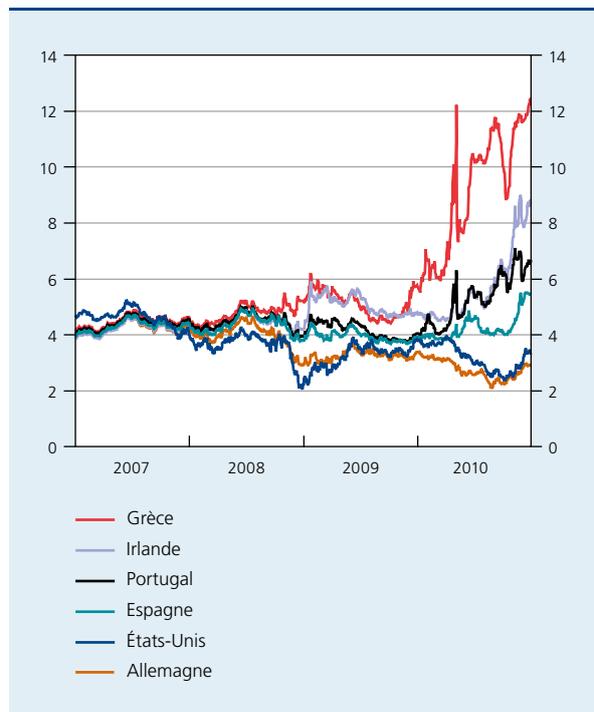
## Marchés financiers et stabilité financière

## 3.1 Marchés financiers internationaux

Les marchés financiers internationaux ont continué à être marqués par les conséquences de la grave crise survenue à la suite de la défaillance de *Lehman Brothers* en septembre 2008. En dépit des mesures exceptionnelles de soutien prises par les autorités, ils ont encore été caractérisés par des périodes de turbulences et de repli sur les valeurs refuge. Ces développements ont surtout été alimentés par les incertitudes entourant le rythme de la reprise économique dans les économies avancées

et par les craintes quant à la soutenabilité des finances publiques de plusieurs pays. Ils ont conduit les investisseurs à postposer leurs anticipations d'une normalisation des taux directeurs de la politique monétaire, ce qui a contenu la hausse des taux d'intérêt à court terme. Les taux d'intérêt de référence à moyen et long termes aux États-Unis et en Allemagne sont aussi demeurés très bas. Ils ont même poursuivi leur repli au cours de l'année sous revue en raison de la modicité de l'inflation et de l'imposante demande pour les actifs à faible risque, accentuée, aux États-Unis, par l'anticipation de la décision prise en novembre par la Réserve fédérale d'acheter des titres du Trésor américain pour un montant total de 600 milliards de dollars jusqu'en juin 2011. Au troisième trimestre de 2010, le rendement des obligations de l'État fédéral allemand à dix ans est passé brièvement sous les 2,25 p.c., avant de rebondir de quelque 75 points de base vers la fin de l'année.

**GRAPHIQUE 59** RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS  
(données journalières, pourcentages)



Source : Thomson Reuters Datastream.

Contrastant singulièrement avec les évolutions survenues sur le marché du *Bund* allemand, les rendements des emprunts émis par plusieurs autres États membres de la zone euro ont atteint des niveaux jamais observés depuis l'avènement de l'union monétaire en 1999, portant l'écart de rendement par rapport au *Bund* à un niveau historiquement élevé. Alors que des craintes des marchés concernant la situation budgétaire de la Grèce et d'autres pays de la zone euro étaient déjà apparues en novembre 2009, les inquiétudes liées au risque souverain se sont renforcées durant les premiers mois de l'année sous revue à mesure que de nouvelles informations apparaissaient sur la situation budgétaire de la Grèce et sur l'ampleur considérable des ajustements nécessaires dans ce pays pour ramener le déficit public sous la barre des 3 p.c. du PIB. Pendant cette période, d'autres États membres de la zone euro confrontés à une détérioration substantielle de leur situation budgétaire et de leur croissance économique à la suite de la crise

**GRAPHIQUE 60 ÉCARTS DE TAUX ENTRE LE LIBOR ET L'OIS À TROIS MOIS<sup>(1)</sup>**

(données journalières, points de base)



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Écarts entre le Libor à trois mois et le taux fixe payé par la contrepartie d'un contrat de swaps de taux d'intérêt qui perçoit les taux au jour le jour pour une durée de trois mois.

financière – tels que l'Irlande, le Portugal et l'Espagne – ont aussi enregistré un élargissement marqué des écarts de rendement de leurs emprunts publics par rapport au *Bund*. Le sentiment négatif des marchés vis-à-vis de ces pays a aussi été exacerbé par le fait que des agences de notation envisageaient d'abaisser la notation de leur dette souveraine.

Face à l'importante détérioration des conditions de financement de la dette souveraine de la Grèce, qui commençait aussi à affecter la solidité financière et la position de liquidité des banques grecques, un programme d'aide conjoint de l'UE et du FMI en faveur de la Grèce a été annoncé le 11 avril. Ce programme, qui prévoyait une aide financière potentielle de 45 milliards d'euros, n'est toutefois pas parvenu à apaiser les marchés et les tensions se sont graduellement propagées aux marchés d'emprunts d'autres États périphériques. En avril, les marchés interbancaires européens ont commencé à montrer de nouveaux signes de tensions, à mesure que la liquidité de certains titres d'État utilisés comme nantissement se réduisait ou même disparaissait. Les craintes concernant le risque de contrepartie dans le cadre d'opérations interbancaires sont aussi réapparues, les banques considérées comme étant fortement exposées aux pays les plus vulnérables devant faire face à un durcissement de leurs conditions de financement. Le resserrement de ces conditions a été généralisé. Les indicateurs évaluant les conditions

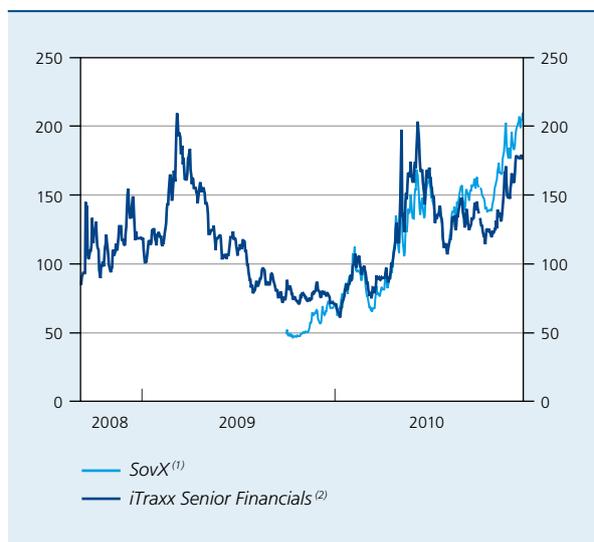
sur les marchés des prêts interbancaires en euro, garantis ou non, ont montré un durcissement des conditions sur les prêts à terme, ainsi qu'un accroissement des difficultés rencontrées par les banques pour utiliser certaines catégories de titres dans le cadre d'opérations de cession-rétrocession. Toutefois, l'élargissement des écarts entre les taux Libor à trois mois et le taux fixe payé par la contrepartie d'un contrat de *swaps* de taux percevant les taux au jour le jour pour une durée équivalente, en euro ou en dollar des États-Unis, est resté modéré par rapport aux niveaux extrêmes atteints à la suite de la faillite de *Lehman Brothers*, grâce à la réaction des autorités aux nouvelles tensions.

C'est à la fin d'avril que la confiance des marchés dans la zone euro s'est le plus nettement détériorée, lorsque la notation de la dette publique grecque a été abaissée de trois niveaux par l'une des principales agences de notation, après que la Grèce a fait état d'un déficit budgétaire plus important que prévu. La dégradation simultanée de la notation du Portugal et celle ultérieure de l'Espagne ont aggravé le sentiment négatif. Tandis que le programme d'aide financière en faveur de la Grèce était porté à 110 milliards d'euros le 2 mai, les investisseurs sont restés sceptiques quant aux évolutions du risque souverain sur d'autres marchés d'emprunts d'États périphériques. En raison d'une nouvelle intensification des tensions sur ces autres marchés pendant la semaine du 2 mai, qui a fait craindre une contagion de la crise de la dette grecque à d'autres pays, les écarts par rapport au *Bund* allemand ont atteint des niveaux records sur certains des marchés d'emprunts d'État où la liquidité a, par ailleurs, fortement diminué. Au vu de ces développements, le Conseil européen a convenu lors de sa réunion des 9 et 10 mai d'établir un Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF), tout en s'engageant à accélérer la consolidation budgétaire dans les cas où cela s'avérerait nécessaire, et de renforcer les mécanismes de surveillance budgétaire (cf. chapitre 1.1). Parallèlement, le Conseil des gouverneurs de l'Eurosystème a décidé de procéder à des interventions sur les marchés obligataires et a pris d'autres mesures en vue de restaurer les conditions de liquidité sur les marchés interbancaires (cf. chapitre 1.2).

Les interactions qui se sont manifestées entre l'aggravation du risque souverain dans plusieurs pays et la réapparition de tensions dans le secteur financier de la zone euro s'expliquent par plusieurs facteurs. Les banques détiennent généralement de vastes portefeuilles de titres d'État qui peuvent leur servir de nantissement pour leurs emprunts. Or, la variation de la valeur de ces titres ou l'abaissement de leur notation peut affecter la qualité et l'éligibilité des nantissements et, partant, augmenter le coût du recours des banques au financement externe,

**GRAPHIQUE 61 INDICES DE CONTRATS DÉRIVÉS DE DÉFAUT POUR LA DETTE SOUVERAINE EUROPÉENNE ET POUR LA DETTE *SENIOR* D'INSTITUTIONS FINANCIÈRES EUROPÉENNES**

(données journalières, points de base)



Sources : Bloomberg, Thomson Reuters Datastream.

- (1) Indice mesurant le niveau moyen des primes sur les contrats dérivés de défaut à cinq ans référant la dette souveraine de dix-neuf pays d'Europe occidentale.  
 (2) Indice mesurant le niveau moyen des primes sur les contrats dérivés de défaut à cinq ans référant la dette *senior* de vingt-cinq grandes institutions financières européennes.

voire en limiter l'accès. En générant des pertes sur instruments financiers, les baisses de la valeur de marché des emprunts publics peuvent aussi affecter le niveau des fonds propres des banques. Comme l'a montré la crise financière, les interactions entre le secteur financier et le débiteur souverain peuvent toutefois aussi apparaître en direction opposée, puisque des craintes relatives à la viabilité budgétaire peuvent être exacerbées par des problèmes survenant dans le secteur financier national, dans la mesure où celui-ci nécessite des programmes de soutien et augmente ainsi les engagements potentiels ou effectifs du secteur public. Ces interactions défavorables entre les finances publiques et le secteur financier ont été le principal facteur à l'origine de l'intensification des inquiétudes des marchés relatives au risque souverain de l'Irlande au cours du second semestre de l'année, à mesure que des éléments ont mis en évidence les pertes croissantes subies par le système bancaire irlandais sur les prêts immobiliers, alors que l'État irlandais avait garanti l'ensemble des dépôts et des dettes non subordonnées des banques dès l'automne 2008.

Tandis que les écarts de rendement des emprunts d'État irlandais par rapport au *Bund* atteignaient des niveaux records, les primes de risque sur d'autres emprunts d'États périphériques de la zone euro ont aussi retrouvé les

sommets enregistrés durant la semaine du 2 mai, voire les ont dépassés. La détérioration du sentiment du marché s'est même étendue aux pays situés hors de la périphérie de la zone euro, les primes enregistrées pour la Belgique et la France ayant également dépassé les pics atteints précédemment. En novembre, l'indice mesurant le niveau moyen des primes sur les contrats dérivés de défaut à cinq ans référant la dette souveraine de dix-neuf pays d'Europe occidentale a ainsi atteint son niveau le plus élevé depuis le second semestre de 2009, lorsque cette série a été calculée pour la première fois. L'indice correspondant pour les contrats dérivés de défaut à cinq ans référant la dette *senior* de vingt-cinq grandes institutions financières européennes est toutefois resté en deçà du pic relevé en mai. Nonobstant la persistance d'un degré de corrélation élevé dans les variations journalières entre les indices *SovX* et *iTraxx Senior Financials*, ce découplage entre les primes de risque sur les institutions financières et celles sur les débiteurs souverains s'est manifesté à partir du mois d'août. Il est donc survenu peu de temps après la publication des résultats des tests de résistance de nonante et une banques européennes le 23 juillet (cf. encadré 7) et la publication, par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, de nouvelles normes de fonds propres et de liquidité pour le système bancaire mondial, lesquelles témoignaient d'une approche moins dure pour certaines des modalités d'application de ces normes que celle sous-tendant les projets antérieurs. Ces deux événements ont aidé à réduire temporairement les incertitudes des marchés en ce qui concerne la situation financière des banques européennes et ont contribué à améliorer progressivement les conditions des opérations interbancaires pendant l'été. Après avoir dû faire face à un durcissement substantiel sur les marchés primaires des obligations lors d'émissions en mai et en juin, les banques européennes ont ainsi vu leur accès au financement par le biais de l'émission de titres d'emprunt s'améliorer sensiblement. Les banques considérées comme faibles ou actives dans des pays périphériques présentant d'importants risques souverains ont toutefois continué à s'appuyer, dans une large mesure, sur le financement de l'Eurosystème, étant donné que l'accès au financement externe était limité, voire inexistant. Bien qu'une importante fragmentation soit apparue sur le marché interbancaire européen durant le second semestre de 2010, une détérioration générale et significative des conditions de marché et des primes de risque pour les principaux établissements de crédit en Europe s'est à nouveau manifestée au cours du mois de novembre à la suite de la montée des inquiétudes relatives, d'une part, à la situation en Irlande, d'autre part, à la propagation potentielle de ces tensions à d'autres pays de la zone euro. Ces appréhensions ne se sont pas estompées après l'annonce d'un programme d'aide de 85 milliards d'euros en faveur de l'Irlande.

En partie financé par le Mécanisme européen de stabilisation financière mis sur pied en mai, ce programme comprend un important volet d'assistance financière au système bancaire irlandais dans le cadre de sa recapitalisation et de sa restructuration. Au même moment, les ministres des finances de l'Eurogroupe ont précisé les contours du Mécanisme européen de stabilité, à caractère permanent, qui sera introduit en 2013 quand le Mécanisme européen de stabilisation financière prendra fin. Durant les jours qui ont suivi ces annonces, le sentiment du marché est toutefois resté marqué par des doutes quant à la possibilité d'éviter une restructuration de la dette publique dans un certain nombre de pays de la zone euro. Une sensible diminution des primes de risque n'est survenue qu'après la réunion du Conseil des gouverneurs de l'Eurosystème du 2 décembre à l'issue de laquelle a été annoncée la décision de prolonger, comme décrit au chapitre 1.2, pour une nouvelle période de trois mois, certaines mesures non conventionnelles de provision de liquidités tout en confirmant que le Programme pour les marchés de titres

**GRAPHIQUE 63 ÉCART DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT AUX ÉTATS-UNIS<sup>(1)</sup>**

(données journalières, points de pourcentage)

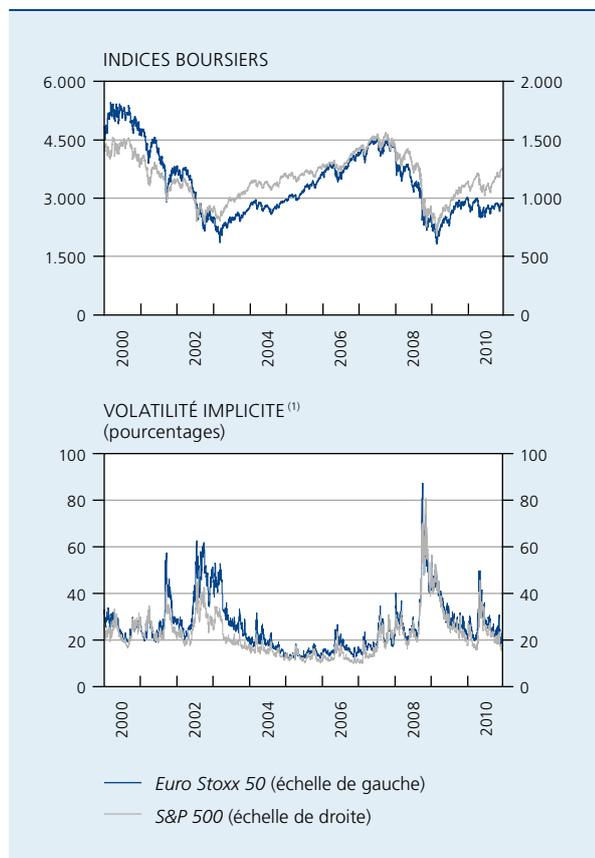


Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Différence entre le rendement des obligations d'entreprise libellées en dollar de notation inférieure à BBB/Baa3 et le taux d'intérêt perçu sur les bons du Trésor américain à dix ans.

**GRAPHIQUE 62 MARCHÉS BOURSIERS**

(données journalières)



Source : Thomson Reuters Datastream.

(1) Basée sur la volatilité implicite dérivée des options sur les indices S&P 500 et Euro Stoxx 50.

resterait opérationnel en tant qu'outil destiné à traiter les dysfonctionnements sur les marchés.

Les hésitations de la reprise dans les économies avancées et les tensions régnant sur les marchés d'emprunts d'États périphériques de la zone euro ont engendré des conditions volatiles sur les marchés boursiers mondiaux au cours de la période sous revue, même si ces marchés ont été soutenus par une amélioration notable de la rentabilité des entreprises.

Après avoir progressé de 8,7 p.c. au cours des quatre premiers mois de l'année, l'indice S&P 500 a atteint un sommet le 26 avril, avant de fléchir de plus de 15 p.c. à la suite des problèmes de la dette souveraine en Europe et des signes de ralentissement de la croissance économique aux États-Unis. Cette baisse a été suivie d'une nouvelle hausse due notamment à l'anticipation d'un nouveau programme d'achat d'actifs par la Réserve fédérale, lequel a effectivement été annoncé au début de novembre. Les entreprises européennes étant plus directement affectées par les conditions économiques difficiles qu'ont connues plusieurs pays européens, l'indice Euro Stoxx 50 a affiché une progression plus modérée pendant la période allant jusqu'au 26 avril et après la correction de 15 p.c. enregistrée en mai et en juin. L'indice a ainsi diminué au total de 5,8 p.c. par rapport à la fin de 2009. Malgré les turbulences observées sur les marchés d'emprunts souverains, les indices de volatilité implicite des cours boursiers, qui mesurent la volatilité attendue et reflètent

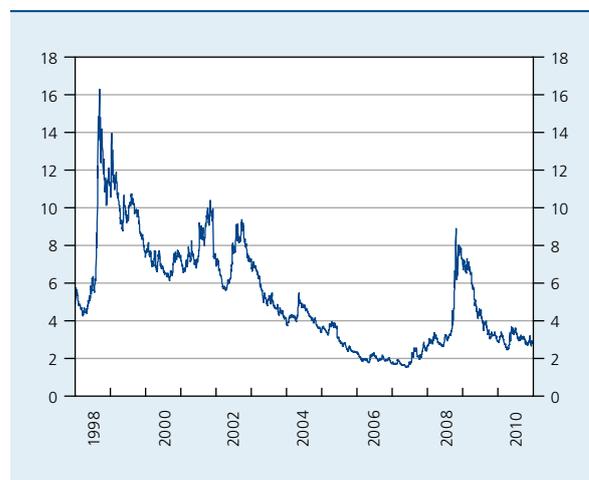
l'aversion au risque des investisseurs, sont restés bien en deçà des niveaux enregistrés à la suite de la faillite de *Lehman Brothers*, bien que la volatilité se soit établie à un niveau plus élevé en Europe qu'aux États-Unis.

Étant donné que l'amélioration de la rentabilité dans le secteur privé a considérablement réduit les défauts sur obligations d'entreprise en 2010, les primes de risque sur ce marché n'ont crû que modérément lorsque des inquiétudes concernant les perspectives économiques mondiales ont refait surface à l'été 2010. À la fin de 2010, la prime sur les obligations à haut rendement aux États-Unis est même revenue à un niveau inférieur à sa moyenne de long terme, de 5,4 p.c. pour la période 1987-2010.

Les écarts de rendement des obligations des marchés émergents se sont aussi quelque peu creusés à la mi-2010, restant toutefois à un niveau proche de ceux très faibles atteints en 2006 et en 2007, avant l'éclatement de la crise financière mondiale. La croissance économique relativement soutenue sur les marchés émergents et l'amélioration substantielle des fondamentaux économiques dans certaines économies émergentes par rapport à la situation observée il y a quelques années ont contribué à réduire les primes de risque sur les obligations émises par ces pays. Ces évolutions sont sans doute aussi dues au fait que ces derniers ont bénéficié d'entrées massives de capitaux, les taux d'intérêt étant particulièrement

**GRAPHIQUE 64** ÉCART DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS EN DOLLAR DES MARCHÉS ÉMERGENTS<sup>(1)</sup> PAR RAPPORT AUX OBLIGATIONS D'ÉTAT AUX ÉTATS-UNIS

(données journalières, points de pourcentage)



Sources : JPMorgan Chase, Thomson Reuters Datastream.

(1) EMBI Global composite.

bas dans les économies avancées. De telles entrées de capitaux ont suscité la crainte d'une surchauffe intérieure et plusieurs pays ont adopté des mesures pour tenter de décourager de nouvelles entrées.

## Encadré 7 – Tests de la capacité de résistance de banques européennes

Lors de sa réunion du 17 juin 2010, le Conseil européen a décidé de publier les résultats individuels des tests européens coordonnés de la capacité de résistance des banques. Ces tests ont été réalisés par les autorités européennes de surveillance et par les banques centrales nationales de l'UE, en coopération avec le Comité des superviseurs bancaires européens (CEBS), la BCE et la CE. Les résultats des banques participantes à ces tests de résistance, qui ont été effectués sur la base des données fournies par les banques elles-mêmes, ont été publiés le 23 juillet.

L'objectif général était d'informer les marchés et les autorités du degré de solidité du système bancaire européen face à de possibles évolutions économiques défavorables, notamment sous la forme d'une aggravation du risque souverain. À cet effet, les tests se sont concentrés sur la résistance des banques aux risques de crédit et de marché. Un autre objectif était d'améliorer, par la publication de montants détaillés, l'information disponible concernant l'exposition de chaque banque à la dette souveraine européenne.

Pour simuler les risques de crédit, deux types de scénarios macroéconomiques ont été imaginés. Un scénario de référence prévoyait une reprise modérée après le ralentissement sévère de 2008-2009, tandis qu'un scénario défavorable postulait une récession à double creux, et une croissance du PIB européen inférieure de 3 points de pourcentage à celle du scénario de référence. Le scénario défavorable comprenait aussi des chocs spécifiques par pays sur les courbes des rendements, basés sur l'hypothèse d'une aggravation des inquiétudes quant aux risques

souverains. Le risque de marché a été testé en appliquant aux positions du portefeuille de négoce des banques des paramètres de marché détériorés, y compris en ce qui concerne les expositions souveraines.

L'exercice a été mené sur une base individuelle auprès de nonante et une banques européennes en utilisant des modèles, une méthodologie et des hypothèses de base communs. Les autorités nationales de surveillance de vingt États membres de l'UE ont été impliquées. Les actifs des banques soumises à l'exercice représentaient au total près des deux tiers de ceux du système bancaire européen. Les institutions bancaires testées comprenaient *KBC*, *Dexia*, *BNP Paribas* et *ING*.

Dans le cadre du scénario défavorable incluant le choc souverain, le ratio *Tier 1* agrégé, utilisé comme une mesure uniformisée de la résistance des banques à des chocs, reviendrait de 10,3 p.c. en 2009 à 9,2 p.c. à l'horizon 2011. La pression à la baisse sur les ratios de fonds propres selon ce scénario s'explique essentiellement par des pertes sur créances (472,8 milliards d'euros sur deux ans), alors que les pertes associées au choc souverain additionnel atteindraient 67,2 milliards sur deux ans. Sept banques verraient leur ratio *Tier 1* tomber sous le seuil des 6 p.c., le déficit cumulé de capital *Tier 1* s'élevant à 3,5 milliards d'euros. En accord avec leur autorité de surveillance, ces banques devaient proposer un plan visant à s'attaquer aux faiblesses mises en évidence par les tests de résistance. Les ratios pour *KBC*, *Dexia*, *BNP Paribas* et *ING*, dans ce scénario défavorable, sont restés supérieurs au seuil des 6 p.c.

## 3.2 Stabilité financière

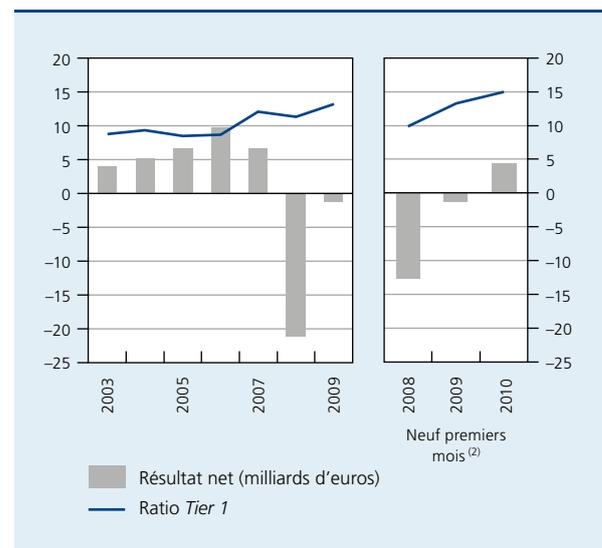
### 3.2.1 Banques belges

Après avoir subi une lourde perte de 21,2 milliards d'euros en 2008 et encore enregistré un mali, certes réduit, de 1,2 milliard en 2009, les établissements de crédit de droit belge ont renoué avec les bénéfices, comptabilisant un profit net de 4,4 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2010. Ce redressement s'est notamment appuyé sur les restructurations d'activités auxquelles ceux-ci ont procédé afin de répondre aux vulnérabilités mises en lumière par la crise financière.

Ce retour à la rentabilité, et son maintien, constituent une condition essentielle pour consolider la solvabilité des banques belges. La mise en réserve des bénéfices représente en effet une source majeure d'accumulation de capital dans un contexte présentant deux grands défis. D'une part, les banques vont devoir rembourser les interventions en capital reçues des autorités publiques en 2008 et en 2009. D'autre part, les nouvelles normes de solvabilité, dites de Bâle III, mises au point par le Comité de Bâle en réponse à la crise financière, relèvent considérablement les exigences sur certains points, tels que la définition du capital réglementaire et la pondération à appliquer à certains actifs. Ces nouvelles normes ainsi que leur impact potentiel sur différents agrégats macroéconomiques sont commentés plus en détail à l'encadré 8 du présent rapport.

**GRAPHIQUE 65** RENTABILITÉ ET SOLVABILITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données sur une base consolidée<sup>(1)</sup>; pourcentages, sauf mention contraire)



Sources: CBFA, BNB.

(1) La base consolidée comprend l'ensemble des entités bancaires établies en Belgique et possédant une ou plusieurs filiales. Pour certaines entités telles *ING Belgique* et *BNP Paribas Fortis*, il peut s'agir d'une sous-consolidation. Dans le cas de *Dexia*, les données ne reprennent que les activités de *Dexia Banque Belgique* et de ses filiales, à l'exclusion donc de *Dexia Crédit Local*, *Dexia BIL* et *Denizbank*.

(2) Montants non annualisés.

### Encadré 8 – La nouvelle réglementation « Bâle III » et ses impacts potentiels

Lors du sommet de Séoul des 11 et 12 novembre 2010, les dirigeants des pays du G20 ont adopté les nouvelles normes proposées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire en matière de solvabilité et de liquidité, dénommées Bâle III, et ont soutenu le développement de nouveaux dispositifs visant à mieux gérer les crises

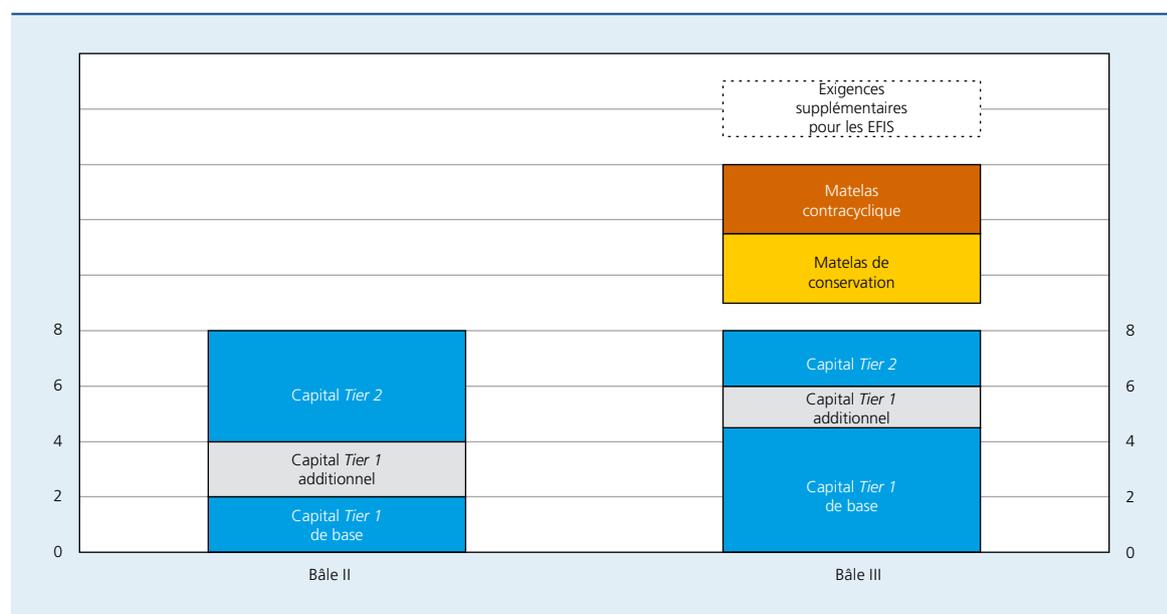
affectant des institutions financières d'importance systémique. Couplées à une surveillance et à un contrôle plus efficaces, ces mesures devraient renforcer la résistance du système financier.

Un des objectifs premiers de Bâle III est d'améliorer la qualité des fonds propres réglementaires, ainsi que d'harmoniser leur définition. Afin d'assurer que les fonds propres disponibles puissent garantir une absorption des pertes éventuelles, qu'ils soient maintenus en permanence et qu'ils soient assortis d'une totale flexibilité de rémunération en période de crise, Bâle III stipule que ceux relevant de la définition la plus restrictive, à savoir le capital *Tier 1* de base (*common equity Tier 1 capital*), doivent se composer pour l'essentiel d'actions ordinaires et des bénéficiaires non distribués. Au surplus, c'est à ces fonds propres que doivent s'appliquer les ajustements prescrits à des fins prudentielles sous la forme de déductions, telles que les *goodwill*, les immobilisations incorporelles, ou encore certains impôts différés repris à l'actif du bilan. D'autres instruments de capital, destinés à absorber les pertes dans l'hypothèse d'une continuité des activités, peuvent être reconnus sous certaines conditions comme des éléments complémentaires du capital *Tier 1*. Les instruments de capital qui n'absorbent des pertes qu'en cas de liquidation restent éligibles au titre de capital *Tier 2*.

Par ailleurs, il a été décidé de relever les exigences minimales sur le niveau des fonds propres en vue d'accroître la résistance tant des établissements individuels que du système financier dans son ensemble. D'une part, pour mieux prendre en compte les risques auxquels les banques font face, les exigences en matière de fonds propres ont été renforcées pour certains facteurs de risque qui se sont avérés insuffisamment couverts au cours de la crise financière, tels que les risques de marché, les (re)titrisations, les risques de contrepartie encourus dans le cadre de contrats portant sur des produits dérivés, les opérations de cession-rétrocession et les opérations de financement de titres. Cette série de règles augmente les exigences en fonds propres relatives aux expositions précitées et affecte dès lors le dénominateur des ratios de solvabilité. D'autre part, la hausse des ratios minimaux réglementaires entraînera une augmentation du niveau exigé de fonds propres. L'évolution la plus marquante réside dans le relèvement des exigences minimales en matière de capital *Tier 1* de base (*common equity Tier 1*

#### EXIGENCES MINIMALES EN MATIÈRE DE CAPITAL RÉGLEMENTAIRE DE BÂLE II ET BÂLE III

(pourcentages des actifs pondérés par les risques)



Source : BNB.

*capital*), de 2 à 4,5 p.c. des actifs pondérés par les risques, tandis que le niveau minimal du ratio *Tier 1* a été porté de 4 à 6 p.c. des actifs pondérés par les risques. En intégrant le capital *Tier 2*, le niveau minimum des fonds propres réglementaires totaux reste fixé à 8 p.c. des actifs pondérés par les risques, mais avec une ventilation différente entre les composantes. Les nouvelles normes comprennent aussi un ratio d'endettement harmonisé, qui rapporte le capital *Tier 1* à l'ensemble des actifs détenus par la banque sans pondération, tout en tenant compte des expositions hors bilan. Ce ratio, qui sera appliqué à titre d'observation dans un premier temps, est appelé à servir de plancher absolu aux exigences calculées en fonction des risques.

La crise ayant confirmé que le système financier est fortement interconnecté et tend à amplifier les fluctuations du cycle économique, des outils macroprudentiels seront introduits afin de mieux prendre en compte la dimension systémique des risques. Les outils mis en place à cet effet dans le cadre de Bâle III comprennent deux grands volets.

Le premier de ces deux volets consiste en la création d'un matelas dit « de conservation » (*capital conservation buffer*) qui peut être étoffé par un matelas dit « contracyclique » (*countercyclical capital buffer*). Le matelas de conservation représente un pourcentage fixe de 2,5 p.c. des actifs pondérés par les risques et doit être couvert exclusivement par du capital *Tier 1* de base (*common equity Tier 1 capital*). Un matelas « contracyclique », compris entre 0 et 2,5 p.c. et couvert également par du capital *Tier 1* de base (*common equity Tier 1 capital*), peut s'ajouter au premier mécanisme amortisseur. Cette seconde mesure ne sera activée, pour un pays donné, que dans l'éventualité d'une croissance excessive du crédit entraînant une augmentation des risques pesant sur l'ensemble du système et sera relâchée en cas de contraction du crédit. Les deux matelas devront être constitués pendant les périodes favorables, mais pourront toutefois être utilisés, si nécessaire, en temps de crise. Certaines contraintes sur la distribution discrétionnaire de dividendes par les banques s'imposeront à celles qui n'ont pas assez de capital *Tier 1* de base (*common equity Tier 1 capital*) pour couvrir ces deux matelas de sécurité.

Le second volet, encore en développement, vise à réduire les effets de contagion potentiels qui pourraient être causés par des banques qui, du fait de leur taille ou de leur part de marché dans certains segments d'activité, font courir des risques à l'ensemble du système. Ce volet comprend en particulier des normes spécifiques qui seraient imposées aux « établissements financiers considérés comme étant d'importance systémique » (EFIS). Par ailleurs, il inclut aussi des règles encourageant l'utilisation de contreparties centrales pour les opérations de gré à gré sur produits dérivés.

Afin de limiter les écarts d'échéances entre les actifs et les passifs, qui ont largement contribué à aviver les tensions sur les marchés pendant la crise, deux normes portant sur la liquidité sont introduites. Un ratio de couverture de liquidité (*liquidity coverage ratio*) oblige les établissements de crédit à s'assurer qu'ils disposent d'un montant suffisant d'actifs liquides de haute qualité – mobilisables dans le cadre d'opérations de cession-rétrocession sur le marché monétaire ou auprès des banques centrales – pour résister à une crise qui limiterait sévèrement les possibilités de refinancement des sorties nettes de fonds dans un laps de temps pouvant aller jusqu'à un mois. Cette mesure destinée à contenir les risques de liquidité à court terme est assortie d'un ratio net de financement stable (*net stable funding ratio*), qui tend à limiter les décalages à long terme entre, d'une part, les actifs illiquides et les absorptions potentielles de liquidité liées à des engagements hors bilan, d'autre part, des sources de financement jugées stables, ceci en vue de limiter le financement excessif d'actifs illiquides à long terme par des ressources à très court terme.

En vue de s'assurer que le nouveau cadre réglementaire destiné à renforcer la résistance du système financier ne porte pas préjudice à la reprise économique, deux groupes de travail internationaux complémentaires ont été chargés d'examiner les coûts macroéconomiques qu'entraînerait la mise en œuvre de la réglementation Bâle III. Le *Long-Term Economic Impact Group* (LEI) s'est concentré sur une analyse de coûts et bénéfices structurels, à l'issue de la transition vers les nouveaux coefficients de fonds propres et de liquidité, tandis que le *Macroeconomic Assessment Group* (MAG) a évalué les effets macroéconomiques de la transition vers des exigences plus strictes en matière de solvabilité et de liquidité. Le LEI a publié son rapport final le 16 août 2010, tandis que le MAG diffusait à la même date un rapport intermédiaire, et le 17 décembre son rapport final.



Le groupe LEI a évalué qu'une augmentation de 1 p.c. des exigences en matière d'adéquation des fonds propres induirait un repli d'environ 0,1 p.c. du PIB en termes réels. D'un autre côté, l'analyse du groupe suggère que la hausse des ratios de fonds propres réduirait significativement les risques de crise et les pertes en termes de PIB qui y sont associées et diminuerait l'amplitude des fluctuations de la production en dehors des périodes de crise. Le message-clé du rapport est dès lors que, à l'intérieur d'une large fourchette d'augmentation des ratios de solvabilité, les retombées positives de la réforme en dépassent les coûts, mais que le bénéfice net de celle-ci tend à diminuer, voire à devenir négatif, au-delà d'une certaine limite.

Dans le rapport du MAG, la longueur de la phase de transition a été identifiée comme étant le facteur déterminant de la réaction des banques aux nouvelles normes en matière de solvabilité et de liquidité. Si cette période est courte, les banques pourraient décider de réduire leur offre de crédit dans le but d'accroître leurs ratios de solvabilité et d'ajuster rapidement la composition de leurs actifs. À l'inverse, une période de transition plus longue leur donnerait plus de temps pour s'adapter en leur permettant de mettre en réserve une partie des bénéfices, d'émettre des actions ou encore, de modifier la composition de leur passif.

Les dirigeants des pays du G20 ont tenu compte de cette conclusion du rapport du MAG en prévoyant une longue période de transition avant la mise en œuvre complète de la réglementation relative aux fonds propres et à la liquidité. Cette période contribuera à atténuer tout effet non intentionnel, en particulier lié aux mesures nouvellement mises en place telles que les ratios d'endettement et de liquidité. Cette mise en œuvre débutera le 1<sup>er</sup> janvier 2013, mais le nouveau cadre ne sera entièrement d'application qu'à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2019.

En prenant en compte la période de transition vers les nouvelles exigences de Bâle III en matière d'adéquation des fonds propres telle qu'approuvée par le G20 et le niveau de ces derniers à la fin de 2009, le MAG a estimé que le niveau du PIB en volume se contracterait de quelque 0,2 p.c. par rapport à la trajectoire de base après trente-cinq trimestres, ce qui équivaut, sur une base annuelle, à un recul du taux de croissance de 0,03 p.c.

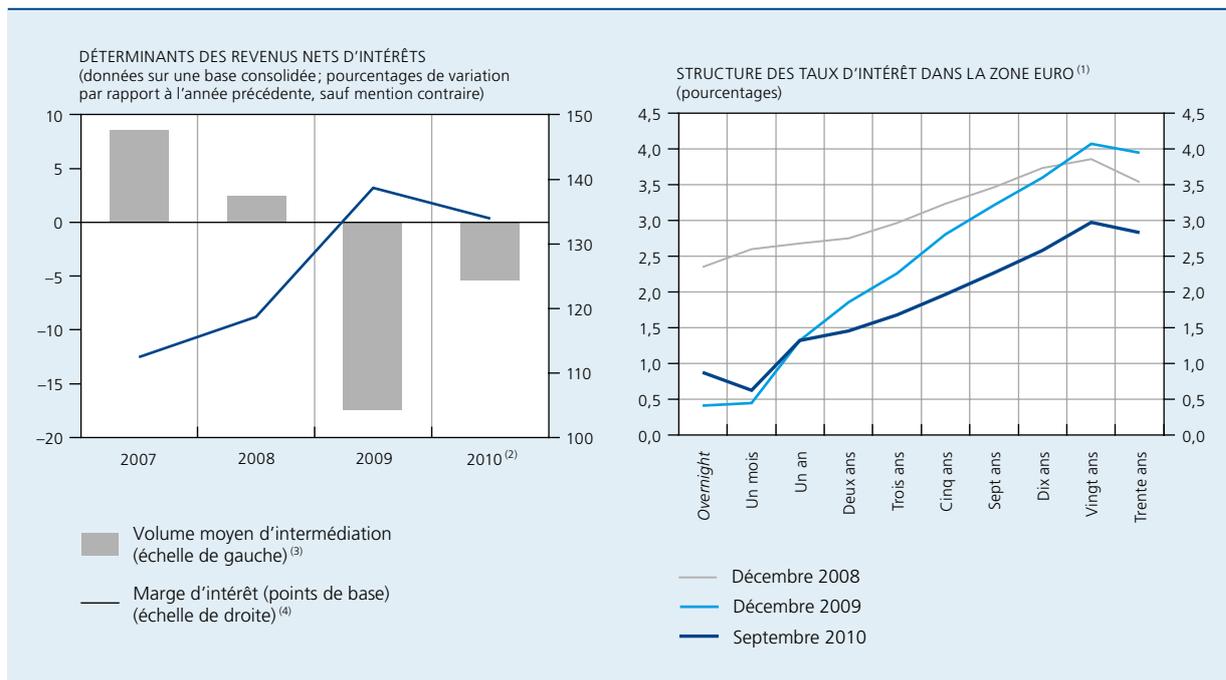
Depuis la fin de 2008, le coefficient de solvabilité des banques belges a progressé, malgré les pertes encore subies en 2009. Le ratio rapportant le capital *Tier 1* aux actifs pondérés par les risques a atteint 15 p.c. à la fin de septembre 2010. Les capitaux reconnus comme *Tier 1* comprennent principalement le capital social et les réserves, y compris le résultat reporté, ainsi que certains produits hybrides, qui s'élevaient à, respectivement, 57,9 et 7,1 milliards d'euros à la fin de septembre 2010. Des déductions, notamment liées au *goodwill* et aux participations importantes dans d'autres établissements de crédit, y sont appliquées, à hauteur de 8,5 milliards. L'augmentation du ratio a résulté de la conjonction de différentes évolutions observées les dernières années. La solvabilité des banques a tout d'abord été fortement influencée par l'importante diminution du total de leurs bilans qui s'est accompagnée d'une baisse du risque moyen des actifs. En plus de cette politique délibérée de réduction des risques, les banques ont pu profiter, moyennant le paiement de primes, des garanties publiques sur certains actifs, permettant la diminution de la pondération de risque à appliquer sur ces actifs. Enfin, tant en 2008 qu'en 2009, elles ont

bénéficié d'augmentations de capital de la part des autorités publiques, ce qui a limité l'impact des pertes sur le capital réglementaire.

Si la rentabilité s'est améliorée, elle est toutefois devenue très dépendante des revenus nets d'intérêts. En effet, ceux-ci constituent, depuis la crise, la principale source de revenus des établissements de crédit. Ils ont représenté 67 p.c. du produit bancaire pour les neuf premiers mois de 2010, alors que ce dernier se partageait de manière assez équilibrée entre les revenus d'intérêts et les revenus hors intérêts avant la crise. Des pertes enregistrées sur les portefeuilles de négoce, ainsi que la réduction de ces portefeuilles et des activités génératrices de commissions, ont fortement contribué au repli des revenus hors intérêts.

Le niveau des revenus nets d'intérêts dépend essentiellement de deux facteurs, à savoir le volume des actifs et passifs porteurs d'intérêts et la marge d'intérêt, qui mesure la différence entre les taux d'intérêt moyens perçus sur les actifs et ceux versés sur les passifs. La baisse du volume moyen des actifs porteurs d'intérêts, qui avait

GRAPHIQUE 66 REVENUS NETS D'INTÉRÊTS ET STRUCTURE DES TAUX



Sources: Thomson Reuters Datastream, CBFA, BNB.

(1) Structure sur la base des taux Eonia, Euribor et swaps.

(2) Pourcentages annuels calculés sur la base des neuf premiers mois.

(3) Volume moyen des actifs financiers autres que les actifs reconnus comme « détenus à des fins de transaction » selon la norme comptable IAS 39.

(4) La marge d'intérêt correspond à la différence entre les taux implicites moyens perçus et ceux versés sur l'encours, respectivement, des actifs et des passifs financiers autres que ceux reconnus comme « détenus à des fins de transaction » selon la norme comptable IAS 39.

été particulièrement importante en 2009, s'est poursuivie durant les neuf premiers mois de 2010, mais à un rythme moins soutenu, de 5,3 p.c. En revanche, le mouvement à la hausse de la marge d'intérêt observé en 2008 et plus encore en 2009 s'est inversé en 2010, et plus particulièrement au troisième trimestre. Trois facteurs ont contribué à ce retournement.

Premièrement, en 2009, la diminution du volume d'intermédiation s'était concentrée principalement sur des activités à faible marge, des transactions interbancaires pour l'essentiel, ce qui s'était traduit, du fait d'un effet de composition, par une augmentation de la marge d'intérêt. Cet effet n'a plus joué en 2010, vu que les réductions à l'actif ont surtout touché les crédits octroyés à des contreparties non bancaires et les titres de dette détenus en portefeuille.

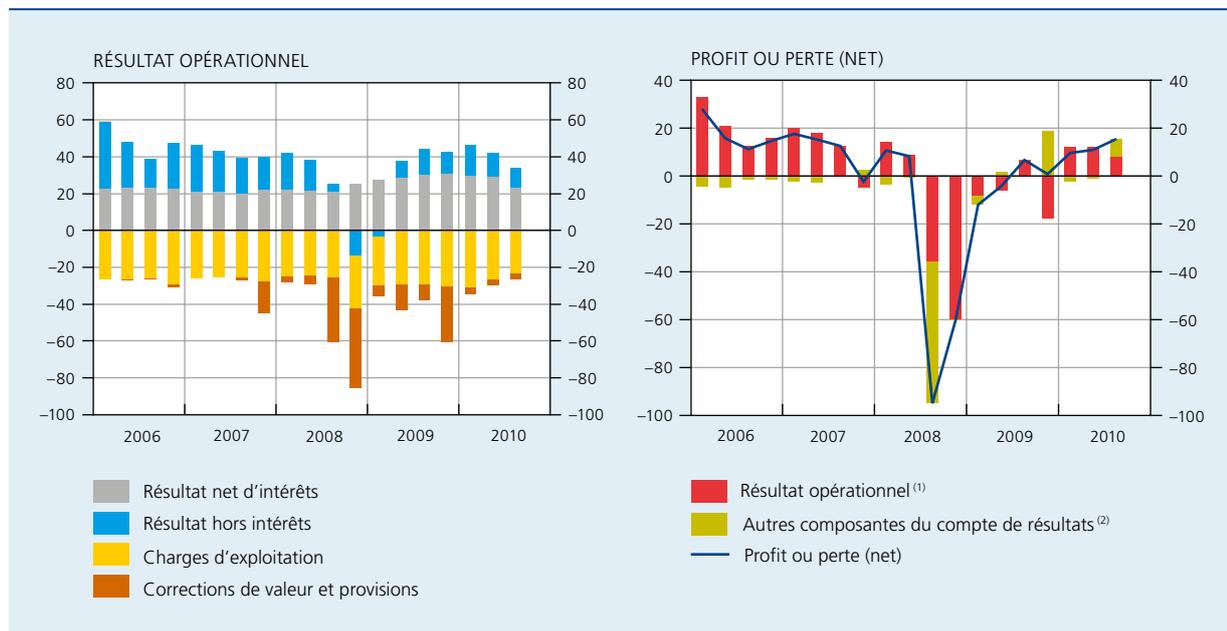
Deuxièmement, l'évolution des taux d'intérêt a été moins favorable. À la fin de 2008 et en 2009, les taux à court terme avaient été poussés vers des niveaux historiquement bas à la suite des baisses des taux directeurs des banques centrales. En conséquence, l'écart entre le taux d'intérêt à trente ans et le taux au jour le jour

(*overnight*) était passé de 119 points de base à la fin de 2008 à 354 points de base douze mois plus tard. Les banques empruntant en moyenne à court terme pour prêter à plus long terme et la baisse des taux à court terme se répercutant rapidement sur le coût des dépôts, ce redressement de la courbe des taux s'était avéré bénéfique pour l'activité de transformation d'échéances, entraînant dès lors la marge d'intérêt à la hausse. En 2010, toutefois, la courbe des taux a adopté un profil plus plat, le différentiel entre le taux d'intérêt à trente ans et le taux au jour le jour se réduisant à 196 points de base à la fin de septembre. Cet aplatissement de la courbe des rendements a entraîné une diminution de la marge en 2010, dans un contexte où le bas niveau des taux à court terme réduit les bénéfices que les établissements de crédit peuvent tirer de ressources à très faible coût, telles que les dépôts à vue.

Enfin, pour se prémunir contre le risque auquel elles s'étaient exposées en cas de redressement rapide des taux, les banques ont eu recours à des contrats en produits dérivés leur permettant d'obtenir des versements calculés sur la base des taux à court terme en contrepartie de paiements se référant aux taux à long terme.

**GRAPHIQUE 67 PRINCIPALES CATÉGORIES DE REVENUS ET DE COÛTS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES**

(données trimestrielles non cumulées, sur une base consolidée, en proportion du total des actifs, points de base)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Comprend le résultat net d'intérêts, le résultat hors intérêts, les charges d'exploitation et les corrections de valeur et provisions.

(2) Ce poste comprend notamment les éléments exceptionnels et les impôts. Au troisième trimestre de 2008, 9 milliards d'euros de pertes ont été enregistrées par Fortis Banque à la suite de la cession de ses parts dans le consortium RFS Holdings B.V. Au quatrième trimestre de 2009, BNP Paribas Fortis a acté la reprise de réductions de valeur sur les actifs comptabilisés les exercices précédents au titre d'impôts différés. Enfin, au troisième trimestre de 2010, l'augmentation du poste est due à un changement dans la méthodologie de BNP Paribas Fortis consistant à rapporter de manière séparée les résultats des activités abandonnées.

Ces opérations de couverture de risques n'ont pas seulement contribué à un fléchissement de la marge d'intérêt en 2010, mais elles se sont également traduites par des moins-values dans la mesure où les taux à long terme se sont inscrits en baisse en 2010. Cette évolution s'est reflétée, au bilan, par une augmentation de la valeur de marché des dérivés comptabilisés au passif plus importante que de celles des dérivés de l'actif. Des moins-values ont également été actées à la suite de la hausse des taux appliqués à la dette souveraine de certains États membres de la zone euro.

Ces moins-values sur produits dérivés et sur certains titres de la dette publique ont pesé sur les résultats hors intérêts. En revanche, cette catégorie de revenus a pu être soutenue par la stabilisation des revenus nets de commissions et surtout par l'impact positif de la diminution des taux qui a permis aux banques de dégager des plus-values sur de nombreux actifs détenus dans le portefeuille de négoce.

Les charges d'exploitation ont continué à diminuer, ce qui témoigne clairement des efforts consentis par les groupes en vue de se recentrer sur leurs activités principales via la cession ou la réduction de certaines branches d'activité,

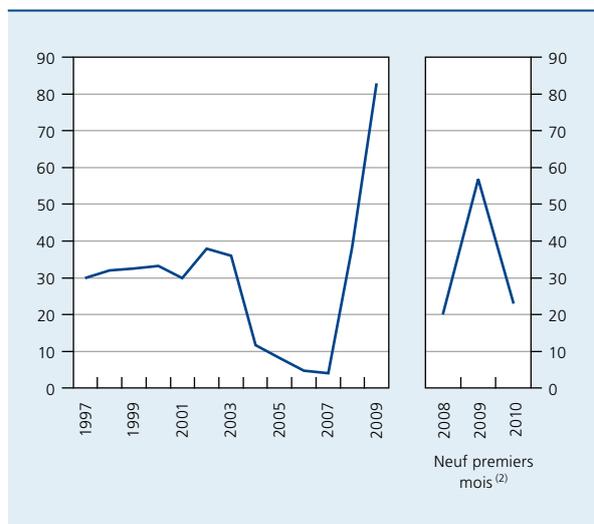
d'une part, et de la rationalisation de certaines entités, d'autre part. Les charges d'exploitation ont représenté 66 p.c. du produit bancaire au cours des neuf premiers mois de 2010, ce qui se rapproche du pourcentage de 61 p.c. enregistré en 2007, avant la crise.

L'évolution des réductions de valeur et des provisions a joué un rôle déterminant dans le relèvement du profit net au cours des neuf premiers mois de 2010. Alors que ces réductions de valeur avaient été très importantes tant en 2008 – où elles avaient surtout porté sur des titres – qu'en 2009 – lorsqu'elles avaient majoritairement concerné des créances – elles sont revenues, en 2010, à un niveau sensiblement inférieur à celui des deux années précédentes.

Au cours des neuf premiers mois de 2010, les provisions sur le portefeuille de prêts et créances se sont, en effet, limitées à 1,2 milliard d'euros, alors que pour la période correspondante de 2009, elles avaient été de 3,1 milliards. Exprimées en pourcentage de l'encours total des prêts octroyés, elles ont atteint 23 points de base, retrouvant ainsi un niveau inférieur à celui atteint à la même période en 2009, mais toujours quelque peu supérieur à celui de 2008.

**GRAPHIQUE 68 PROVISIONS POUR PERTES SUR CRÉANCES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES<sup>(1)</sup>**

(données sur une base consolidée, points de base)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Flux nets des nouvelles provisions pour pertes sur créances, exprimés en pourcentage de l'encours des créances. Les données à partir de 2006 se rapportent aux provisions pour la catégorie « prêts et créances » selon les normes comptables IAS/IFRS.

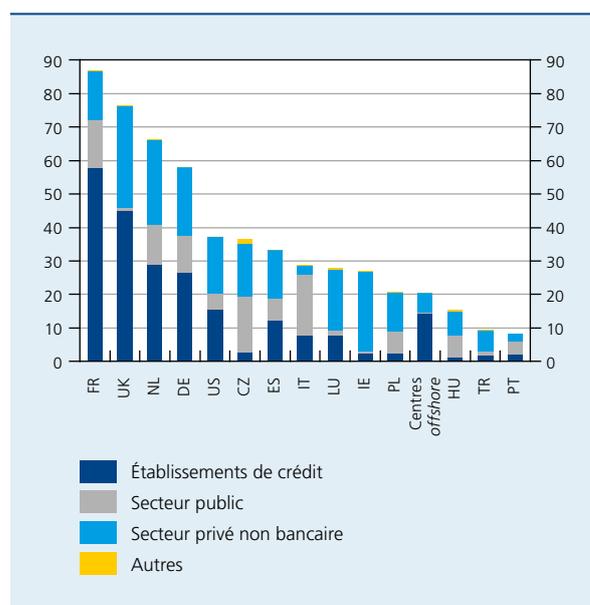
(2) Taux annualisé.

Le repli marqué des provisions pour créances dépréciées pourrait surprendre dans un contexte encore caractérisé par la crise économique. Différents facteurs peuvent néanmoins expliquer cette évolution. Les banques ont adopté, depuis le déclenchement de la crise, une attitude plus prudente en matière d'octroi de crédits. Les ménages et sociétés belges – représentant près de 39 p.c. des expositions sous la forme de prêts et même 53 p.c. si on considère les seules expositions envers des contreparties non bancaires – ont maintenu une position financière relativement solide (voir chapitre 3.3). Le taux élevé en 2009 de provisionnement des créances dépréciées, c'est-à-dire la part des créances dépréciées couverte par des provisions, pourrait avoir limité le besoin de constituer de nouvelles provisions en 2010. Enfin, le niveau historiquement bas des taux d'intérêt a pu permettre à certains clients éprouvant des difficultés à rembourser leur emprunt de refinancer leur crédit à taux plus bas et éventuellement sur une durée plus étendue, ce qui pourrait avoir été mis à profit par certaines banques pour retarder la reconnaissance de tels prêts en tant que créances dépréciées.

Le pourcentage de créances dépréciées est revenu de 2,9 p.c. de l'encours total des prêts octroyés par les établissements de crédit de droit belge en 2009 à 2,7 p.c. en 2010 et le taux de provisionnement s'est stabilisé aux

alentours de 40 p.c. Une part importante de ces créances dépréciées se trouve dans des portefeuilles de prêts à des contreparties privées non bancaires situées à l'étranger. Les banques belges détiennent d'importantes créances sur le secteur privé non bancaire au Royaume-Uni, aux Pays-Bas, en Irlande, en Allemagne et en Europe centrale et de l'Est. Les expositions envers les secteurs publics étrangers sont principalement composées d'emprunts des États italien, tchèque, français, néerlandais et allemand. Enfin, les créances détenues sur le système bancaire sont principalement concentrées en France, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni, aux États-Unis, et en Allemagne. Dans le cas des deux premiers pays, les expositions comprennent des opérations intragroupes effectuées, respectivement, par *Dexia Banque Belgique* et *ING Belgique*, avec des entités-sœurs dans d'autres pays, car *Dexia* et *ING* ne sont que partiellement consolidées dans les données du reporting prudentiel utilisées pour recenser les expositions géographiques des banques belges.

La nature des risques de crédit endossés par les banques a été affectée par les restructurations, cessions et transferts d'activités auxquels elles ont procédé. Ce sont principalement les expositions sur des contreparties étrangères qui ont fait l'objet de ces opérations, celles-ci visant principalement à traiter les vulnérabilités mises en lumière par la crise

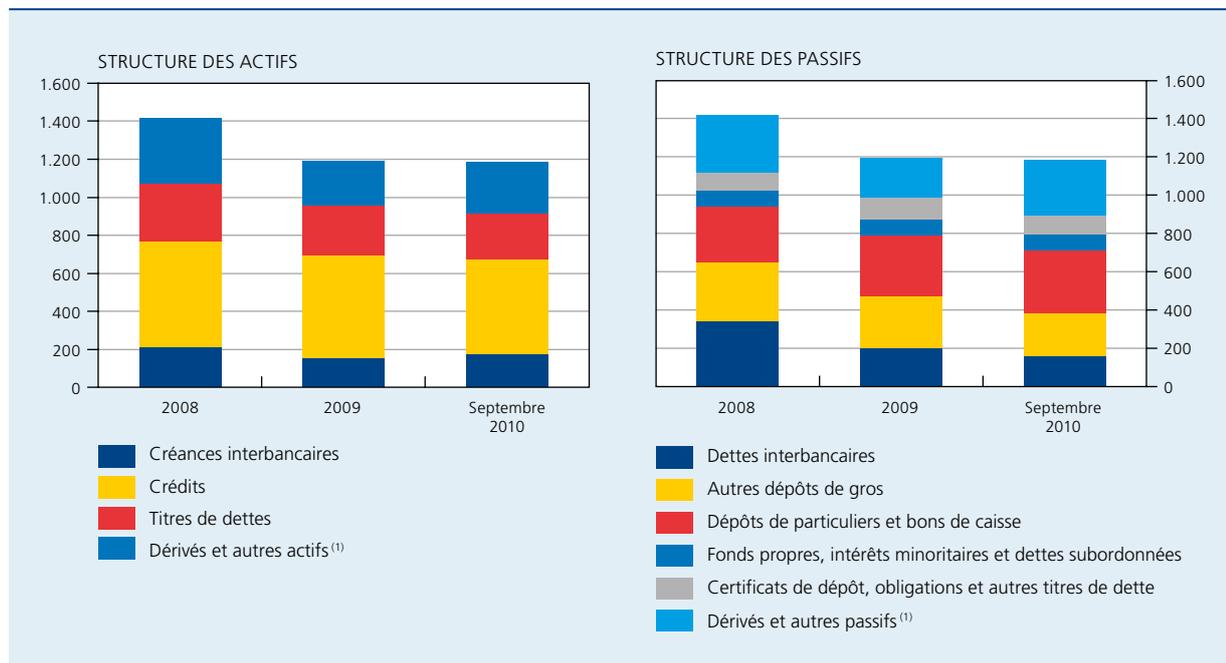
**GRAPHIQUE 69 CRÉANCES SUR L'ÉTRANGER DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES**(données à la fin de septembre 2010, sur une base consolidée<sup>(1)</sup>, milliards d'euros)

Source : BNB.

(1) Données provenant du reporting des expositions vis-à-vis de l'étranger auprès de la BRI et établies selon les normes comptables belges (*Belgian GAAP*). Les actifs sont répartis sur la base du risque final, c'est-à-dire après transfert de risque.

## GRAPHIQUE 70 ACTIFS ET PASSIFS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données en fin de période, sur une base consolidée, milliards d'euros)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Les produits dérivés sont évalués au bilan à leur valeur de marché.

financière. L'année 2008 avait été marquée par la sortie de *Fortis Bank Nederland* du périmètre de consolidation de *Fortis Banque* et par une réduction importante des créances interbancaires. En 2009 et en 2010, les établissements de crédit ont poursuivi la refonte de leur bilan, en ligne avec les accords conclus avec la CE, agissant au titre de sa compétence en matière de contrôle du respect des conditions de concurrence. Ils se sont séparés de certains pans d'activité, ont clôturé certaines positions, notamment interbancaires, et ont placé certains portefeuilles de prêts, de titres de dette ou de dérivés en liquidation. *BNP Paribas Fortis* a également transféré de nombreuses activités situées à l'étranger à sa société-mère *BNP Paribas*, tandis que cette dernière lui transférait ses activités au Luxembourg. Dans un futur proche, les banques belges prévoient encore la revente d'une part non négligeable de leurs activités, majoritairement à l'étranger. *KBC* procédera notamment, d'ici 2013, à l'introduction en bourse d'une partie des parts dans sa filiale tchèque *ČSOB*, et à la vente de certaines activités, notamment en Belgique et en Europe centrale et de l'Est afin d'atteindre l'objectif, fixé en accord avec la CE, d'une réduction de 25 p.c. de ses actifs pondérés par les risques. *Dexia Groupe* prévoit également la vente future d'activités internationales notamment en Espagne et en Italie. Dans le cadre de la restructuration interne du groupe *BNP*, *BNP Paribas Fortis* transférera à nouveau à l'avenir des activités à sa société-mère.

Ces opérations ont affecté la structure du bilan. À l'actif, la répartition géographique des avoirs constitués sous la forme de prêts ou de titres de dette a été modifiée. La part des expositions envers des contreparties belges s'est accrue constamment au cours des trois dernières années et a atteint 43 p.c. à la fin de septembre 2010. Par type de produit, la restructuration s'est notamment traduite par une réduction des prêts interbancaires, qui sont revenus de 212 milliards d'euros à la fin de l'année 2008 à 175 milliards à la fin de septembre 2010, et par une importante diminution du montant des titres de dette détenus par le système bancaire, qui est passé de 306 milliards d'euros à la fin de l'année 2008 à 240 milliards à la fin de septembre 2010. La principale composante de ce portefeuille, à savoir les obligations d'État, s'est toutefois stabilisée aux alentours de 150 milliards d'euros. Ces obligations sont composées pour 40 p.c. d'obligations de l'État belge et pour 45 p.c. d'obligations d'autres États de la zone euro (principalement l'Italie, la France, les Pays-Bas et l'Allemagne), les obligations d'États situés hors de la zone euro représentant 16 p.c. du total et comprenant principalement des bons d'États d'Europe centrale et de l'Est, notamment la République tchèque. Après avoir diminué au cours de l'année 2009, les prêts aux contreparties non bancaires ont poursuivi leur repli, principalement à la suite de la sortie du périmètre de consolidation d'entités de *BNP Paribas Fortis*

et d'un changement de méthodologie dans le *reporting* de cette même institution, consistant à rapporter de manière séparée les actifs classés comme détenus en vue de la vente.

Au passif de leur bilan, les banques s'efforcent de rééquilibrer leurs moyens de financement vers des sources plus stables, notamment les dépôts des particuliers, aux dépens du financement de gros, en particulier sur le marché interbancaire. Les dépôts des particuliers, soutenus principalement par le succès des carnets d'épargne, ont représenté 327 milliards d'euros à la fin de septembre 2010, un niveau excédant les 308 milliards atteints à la fin de 2007 malgré la cession de certaines filiales génératrices de dépôts. Revenant de 341 à 159 milliards, l'encours des dettes interbancaires n'a cessé de se réduire entre la fin de l'année 2008 et la fin de septembre 2010, cette diminution ayant été accélérée par le moindre recours à l'Eurosysteme. Ce dernier se reflète dans la forte baisse des prêts aux établissements de crédit dans le bilan de la Banque, de plus de 41 milliards d'euros à la fin de 2009 à moins de 7,5 milliards à la fin de 2010.

Malgré ces diverses diminutions, la taille globale du bilan des banques est demeurée stable en 2010. Cette stabilisation est liée aux produits dérivés. Après avoir accusé une baisse significative en 2009, la valeur de marché des produits dérivés, principalement constitués de dérivés de taux d'intérêt dont la valeur est notamment tributaire de l'évolution des taux et de leur volatilité, a à nouveau

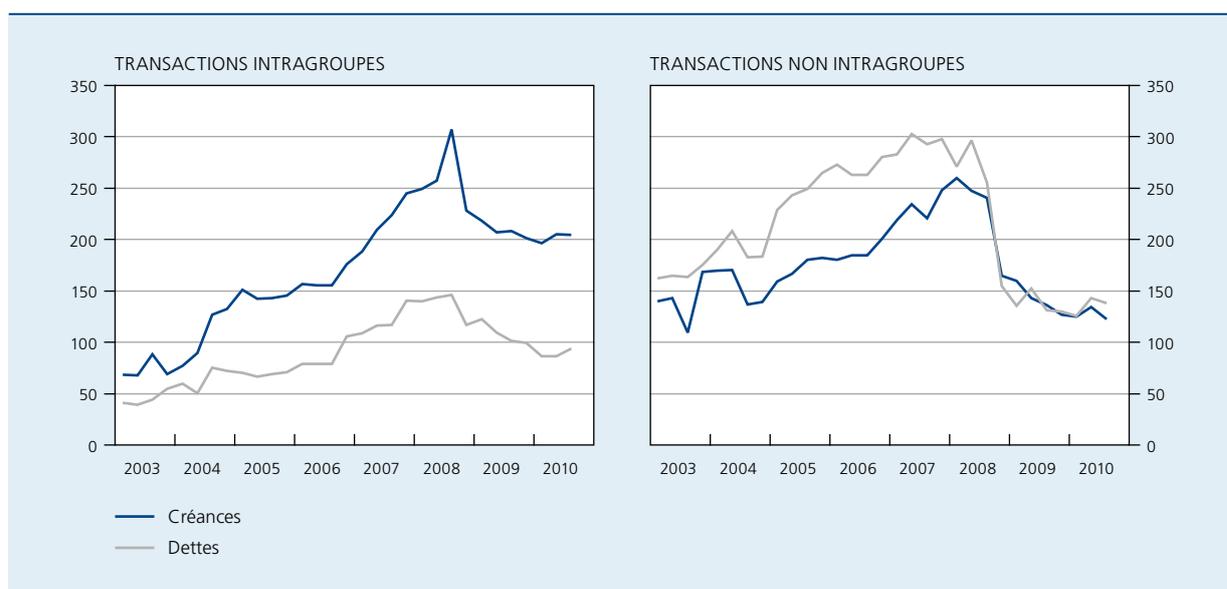
augmenté au cours des neuf premiers mois de l'année 2010, pour atteindre 182 milliards d'euros à l'actif et 203 milliards d'euros au passif. Ces évolutions ont aussi influencé d'autres postes du bilan, en particulier les transactions interbancaires. En effet, une hausse de la valeur de marché des produits dérivés entraîne une augmentation du montant des nantissements que les banques sont tenues de constituer dans le cadre de ces contrats. Ces nantissements prennent souvent la forme de dépôts interbancaires, mais peuvent aussi être composés de titres émis par des États souverains. Ces effets induits par la variation de valeur de marché des produits dérivés sur les dépôts et prêts entre banques se sont marqués à l'actif par un relèvement des créances interbancaires au cours des neuf premiers mois de 2010. Une évolution similaire n'a pas été observée au passif, l'augmentation de ces placements de liquidités liés à la couverture de dérivés de taux d'intérêt étant plus que compensée par une réduction du recours des banques au financement interbancaire.

Ces divers développements ont eu pour résultat que les banques belges avaient à la fin de septembre 2010 une position créditrice nette sur le marché interbancaire, alors qu'elles affichaient auparavant une position nette largement emprunteuse.

Cette mutation a évidemment été rendue possible par la cession de divers actifs à l'étranger, pour le financement desquels les banques avaient auparavant eu recours à des

**GRAPHIQUE 71** POSITIONS INTERBANCAIRES INTERNATIONALES INTRAGROUPES ET NON INTRAGROUPES

(données en fin de période, sur une base territoriale, milliards d'euros)



Source : BNB.

emprunts nets sur le marché de gros et, en particulier, sur le marché interbancaire. Les établissements de crédit ont toutefois gardé de nombreuses activités à l'étranger qu'ils doivent continuer à financer. À cette fin, ils peuvent s'appuyer sur une partie de l'épargne collectée auprès des particuliers et des sociétés belges qu'ils recyclent pour financer les activités de leurs filiales et/ou de leurs sociétés-mères à l'étranger.

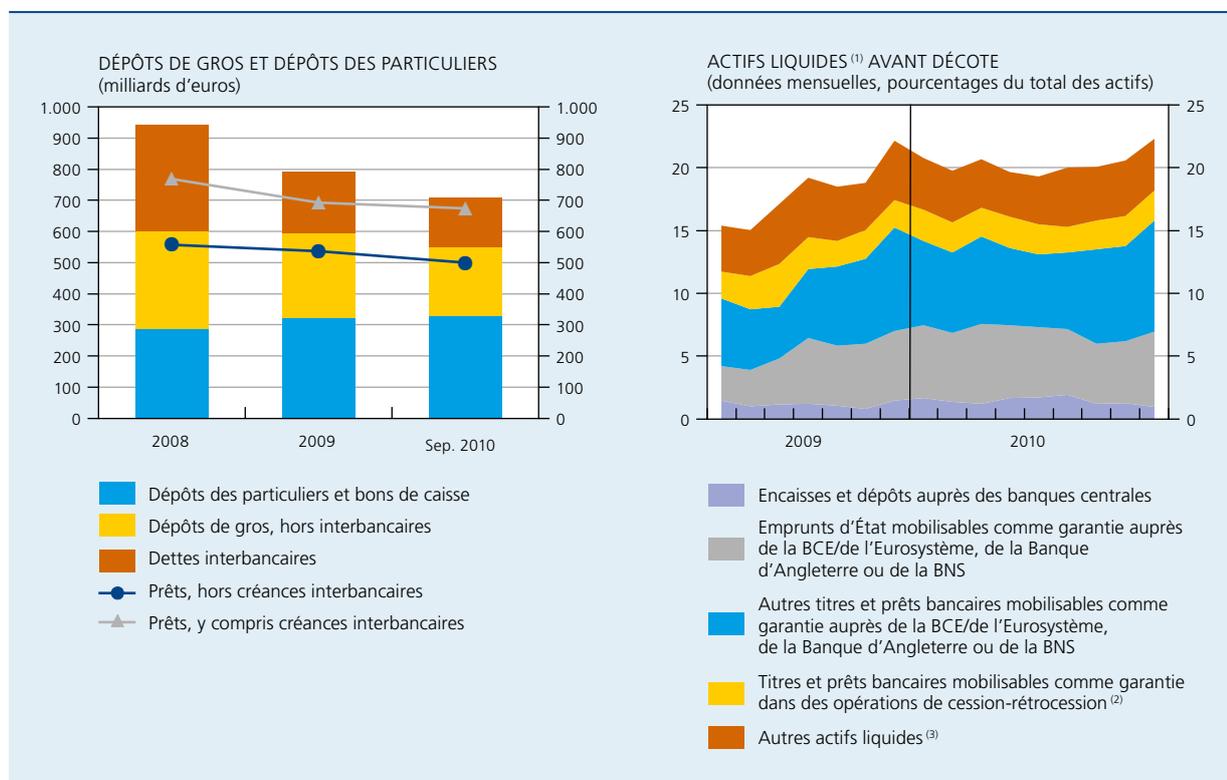
Si les données sur une base consolidée ne mettent pas en lumière ces flux intragroupes entre pays, ceux-ci ressortent clairement des données établies sur une base territoriale. Ces dernières permettent d'isoler les transactions effectuées sur le marché interbancaire par les seules entités bancaires établies en Belgique en distinguant les opérations avec des entités du même groupe de celles effectuées avec d'autres banques. Il appert que le financement net octroyé par les entités belges d'établissements de crédit à d'autres entités bancaires du même groupe, situées à l'étranger, a gagné en importance au cours des dernières années. L'écart entre les montants prêtés et empruntés dans le cadre de telles transactions est

passé de 102 milliards d'euros à la fin de l'année 2009 à 111 milliards à la fin de septembre 2010. À l'inverse, les montants des créances et dettes interbancaires constituées par les établissements de crédit établis en Belgique en dehors de leur propre groupe se sont équilibrés depuis la fin de 2008.

La forte diminution du recours des banques au financement interbancaire a été de pair avec une réduction de l'appel aux autres sources de financement de gros sous la forme, en particulier, de dépôts d'investisseurs institutionnels ou encore d'émissions de certificats de dépôt. Les banques se sont davantage tournées vers des sources de financement plus stables, tels les dépôts des particuliers. Après avoir augmenté en 2008 et en 2009, l'écart entre les dépôts collectés auprès de contreparties non bancaires et les prêts accordés à ces dernières s'est stabilisé au cours de 2010. L'écart entre les dépôts et prêts totaux s'est toutefois réduit en 2009 et en 2010 à la suite de la diminution plus importante des transactions interbancaires au passif du bilan des banques qu'à leur actif.

## GRAPHIQUE 72 LIQUIDITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données en fin de période, sur une base consolidée)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Actifs liquides tels que définis par la CBFA pour le calcul du ratio de liquidité « stress test ».

(2) Comprennent entre autres des titres et prêts bancaires additionnels mobilisables auprès d'autres banques centrales que la BCE/l'Eurosystème, la Banque d'Angleterre ou la BNS.

(3) Comprennent entre autres des titres réalisables par une opération de vente et des titres reçus comme garantie potentiellement réutilisables.

Pour améliorer leur position de liquidité, les banques ont également accru leurs portefeuilles d'actifs financiers pouvant être mobilisés afin de générer de la liquidité, soit via des opérations de cession-rétrocession, soit – dans l'éventualité de tensions sur le marché privé – via des banques centrales. Cette hausse s'est essentiellement traduite par l'accroissement de la part relative des obligations d'État et des autres titres et prêts mobilisables comme garantie auprès des banques centrales, actifs considérés comme étant les plus liquides. Si on les additionne à la détention d'encaisses et aux dépôts auprès des banques centrales, la part de ces actifs dans le total du bilan est passée de moins de 10 p.c. à la fin de juin 2009, à 15 p.c. à la fin de 2009 et à 16 p.c. à la fin de septembre 2010.

Outre ces trois catégories, les établissements de crédit peuvent également recourir à d'autres classes d'actifs liquides, comprenant notamment les titres et prêts bancaires non éligibles auprès des banques centrales mais néanmoins mobilisables dans les opérations privées de cession-rétrocession, qui représentaient 7 p.c. du total des actifs à la fin de septembre 2010.

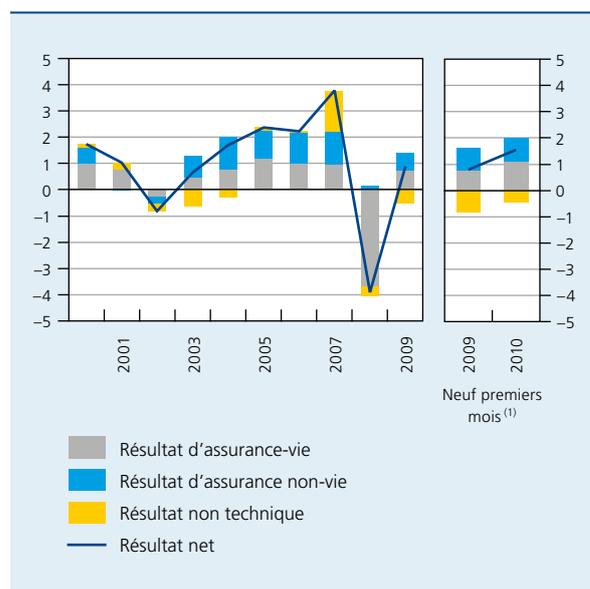
En réponse à la crise financière et en préparation de l'entrée en vigueur prochaine des coefficients de liquidité mis au point par le Comité de Bâle, tels que décrits dans l'encadré 8, la Commission bancaire, financière et des assurances (CBFA) a adapté son approche prudentielle du risque de liquidité. En septembre 2010, la CBFA a publié une circulaire portant sur la gestion de ce risque spécifique qui convertit en norme réglementaire, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2011, le ratio d'observation de la position de liquidité des établissements de crédit, qui avait été introduit par une circulaire de mai 2009. Ce ratio vise à mesurer la capacité de résistance des établissements de crédit belges à un choc de liquidité dû à des circonstances exceptionnelles, tant au niveau du marché dans sa globalité qu'au niveau de chaque institution individuellement. Il permet d'évaluer si, après application de décotes (*haircuts*) proportionnelles au degré de liquidité de ces actifs, une institution détient suffisamment d'actifs liquides pour faire face aux sorties de fonds qu'un tel choc risque d'entraîner, dans la semaine et le mois qui suivent.

### 3.2.2 Compagnies d'assurances belges

Après avoir subi des pertes substantielles de 3,9 milliards d'euros en 2008, à la suite de fortes tensions sur les marchés financiers internationaux dans le contexte de la faillite de *Lehman Brothers*, le secteur des assurances en Belgique a renoué avec les profits en 2009, enregistrant un résultat net de 0,9 milliard d'euros. Les données prudentielles,

**GRAPHIQUE 73** RÉSULTATS NETS DES COMPAGNIES D'ASSURANCES BELGES

(données sur une base sociale, milliards d'euros)



Sources : CBFA, BNB.

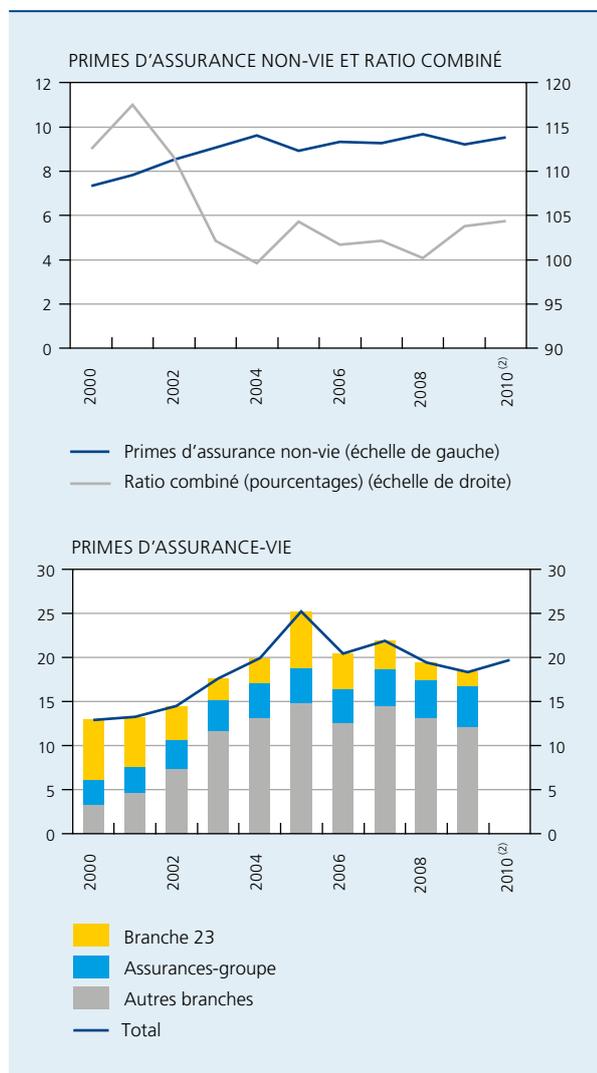
(1) Montants annualisés sur la base des données prudentielles trimestrielles.

établies sur une base trimestrielle, montrent que les bénéfices nets – sur une base annualisée – ont poursuivi leur croissance, s'établissant à 1,5 milliard d'euros pour les neuf premiers mois de 2010, soit près du double du montant atteint durant la période équivalente de 2009.

Les trois principales composantes du compte de résultats du secteur des assurances ont chacune contribué à la poursuite du redressement de la rentabilité en 2010. Le déficit du compte non technique s'est réduit grâce à la croissance du revenu net des placements financiers y afférents – à savoir, les placements des compagnies qui ne sont pas attribués spécifiquement aux activités vie et non-vie – qui a plus que compensé le recul du résultat exceptionnel du secteur et la hausse des impôts que celui-ci paie. Une évolution assez similaire a été observée dans les activités d'assurance non-vie, où l'augmentation des revenus de placements a largement contrebalancé une légère érosion du résultat net des activités d'assurance proprement dites. Cette dernière se reflète dans la nouvelle hausse du ratio net combiné, qui rapporte la somme des coûts de sinistres et des frais opérationnels aux primes nettes perçues. Cette mesure inversée de la rentabilité sous-jacente des opérations d'assurance non-vie a atteint, durant les neuf premiers mois de 2010, son niveau le plus élevé depuis 2003. Si ce ratio est demeuré bien en deçà des pics observés durant la période 2000-2002, il a vraisemblablement progressé de nouveau au quatrième trimestre de 2010

**GRAPHIQUE 74 ÉVOLUTION DES REVENUS DE PRIMES ET DU RATIO COMBINÉ<sup>(1)</sup>**

(données sur une base sociale, milliards d'euros, sauf mention contraire)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Le ratio combiné rapporte la somme des coûts de sinistres et des frais opérationnels aux primes nettes perçues.

(2) Projections sur la base des données pour les neuf premiers mois.

sous l'influence d'un accroissement des sinistres liés aux inondations qui ont affecté certaines régions du pays, en novembre. Après 2002, les compagnies ont rétabli un meilleur équilibre entre les coûts d'assurance et les primes perçues, grâce à un relèvement du niveau des primes, à un meilleur contrôle des coûts et à des conditions de souscription plus strictes pour certains produits et branches d'assurances déficitaires. En réaction à la récente hausse du ratio combiné, des ajustements de primes ont déjà été réalisés dans plusieurs branches d'assurances, ce qui a probablement contribué à la croissance de 3,3 p.c. de la valeur des primes d'assurance non-vie perçues durant

les neuf premiers mois de 2010, par rapport à la même période de 2009.

Sur la base des évolutions observées durant les neuf premiers mois de 2010, le montant des primes d'assurance-vie perçues par le secteur a, selon les estimations, augmenté de plus de 7 p.c. en 2010, par rapport au niveau de 2009, qui il est vrai avait été assez bas. En effet, au cours de cette année, la préférence accrue des ménages pour la liquidité, sur fond de crise économique et financière, avait érodé la demande de produits d'assurance-vie. En conséquence, les primes d'assurance-vie étaient tombées en dessous de 19 milliards d'euros en 2009, soit leur niveau le plus faible depuis 2003. De 2004 à 2008, le niveau annuel moyen des primes d'assurance-vie s'était établi à 21,4 milliards.

La grande majorité des primes d'assurance-vie – qu'il s'agisse d'assurances individuelles ou de groupe – sont perçues sur des contrats où les risques liés aux développements sur les marchés financiers sont supportés, au moins en partie, par l'assureur. Les primes portant sur des contrats de la branche 23, dans lesquels l'assuré assume lui-même les risques financiers associés aux investissements, n'ont en effet représenté qu'environ 15 p.c. du total des primes d'assurance-vie perçues durant la période 2004-2009. Parmi les polices individuelles, celles de la branche 21, qui offrent un rendement garanti, demeurent les plus largement répandues. Bien que des statistiques détaillées ne soient pas encore disponibles pour l'année 2010, d'autres sources d'informations tendent à confirmer que les polices de la branche 21 sont restées de loin la principale source de nouveaux contrats durant l'année sous revue.

À l'inverse des primes d'assurance non-vie, qui sont généralement perçues dans le cadre de contrats renouvelés annuellement, les primes d'assurance-vie le sont habituellement dans le cadre de contrats à long terme, pour lesquels les engagements potentiels vis-à-vis des assurés se situent dans un futur lointain. L'investissement des primes perçues explique pourquoi les portefeuilles de placement, constitués en vue de respecter ces engagements futurs, sont proportionnellement beaucoup plus importants en assurance-vie qu'en assurance non-vie. Le portefeuille d'investissement couvrant les engagements dans des polices de la branche 23 est largement inférieur au montant des actifs financiers détenus pour le compte des assurés des autres branches. En termes d'encours, les actifs correspondant à ces contrats de la branche 23, qui n'impliquent aucun risque de marché pour les compagnies, ne constituent que 10 p.c. à peine du total des actifs de couverture destinés à honorer les engagements d'assurance-vie. La ventilation des actifs couvrant les contrats

de la branche 23 montre que ceux-ci sont principalement investis dans des organismes de placement collectif (OPC).

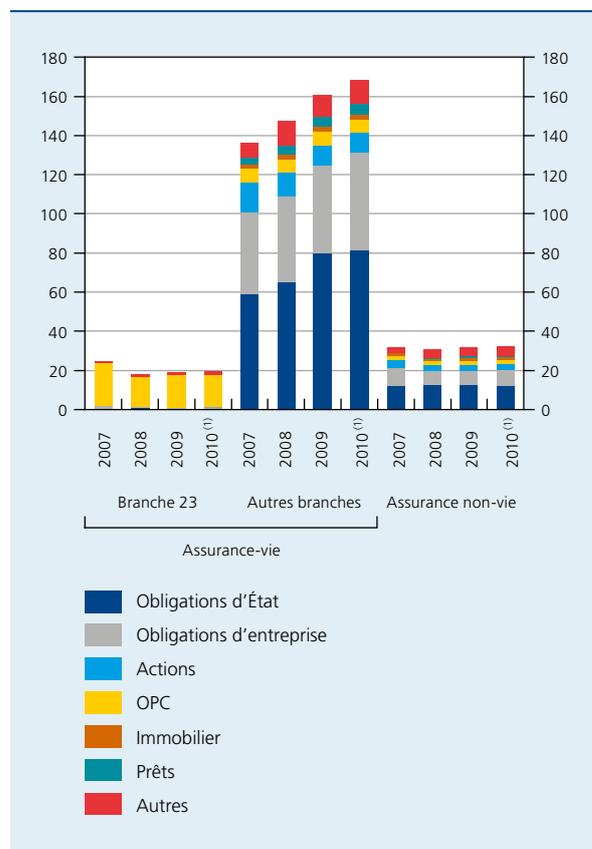
Ces éléments expliquent pourquoi l'activité d'assurance-vie est beaucoup plus sensible que celle d'assurance non-vie aux développements sur les marchés financiers, comme l'a fait apparaître le recul marqué du résultat net des activités d'assurance-vie en 2008. Afin de gérer les risques financiers y afférents, les compagnies doivent assurer une répartition des actifs à la fois adaptée à la structure et aux caractéristiques de leurs engagements et établissant un équilibre entre les risques liés aux portefeuilles d'actifs et les rendements attendus. Dans le cas des polices d'assurance-vie autres que celles de la branche 23, ces actifs se composent principalement d'obligations d'État et d'entreprise, qui représentaient, respectivement, 48,5 et 29,5 p.c. du portefeuille à la fin de septembre 2010. Pour les obligations d'État, il s'agit d'une progression de quelque 5 p.c. par rapport à la situation de la fin de 2007, même si les compagnies ont quelque peu réduit la proportion de ces obligations dans le courant de 2010, en réaction à l'explosion des primes de risque appliquées à plusieurs débiteurs souverains de la zone euro. À la fin de 2009, le portefeuille des obligations souveraines détenu par le secteur était essentiellement investi dans des obligations d'État émises par des pouvoirs publics de la zone euro, les principales expositions souveraines étant concentrées sur la Belgique (environ un tiers de l'ensemble des obligations d'État), l'Italie (près d'un cinquième), ainsi que l'Allemagne et la France (près d'un dixième chacune). Les expositions vis-à-vis de plusieurs États périphériques de la zone euro ont été revues à la baisse en 2010. La part des actions dans le portefeuille d'investissement, y compris les participations dans des sociétés liées ou non, est revenue de 11 p.c. du total des actifs de couverture à la fin de 2007 à 6,3 p.c. à la fin de septembre 2010.

L'exposition du secteur des assurances au risque de marché s'est ainsi largement concentrée sur les instruments à revenu fixe, ce qui l'a rendu vulnérable aux fluctuations des taux d'intérêt et aux variations des primes liées aux risques de crédit et de liquidité. La grande sensibilité du portefeuille des compagnies aux fluctuations des prix des produits à revenu fixe est illustrée par les fortes variations enregistrées dans l'écart entre la valeur comptable et la valeur de marché de l'ensemble du portefeuille de placement.

Au terme du troisième trimestre de 2008, deux semaines après la faillite de *Lehman Brothers*, les compagnies signalaient des pertes latentes sur obligations pour un montant de 5,8 milliards d'euros. Ces pertes considérables résultaient de la chute des cours de certaines catégories d'instruments financiers à revenu fixe observée à l'époque

**GRAPHIQUE 75** COMPOSITION DES ACTIFS DE COUVERTURE PAR ACTIVITÉ D'ASSURANCE

(données en fin de période, sur une base sociale, milliards d'euros)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Situation à la fin de septembre 2010.

et largement imputable à l'envol des primes liées aux risques de crédit et de liquidité sur les obligations ayant une notation élevée. Si certaines de ces pertes avaient été absorbées au dernier trimestre de 2008 sous la forme d'importantes réductions de valeur – ajustant à la baisse la valeur comptable de certains de ces instruments –, la disparition progressive des pertes non réalisées sur les portefeuilles obligataires des compagnies s'explique essentiellement par la diminution générale des primes de risque et par le recul marqué des rendements des obligations d'État de référence dans la zone euro, aux États-Unis et au Royaume-Uni. Ces évolutions se sont traduites par une réapparition de plus-values sur le portefeuille obligataire. Celles-ci sont même devenues très importantes, puisqu'à la fin du troisième trimestre de 2010, l'écart positif entre la valeur de marché et la valeur comptable des portefeuilles d'obligations atteignait 8,1 milliards d'euros. Avec les plus-values non réalisées sur d'autres actifs, le secteur affichait à la fin de septembre 2010 des plus-values totales non réalisées de 11 milliards sur son portefeuille de placement.

**TABLEAU 23 COMPARAISON DE LA VALEUR DE MARCHÉ ET DE LA VALEUR COMPTABLE DU PORTEFEUILLE DE PLACEMENT DES COMPAGNIES D'ASSURANCES BELGES**

(données à la fin de période, sur une base sociale, milliards d'euros)

	Différence entre la valeur de marché et la valeur comptable									p.m. Valeur comptable à la fin du 3 <sup>e</sup> trimestre de 2010
	2008		2009				2010			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
Immobilier .....	1,5	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	3,0
Participations dans des sociétés liées .....	0,8	0,8	0,4	0,8	1,0	1,3	1,2	0,9	0,9	17,1
Actions .....	-1,5	-1,8	-1,6	-0,9	0,2	0,4	0,8	0,1	0,6	11,2
Obligations .....	-5,8	-1,5	-2,5	-0,3	4,3	3,1	5,7	5,0	8,1	162,0
Autres .....	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	13,3
<b>Total .....</b>	<b>-4,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>9,2</b>	<b>7,4</b>	<b>11,0</b>	<b>206,6</b>

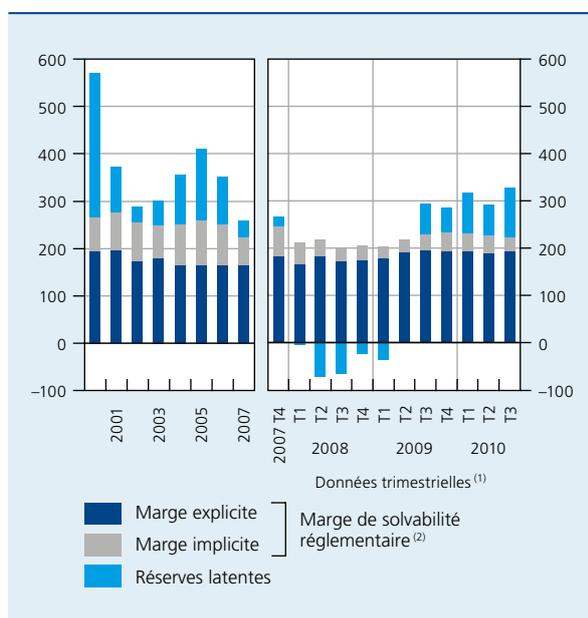
Sources : CBFA, BNB.

La marge de solvabilité réglementaire est principalement composée d'une marge explicite, incluant les fonds propres, les dettes subordonnées et certains autres postes du bilan des compagnies, et d'une marge implicite, laquelle comprend, moyennant approbation de l'autorité de surveillance (CBFA), certains éléments spécifiques, dont le plus important est constitué d'une partie des plus-values non réalisées sur les portefeuilles de placement. Parallèlement au dégonflement des plus-values non réalisées sur les portefeuilles de placement, l'importance relative de la marge implicite dans la marge de solvabilité réglementaire a diminué tout au long de 2008, ainsi qu'au premier trimestre de 2009. Si l'on tient compte de l'ensemble des plus-values ou moins-values non réalisées – dont la majeure partie ne sont pas admises par la CBFA au titre de marge implicite, auquel cas elles constituent une réserve latente –, on constate que la réserve de solvabilité supplémentaire résultant de la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable du portefeuille d'investissement est restée négative pratiquement sans interruption du deuxième trimestre de 2008 au premier trimestre de 2009. Si la réserve latente est redevenue positive depuis lors, grâce à la hausse précitée des cours des actifs financiers, l'expérience de 2008 et du début de 2009 montre que les compagnies ne peuvent pas compter sur leurs réserves latentes pour compenser des pertes importantes sur leurs portefeuilles de placement.

Dans la mesure où la marge explicite avait dû absorber, sous la forme d'un recul des réserves, une grande partie des pertes sur investissements financiers subies en 2008, plusieurs compagnies se sont vu contraintes de renforcer

**GRAPHIQUE 76 MARGE DE SOLVABILITÉ DES COMPAGNIES D'ASSURANCES BELGES**

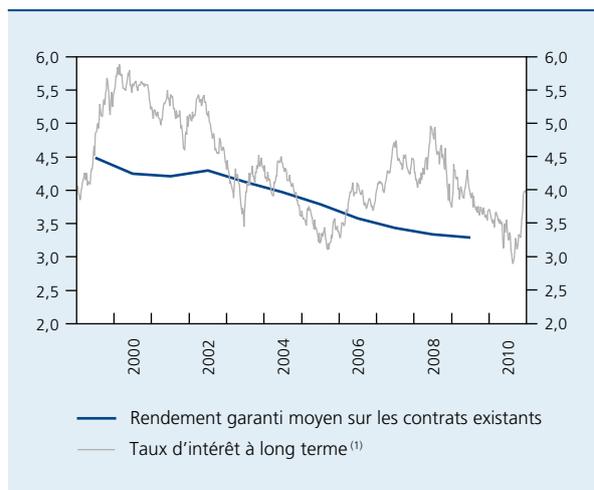
(données sur une base sociale, pourcentages de la marge minimale réglementaire)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Les chiffres rapportés sur une base trimestrielle ne sont pas entièrement comparables avec les chiffres définitifs rapportés sur une base annuelle. Ils ne prennent notamment pas en compte les éventuelles redistributions de bénéfices aux actionnaires et aux assurés.

(2) Cette marge se compose d'une marge explicite – incluant les fonds propres, les dettes subordonnées et certains autres postes du bilan – et d'une marge implicite reprenant, moyennant l'accord de la CBFA, certains autres éléments spécifiques dont le plus important est constitué d'une partie des plus-values non réalisées sur les portefeuilles de placement.

**GRAPHIQUE 77 TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME ET RENDEMENT GARANTI MOYEN DE LA BRANCHE 21**

Sources: Thomson Reuters Datastream, CBFA, BNB.

(1) Taux de rendement sur le marché secondaire des emprunts de l'État belge à dix ans (OLO) (données hebdomadaires).

leur capital en 2008 et durant la première moitié de 2009. L'encours du capital souscrit et des primes d'émission a enregistré une hausse de 5 milliards d'euros entre la fin de 2007 et la fin de 2009, avant de se stabiliser aux alentours de 9,7 milliards en 2010. Cette augmentation du capital de base et la mise en réserve des bénéfices engrangés en 2009 et en 2010 ont permis au secteur de maintenir une marge de solvabilité explicite au moins égale à 165 p.c. du minimum réglementaire pour chaque trimestre depuis la fin de 2007, un niveau de plus de 190 p.c. ayant été atteint au second semestre de 2009 et durant les neuf premiers mois de 2010.

Conformément au cadre prudentiel Solvabilité I – qui sera remplacé dès 2013 par un cadre réglementaire entièrement revu et plus fortement axé sur les risques, Solvabilité II –, le calcul de la marge de solvabilité réglementaire ne tient pas compte de l'effet de la baisse des taux d'intérêt sur la valeur actualisée des engagements des compagnies à l'égard des assurés. S'agissant des contrats d'assurance de longue durée, comme l'assurance-vie ou l'assurance-invalidité, des modifications des taux d'intérêt peuvent exercer une lourde incidence sur leur valeur économique, compte tenu de la non-coïncidence entre les échéances des (éventuels) engagements à long terme et des investissements financiers qui y sont associés. Certes, les règles de Solvabilité I compensent cette absence d'évaluation des engagements aux prix du marché par des règles de valorisation prudentes et des restrictions sur le placement des actifs. Il n'en demeure pas moins que les réglementations actuelles portant sur

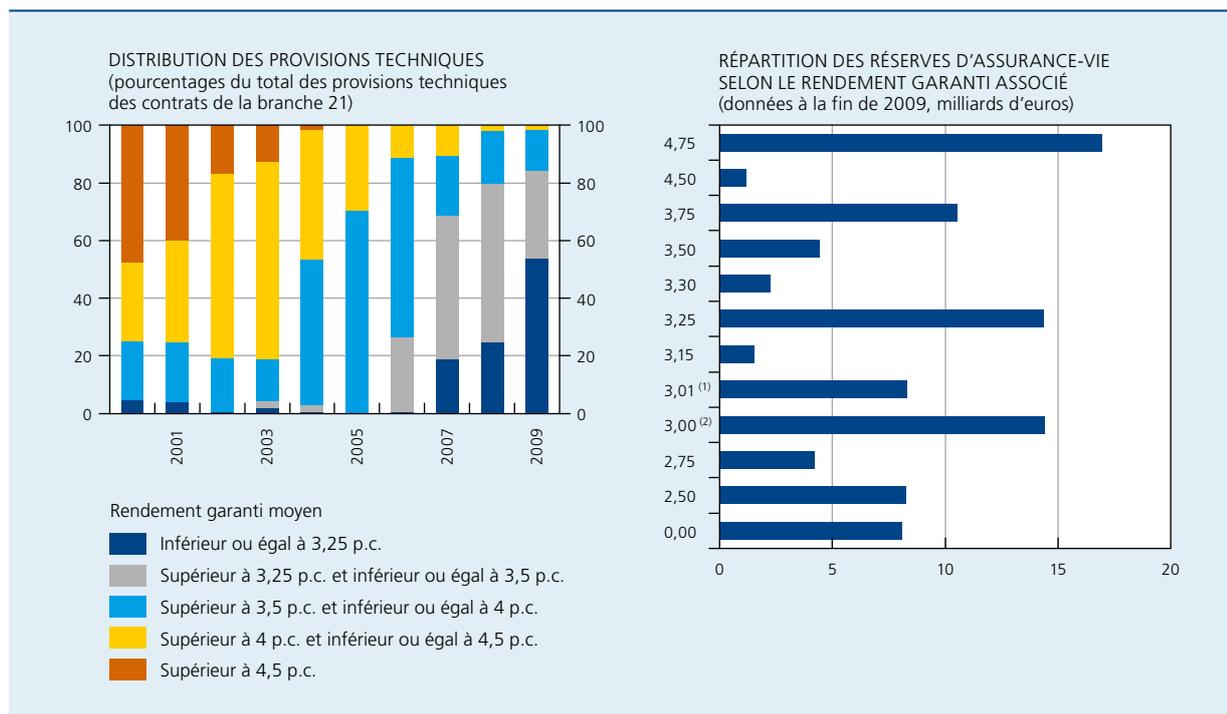
la solvabilité – en prenant partiellement en considération les gains de capital non réalisés sur les investissements financiers, mais pas la valorisation aux prix du marché des engagements – ne reflètent pas correctement les défis que l'environnement de faible taux d'intérêt pose aux compagnies d'assurances.

Le niveau des rendements garantis des polices d'assurance-vie constitue un paramètre particulièrement important pour les compagnies lorsque les taux d'intérêt sur les produits exempts de risques chutent à des niveaux très bas, comme cela a été le cas au cours de l'année sous revue. Dans les années 1990, les compagnies avaient tendance à offrir à leurs clients un rendement garanti de 4,75 p.c., qui était alors – et l'a été jusqu'à la fin de juin 1999 – le plafond légal du rendement minimum garanti des contrats d'assurance-vie individuels. En juin 1999, le législateur a abaissé ce plafond à 3,75 p.c. En cas de sortie d'un plan de pension complémentaire, la législation actuelle impose aux compagnies de garantir un rendement minimum de 3,25 p.c. sur les cotisations patronales et de 3,75 p.c. sur les cotisations personnelles. Eu égard à la pression concurrentielle, les compagnies offrent les mêmes conditions de rendement minimum dans le cadre de contrats d'assurance-groupe.

La rentabilité des contrats d'assurance garantissant de tels rendements a été érodée lorsque les taux d'intérêt à long terme ont commencé à descendre sous ces niveaux. Le secteur a progressivement modifié cette structure défavorable en commercialisant des contrats qui prévoient des rendements garantis mieux adaptés aux niveaux des taux d'intérêt sans risque et qui comportent des clauses de révision basées sur l'évolution des conditions de marché. Ces mesures ont contribué à réduire le rendement moyen garanti sur les contrats de la branche 21 : il est passé de 4,5 p.c. à la fin de 1999 à 3,3 p.c. dix ans plus tard. Ce repli du rendement moyen garanti sur les contrats d'assurance-vie individuels a été observé dans tout le secteur, puisque la part – mesurée en volume des provisions techniques de la branche 21 – garantissant, en moyenne, un rendement de 4 p.c. ou plus est revenue de 75 p.c. à la fin de 2000 à moins de 2 p.c. en 2008. À la fin de 2009, plus de 80 p.c. des provisions techniques du secteur étaient détenues par des compagnies assurant un rendement moyen garanti de 3,5 p.c. ou moins.

Les anciens contrats offrant des rendements garantis élevés représentent encore un montant important, et toujours croissant, d'engagements. Les réserves d'assurance-vie associées à des rendements garantis de 4,75 ; 4,5 ; 3,75 et 3,5 p.c. s'élevaient à 33,1 milliards d'euros à la fin de 2009. Ces rendements étant le plus souvent associés à des contrats conclus il y a longtemps – pour

**GRAPHIQUE 78 VENTILATION DES ENGAGEMENTS DE LA BRANCHE 21**



Sources : CBFA, BNB.

(1) Encours des réserves d'assurance-vie garantissant un rendement différent de ceux présentés dans le graphique, mais dont le rendement garanti moyen s'élevait à 3,01 p.c.

(2) Encours des réserves d'assurance-vie garantissant un rendement de 3 p.c.

lesquels des primes sont néanmoins toujours perçues –, la récente augmentation des réserves d'assurance-vie a essentiellement concerné des polices dont le rendement garanti est plus faible (parmi lesquelles un grand nombre de polices n'offrant qu'une garantie de capital) et qui offrent un plus large éventail de degrés et de formes de mécanismes de partage des bénéfices. La baisse la plus sensible du risque de marché pour les compagnies, eu égard aux conditions en vigueur jusqu'à la fin des années 1990, a toutefois été induite par l'introduction d'une plus grande flexibilité dans la fixation du rendement garanti. Alors que dans les années 1990, le rendement garanti en vigueur au moment de la conclusion du contrat s'appliquait généralement aussi à toutes les primes futures, la plupart des contrats conclus durant la dernière décennie ne garantissaient que le rendement en vigueur au moment de la perception de la prime, celui-ci pouvant être adapté en fonction de l'évolution des conditions de marché. En contrepartie de cette augmentation de la flexibilité pour les compagnies, la plus grande partie de ces nouveaux contrats offrent

également davantage de souplesse aux assurés, en leur permettant de mettre un terme à leurs polices plus facilement et sans encourir de lourdes pénalités. Cela expose les compagnies à un risque accru de résiliation, en particulier en cas de forte hausse des taux d'intérêt. Dans ce contexte, elles seraient confrontées au choix suivant : augmenter le rendement de leurs contrats ou accepter une réduction de leur volume d'activité, ce qui, dans les deux cas, nuirait à la rentabilité.

Afin d'anticiper les éventuelles pertes futures sur des contrats à rendement garanti dues au bas niveau des taux d'intérêt, les compagnies sont contraintes de constituer une provision supplémentaire pour les cas où le rendement garanti dépasserait, de 10 points de base, 80 p.c. du rendement moyen des emprunts publics à dix ans sur le marché secondaire sur les cinq dernières années ; au moment de la clôture du présent Rapport, ce seuil se situait juste en deçà de 3,3 p.c. Les compagnies peuvent étaler les montants à affecter à cette provision sur une période de dix ans au maximum.

## 3.3 Actifs et engagements financiers du secteur privé belge

### 3.3.1 Actifs et engagements financiers globaux de l'économie belge

La situation financière globale d'un pays est déterminée par les encours des actifs et des engagements financiers des différents secteurs intérieurs. Bien que ces encours puissent parfois varier sensiblement d'une année à l'autre, en raison de la formation de nouveaux actifs ou passifs ou des fluctuations des prix sur les encours, on peut en déduire une série de caractéristiques structurelles relatives à la situation financière de la Belgique.

Le secteur des particuliers, qui disposait d'un patrimoine financier net estimé à 717 milliards d'euros à la fin de

septembre 2010, est le seul secteur créditeur net de l'économie belge. De ce fait, les ménages financent de façon directe ou indirecte les autres secteurs résidents et le reste du monde. À la fin de septembre 2010, les sociétés non financières présentaient les engagements nets les plus élevés. Il s'indique toutefois de souligner que leurs engagements bruts sont constitués majoritairement d'actions ou participations, à raison des deux tiers environ pour la période sous revue, dont la valorisation dépend de l'évolution des cours sur les marchés. C'est ainsi que, compte tenu de la reprise des marchés boursiers et, corrélativement, de l'émission d'actions nouvelles, les engagements nets des sociétés non financières ont poursuivi leur progression en 2010, passant à 371 milliards. Quant aux engagements

**TABLEAU 24** ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS PAR SECTEUR<sup>(1)</sup>  
(données à la fin de septembre 2010, milliards d'euros, sauf mention contraire)

	Total				Vis-à-vis du reste du monde			
	Actifs	Passifs	Actifs financiers nets		Actifs	Passifs	Actifs financiers nets	
			Décembre 2009	Septembre 2010			Décembre 2009	Septembre 2010
Particuliers . . . . .	909	192	690	717	135	–	128	135
Sociétés non financières . . . . .	1.506	1.877	–313	–371	509	690	–131	–181
Administrations publiques . . . . .	112	396	–272	–284	10	199	–178	–189
Sociétés financières <sup>(2)</sup> . . . . .	1.785	1.801	–18	–16	885	605	269	280
<i>p.m. Total des secteurs intérieurs</i>	<i>4.312</i>	<i>4.267</i>	<i>88</i>	<i>45</i>	<i>1.539</i>	<i>1.493</i>	<i>88</i>	<i>45</i>
<i>Idem, pourcentages du PIB</i>	<i>1.228</i>	<i>1.215</i>	<i>25,9</i>	<i>12,9</i>	<i>438</i>	<i>425</i>	<i>25,9</i>	<i>12,9</i>

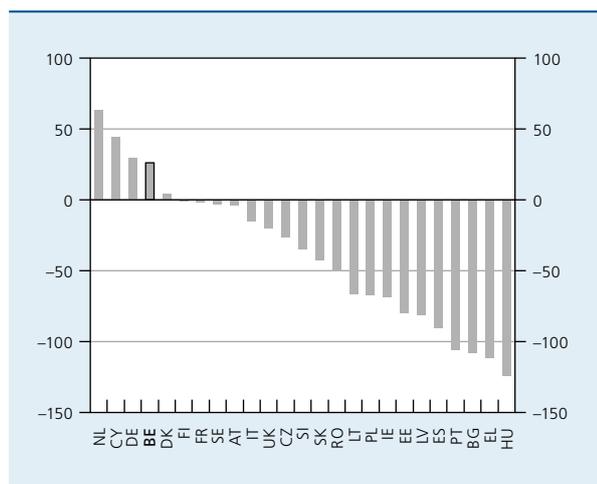
Source: BNB.

(1) À l'exclusion de l'or monétaire et des droits de tirage spéciaux.

(2) Les sociétés financières comprennent principalement les institutions financières monétaires (la BNB, les établissements de crédit et les OPC monétaires) et les investisseurs institutionnels (OPC non monétaires, compagnies d'assurances et institutions de retraite professionnelle). En application des conventions statistiques régissant l'établissement des comptes financiers, le patrimoine net des sociétés financières est généralement très limité.

#### GRAPHIQUE 79 POSITION CRÉDITRICE NETTE DES PAYS DE L'UE<sup>(1)</sup>

(données à la fin de 2009, sauf mention contraire;  
pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

(1) Différence entre les encours des actifs et des passifs financiers. Aucune donnée n'est disponible pour le Luxembourg et Malte. Données de 2005 pour Chypre, et de 2008 pour la République tchèque et la Bulgarie.

nets des administrations publiques, ils s'élevaient à quelque 284 milliards d'euros à la fin de septembre.

Comme indiqué dans le chapitre 2.3, la Belgique est dans l'ensemble prêteuse nette vis-à-vis du reste du monde : sa position extérieure nette positive, qui est le résultat de l'accumulation au fil des années de surplus courants de balance des paiements, s'élevait à 45 milliards d'euros à la fin de septembre 2010.

Les comptes financiers permettent aussi d'identifier les actifs et les passifs constitués directement vis-à-vis de l'étranger. Il apparaît que la position extérieure nette positive de la Belgique est attribuable aux particuliers et aux sociétés financières, ceux-ci détenant d'importants avoirs nets à l'étranger, à hauteur de respectivement 135 et 280 milliards d'euros. La part élevée des créances et engagements vis-à-vis du reste du monde dans le total tant des actifs que des passifs illustre, en outre, l'ampleur de l'intégration financière de l'économie belge.

Une comparaison internationale fait ressortir que la Belgique se démarque assez largement de la plupart des autres pays membres de l'UE du fait de sa position extérieure. Ainsi, à la fin de 2009, elle appartenait, avec les Pays-Bas et l'Allemagne notamment, à la minorité de pays européens qui étaient prêteurs nets vis-à-vis du reste du monde. Ce classement favorable est essentiellement attribuable aux particuliers qui présentaient les actifs financiers nets les plus élevés de l'UE en proportion du

PIB. En revanche, plusieurs pays de la zone euro, dont la Grèce, le Portugal, l'Espagne et l'Irlande, se trouvaient en bas de classement. L'endettement net des administrations publiques y est insuffisamment contrebalancé par le patrimoine financier net du secteur privé. Cette situation reflète l'accumulation de déficits courants extérieurs et, la plupart du temps, un manque structurel de compétitivité dans ces pays. De ce fait, ces derniers sont devenus structurellement dépendants du reste du monde – en premier lieu de la plupart des autres pays de la zone euro – en ce qui concerne le financement de leur dette globale et présentent un risque potentiel plus important pour la stabilité financière mondiale.

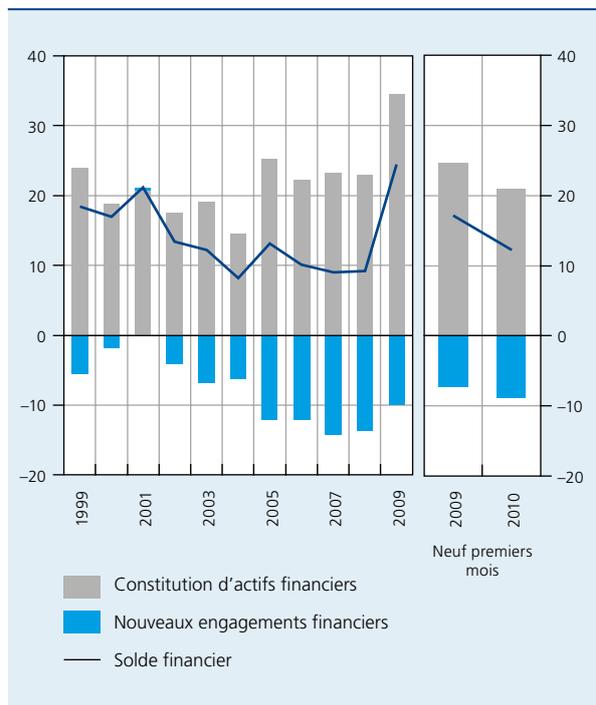
Les statistiques relatives à la position créditrice nette constituent dans les circonstances actuelles, où l'endettement fait l'objet d'une attention accrue, un des indicateurs permettant d'identifier les pays présentant une situation financière fragile. La Belgique a, dans l'ensemble, une situation financière solide, malgré le niveau élevé de son endettement public.

En dépit d'un nouveau surplus courant de la balance des paiements en 2010, la position créditrice nette de la Belgique est revenue de 25,9 p.c. à la fin de 2009 à 12,9 p.c. du PIB à la fin de septembre 2010. Ce recul est intégralement imputable à des effets de valorisation, essentiellement au niveau des sociétés non financières. Au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, la formation d'actifs financiers des secteurs intérieurs a, en effet, excédé leur prise de nouveaux engagements à concurrence de 6,9 milliards d'euros. Ce sont surtout les sociétés non financières et les particuliers qui ont formé de nouveaux actifs nets, à hauteur de 13,3 et 11,5 milliards, respectivement. En revanche, les administrations publiques ont accru leurs engagements nets de 15,4 milliards.

### 3.3.2 Particuliers

Durant les neuf premiers mois de l'année sous revue, les particuliers ont constitué pour 20,3 milliards d'euros d'actifs financiers, soit un peu moins que lors de la période correspondante de 2009 où un accroissement de 24,6 milliards avait été noté. Parallèlement, au cours de la même période, les engagements financiers des ménages ont augmenté de 8,8 milliards, contre 7,4 milliards l'année précédente. Ces évolutions résultent, sur le plan des actifs, de placements accrus des particuliers dans des actifs peu risqués et, sur le plan des passifs, de l'augmentation plus prononcée des crédits hypothécaires. Elles se sont traduites par un surplus financier de 11,5 milliards d'euros, alors que ce dernier avait atteint 17,2 milliards au

**GRAPHIQUE 80** TRANSACTIONS FINANCIÈRES DES PARTICULIERS  
(milliards d'euros)



Source : BNB.

cours de la même période de 2009. Comme les investissements dans la construction de logements neufs ou dans la transformation de logements existants se sont réduits en 2010, cette évolution reflète uniquement la baisse du taux d'épargne des ménages. En moyenne annuelle, celui-ci s'est établi à 17,2 p.c. en 2010, alors qu'il affichait 18,3 p.c. en 2009.

### Formation d'actifs financiers

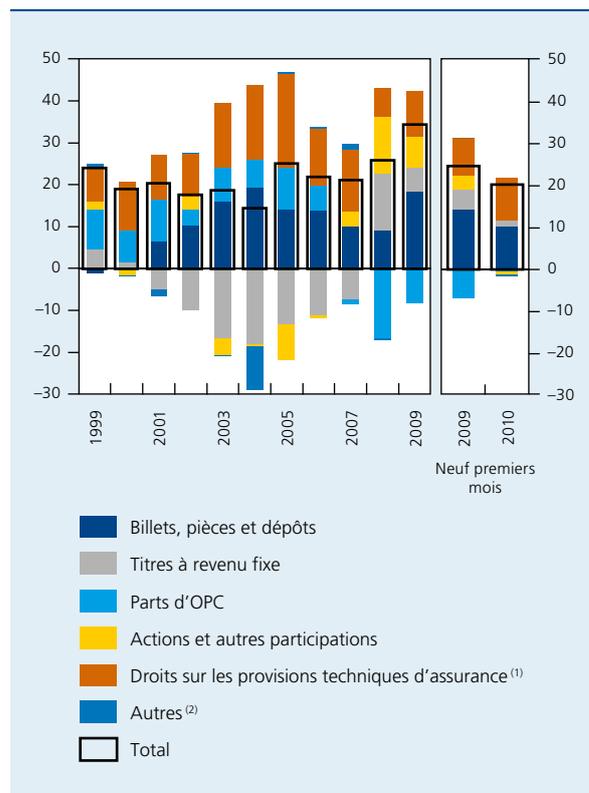
L'évolution des actifs à court terme des particuliers s'est structurée de manière similaire à celle de 2009. Au cours des neuf premiers mois de 2010, l'épargne sous la forme de dépôts à vue et de monnaie fiduciaire s'est accrue de 2,1 milliards d'euros, tandis que celle sous la forme de dépôts d'épargne réglementés augmentait de 16,4 milliards.

L'encours des dépôts d'épargne des particuliers a dès lors continué à surpasser des niveaux déjà historiquement élevés. D'une part, cet instrument a profité pleinement de plusieurs avantages qui lui sont associés : sa liquidité – appréciée par les particuliers en période de grande incertitude –, l'exonération de précompte mobilier qui lui est appliquée (jusqu'à un montant maximal de 1.730 euros

d'intérêts – exercice d'imposition 2010), de même que la garantie de dépôt, dont le champ d'application couvre notamment ce produit et en fait donc un instrument quasiment exempté de risque de crédit. D'autre part, l'écart entre le taux d'intérêt des dépôts à terme – après déduction du précompte mobilier – et celui des dépôts d'épargne est devenu dérisoire, voire négatif : davantage lié au marché que celui alloué aux dépôts d'épargne, le taux d'intérêt des dépôts à terme a en effet poursuivi son repli du fait de la baisse du taux d'intérêt directeur central de l'Eurosystème et des taux interbancaires. Cette situation a vraisemblablement orienté les préférences des particuliers et les a amenés à choisir les comptes d'épargne pour leurs placements, au détriment des comptes à terme (à un an au plus), dont l'encours a poursuivi son tassement, à raison de 8,3 milliards d'euros.

Le succès des dépôts d'épargne s'explique aussi par la nette réduction, par rapport à l'année précédente, de l'engouement pour les titres à long terme. Les particuliers

**GRAPHIQUE 81** FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES PARTICULIERS  
(milliards d'euros)



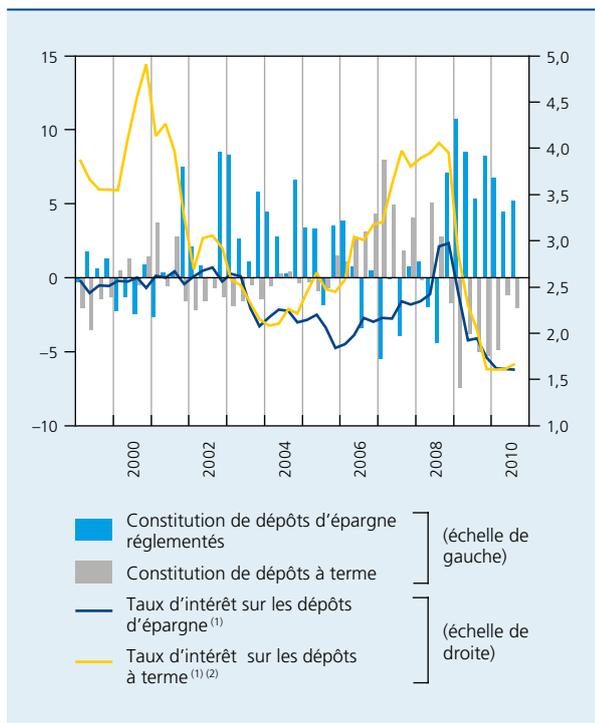
Source : BNB.

(1) Cette rubrique comprend, essentiellement, les droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension ou institutions de retraite professionnelle.

(2) Cette rubrique comprend, dans la mesure où ils ont pu être recensés, les crédits commerciaux et divers actifs sur les administrations publiques et sur les institutions financières.

**GRAPHIQUE 82 DÉPÔTS D'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉS ET DÉPÔTS À TERME DES PARTICULIERS**

(données trimestrielles; milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

- (1) Taux d'intérêt implicite tel qu'il ressort des comptes de résultats des établissements de crédit, moyennes trimestrielles.
- (2) Déduction faite du précompte mobilier de 15 p.c.

ont acquis, sur une base nette, des titres à revenu fixe d'une maturité supérieure à un an pour un montant de 1,8 milliard d'euros durant les neuf premiers mois de 2010, contre 6,1 milliards au cours de la même période de 2009. Après sept années de ventes nettes, les particuliers ont commencé, dès le deuxième trimestre de 2008, à reconstituer leur portefeuille de titres à revenu fixe. Cette situation s'est prolongée au cours des deux années suivantes, mais de plus en plus modérément, parallèlement à la baisse des taux d'intérêt à long terme de référence.

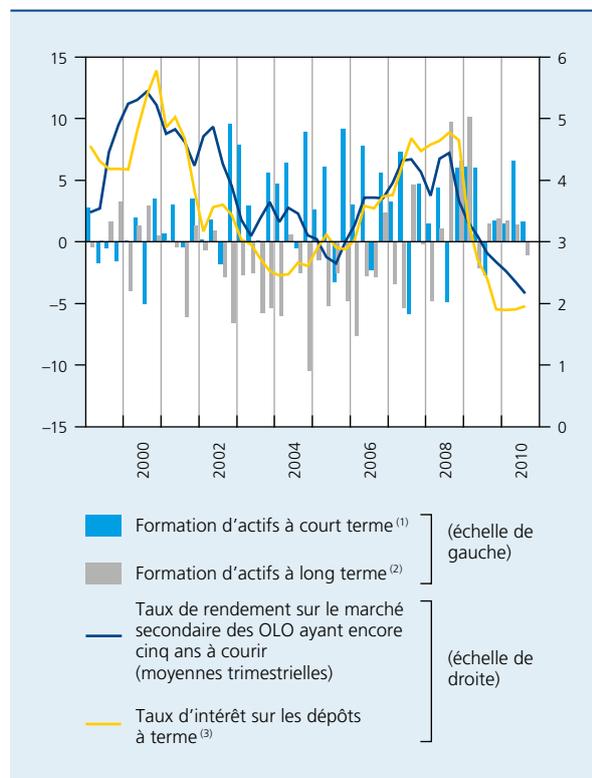
L'acquisition d'actifs financiers à revenu fixe semble surtout influencée par le niveau des taux d'intérêt à long terme, ainsi que par les anticipations en la matière: les achats nets se concentrent sur les périodes où les taux à long terme sont élevés ou lorsque le cycle des taux a amorcé une phase descendante. La courbe des taux ne paraît pas avoir d'influence déterminante: les particuliers ont procédé à une diminution de leurs dépôts pendant les quelques périodes caractérisées par une pente des taux réduite ou inversée, compte tenu du fait qu'ils anticipaient alors une baisse des rendements à long terme.

Alors qu'en 2009, les particuliers avaient acquis principalement des bons de caisse à plus d'un an émis par des institutions de crédit belges et s'étaient défaits d'obligations détenues sur l'étranger (zone euro et pays hors Europe), un mouvement inverse a été observé au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue. Durant cette période, les ménages se sont en effet portés acquéreurs d'obligations émises presque exclusivement par l'étranger, pour un montant de 5,5 milliards d'euros.

Le bon d'État – émis par le Trésor et spécialement destiné aux particuliers – n'occupe qu'une part marginale dans l'épargne des ménages, comme l'a illustré une nouvelle fois le résultat des souscriptions en 2010: les particuliers ont souscrit à des bons d'État pour un montant de 0,2 milliard d'euros, contre 0,7 milliard en 2009; il s'agissait exclusivement de titres d'une maturité de cinq et huit ans. Ce succès mitigé est à imputer aux rendements faibles proposés par ce type de titres et à la préférence pour des placements plus liquides dans l'attente d'un investissement plus profitable.

**GRAPHIQUE 83 FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES PARTICULIERS ET TAUX DE RENDEMENT À COURT ET LONG TERMES**

(données trimestrielles; milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

- (1) Titres à court terme autres qu'actions et produits financiers dérivés.
- (2) Titres à long terme autres qu'actions et produits financiers dérivés.
- (3) Taux d'intérêt implicite tel qu'il ressort des comptes de résultats des établissements de crédit; moyennes trimestrielles.

Les particuliers ont cédé davantage d'actions cotées qu'ils n'en ont acquises. Les flux nets de placement dans ces instruments ont été négatifs à hauteur de 1,7 milliard d'euros au cours des neuf premiers mois de l'année, alors qu'ils en avaient acquis pour 2,1 milliards pendant la période correspondante en 2009. Il s'agit essentiellement de la conséquence des ventes nettes d'actions sur les marchés boursiers qui ont eu lieu au premier semestre de 2010. Le mouvement s'est par contre inversé au troisième trimestre.

Les cessions nettes de parts d'OPC avaient été importantes en 2008 et en 2009, en raison de l'effondrement des marchés boursiers et des mesures fiscales qui touchaient spécifiquement les fonds obligataires et certains fonds mixtes dont les revenus sont capitalisés. Au cours des neuf premiers mois de 2010, le mouvement s'est atténué, les particuliers ayant cédé pour 0,4 milliard d'euros net de parts d'OPC. Les cessions ont porté exclusivement sur les parts d'OPC belges, alors que les acquisitions de

parts étrangères continuaient à augmenter. Ce sont les OPC avec protection de capital et les OPC d'actions qui ont subi des retraits nets, les OPC mixtes et les fonds de fonds faisant, quant à eux, l'objet d'acquisitions.

Les ménages ont placé une partie de l'épargne qu'ils ont constituée durant les trois premiers trimestres de 2010 auprès des compagnies d'assurances et des institutions de retraite professionnelle, pour un montant de 10,2 milliards, contre 8,9 milliards au cours de la période correspondante de l'année précédente. Certains produits à rendement garanti (dits de la branche 21) ont profité de taux contractuels élevés, et se sont dès lors démarqués des titres à revenu fixe dont la rémunération s'aligne sur le marché.

### Nouveaux engagements financiers

La majeure partie des nouveaux engagements financiers des ménages s'est constituée sous la forme d'emprunts hypothécaires. Au cours des neuf premiers mois de 2010, ces emprunts ont augmenté de 8,4 milliards d'euros, soit un montant plus élevé que durant la période correspondante de 2009 où la hausse avait été de 6,6 milliards. Cette reprise a eu lieu dans un contexte combinant une diminution des taux d'intérêt demandés par les établissements de crédit et un statu quo de leurs autres critères d'octroi, après les resserrements modérés observés à la fin de 2008 et durant la première moitié de 2009.

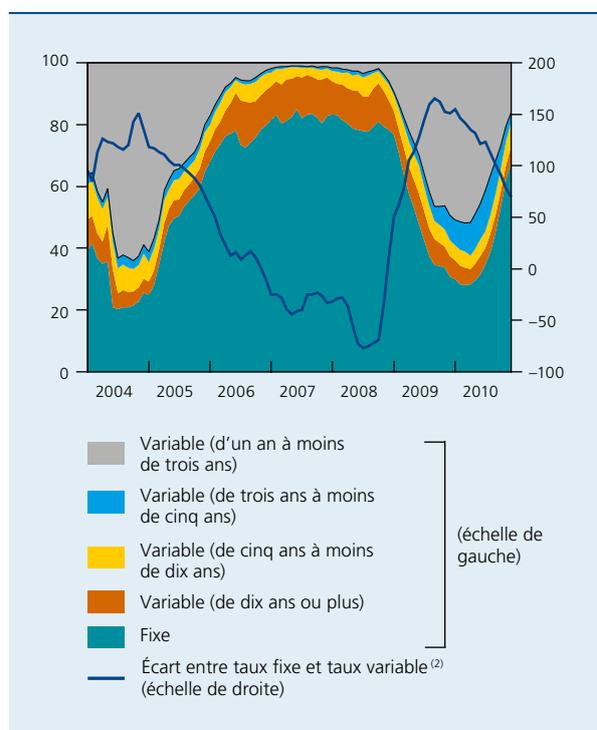
La demande de prêts hypothécaires a été soutenue par la poursuite du recul, puis la stabilisation des taux d'intérêt appliqués à ces crédits. Le mouvement de baisse s'est poursuivi pratiquement tout au long de l'année pour les taux semi-fixes ou fixes. En revanche, les autres types de taux (taux variable et fixé initialement pour une durée d'un an et taux initialement fixé pour une durée comprise entre un et cinq ans) se sont stabilisés en cours d'année, avant d'augmenter légèrement en fin de période.

La diminution de l'écart entre le taux fixe et le taux variable explique que davantage de contrats à taux fixe ou semi-fixe ont été conclus en 2010, par comparaison à l'année précédente. À la fin de décembre, la part de ces contrats atteignait 84 p.c. du nombre total des nouveaux contrats conclus.

Selon les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, les établissements de crédit ont maintenu leurs conditions d'octroi de crédits hypothécaires inchangées en 2010. Cette stabilité a

**GRAPHIQUE 84** ÉCART DE TAUX ET RÉPARTITION DES NOUVEAUX CONTRATS HYPOTHÉCAIRES SELON LE TYPE DE TAUX<sup>(1)</sup>

(données mensuelles; pourcentages du nombre total, sauf mention contraire)



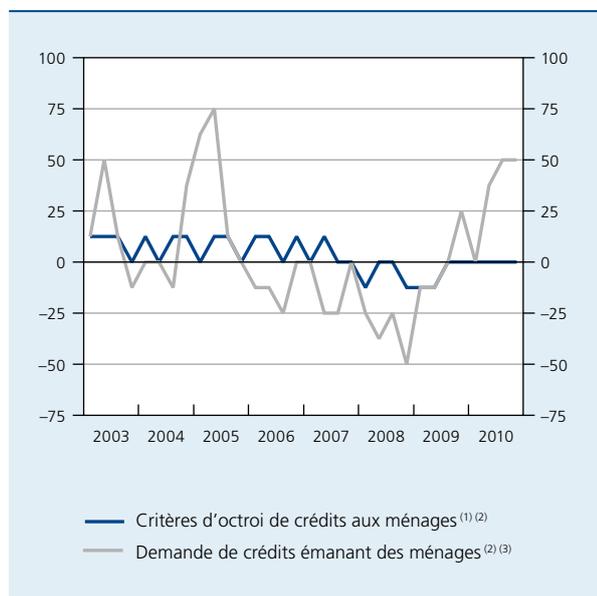
Sources: UPC, BNB.

(1) Pour les taux variables, le terme mentionné correspond à la période de fixation initiale du taux.

(2) Différence en points de base entre, d'une part, le taux d'intérêt sur les nouveaux crédits accordés aux ménages dont le taux est initialement fixé pour une durée supérieure à dix ans, d'autre part, le taux d'intérêt sur les nouveaux crédits dont le taux est initialement fixé pour une durée égale à un an.

**GRAPHIQUE 85** RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE DE L'EUROSISTÈME SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE: OFFRE ET DEMANDE DE CRÉDITS AU LOGEMENT EN BELGIQUE

(données trimestrielles)



Source : BNB.

- (1) Pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit, indiquant le degré d'assouplissement ou de durcissement (-) des critères d'octroi de crédits.
- (2) Les réponses sont pondérées en fonction de l'éloignement par rapport à la réponse « neutre » : la mention d'une évolution « sensible » des critères d'octroi ou de la demande de crédits se voit attribuer un poids deux fois plus grand que la mention d'une évolution « légère ».
- (3) Pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit, indiquant le degré d'accroissement ou d'affaiblissement (-) de la demande de crédits.

particulièrement été de mise pour les quotités de financement, les demandes de garantie et les durées maximales d'emprunt, cependant que les marges appliquées aux prêts par rapport aux taux de référence, qui avaient nettement augmenté au cours de l'année 2008, ont été réduites à compter de la seconde moitié de 2009. Concomitamment, la demande de crédits au logement a été perçue par les banques comme en forte hausse à partir du deuxième trimestre de 2010.

Alors qu'il s'élevait à 103.300 euros en 2007, le montant moyen des nouveaux prêts hypothécaires s'est encore quelque peu tassé en 2010, revenant de 92.900 euros en 2009 à 92.800 euros. Si, après un léger repli l'année précédente, les prix de l'immobilier ont augmenté en 2010, l'effet de cette hausse a néanmoins été entièrement contrebalancé par la part croissante, dans le total des prêts hypothécaires, de ceux octroyés en vue de la transformation de logements existants, prêts dont le montant

moyen est nettement inférieur à celui des crédits consentis pour l'achat d'une maison ou d'un appartement.

Un autre facteur de soutien à la demande de prêts hypothécaires peut avoir été la mesure temporaire de réduction à 6 p.c. du taux de TVA qui était entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2009 et a expiré le 31 décembre 2010, applicable aux travaux de construction ou de livraison de logements neufs sur une base d'imposition cumulée plafonnée à 50.000 euros hors TVA et pour autant que la demande de permis de bâtir ait été introduite avant le 1<sup>er</sup> avril 2010.

Enfin, la hausse de la demande de crédits hypothécaires a été renforcée, en fin d'année, par l'annonce de la suppression au 1<sup>er</sup> janvier 2011 de l'application de droits d'enregistrement sur la valeur du terrain incluse dans le prix d'achat d'un immeuble neuf et leur remplacement par un taux de TVA. À partir de cette date, un nouveau régime s'est appliqué lors d'une telle acquisition : la TVA de 21 p.c. est due sur le terrain et sur les constructions neuves, alors que, jusqu'au 31 décembre 2010, le terrain était uniquement soumis à des droits d'enregistrement de 12,5 p.c. en Wallonie et à Bruxelles ou de 10 p.c. en Flandre. Ces mesures ont augmenté le coût fiscal de l'achat d'un bien neuf, ce qui a vraisemblablement précipité la conclusion de certains contrats durant la seconde moitié de 2010.

Les statistiques de la Centrale des crédits aux particuliers font apparaître un statu quo, à 1,1 p.c., du nombre de défauts de paiement non régularisés, en pourcentage du nombre total des crédits hypothécaires enregistrés. En revanche, le niveau moyen des arriérés et des montants exigibles a continué à augmenter, poursuivant la tendance entamée en 2009.

Durant les neuf premiers mois de l'année, 0,4 milliard d'euros de nouveaux crédits à la consommation ont été accordés, ce qui constitue un léger tassement par rapport au 0,6 milliard de l'année précédente. En ce qui concerne l'ensemble des crédits aux particuliers autres que hypothécaires, la proportion de défauts de paiement non régularisés a augmenté modérément. La hausse des défaillances est à imputer principalement aux ventes à tempérament et aux ouvertures de crédit.

Au total, tous crédits confondus, 8.253.320 contrats étaient enregistrés à la Centrale des crédits aux particuliers à la fin de décembre 2010, dont 448.725 présentaient un défaut de paiement non régularisé, ce qui représente 5,4 p.c. des contrats.

## Encadré 9 – Le patrimoine global des particuliers

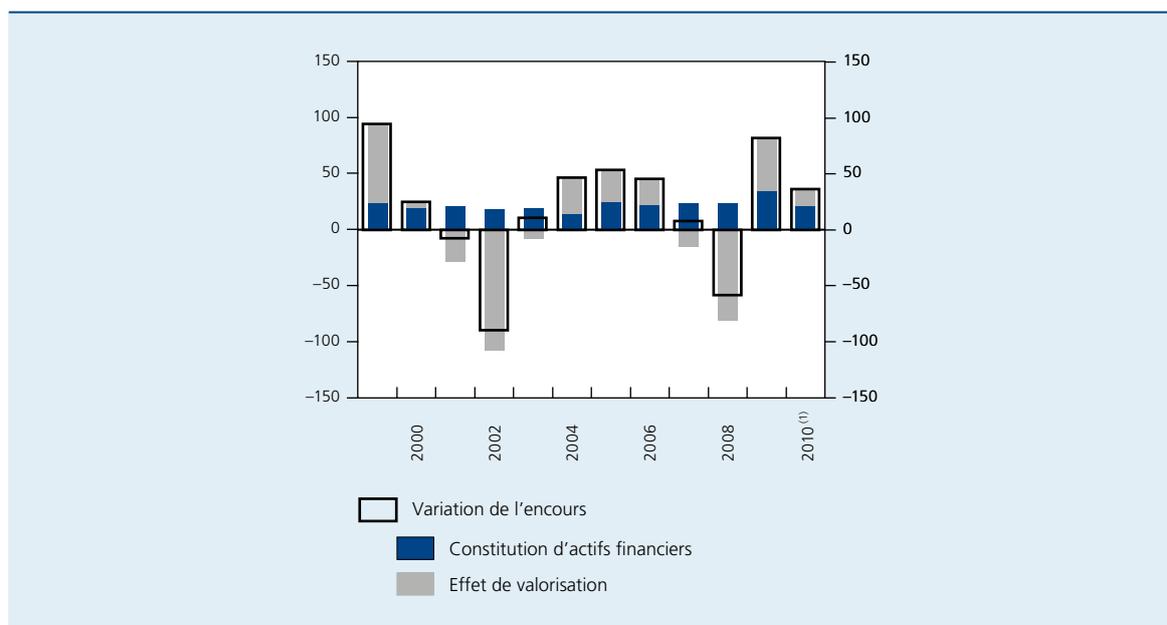
L'encours des actifs financiers des particuliers est passé de 873 milliards à la fin de 2009 à 909 milliards à la fin de septembre 2010. En 2009, un effet de valorisation positif de 47,7 milliards d'euros leur avait permis de récupérer une partie des pertes encourues en 2008 à la suite de la crise financière. Ce mouvement s'est poursuivi, mais dans une moindre mesure, en 2010, avec une plus-value engrangée par les ménages de 16 milliards, imputable, pour l'essentiel, à l'évolution des cours boursiers.

Quant au patrimoine immobilier des ménages, sa valeur s'est accrue en 2010, pour s'établir à la fin de septembre à un niveau de 1.075 milliards d'euros, contre 1.028 milliards à la fin de 2009. L'estimation du portefeuille immobilier se fonde, d'une part, sur le nombre de logements existants recensés par le Cadastre, d'autre part, sur le prix moyen des transactions immobilières effectuées sur le marché secondaire. Le parc immobilier a poursuivi en 2010 son expansion, de manière modeste toutefois: au troisième trimestre, le nombre de logements aurait été supérieur de 1,1 p.c. par rapport au trimestre correspondant de 2009. Étant donné cet accroissement limité, l'évolution du patrimoine immobilier reflète essentiellement celle des prix de l'immobilier, dont la hausse, mesurée sur la base des transactions réalisées, est évaluée, sur cette période, à quelque 5,6 p.c. pour les maisons et pour les appartements. Cette reprise, qui fait suite à une année atone sur le marché immobilier, a résulté d'un accroissement de la demande de logements.

Par ailleurs, les engagements financiers des particuliers, constitués pour l'essentiel de crédits hypothécaires, ont poursuivi leur expansion, totalisant 192 milliards d'euros à la fin de septembre 2010, alors qu'ils s'élevaient à 183 milliards à la fin de 2009. Par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, cela représente une croissance de 6,4 p.c., alors que celle-ci avait été de 6,1 p.c. en moyenne annuelle au cours des années 2000 à 2009.

### DÉCOMPOSITION DE LA VARIATION DE L'ENCOURS DES ACTIFS FINANCIERS DÉTENUS PAR LES PARTICULIERS

(milliards d'euros)



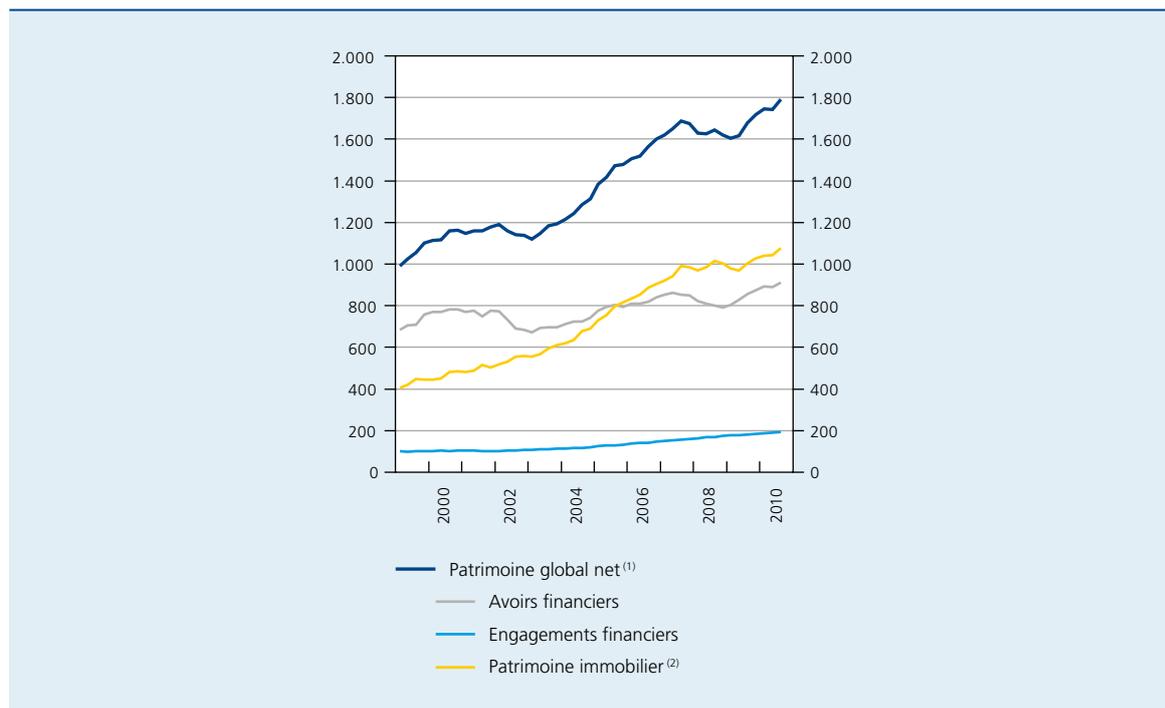
Source : BNB.

(1) Données pour les neuf premiers mois.

Compte tenu de l'évolution respective de leurs actifs et de leurs passifs financiers, le patrimoine global net des ménages a poursuivi en 2010 la hausse qu'il avait amorcée à partir du début de 2009. Alors qu'il s'élevait déjà à 1.718 milliards d'euros à la fin de cette année, dépassant ainsi le plafond atteint à la mi-2007, avant le déclenchement de la crise financière internationale, il est passé à 1.793 milliards à la fin de septembre.

## RICHESSSE DES MÉNAGES

(encours en fin de trimestre, milliards d'euros)



Sources : DGSIE, BNB.

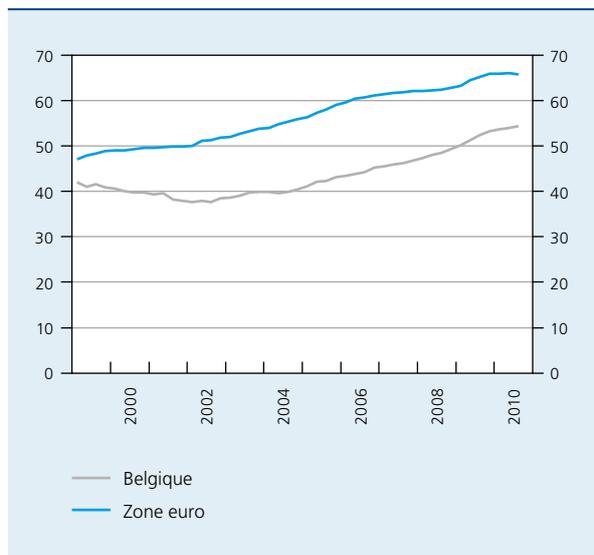
(1) Somme des avoirs financiers et immobiliers des ménages, desquels on a retranché la valeur de leurs engagements.

(2) Estimation reposant sur le nombre de maisons et appartements recensés par le Cadastre, dans les trois régions du pays. La valorisation du stock de logements s'effectue sur la base des prix moyens des transactions immobilières (maisons et appartements) et par région. La valeur des terrains à bâtir et des autres biens immobiliers (châteaux, maisons de rapport, etc.) n'est pas incluse dans l'estimation, pas plus que celle des propriétés immobilières sises à l'étranger. Par contre, l'estimation se fonde sur l'hypothèse selon laquelle l'ensemble des logements recensés sur le territoire national appartient aux ménages résidents.

Enfin, l'endettement des ménages, calculé sur la base des crédits à l'habitat et des crédits à la consommation, a continué de progresser en 2010, mais à un rythme de moins en moins rapide. Alors qu'il affichait un niveau de 50,2 p.c. par rapport au PIB au début de 2009, il a atteint 54,4 p.c. à la fin de septembre 2010, ce qui constitue un sommet historique. Il demeure néanmoins largement inférieur à celui observé dans la zone euro : les ménages y étaient en effet endettés à hauteur de 65,8 p.c. du PIB à la fin de septembre 2010. Au cours des dix dernières années, l'endettement des ménages de la zone euro a augmenté sans discontinuer, avant de se stabiliser en fin de période. En Belgique, alors qu'au début des années

2000, les particuliers avaient eu tendance à réduire leur endettement, celui-ci s'est accru à un rythme comparable à celui observé pour l'ensemble de la zone euro de la mi-2004 à 2008, mais plus soutenu par la suite. La remontée du taux d'endettement des ménages belges à partir de la fin de l'année 2004 a coïncidé avec une accélération du rythme d'accroissement des prix sur le marché de l'immobilier et a été soutenue ultérieurement par le régime fiscal avantageux appliqué aux prêts hypothécaires conclus à partir de 2005.

**GRAPHIQUE 86 ENDETTEMENT DES PARTICULIERS<sup>(1)</sup>**  
(données en fin de trimestre, pourcentages du PIB)



Sources : BCE, BNB.

(1) Ensemble des crédits accordés aux particuliers.

### 3.3.3 Sociétés non financières

#### Transactions financières

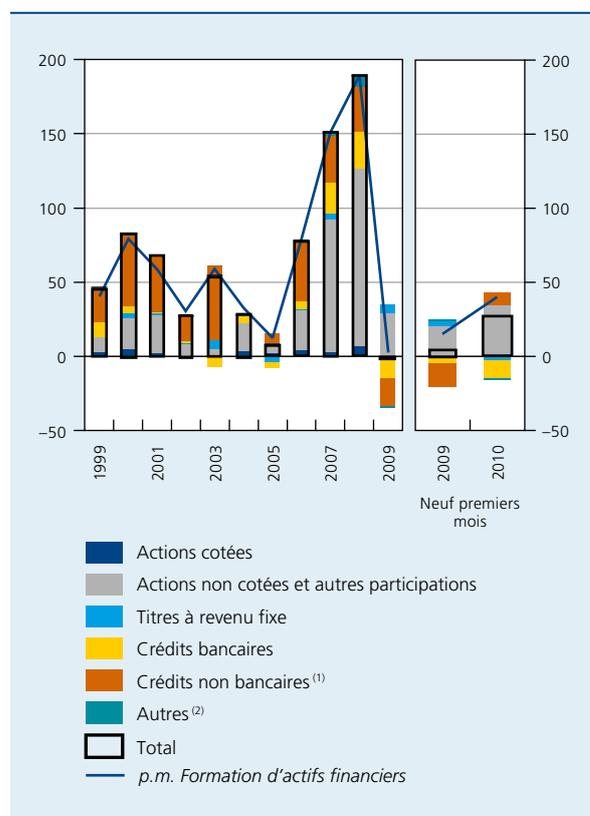
Grâce à la reprise de l'activité économique et de la productivité, les sociétés non financières ont dégagé un solde de financement positif durant les neuf premiers mois de 2010, ce qui signifie que les entreprises ont pu intégralement couvrir leurs investissements en capital fixe et la variation de leurs stocks par l'autofinancement. Dans les comptes financiers, ce surplus de financement s'est traduit par la formation d'actifs financiers nets à hauteur de 13,3 milliards d'euros.

Au cours des neuf premiers mois de 2010, les entreprises ont contracté de nouveaux engagements financiers à raison de 27 milliards d'euros. Si cela marque une rupture par rapport à la période correspondante de 2009 où la constitution de nouveaux engagements avait été négligeable, il n'en reste pas moins que ce montant s'inscrit bien en dessous de la moyenne des années précédentes. Outre la reprise encore relativement modérée des investissements en capital fixe et le renforcement des ressources financières internes, la demande relativement modeste de nouveaux engagements financiers par les entreprises a reflété une certaine réticence de leur part à réaliser des investissements financiers, tels que des opérations de fusion ou d'acquisition. De nouveaux actifs

financiers, qui comme d'habitude sont fortement liés à l'ampleur des nouveaux engagements, n'ont en effet été constitués qu'à hauteur de 40,3 milliards, soit un niveau inférieur à la moyenne des dix dernières années. Les avoirs de trésorerie se sont réduits de 1,2 milliard et ceux en actions de 1,7 milliard, tandis que les crédits, principalement aux autres entreprises, et le portefeuille de titres à revenu fixe progressaient de, respectivement, 29,1 et 2 milliards.

S'agissant des engagements, les émissions d'actions et d'autres titres en capital – qui constituent en Belgique la principale source de financement des entreprises, en raison notamment des activités des holdings non financiers et de la centralisation en Belgique par des entreprises multinationales de la gestion de leur trésorerie – se sont de nouveau accrues, de 34,7 milliards durant les trois premiers trimestres de 2010. Les titres à revenu fixe ont, quant à eux, donné lieu à des remboursements nets de

**GRAPHIQUE 87 NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES : VENTILATION PAR INSTRUMENT**  
(milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Principalement les crédits octroyés par les sociétés non financières belges et étrangères, aussi dénommés crédits interentreprises.

(2) Comprend les provisions techniques des institutions de retraite professionnelle non autonomes et les postes transitoires.

2,6 milliards. L'octroi de crédits aux entreprises a aussi reculé, de 3 milliards d'euros; ce repli a toutefois été moins prononcé que celui de 20,5 milliards enregistré au cours de la période correspondante de 2009. Tandis que le crédit non bancaire, qui comprend principalement les crédits entre entreprises, s'accroissait à nouveau, à concurrence de 8,5 milliards, le crédit bancaire s'est tassé de quelque 11,5 milliards. Le fléchissement du crédit bancaire est toutefois imputable aux opérations avec des banques dans d'autres pays. Durant l'année sous revue, l'octroi de crédits par les banques résidentes a en effet à nouveau augmenté.

### Conditions financières

Le caractère somme toute limité de la constitution de nouveaux passifs et actifs contraste nettement avec la poursuite du recul des coûts de financement nominaux des entreprises. Après la baisse notable enregistrée en 2009, le coût de financement pondéré des sociétés non financières – calculé en pondérant le coût nominal des différentes sources de financement par leurs parts respectives dans l'encours total de leurs engagements financiers – a enregistré une nouvelle contraction, revenant à 4,8 p.c. en décembre 2010, contre 5,1 p.c. un an plus tôt. Certes, tous les canaux de financement ont contribué à cette réduction des coûts, mais le recul le plus marqué a été enregistré pour le financement via les marchés des capitaux.

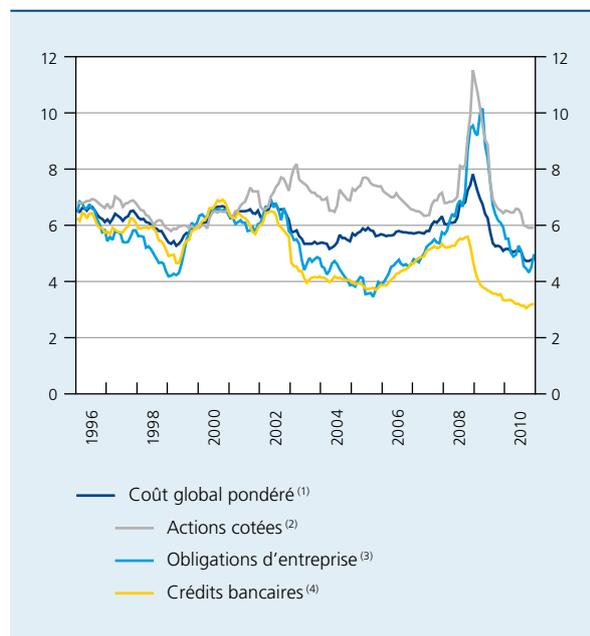
Jusqu'en septembre 2010, le taux d'intérêt applicable aux nouveaux crédits bancaires – pondéré sur la base des encours des diverses catégories de prêts consentis par les banques belges aux entreprises – s'est de nouveau replié, revenant de 3,3 p.c. en décembre 2009 à un plancher historique de 3 p.c. En fin d'année, il s'est toutefois légèrement accru, pour atteindre 3,2 p.c. Les taux d'intérêt appliqués aux crédits à court terme, définis comme les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros dont le taux est initialement fixé pour une durée maximale d'un an, se sont d'abord stabilisés aux alentours de 1,6 p.c., pour remonter ensuite quelque peu vers la fin de l'année, jusqu'à 1,9 p.c. Le processus de transmission découlant de l'abaissement du taux directeur par la BCE d'octobre 2008 à mai 2009 s'est donc arrêté au cours de l'année sous revue. Les taux d'intérêt appliqués aux crédits à long terme ont, pour leur part, poursuivi la tendance baissière qu'ils avaient amorcée, essentiellement sous l'influence du recul des taux d'intérêt à long terme en Belgique. Ainsi, le taux d'intérêt appliqué aux crédits de moins de 1 million d'euros assortis d'une période de fixation du taux d'au moins cinq ans a fléchi de 50 points de base, pour s'établir à 4,1 p.c. à la fin de 2010.

Les entreprises – surtout les plus grandes d'entre elles – peuvent également se financer directement sur les marchés financiers, en émettant des actions cotées ou des titres de créance. Quoique l'émission de titres de créance par des entreprises soit une activité marginale en Belgique, le coût de financement total pondéré des entreprises dépend aussi dans une certaine mesure des conditions qui prévalent sur les marchés des capitaux, en raison du recours considérable des entreprises à l'émission d'actions, par le biais notamment des holdings non financiers. Ces canaux de financement sont devenus plus attractifs au cours de l'année sous revue.

En termes nominaux, le coût du financement par émission de titres de créance a continué à se contracter en 2010. Le taux des obligations d'entreprise libellées en euro, d'une durée comprise entre cinq et sept ans et de notation BBB, c'est-à-dire la plus faible des titres considérés comme non spéculatifs, est revenu de 6,1 p.c. à la fin de décembre 2009 à 4,3 p.c. à la fin d'octobre 2010, avant de remonter

**GRAPHIQUE 88** COÛTS DE FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(données mensuelles, pourcentages)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BNB.

- (1) Obtenu en pondérant le coût du financement par émission d'actions cotées, par émission d'obligations et par crédits bancaires, par leurs parts respectives dans l'encours total de ces engagements financiers.
- (2) Estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des dividendes. Selon ce modèle, le coût du financement par émission d'actions diminue (augmente) à la suite d'une hausse (baisse) des cours boursiers et s'accroît (se contracte) en réponse à une majoration (réduction) des dividendes (non seulement effectivement payés mais aussi attendus).
- (3) Rendement des obligations libellées en euro, d'une durée de cinq à sept ans, de notation BBB.
- (4) Taux moyen pondéré appliqué par les banques belges aux crédits aux entreprises. La pondération est basée sur les encours des différents types de crédits. Les taux proviennent de deux enquêtes distinctes (RIR jusqu'en 2002 et MIR à partir de 2003), ce qui a entraîné une rupture de série en 2003.

quelque peu, jusqu'à 5 p.c. en fin d'année. Le marché des obligations d'entreprise semble toutefois s'être globalement remis de l'aversion marquée pour le risque qui, au plus fort de la crise financière, avait fait grimper à 10 p.c. en moyenne les taux d'intérêt appliqués aux obligations de notation BBB. Les écarts de taux d'intérêt vis-à-vis des emprunts publics se sont réduits depuis lors, regagnant des niveaux comparables à ceux de la fin de 2007, au début de la crise financière.

Le coût du financement par actions cotées a également poursuivi son recul pendant l'année sous revue, grâce à une évolution favorable des cours boursiers qui, comme pour la zone euro dans son ensemble, ont bénéficié du redressement des bénéfices des entreprises. Comme l'explique en détail l'encadré 19 du Rapport 2005 de la Banque, le coût de l'émission d'actions dont il est question ici est estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des dividendes. Jaugé à 6,4 p.c. en décembre 2009, ce coût s'est globalement stabilisé durant la première moitié de l'année. À partir du troisième trimestre, la hausse des cours boursiers en a cependant induit un recul: le coût du financement par action est ainsi revenu à 5,9 p.c. en décembre 2010, soit environ 1 point de pourcentage au-dessous de la moyenne de 1996 à 2009, de 6,9 p.c.

D'une manière générale, compte tenu du caractère limité de la conclusion de nouveaux engagements financiers, les entreprises ne semblent pas avoir réagi pleinement à la faiblesse particulière des coûts de financement nominaux. Il peut y avoir plusieurs raisons à cela. Premièrement, sur l'ensemble de l'année, la formation brute de capital fixe par les entreprises s'est contractée à prix courants de 0,3 p.c. par rapport à 2009. Ensuite, le redressement de l'activité et de la productivité ont induit un accroissement de la capacité de financement des entreprises. Ces dernières ont vraisemblablement préféré puiser dans leurs ressources internes plutôt que de se tourner vers des sources de financement externes pour couvrir leurs dépenses, afin de continuer à assainir leur bilan. Bien que les conditions de financement se soient normalisées, la crise financière exerce donc probablement encore un effet sur le comportement des sociétés non financières en matière d'investissement et de financement, que ce soit en raison de l'incertitude qui entoure les perspectives de croissance à long terme ou de la persistance à un niveau élevé de l'aversion pour le risque des investisseurs.

### Crédits bancaires

Les crédits octroyés par les banques résidentes à des sociétés non financières belges sont toutefois repartis à la hausse durant l'année sous revue. Après avoir atteint

un creux de -2,8 p.c. en novembre 2009, la croissance annuelle des crédits s'est dans un premier temps accélérée timidement, mais a nettement progressé au second semestre, pour s'afficher à 5,8 p.c. en décembre 2010. Bien que le cycle de crédit ait atteint dans la zone euro un point d'inflexion à peu près simultanément, la reprise de l'octroi de crédits bancaires y a été moins vigoureuse.

Durant les neuf premiers mois de 2010, les crédits octroyés par les banques résidentes se sont accrus de 5,1 milliards d'euros, alors qu'un recul de 1,8 milliard avait été enregistré sur l'ensemble de 2009. Cette évolution contraste nettement avec les crédits accordés par les banques étrangères aux sociétés non financières belges, lesquels ont baissé de 5,6 milliards au cours des neuf premiers mois de 2010. Après avoir accusé un recul continu de 1999 à la fin de 2008, revenant dans cette entrefaite de quelque 80 p.c. à un creux de 62,6 p.c., le poids des établissements de crédit résidents dans le total des crédits bancaires accordés aux entreprises belges est reparti à la hausse, pour s'établir à 65,7 p.c. en septembre 2010, ce qui pourrait indiquer que depuis la crise financière, ceux-ci se sont quelque peu recentrés sur leurs propres marchés.

Même si, dans le sillage de la crise financière, on avait craint une « reprise sans crédit », il semble que l'octroi

#### GRAPHIQUE 89 CRÉDITS ACCORDÉS PAR LES BANQUES AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN BELGIQUE<sup>(1)</sup> ET DANS LA ZONE EURO

(données en fin de mois, pourcentages de variation annuelle, sauf mention contraire)



Sources : BCE, BNB.

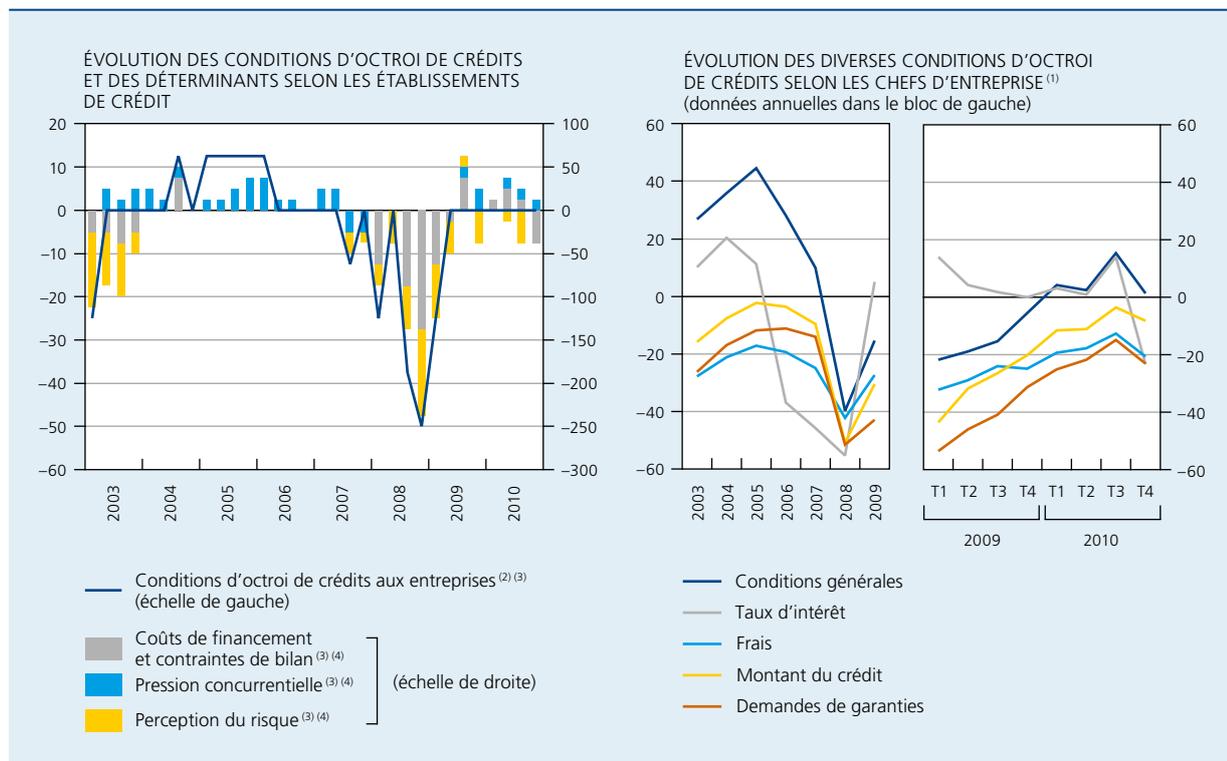
(1) Données corrigées des effets de la titrisation.

de crédits bancaires aux entreprises ait globalement suivi sa trajectoire classique, accusant un léger retard par rapport à la reprise de l'activité économique et à l'octroi de crédits aux ménages. L'évolution favorable des crédits bancaires doit être mise en perspective avec les taux d'intérêt historiquement bas. Dans ce contexte, les restrictions financières, qui découlent pour les banques soit des pertes passées en termes de fonds propres, soit des exigences en matière de liquidité, qui peuvent avoir été exacerbées par une anticipation des propositions formulées pour la nouvelle réglementation Bâle III visant à un relèvement des ratios de solvabilité et de liquidité, ne semblent pas avoir induit une baisse significative des crédits octroyés. Pendant la période sous revue, il n'y a en effet guère eu de signes indiquant que les banques aient anticipé la nouvelle réglementation en durcissant encore les conditions d'octroi de crédits. Après avoir resserré leurs conditions d'octroi de crédits – autres que les taux d'intérêt – lors de la crise financière, elles ne les ont pas modifiées en 2010.

C'est ce qui est ressorti de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, dans laquelle les banques fournissent des informations qualitatives concernant l'évolution des conditions d'octroi de crédits, la demande de crédits bancaires, ainsi que les facteurs qui permettent d'expliquer ces évolutions. Au cours de 2010, les quatre banques belges interrogées ont déclaré avoir maintenu inchangées les conditions d'octroi de crédits qu'elles appliquent aux entreprises. Tel avait déjà été le cas à partir du deuxième trimestre de 2009, après le resserrement sensible qui avait été opéré du troisième trimestre de 2007 au premier trimestre de 2009 en réponse à la crise financière.

S'agissant des déterminants des évolutions observées durant l'année sous revue, on constate que les coûts de financement et les contraintes de bilan des banques, qui avaient fourni une contribution négative durant la crise financière, auraient incité ces dernières à un léger assouplissement des conditions d'octroi de crédits durant

**GRAPHIQUE 90** RÉSULTATS DES ENQUÊTES SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE AUPRÈS DES BANQUES ET DES ENTREPRISES  
(données trimestrielles, sauf mention contraire)



Source : BNB (enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire et enquête de la BNB sur les conditions d'accès au crédit auprès des chefs d'entreprise).

(1) Solde, en pourcentage, des réponses des chefs d'entreprise interrogés indiquant leur appréciation favorable ou défavorable (-) des conditions d'accès au crédit bancaire. Disponible sur une base annuelle de 2002 à 2008 inclus et sur une base trimestrielle à partir de 2009.

(2) Pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit, indiquant le degré d'assouplissement ou de durcissement (-) des critères d'octroi de crédits.

(3) Les réponses sont pondérées en fonction de l'éloignement par rapport à la réponse « neutre » : la mention d'une évolution « sensible » des critères d'octroi se voit attribuer un poids deux fois plus grand que la mention d'une évolution « légère ».

(4) Pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit interrogés sur les critères d'octroi de crédits. Un pourcentage négatif (positif) correspond à un critère au travers duquel le resserrement (assouplissement) s'est manifesté. Les réponses aux différentes sous-questions ont été cumulées.

les trois premiers trimestres. Toutefois, compte tenu sans doute des tensions sur les marchés de titres souverains, les contraintes de bilan se sont quelque peu détériorées en fin d'année, pesant ainsi de nouveau sur les conditions de crédit. Au deuxième et au troisième trimestres, les banques sont restées quelque peu circonspectes face au climat conjoncturel mais, du fait des pressions concurrentielles, les conditions sont restées inchangées durant l'année.

Il convient dès lors de noter que le durcissement de ces critères durant la crise financière n'a pas encore été annulé. Sur une base cumulée, les conditions inchangées signifient *a priori*, en effet, que les banques continuent à se référer aux conditions plus strictes introduites lors de la crise financière.

Les statistiques collectées par la Centrale des crédits aux entreprises font d'ailleurs apparaître que le degré d'utilisation des crédits, qui illustre l'intensité avec laquelle les entreprises tirent sur leurs lignes de crédit, s'est maintenu à un niveau relativement élevé pendant l'année sous revue, surtout en ce qui concerne les PME (à en moyenne quelque 87,1 p.c. pour les petites entreprises). Ce degré d'utilisation est inversement proportionnel à la taille de l'entreprise et traduit une certaine réticence des banques à octroyer des crédits à ces entreprises.

L'appréciation des entreprises sur les conditions globales d'octroi de crédits, y compris les taux d'intérêt, s'est néanmoins améliorée au cours des trois premiers trimestres de l'année sous revue, comme l'a fait apparaître l'enquête menée dans ce cadre par la Banque auprès des chefs d'entreprise. À partir du premier trimestre de 2010, un nombre plus élevé de chefs d'entreprise a qualifié les conditions de favorables, plutôt que de défavorables. Le solde net des réponses est passé de -5 p.c. à la fin de 2009 à 15 p.c. au troisième trimestre de 2010. L'appréciation la plus favorable a concerné les taux d'intérêt, qui s'étaient d'ailleurs inscrits en baisse jusqu'alors. Au quatrième trimestre, toutefois, leur légère remontée pour les crédits bancaires semble avoir pesé sensiblement sur le sentiment des chefs d'entreprise, puisque celui-ci n'a plus été positif que pour un peu plus de 1 p.c. d'entre eux par solde. S'agissant des autres conditions de crédit (autres frais, volumes de crédit et garanties), les chefs d'entreprise étaient encore majoritairement insatisfaits – comme c'est d'ailleurs structurellement le cas –, quoique dans une moindre mesure. Même si un certain tassement en a été observé au dernier trimestre, les autres critères d'octroi de crédits ont progressivement évolué durant l'année sous revue vers des niveaux qui peuvent être considérés comme historiquement assez favorables et proches de ceux déclarés avant la crise financière.

## Titres à revenu fixe

Durant les neuf premiers mois de 2010, les sociétés non financières ont remboursé par solde des titres de créance pour un montant de 2,6 milliards d'euros alors que, pendant la période correspondante de 2009, leur recours net à cette forme de financement se chiffrait à 4 milliards. Les remboursements nets de titres à court terme, essentiellement des billets de trésorerie, et de titres à long terme, ont été d'un niveau relativement équivalent. Même si le coût de financement des obligations a sensiblement diminué, cette forme de financement reste plus chère que le crédit bancaire pour la grande majorité des entreprises, ce qui a pu les inciter à privilégier ce dernier canal pour leur financement externe.

En Belgique, les entreprises ont traditionnellement très peu recours au marché des titres à revenu fixe pour leur financement externe. À la fin du mois de septembre, cette forme de financement représentait globalement 4,3 p.c. de l'encours total des capitaux empruntés par les entreprises, contre 9 p.c. dans la zone euro. Afin de stimuler l'émission d'obligations d'entreprises, la CBFA a mis en place à la fin de 2010 une procédure accélérée d'approbation des prospectus. Pour des obligations ordinaires à taux fixe (en ce compris à coupon zéro) ou à taux variable émises par des émetteurs de bonne réputation, les prospectus devraient dorénavant pouvoir être approuvés dans les cinq jours ouvrables. De plus, une série de dispositions devraient garantir un meilleur accès des particuliers à ce type d'instrument.

## Actions

Au cours des neuf premiers mois de 2010, les émissions nettes d'actions non cotées ont atteint 34,4 milliards d'euros. Même s'il s'agit d'une nette reprise par rapport à 2009, ce montant demeure bien en retrait de ceux placés pendant la période allant de 2007 à 2008, durant laquelle les nouvelles émissions d'actions non cotées s'étaient établies en moyenne à 105 milliards par an, à la suite notamment du succès de la déduction pour capital à risque. La reprise des émissions en 2010 est remarquable dans un contexte de recours généralement limité des entreprises aux diverses sources de financement externes. Les actions émises durant l'année sous revue ont été principalement souscrites par l'étranger. Ces flux se composent surtout d'investissements directs, émanant de sociétés non financières liées établies à l'étranger.

Par contre, le recours au marché boursier via l'émission nette d'actions cotées n'a atteint que 0,3 milliard d'euros durant les neuf premiers mois de 2010, ce qui constitue

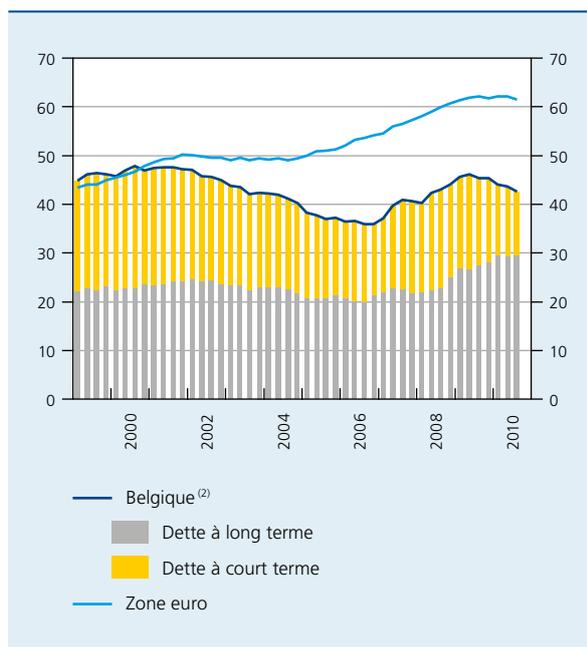
une légère reprise après l'assèchement presque généralisé de ce canal de financement au début de 2009. Ce rebond est imputable aux meilleures prestations boursières, qui ont entraîné une normalisation des coûts de financement par le biais des actions. Conformément à la tendance des années précédentes, les actions cotées ont été aussi principalement souscrites par des investisseurs étrangers. Depuis le début de 2005, le poids des détenteurs étrangers dans l'encours des actions cotées s'est d'ailleurs progressivement accru, passant de quelque 30 à 50,4 p.c. à la fin de septembre 2010.

### Taux d'endettement

Le faible niveau des nouveaux engagements financiers des entreprises au cours de 2009 et des neuf premiers mois de 2010 a induit une contraction de l'endettement des sociétés non financières exprimé en pourcentage du PIB. Si l'on considère uniquement l'octroi global de crédits par les établissements de crédit de la zone euro et les titres à revenu fixe, l'endettement est en effet revenu de 46,2 p.c. du PIB à la fin de juin 2009 à 42,6 p.c. à la fin de septembre 2010. Selon cette même définition qui, pour des raisons de pertinence économique et de comparabilité internationale, constitue la mesure la plus appropriée du taux d'endettement, celui des entreprises de la zone euro s'est stabilisé aux environs de 62 p.c. du PIB. Durant la dernière décennie, l'endettement des entreprises de la zone avait d'ailleurs considérablement augmenté par rapport à celui des entreprises belges. Cette situation a reflété essentiellement la croissance plus limitée du crédit bancaire en Belgique, les entreprises belges s'étant particulièrement concentrées durant la période allant de 2001 à 2005 sur l'assainissement de leur bilan à la suite de l'éclatement de la bulle technologique en 2001. Ensuite, la possibilité de déduire les intérêts notionnels a particulièrement favorisé le financement par fonds propres.

Il est cependant difficile d'évaluer dans quelle mesure le processus de désendettement (*deleveraging*) en cours depuis le début de 2009 découle de la volonté concrète des entreprises de réduire leur endettement ou s'il résulte du climat d'investissement. Dans une perspective tant historique qu'internationale, le taux d'endettement des entreprises belges s'établit en effet à un niveau relativement faible, qui comporte peu de risques pour leur santé financière. Néanmoins, le durcissement des conditions d'octroi de crédits par les banques, ainsi que la crainte généralisée d'une pénurie de ressources financières due à la vulnérabilité du secteur financier et à une éviction éventuelle en raison des déficits publics considérables, ont sans doute contribué à l'attention accrue portée par les sociétés non financières à la structure de leur bilan.

**GRAPHIQUE 91 ENDETTEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES<sup>(1)</sup>**  
(données en fin de trimestre, pourcentages du PIB)

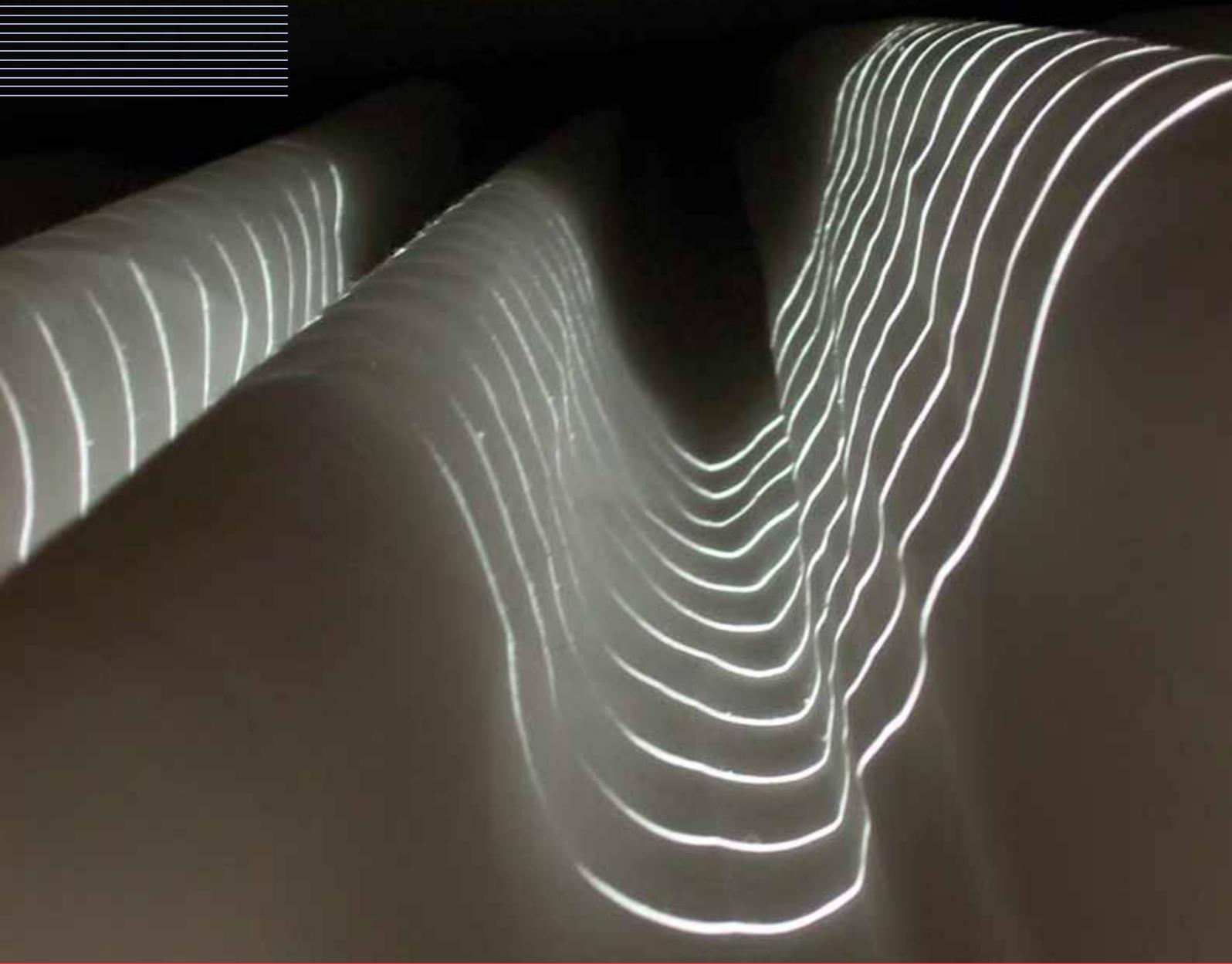
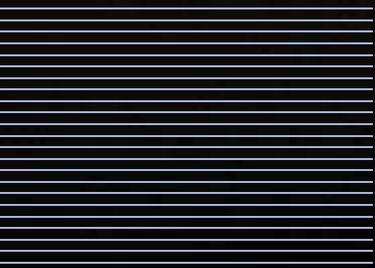


Sources : BCE, BNB.

(1) Crédits octroyés par les établissements de crédit de la zone euro et titres à revenu fixe. Pour la Belgique, données de crédits bancaires corrigées des effets de la titrisation ; pour la zone euro, cette correction n'est pas effectuée, vu que les données nécessaires à cet effet ne sont pas disponibles (à la fin du troisième trimestre de 2010, le cumul des titrisations bancaires recensées depuis février 2009 s'élevait à l'équivalent de 0,3 p.c. du PIB, contre 3,6 p.c. en Belgique).

(2) La dette à court terme a une durée inférieure ou égale à un an, celle à long terme une durée supérieure à un an.

Outre la contraction du taux d'endettement, il convient de relever la part plus importante qu'occupent les dettes à long terme dans le total des dettes des entreprises depuis la crise financière. Alors qu'à la mi-2008, les dettes à court terme et celles à long terme représentaient chacune environ 20 p.c. du PIB, ces dernières ont grimpé à 29,6 p.c. du PIB à la fin de septembre 2010, les premières revenant à 13 p.c. En règle générale, une telle structure de financement, reposant plus largement sur des dettes à long terme, peut être considérée comme plus solide qu'un financement essentiellement basé sur des ressources à court terme. Ce dernier induit en effet des risques de liquidité accrus, imputables à un risque de financement plus marqué. Par ailleurs, une proportion élevée de financement à court terme peut indiquer que les entreprises ne réussissent à attirer que des moyens financiers à court terme, ce qui peut être le signe d'un plus grand risque de faillite. Une amélioration de la structure de financement des entreprises selon le terme, quoique moins prononcée, a aussi été observée dans la zone euro.



# Annexes statistiques

TABLEAU I PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, EN VOLUME

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

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 e
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	1,3	0,5	0,7	1,4	1,3	1,8	1,7	1,4	-0,2	1,4
Dépenses de consommation finale des administrations publiques .....	1,6	3,2	1,4	1,8	1,2	0,6	2,1	2,5	0,4	1,1
Formation brute de capital fixe .....	1,1	-4,5	0,1	7,6	7,5	2,0	6,3	2,4	-4,9	-1,8
Logements .....	-2,7	-5,5	3,4	8,1	10,9	6,4	3,4	-0,6	-3,0	-3,5
Entreprises .....	4,2	-4,7	-1,2	8,3	5,2	2,0	7,9	3,4	-7,5	-1,2
Administrations publiques .....	-11,6	0,7	0,9	0,6	15,4	-11,8	4,2	5,5	10,3	-0,9
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> <sup>(1)(2)</sup> .....	1,3	0,0	0,7	2,6	2,4	1,5	2,7	1,8	-1,1	0,6
Variation des stocks <sup>(1)</sup> .....	-1,4	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,7	0,1	0,0	-1,0	-0,5
Exportations nettes de biens et de services <sup>(1)</sup> .....	0,8	1,4	0,0	0,3	-0,7	0,5	0,1	-1,0	-0,5	1,9
Exportations de biens et de services .....	1,0	2,7	0,8	6,3	5,0	5,0	4,3	1,4	-11,4	10,0
Importations de biens et de services .....	0,0	0,9	0,8	6,3	6,4	4,6	4,4	2,8	-10,9	7,7
PIB .....	0,7	1,4	0,8	3,1	2,0	2,7	2,8	0,8	-2,7	2,0
Excédent ou déficit (-) commercial résultant de la variation des termes de l'échange <sup>(3)</sup> .....	0,1	1,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	0,3	-2,0	2,5	-1,4
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde <sup>(3)</sup> .....	-0,7	-0,2	0,2	-0,4	-0,4	0,3	0,1	0,5	-0,6	0,1
RNB .....	0,1	2,0	0,9	2,0	1,6	2,3	3,1	-0,7	-0,6	0,6
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> <sup>(4)</sup> .....	-0,1	-0,1	0,8	2,9	2,9	2,3	2,8	1,9	-2,1	0,1
<i>Dépenses finales</i> <sup>(5)</sup> .....	0,4	1,2	0,8	4,4	3,8	3,5	3,5	1,7	-6,4	4,4
<i>Dépenses des administrations publiques</i> <sup>(6)</sup> .....	0,5	3,0	1,4	1,7	2,2	-0,4	2,2	2,8	1,1	1,0

Sources : ICI, BNB.

- (1) Contribution à la variation du PIB.  
(2) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.  
(3) Contribution à la variation du RNB.  
(4) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.  
(5) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.  
(6) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

**TABLEAU II PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, EN VOLUME**

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, sauf mention contraire)

	2008				2009				2010			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Dépenses de consommation finale des particuliers . . . . .	1,8	1,8	1,5	0,5	-0,8	-0,8	-0,1	1,0	1,7	1,7	1,2	n.
Dépenses de consommation finale des administrations publiques . . . . .	2,9	2,7	2,3	2,2	0,9	0,4	0,2	0,0	0,6	1,0	1,2	n.
Formation brute de capital fixe . . . . .	5,9	4,3	1,4	-1,6	-5,1	-4,7	-5,5	-4,1	-3,3	-3,3	-0,5	n.
Logements . . . . .	1,0	-0,6	-1,2	-1,5	-1,7	-2,3	-3,4	-4,7	-5,3	-4,3	-2,6	n.
Entreprises . . . . .	8,9	6,4	2,4	-3,7	-7,8	-8,2	-8,4	-5,4	-3,5	-2,3	0,7	n.
Administrations publiques . . . . .	-0,5	4,4	2,1	16,5	6,0	16,0	11,1	8,1	4,5	-6,3	-1,5	n.
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> <sup>(1)(2)</sup> . . . . .	2,8	2,4	1,6	0,4	-1,3	-1,4	-1,2	-0,4	0,3	0,4	0,8	n.
Variation des stocks <sup>(1)</sup> . . . . .	-0,3	-0,1	0,3	0,3	-0,8	-1,0	-1,2	-1,1	-0,2	-0,4	-1,3	n.
Exportations nettes de biens et de services <sup>(1)</sup> . . . . .	-0,9	-0,4	-0,8	-1,9	-1,5	-1,7	-0,2	1,4	1,6	2,6	2,5	n.
Exportations de biens et de services . . . . .	3,2	6,0	3,5	-6,9	-14,5	-17,3	-12,8	0,2	9,2	14,1	10,9	n.
Importations de biens et de services . . . . .	4,5	6,8	4,7	-4,8	-12,9	-15,6	-12,8	-1,4	7,3	10,8	7,8	n.
PIB . . . . .	1,6	1,9	1,1	-1,3	-3,7	-4,1	-2,7	-0,1	1,7	2,7	2,0	1,8
<i>p.m. PIB, pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent</i> . . . . .	0,8	0,5	-0,4	-2,2	-1,7	0,1	1,0	0,4	0,1	1,1	0,4	0,3
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> <sup>(3)</sup> . . . . .	2,6	2,4	1,9	0,6	-2,1	-2,3	-2,5	-1,5	0,0	-0,1	-0,6	n.
<i>Dépenses finales</i> <sup>(4)</sup> . . . . .	2,9	4,1	2,7	-2,9	-7,9	-9,4	-7,3	-0,7	4,1	6,1	4,5	n.
<i>Dépenses des administrations publiques</i> <sup>(5)</sup> . . . . .	2,7	2,9	2,4	3,2	1,3	1,5	1,0	0,6	0,9	0,4	0,9	n.

Sources: ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

(2) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(3) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(4) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(5) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

TABLEAU III DÉFLATEURS DU PIB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

(données non corrigées des effets de calendrier, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 e
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	1,9	1,2	1,5	2,4	2,7	3,0	2,8	3,2	-0,5	2,5
Dépenses de consommation finale des administrations publiques .....	3,3	3,7	3,3	2,5	3,4	3,0	2,5	4,5	4,0	1,5
Formation brute de capital fixe .....	0,4	-0,9	1,5	2,8	1,8	3,8	2,8	3,3	-1,3	0,9
Logements .....	2,8	2,2	2,6	5,2	4,8	5,7	4,5	5,1	-3,0	0,2
Entreprises .....	-0,4	-2,1	1,2	2,0	0,7	2,8	2,1	2,5	-0,3	1,0
Administrations publiques .....	0,6	0,5	1,2	2,2	1,1	5,4	2,9	2,7	-2,5	1,3
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> <sup>(1)</sup> .....	1,9	1,4	1,9	2,5	2,7	3,2	2,7	3,5	0,4	1,9
Termes de l'échange .....	0,1	1,2	-0,2	-0,9	-0,4	-0,7	0,2	-2,4	3,4	-2,0
Exportations de biens et de services .....	1,4	-0,6	-1,4	2,0	4,1	2,7	2,2	4,1	-5,3	6,2
Importations de biens et de services .....	1,3	-1,8	-1,2	2,9	4,5	3,4	2,0	6,6	-8,5	8,3
PIB .....	2,1	2,0	2,0	2,2	2,4	2,3	2,3	1,9	1,1	1,5
RNB .....	2,0	1,2	2,3	2,9	2,6	2,9	2,1	4,0	-1,3	3,0
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> <sup>(2)</sup> .....	2,0	1,2	2,3	2,9	2,6	2,9	2,1	4,0	-1,3	2,9
<i>Dépenses finales</i> <sup>(3)</sup> .....	1,7	0,4	0,7	2,5	3,3	2,8	2,2	4,0	-3,1	4,4
<i>Dépenses des administrations publiques</i> <sup>(4)</sup> .....	3,1	3,4	3,2	2,5	3,3	3,2	2,5	4,4	3,5	1,5

Sources: ICN, BNB.

(1) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(2) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(3) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(4) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

**TABLEAU IV PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, À PRIX COURANTS**

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

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 e
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	3,2	1,8	2,1	3,9	4,0	4,9	4,6	4,7	-0,6	3,9
Dépenses de consommation finale des administrations publiques .....	5,0	6,9	4,8	4,5	4,3	3,6	4,8	7,0	4,4	2,6
Formation brute de capital fixe .....	1,5	-5,3	1,6	10,6	9,4	5,9	9,3	5,8	-6,0	-1,1
Logements .....	0,0	-3,4	6,1	13,7	16,3	12,5	8,0	4,5	-5,9	-3,3
Entreprises .....	3,8	-6,7	-0,1	10,4	5,9	4,8	10,2	6,0	-7,7	-0,3
Administrations publiques .....	-11,1	1,2	2,2	2,8	16,7	-7,0	7,2	8,4	7,6	0,3
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> <sup>(1)(2)</sup> .....	3,1	1,3	2,5	5,0	4,9	4,5	5,4	5,2	-0,7	2,5
Variation des stocks <sup>(1)</sup> .....	-1,2	-0,2	0,4	0,5	0,2	0,6	-0,5	0,5	-2,7	0,6
Exportations nettes de biens et de services <sup>(1)</sup> .....	0,9	2,2	-0,1	-0,2	-0,7	-0,1	0,3	-3,0	1,8	0,6
Exportations de biens et de services .....	2,4	2,0	-0,6	8,5	9,3	7,8	6,5	5,5	-16,1	16,8
Importations de biens et de services .....	1,3	-0,9	-0,4	9,5	10,9	8,4	6,5	9,6	-18,4	16,7
PIB .....	2,8	3,4	2,8	5,3	4,4	5,0	5,2	2,8	-1,6	3,6
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde <sup>(3)</sup> .....	-0,6	-0,2	0,2	-0,4	-0,4	0,3	0,1	0,5	-0,6	0,1
RNB .....	2,1	3,1	3,0	4,9	4,0	5,3	5,3	3,3	-2,1	3,6
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> <sup>(4)</sup> .....	1,9	1,2	3,1	5,9	5,4	5,3	5,1	6,0	-3,4	3,1
<i>Dépenses finales</i> <sup>(5)</sup> .....	2,2	1,6	1,4	7,0	7,1	6,5	5,8	5,8	-9,3	9,0
<i>Dépenses des administrations publiques</i> <sup>(6)</sup> .....	3,7	6,5	4,6	4,4	5,1	2,8	5,0	7,2	4,6	2,5

Sources: ICN, BNB.

(1) Contribution à la croissance du PIB.

(2) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(3) Contribution à la croissance du RNB.

(4) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(5) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(6) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

**TABLEAU V PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, À PRIX COURANTS**  
(données non corrigées des effets de calendrier, millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 e
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	138.912	141.346	144.383	150.110	155.751	163.331	170.965	179.121	177.788	184.733
Dépenses de consommation finale des administrations publiques .....	56.394	60.306	63.179	65.941	69.024	71.505	74.813	80.021	83.681	85.899
Formation brute de capital fixe .....	53.983	51.120	51.926	57.634	62.780	66.456	72.747	77.261	72.269	71.569
Logements .....	12.540	12.110	12.849	14.605	16.979	19.107	20.643	21.578	20.301	19.625
Entreprises .....	37.044	34.564	34.529	38.350	40.340	42.269	46.659	49.781	45.623	45.587
Administrations publiques .....	4.399	4.446	4.549	4.679	5.461	5.080	5.446	5.902	6.346	6.357
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> <sup>(1)</sup> .....	249.290	252.772	259.487	273.684	287.556	301.291	318.525	336.403	333.739	342.201
Variation des stocks .....	680	61	1.304	2.828	3.355	4.707	3.655	5.640	-3.868	-2.131
Exportations nettes de biens et de services .....	9.464	15.423	14.925	14.313	11.935	12.152	12.905	2.963	9.292	10.991
Exportations de biens et de services .....	202.256	206.443	205.192	223.086	242.846	261.892	279.437	295.645	247.464	288.868
Importations de biens et de services .....	192.793	191.020	190.267	208.773	230.911	249.740	266.532	292.681	238.173	277.876
PIB .....	259.433	268.256	275.716	290.825	302.845	318.150	335.085	345.006	339.162	351.062
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde .....	4.164	3.608	4.253	3.155	1.970	2.822	3.281	5.094	3.100	3.316
RNB .....	263.597	271.864	279.969	293.980	304.816	320.973	338.366	350.100	342.261	354.378
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> <sup>(2)</sup> .....	249.970	252.833	260.791	276.512	290.910	305.998	322.180	342.043	329.870	340.070
<i>Dépenses finales</i> <sup>(3)</sup> .....	452.226	459.276	465.983	499.598	533.756	567.891	601.617	637.688	577.335	628.938
<i>Dépenses des administrations publiques</i> <sup>(4)</sup> .....	60.794	64.752	67.727	70.619	74.485	76.584	80.259	85.923	90.027	92.256

Sources : ICF, BNB.

(1) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(2) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(3) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(4) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

**TABLEAU VI VALEUR AJOUTÉE DES DIFFÉRENTES BRANCHES D'ACTIVITÉ, EN VOLUME**

(données non corrigées des effets de calendrier, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	p.m. Pourcentages du PIB de 2009
Agriculture et pêche .....	-5,5	4,3	-7,3	5,3	-12,0	10,0	-1,1	-1,9	-0,4	0,6
Industrie .....	0,0	-0,8	-1,0	3,1	0,2	1,3	2,9	-0,6	-7,6	15,0
Industrie extractive .....	-11,6	-5,1	0,1	3,2	6,9	9,7	4,0	20,9	-2,7	0,1
Industrie manufacturière .....	0,3	-0,6	-1,1	3,7	0,5	0,4	3,3	-0,9	-8,7	12,9
dont :										
Denrées alimentaires, boissons, tabac .....	2,3	1,8	2,2	2,8	0,2	1,1	7,4	5,8	-2,5	1,9
Textiles, vêtements et chaussures .....	-0,3	-1,5	-8,5	0,2	-5,4	5,6	6,4	-3,3	-1,6	0,5
Chimie et caoutchouc .....	0,4	2,2	-0,4	6,4	-0,3	0,5	1,2	-0,1	-8,6	3,0
Métallurgie et travail des métaux .....	1,8	0,5	-2,4	4,5	-7,6	2,1	9,6	-6,8	-10,8	2,0
Matériel de transport .....	4,6	-0,7	-3,7	0,4	10,0	-16,3	-8,4	0,5	-15,5	0,8
Électricité, gaz et eau .....	-1,7	-1,9	0,0	-1,9	-3,4	9,1	0,1	0,5	-0,3	2,1
Construction .....	1,1	-1,5	0,7	4,0	3,4	8,5	2,3	-0,1	-3,4	4,9
Services .....	1,9	1,9	1,7	2,5	2,2	2,4	3,0	1,9	-1,7	68,8
Services marchands .....	2,5	2,6	1,9	2,9	2,6	3,1	3,7	2,0	-2,9	46,6
Commerce et réparations .....	3,8	4,1	4,7	4,0	-3,1	1,2	6,7	-0,4	-6,3	11,0
Horeca .....	-1,8	-1,2	1,9	-0,1	0,9	2,0	1,2	0,6	-2,0	1,5
Transports et communications .....	3,3	0,6	2,4	-0,7	3,5	0,3	1,0	2,6	-4,1	7,4
Services financiers .....	-0,7	10,2	-5,7	8,3	3,1	8,5	-1,2	-1,3	-2,8	4,7
Immobilier, location et services aux entreprises .....	2,6	1,0	2,3	2,4	5,6	4,0	4,5	4,0	-0,9	22,1
Services non marchands .....	0,6	0,4	1,1	1,5	1,5	0,8	1,3	1,7	1,1	22,2
Administration publique .....	0,4	3,1	1,8	1,4	2,4	1,6	1,0	1,8	0,9	6,7
Éducation, santé et action sociale .....	1,3	0,4	0,6	1,3	0,5	0,0	1,4	1,4	1,0	12,9
Autres services non marchands .....	-2,5	-7,0	1,5	3,1	3,7	2,7	1,0	2,7	2,5	2,6
Valeur ajoutée des branches, aux prix de base .....	1,3	1,2	1,0	2,7	1,7	2,6	2,9	1,3	-2,8	89,3
Impôts nets des subsides sur les produits <sup>(1)</sup> .....	-0,4	0,3	-0,1	0,8	0,2	0,4	0,4	-0,1	-0,3	10,7
PIB .....	0,8	1,4	0,8	3,2	1,7	2,7	2,9	1,0	-2,8	100,0

Source : ICN.

(1) Contribution à la variation du PIB.

TABLEAU VII MARCHÉ DU TRAVAIL

(moyennes annuelles, milliers de personnes)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 e
Population en âge de travailler <sup>(1)</sup> .....	6.743	6.774	6.805	6.835	6.879	6.942	7.012	7.070	7.114	7.154
Population active .....	4.701	4.717	4.768	4.844	4.916	4.963	4.981	5.032	5.068	5.109
Emploi national .....	4.231	4.226	4.230	4.270	4.331	4.384	4.455	4.532	4.517	4.545
Travailleurs frontaliers (solde) .....	66	67	69	72	73	75	77	78	79	79
Emploi intérieur .....	4.165	4.159	4.160	4.199	4.258	4.308	4.378	4.454	4.438	4.466
Travailleurs indépendants .....	696	689	689	692	695	699	706	716	721	725
Travailleurs salariés .....	3.470	3.470	3.472	3.507	3.563	3.609	3.672	3.738	3.717	3.741
Branches sensibles à la conjoncture <sup>(2)</sup> .....	2.246	2.223	2.199	2.209	2.237	2.270	2.318	2.363	2.318	2.318
Administration publique et éducation .....	710	721	730	742	757	764	771	779	787	790
Autres services non marchands <sup>(3)</sup> .....	513	525	543	556	569	576	583	596	612	633
Chômage <sup>(4)</sup> .....	470	492	538	573	585	579	526	500	551	565

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

(1) Personnes âgées de quinze à soixante-quatre ans.

(2) Soit les branches « agriculture, chasse, sylviculture et pêche », « industrie », « construction », « commerce, transports et communications » et « activités financières, immobilières, de location et de services aux entreprises ».

(3) Soit les branches « santé et action sociale », « services collectifs, sociaux et personnels » et « services domestiques ».

(4) Demandeurs d'emploi inoccupés, comprenant les chômeurs complets indemnisés (à l'exclusion des chômeurs âgés non demandeurs d'emploi), ainsi que les autres demandeurs d'emploi inscrits obligatoirement ou librement. Les travailleurs occupés par les ALE déjà repris dans l'emploi sont exclus de ce total.

**TABLEAU VIII TAUX D'EMPLOI**

(pourcentages de la population âgée de quinze à soixante-quatre ans correspondante <sup>(1)</sup>, moyennes annuelles)

	Moyennes des trois premiers trimestres									
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Total .....	59,9	59,9	59,6	60,3	61,1	61,0	62,0	62,4	61,6	61,8
Selon le genre										
Femmes .....	51,0	51,4	51,8	52,6	53,8	54,0	55,3	56,2	56,0	56,2
Hommes .....	68,8	68,3	67,3	67,9	68,3	67,9	68,7	68,6	67,2	67,3
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans .....	29,7	29,4	27,4	27,8	27,3	27,6	27,5	27,4	25,3	25,0
De 25 à 54 ans .....	76,6	76,5	76,5	77,3	78,3	78,4	79,7	80,5	79,8	79,7
De 55 à 64 ans .....	25,1	26,6	28,1	30,0	31,9	32,0	34,4	34,5	35,3	37,2
Selon la région										
Bruxelles .....	53,9	54,5	53,2	54,1	54,8	53,4	54,8	55,6	55,1	54,4
Flandre .....	63,4	63,5	62,9	64,3	64,9	65,0	66,1	66,5	65,8	66,1
Wallonie .....	55,4	54,9	55,4	55,1	56,1	56,1	57,0	57,2	56,2	56,5
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus .....	42,1	41,7	41,2	40,5	40,4	40,1	40,5	39,7	38,6	39,4
Secondaire supérieur au plus .....	65,0	64,9	63,9	64,7	65,5	65,1	65,9	67,0	65,4	65,2
Supérieur .....	83,3	82,5	82,2	82,5	82,8	82,4	83,7	83,0	81,9	81,7

Source : DGSIE.

(1) Ces taux d'emploi sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

TABLEAU IX TAUX DE CHÔMAGE

(pourcentages de la population active âgée de quinze à soixante-quatre ans correspondante<sup>(1)</sup>, moyennes annuelles)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Moyennes des trois premiers trimestres	
										2009	2010
Total .....	6,6	7,6	8,2	8,5	8,5	8,3	7,5	7,0	8,0	7,9	8,5
Selon le genre											
Femmes .....	7,5	8,7	8,9	9,6	9,6	9,4	8,5	7,6	8,1	8,2	8,7
Hommes .....	6,0	6,7	7,7	7,6	7,7	7,5	6,7	6,5	7,8	7,7	8,3
Selon l'âge											
De 15 à 24 ans .....	16,9	17,7	21,8	21,2	21,5	20,5	18,8	18,0	21,9	21,6	22,8
De 25 à 54 ans .....	5,6	6,6	7,1	7,4	7,4	7,2	6,6	6,1	6,8	6,7	7,5
De 55 à 64 ans .....	3,2	4,1	3,0	3,9	4,4	4,8	4,2	4,4	5,1	5,3	4,7
Selon la région											
Bruxelles .....	13,0	14,7	15,8	15,9	16,5	17,7	17,2	16,0	15,9	15,6	17,4
Flandre .....	4,0	4,9	5,7	5,4	5,5	5,0	4,4	3,9	5,0	5,0	5,5
Wallonie .....	9,9	10,6	10,9	12,1	11,9	11,8	10,5	10,1	11,2	11,0	11,4
Selon le niveau d'éducation											
Secondaire inférieur au plus .....	10,0	11,7	12,5	13,3	14,1	14,0	13,0	12,5	13,7	13,7	15,2
Secondaire supérieur au plus .....	6,6	7,4	8,4	8,5	8,5	8,2	7,6	7,0	8,1	8,0	8,5
Supérieur .....	3,5	4,1	4,4	4,7	4,5	4,5	3,8	3,6	4,5	4,5	4,5

Source : DGSIE.

(1) Ces taux de chômage sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

**TABEAU X INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ**

(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)

	Total				Tendance sous-jacente de l'inflation <sup>(2)</sup>		p.m. Indice des prix à la consommation national		p.m. Indice-santé <sup>(3)</sup>
	Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés <sup>(1)</sup>	Produits alimentaires transformés	Total	Biens industriels non énergétiques	Services			
2003	1,5	0,2	1,7	2,8	1,5	1,0	1,9	1,6	1,5
2004	1,9	6,6	0,9	2,2	1,3	0,3	2,1	2,1	1,6
2005	2,5	12,7	1,7	2,0	1,3	0,3	2,1	2,8	2,2
2006	2,3	7,3	3,3	2,1	1,5	0,9	2,1	1,8	1,8
2007	1,8	0,2	3,0	4,7	1,4	0,9	1,9	1,8	1,8
2008	4,5	19,8	2,8	7,8	1,8	1,3	2,3	4,5	4,2
2009	0,0	-14,0	0,4	1,7	2,1	1,4	2,6	-0,1	0,6
2010	2,3	10,0	3,5	1,0	1,1	0,8	1,4	2,2	1,7
2010 Janvier	0,8	-2,9	0,3	0,5	1,4	0,9	1,7	0,6	-0,1
Février	0,8	-1,9	1,3	0,5	1,2	1,2	1,2	0,7	0,1
Mars	1,9	7,0	3,3	0,5	1,1	1,1	1,2	1,7	0,9
Avril	2,1	9,8	2,4	0,5	1,0	0,8	1,2	1,8	1,1
Mai	2,5	12,5	2,0	0,8	1,3	1,0	1,5	2,3	1,6
Juin	2,7	13,7	3,9	0,8	1,1	0,8	1,3	2,5	2,0
Juillet	2,4	13,7	4,2	1,1	0,7	-0,1	1,1	2,6	2,2
Août	2,4	9,7	4,9	1,2	1,1	0,9	1,2	2,3	2,1
Septembre	2,9	14,0	5,8	1,5	1,1	0,8	1,3	2,9	2,6
Octobre	3,1	15,3	4,8	1,7	1,2	0,8	1,6	3,0	2,5
Novembre	3,0	13,4	4,4	1,8	1,4	0,7	1,9	2,9	2,5
Décembre	3,4	17,1	5,3	1,8	1,2	0,7	1,6	3,1	2,6

Sources: CE, DGSI.E.

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

(2) Mesurée par l'IPC, à l'exclusion des produits alimentaires et des produits énergétiques.

(3) IPCN, à l'exclusion des produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

TABLEAU XI COMPTE SYNTHÉTIQUE DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS <sup>(1)</sup>

(données non corrigées des effets de calendrier, millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 e
1. Revenu primaire brut .....	206.250	209.243	210.498	215.703	222.797	233.744	246.569	259.849	256.465	262.670
Salaires et traitements <sup>(2)</sup> .....	138.793	144.192	147.239	151.289	156.421	163.942	172.451	181.823	184.189	187.476
Revenus de la propriété <sup>(3)</sup> .....	29.721	27.795	25.240	25.540	25.771	26.730	28.931	32.193	27.814	29.149
Revenu mixte brut .....	24.437	23.877	24.327	24.980	25.667	27.046	27.934	28.014	27.166	27.961
Excédent brut d'exploitation .....	13.300	13.380	13.692	13.894	14.938	16.025	17.253	17.819	17.296	18.084
2. Transferts courants <sup>(3)</sup> .....	-38.864	-39.785	-38.886	-40.221	-41.179	-41.522	-44.550	-47.003	-41.239	-42.022
Transferts reçus .....	55.874	58.467	60.890	63.190	65.742	67.281	69.872	73.803	79.042	81.648
Transferts versés .....	94.738	98.252	99.776	103.411	106.921	108.803	114.423	120.805	120.281	123.670
3. Revenu disponible brut (1 + 2) .....	167.386	169.458	171.612	175.482	181.618	192.222	202.019	212.846	215.226	220.648
<i>p.m. En termes réels <sup>(4)</sup> .....</i>	<i>197.743</i>	<i>197.734</i>	<i>197.323</i>	<i>197.103</i>	<i>198.625</i>	<i>204.100</i>	<i>208.561</i>	<i>212.846</i>	<i>216.277</i>	<i>216.370</i>
<i>(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)</i>	<i>(2,8)</i>	<i>(0,0)</i>	<i>(-0,2)</i>	<i>(-0,1)</i>	<i>(0,8)</i>	<i>(2,8)</i>	<i>(2,2)</i>	<i>(2,1)</i>	<i>(1,6)</i>	<i>(0,0)</i>
4. Variation des droits des particuliers sur les institutions de retraite professionnelle .....	1.607	1.541	1.716	1.857	2.009	1.959	2.467	2.884	2.412	2.542
5. Dépenses de consommation finale .....	138.912	141.346	144.383	150.110	155.751	163.331	170.965	179.121	177.788	184.733
6. Épargne brute (3 + 4 - 5) .....	30.081	29.654	28.945	27.230	27.875	30.850	33.521	36.609	39.849	38.457
<i>p.m. Pourcentages du revenu disponible brut <sup>(5)</sup> .....</i>	<i>17,8</i>	<i>17,3</i>	<i>16,7</i>	<i>15,4</i>	<i>15,2</i>	<i>15,9</i>	<i>16,4</i>	<i>17,0</i>	<i>18,3</i>	<i>17,2</i>
7. Transferts en capital <sup>(6)</sup> .....	-530	-296	-763	-850	-1.257	-1.239	-1.039	-1.116	-443	-914
8. Formation brute de capital .....	14.139	13.971	14.563	16.004	18.750	20.704	22.547	23.480	21.906	21.229
9. Solde de financement (6 + 7 - 8) .....	15.412	15.387	13.619	10.376	7.869	8.907	9.936	12.014	17.500	16.314

Sources: ICN, BNB.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

(2) Rémunérations (à l'exclusion de celles des propriétaires entrepreneurs), y compris les cotisations de sécurité sociale, et pensions de la fonction publique.

(3) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les revenus ou les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, à l'exclusion des transferts en nature.

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

(5) En pourcentage du revenu disponible brut au sens large, c'est-à-dire y compris la variation des droits des particuliers sur les institutions de retraite professionnelle.

(6) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits et les acquisitions nettes d'objets de valeur.

**TABLEAU XII COMPTE SYNTHÉTIQUE DES SOCIÉTÉS, À PRIX COURANTS <sup>(1)</sup>**

(données non corrigées des effets de calendrier, millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 e
1. Revenu primaire brut .....	37.817	40.563	46.179	51.827	53.643	56.513	60.775	58.968	55.231	58.786
Excédent brut d'exploitation .....	51.581	54.295	57.755	65.191	69.610	73.072	79.047	78.984	73.874	79.416
Revenus de la propriété <sup>(2)</sup> .....	-13.765	-13.732	-11.576	-13.364	-15.968	-16.559	-18.272	-20.017	-18.643	-20.631
2. Transferts courants <sup>(2)</sup> .....	-6.410	-6.562	-6.318	-7.409	-8.189	-9.453	-8.120	-8.576	-6.514	-7.421
Transferts reçus .....	15.944	16.877	16.907	16.859	17.391	18.068	19.698	20.291	20.349	20.579
Transferts versés .....	22.354	23.439	23.225	24.269	25.580	27.521	27.818	28.867	26.863	28.000
3. Revenu disponible brut (1 + 2) .....	31.407	34.001	39.861	44.417	45.454	47.060	52.656	50.392	48.718	51.365
4. Variation des droits des particuliers sur les institutions de retraite professionnelle .....	-1.606	-1.540	-1.721	-1.853	-2.008	-1.956	-2.469	-2.880	-2.409	-2.538
5. Épargne brute (3 + 4) .....	29.800	32.462	38.140	42.564	43.446	45.105	50.187	47.512	46.309	48.827
6. Transferts en capital <sup>(3)</sup> .....	736	817	-1.888	906	8.927	1.936	1.561	915	2.550	1.429
7. Formation brute de capital fixe .....	35.359	32.601	32.715	36.851	38.471	40.572	44.649	47.775	43.920	43.885
8. Variation des stocks .....	770	160	1.399	2.933	3.449	4.804	3.755	5.732	-3.781	-2.044
9. Solde de financement (5 + 6 - 7 - 8) .....	-5.593	518	2.138	3.687	10.452	1.664	3.344	-5.080	8.721	8.414

Sources: ICN, BNB.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

(2) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les revenus ou les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, à l'exclusion des transferts en nature.

(3) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits et les acquisitions nettes d'objets de valeur.

**TABLEAU XIII COMPTE SYNTHÉTIQUE DU RESTE DU MONDE, À PRIX COURANTS<sup>(1)</sup>**  
(données non corrigées des effets de calendrier, millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 e
1. Revenu primaire brut .....	-4.164	-3.608	-4.253	-3.155	-1.970	-2.822	-3.281	-5.094	-3.100	-3.316
Rémunération des salariés <sup>(2)</sup> .....	-3.175	-3.356	-3.813	-3.938	-4.071	-4.463	-4.640	-4.788	-4.914	-4.976
Impôts sur la production et les importations <sup>(2)</sup> .....	1.095	890	834	704	796	954	1.188	1.303	790	862
Revenus de la propriété <sup>(2)</sup> .....	-2.084	-1.142	-1.274	79	1.305	687	172	-1.608	1.024	797
2. Transferts courants <sup>(2)</sup> .....	2.423	3.077	3.740	4.456	4.105	4.043	3.016	4.268	5.546	4.862
Transferts reçus .....	6.349	6.670	7.614	8.063	8.429	8.327	8.991	10.084	10.847	11.175
Transferts versés .....	3.926	3.593	3.874	3.607	4.324	4.284	5.975	5.816	5.301	6.313
3. Opérations sur biens et services .....	-9.464	-15.423	-14.925	-14.313	-11.935	-12.152	-12.905	-2.963	-9.292	-10.991
Importations de la Belgique .....	192.793	191.020	190.267	208.773	230.911	249.740	266.532	292.681	238.173	277.876
Exportations de la Belgique .....	202.256	206.443	205.192	223.086	242.846	261.892	279.437	295.645	247.464	288.868
4. Solde des opérations courantes (1 + 2 + 3) .....	-11.205	-15.954	-15.439	-13.013	-9.800	-10.931	-13.169	-3.789	-6.845	-9.445
5. Transferts en capital <sup>(3)</sup> .....	469	459	183	157	316	9	1.145	1.646	1.253	1.151
6. Solde de financement (4 + 5) .....	-10.736	-15.496	-15.256	-12.856	-9.484	-10.922	-12.024	-2.143	-5.591	-8.294

Sources: ICN, BNB.

(1) Conformément aux conventions de la comptabilité nationale, les opérations sont enregistrées selon l'optique du reste du monde. Dès lors, un chiffre positif (négatif) au niveau des soldes des différentes rubriques correspond à une dépense (recette) nette de la Belgique vis-à-vis du reste du monde. En particulier, un solde de financement positif (négatif) correspond à un emprunt (prêt) net de la Belgique auprès du (au) reste du monde.

(2) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, à l'exclusion des transferts en nature.

(3) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits et les acquisitions nettes d'objets de valeur.

**TABLEAU XIV RECETTES, DÉPENSES ET SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**

(millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 e
<b>Recettes<sup>(1)</sup></b>										
Recettes fiscales et parafiscales	128.518	133.295	140.452	142.568	149.466	155.102	161.089	168.386	163.260	171.273
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	114.988	119.384	121.325	128.577	133.824	139.348	144.909	150.679	145.359	151.924
Impôts des personnes physiques <sup>(2)</sup>	70.026	72.568	73.670	76.267	78.380	80.096	84.044	89.053	88.026	90.767
Cotisations sociales <sup>(3)</sup>	37.315	39.128	39.993	35.014	36.189	36.258	37.548	39.955	38.004	39.937
Impôts sur les bénéfices des sociétés <sup>(4)</sup>	8.091	8.142	7.912	8.991	9.816	11.368	11.758	11.701	8.611	9.798
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine <sup>(5)</sup>	8.700	9.038	9.504	10.631	11.544	11.968	12.485	12.792	11.934	12.747
Impôts sur les biens et services	28.171	29.637	30.239	32.688	34.084	35.918	36.622	37.134	36.788	38.612
Recettes non fiscales et non parafiscales <sup>(6)</sup>	13.529	13.911	19.127	13.990	15.642	15.753	16.179	17.707	17.900	19.349
Dépenses hors charges d'intérêts	110.754	118.250	126.240	129.859	145.219	141.996	149.359	159.944	171.336	175.315
Prestations sociales	56.652	59.791	63.276	66.741	69.446	71.382	74.915	80.542	86.234	89.091
Revenus de remplacement	32.120	34.291	35.813	37.308	38.846	40.093	42.176	45.021	48.435	50.139
Pensions	21.866	22.942	23.812	24.777	25.921	26.892	28.724	30.799	32.543	33.600
Pensions du secteur privé	15.110	15.722	16.253	16.664	17.321	17.823	18.441	19.792	20.857	21.509
Pensions des administrations publiques	6.757	7.220	7.559	8.113	8.601	9.069	10.283	11.007	11.686	12.092
Garantie de revenu aux personnes âgées	258	258	264	283	276	269	340	430	390	400
Prévisions	1.153	1.144	1.184	1.239	1.257	1.301	1.359	1.443	1.502	1.559
Allocations de chômage	4.637	5.356	5.747	6.024	6.121	6.097	5.772	5.848	6.984	7.064
Interruptions de carrière et crédit-temps	274	352	432	488	556	590	647	700	750	784
Indemnités de maladie-invalidité	3.023	3.208	3.366	3.485	3.636	3.839	4.144	4.554	4.943	5.354
Accidents du travail et maladies professionnelles	489	495	494	495	503	503	508	531	523	538
Revenu d'intégration	420	536	514	517	575	604	683	717	800	840
Autres prestations sociales <sup>(7)</sup>	24.532	25.501	27.464	29.432	30.600	31.289	32.739	35.522	37.799	38.952
dont:										
Soins de santé	15.052	15.372	16.745	18.053	18.896	19.256	20.286	22.262	23.862	24.800
Allocations familiales	4.433	4.564	4.637	4.731	4.850	5.023	5.154	5.421	5.649	5.789
Autres dépenses primaires	54.103	58.459	62.964	63.119	75.773	70.614	74.444	79.402	85.102	86.223
Rémunérations des salariés	30.326	32.532	33.833	34.661	36.422	37.859	39.324	41.635	43.288	44.332
Achats courants de biens et services	8.822	10.235	10.430	10.755	11.058	11.603	12.073	12.784	13.383	13.782
Subsides aux entreprises	3.200	3.209	3.680	3.397	4.809	5.469	6.479	7.282	7.506	8.624
Transferts courants au reste du monde	2.167	2.427	2.787	3.099	3.249	3.307	3.303	3.610	4.090	4.052
Autres transferts courants	3.044	3.177	3.484	3.773	4.029	4.170	3.766	4.195	4.699	4.803
Formation brute de capital fixe	4.399	4.446	4.549	4.679	5.461	5.080	5.446	5.902	6.346	6.357
Autres dépenses en capital	2.144	2.435	4.202	2.756	10.746	3.128	4.054	3.994	5.790	4.273
Charges d'intérêts	17.763	15.454	14.713	12.708	12.708	13.105	11.730	8.442	-8.076	-4.042
Charges d'intérêts	16.847	15.454	14.713	13.916	13.083	12.755	12.985	13.232	12.554	12.413
Solde de financement selon le SEC 95	917	-409	-501	-1.208	-8.837	351	-1.255	-4.791	-20.630	-16.455
<i>p.m. Solde de financement selon l'EDP<sup>(8)</sup></i>	1.056	-232	-291	-885	-8.433	573	-1.105	-4.622	-20.351	-16.028

Sources: ICN, BNB.

(1) Conformément au SEC 95, les recettes des administrations publiques n'incluent pas le produit des recettes fiscales que celles-ci transfèrent à l'UE.

(2) Principalement le précompte professionnel, les versements anticipés, les rôles et le produit des centimes additionnels à l'impôt des personnes physiques.

(3) Ensemble des cotisations sociales, y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.

(4) Principalement les versements anticipés, les rôles et le précompte mobilier des sociétés.

(5) Principalement le précompte mobilier des particuliers, le précompte immobilier (y compris le produit des centimes additionnels), les droits de succession et les droits d'enregistrement.

(6) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital en provenance des autres secteurs et ventes de biens et services produits.

(7) Outre les deux principales sous-catégories mentionnées dans le tableau, cette rubrique comprend principalement les allocations aux handicapés et les transferts au bénéfice des institutions qui les accueillent, les prestations des fonds de sécurité d'existence et les pensions aux victimes de guerre.

(8) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières telles que les contrats d'échange (swaps) et les contrats de garantie de taux (FRA). Dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP), cette correction n'est toutefois pas prise en compte, tout comme elle ne l'est pas non plus pour l'évaluation par la CE des programmes de stabilité.

**TABLEAU XV SOLDE DE FINANCEMENT PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**  
(millions d'euros)

	Entité I			Entité II			Administrations publiques		
	Pouvoir fédéral	Sécurité sociale	Total	Communaautés et régions	Pouvoirs locaux	Total	Selon le SEC 95	p.m. Selon l'EDP <sup>(1)</sup>	
2001	-2.385	1.678	-707	1.953	-329	1.624	917	1.056	
2002	-691	1.258	567	-382	-594	-976	-409	-232	
2003	767	-870	-103	26	-424	-398	-501	-291	
2004	-706	35	-671	-41	-496	-537	-1.208	-885	
2005	-8.031	-306	-8.336	354	-854	-500	-8.837	-8.433	
2006	-202	829	628	504	-781	-277	351	573	
2007	-3.851	1.637	-2.214	1.235	-277	958	-1.255	-1.105	
2008	-5.749	1.559	-4.190	-129	-472	-600	-4.791	-4.622	
2009	-14.537	-2.658	-17.195	-2.609	-827	-3.435	-20.630	-20.351	
2010 e	-11.885	-602	-12.486	-2.656	-1.313	-3.968	-16.455	-16.028	

Sources : ICN, BNB.

(1) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières telles que les contrats d'échange (swaps) et les contrats de garantie de taux (FRA). Dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP), cette correction n'est toutefois pas prise en compte, tout comme elle ne l'est pas non plus pour l'évaluation par la CE des programmes de stabilité.

**TABLEAU XVI DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES<sup>(1)</sup>**

(encours en fin de période, millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1. Dette officielle du Trésor	257.163	262.752	263.018	265.518	269.160	270.601	285.226	310.215	321.389	341.193
En euro	250.085	257.288	259.295	263.074	267.420	269.145	284.288	305.700	320.826	341.075
À un an au plus	34.851	31.115	30.222	30.355	31.036	32.243	37.891	54.162	47.232	49.797
À plus d'un an	215.234	226.173	229.073	232.719	236.384	236.902	246.397	251.539	273.593	291.278
En monnaies étrangères	7.079	5.464	3.724	2.444	1.740	1.456	937	4.515	563	118
2. Éléments de la dette officielle du Trésor non repris dans la dette brute consolidée <sup>(2)</sup>	4.572	3.996	3.459	0	0	0	0	0	0	0
3. Différences de valorisation <sup>(3)</sup>	894	712	489	561	525	786	1.072	1.012	283	252
4. Autres engagements du pouvoir fédéral <sup>(4)</sup>	14.034	14.286	8.886	8.039	12.781	12.086	9.495	9.169	4.782	4.801 e
5. Consolidation entre les unités du pouvoir fédéral <sup>(5)</sup>	7.796	13.084	17.416	21.291	22.687	21.454	30.814	29.749	27.161	35.361 e
dont actifs du Fonds de vieillissement <sup>(6)</sup>	374	1.087	4.266	12.492	13.504	14.661	15.494	16.183	16.901	17.628
6. Dette brute consolidée du pouvoir fédéral (1 - 2 + 3 + 4 - 5)	259.724	260.669	251.519	252.827	259.779	262.018	264.978	290.648	299.293	310.885 e
7. Dette brute consolidée des communautés et régions	16.800	16.776	15.305	15.080	13.259	12.842	12.346	13.725	20.936	n.
8. Dette brute consolidée des pouvoirs locaux	14.179	14.446	14.860	15.677	15.747	16.410	16.861	16.445	16.207	n.
9. Dette brute consolidée de la sécurité sociale	0	103	90	52	428	0	0	0	1.047	n.
10. Consolidation entre les sous-secteurs des administrations publiques <sup>(7)</sup>	14.056	14.280	10.138	9.754	10.199	10.858	12.080	11.690	11.227	n.
11. Dette brute consolidée des administrations publiques <sup>(1)</sup> (6 + 7 + 8 + 9 - 10)	276.647	277.716	271.637	273.881	279.014	280.413	282.106	309.128	326.255	342.123 e

Sources: SPF Finances, BNB.

(1) Concept de dette tel que défini dans le règlement européen (CE) n° 3605/93 du Conseil du 22 novembre 1993 relatif à l'application du protocole sur les déficits publics excessifs annexé au traité instituant la Communauté européenne.

(2) Principalement les certificats de trésorerie remis au FMI.

(3) Ajustements de la valorisation des certificats de trésorerie et des bons du Trésor pour passer de la valeur escomptée à la valeur nominale.

(4) Principalement la dette débudgétisée du Trésor, les dettes de la Caisse des dépôts et consignations, du FADELS (jusqu'en 2006), de CREDIBE (jusqu'en 2002) et du FIF (de 2005 à 2008), ainsi que les pièces en circulation.

(5) Dette du pouvoir fédéral dont la contrepartie est un actif d'une unité du pouvoir fédéral.

(6) Y compris les intérêts capitalisés sur les «bons du Trésor - Fonds de vieillissement».

(7) Dette d'un sous-secteur des administrations publiques dont la contrepartie est un actif d'un autre sous-secteur des administrations publiques.

**TABLEAU XVII OPÉRATIONS COURANTES ET EN CAPITAL SELON LA BALANCE DES PAIEMENTS**  
(millions d'euros)

	2008			2009			2010		
							Neuf premiers mois		
	Crédits	Débits	Soldes	Crédits	Débits	Soldes	Crédits	Débits	Soldes
1. Compte courant	364.579	371.118	-6.539	297.780	294.918	2.862	247.085	240.790	6.295
Biens et services	284.414	292.487	-8.073	239.591	235.559	4.032	205.088	201.175	3.913
Biens	224.599	235.855	-11.256	180.802	182.939	-2.137	158.114	157.704	410
Marchandises générales	210.332	225.263	-14.931	169.857	175.559	-5.702	150.252	151.793	-1.541
Travail à façon	11.841	8.847	2.994	8.436	6.044	2.392	6.165	4.616	1.549
Réparations de biens	410	275	135	457	145	312	331	169	162
Achats de biens dans les ports	1.559	1.151	408	1.488	767	721	944	668	276
Or non monétaire	457	319	138	564	424	140	422	458	-36
Services	59.815	56.632	3.183	58.789	52.620	6.169	46.974	43.471	3.503
Transports	18.841	15.958	2.883	15.262	12.899	2.363	14.353	11.706	2.647
Voyages	7.997	13.426	-5.429	7.146	12.863	-5.717	5.502	10.772	-5.270
Communication	2.658	2.071	587	2.778	2.260	518	2.199	1.711	488
Construction	890	657	233	1.059	652	407	839	602	237
Assurances	860	755	105	900	792	108	626	666	-40
Services financiers	2.721	2.317	404	2.217	1.481	736	1.483	957	526
Services d'informatique et d'information	2.563	1.869	694	3.011	2.143	868	2.119	1.512	607
Redevances et droits de licence	808	1.324	-516	1.669	1.545	124	1.435	1.012	423
Autres services aux entreprises	19.275	15.629	3.646	21.961	16.288	5.673	16.188	13.044	3.144
dont négoce international (net)	4.332	-	4.332	3.966	-	3.966	2.197	-	2.197
Services personnels, culturels et relatifs aux loisirs	409	516	-107	424	489	-65	353	379	-26
Services fournis ou reçus par les administrations publiques, non compris ailleurs	1.654	201	1.453	1.584	204	1.380	1.182	155	1.027
Services non alloués	1.139	1.909	-770	778	1.004	-226	695	955	-260
Revenus	72.880	64.826	8.054	50.906	45.649	5.257	36.177	29.076	7.101
Revenus du travail	6.913	2.374	4.539	7.385	2.524	4.861	5.523	1.849	3.674
Revenus de placements et d'investissements	65.967	62.452	3.515	43.521	43.125	396	30.654	27.227	3.427
Transferts courants	7.285	13.805	-6.520	7.283	13.710	-6.427	5.820	10.539	-4.719
Administrations publiques	1.675	6.743	-5.068	1.797	6.625	-4.828	944	5.017	-4.073
Autres secteurs	5.610	7.062	-1.452	5.486	7.085	-1.599	4.876	5.522	-646
2. Compte de capital	412	2.340	-1.928	461	1.722	-1.261	616	390	226
Transferts de capital	26	599	-573	230	623	-393	381	204	177
Acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits	386	1.741	-1.355	231	1.099	-868	235	186	49
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)	364.991	373.458	-8.467	298.241	296.640	1.601	247.701	241.180	6.521

Source : BNB.

**TABLEAU XVIII FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES PARTICULIERS**  
(millions d'euros)

	Neuf premiers mois										p.m. Encours à la fin de septembre 2010	
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010		
Formation d'actifs financiers	20.766	17.540	19.052	14.488	25.253	22.195	23.232	22.960	34.493	24.622	20.302	909.490
À un an au plus	7.462	10.674	15.816	20.422	14.994	13.228	10.021	8.513	7.740	6.249	9.897	277.063
Billets, pièces et dépôts à vue	-3.606	4.734	3.747	5.492	6.150	808	-58	1.405	6.176	5.910	2.125	61.892
Dépôts d'épargne	5.554	11.543	17.934	14.180	8.335	1.740	-8.774	1.792	32.856	24.626	16.362	192.660
Dépôts à terme	4.248	-5.299	-4.908	92	294	11.241	17.494	2.508	-25.911	-19.821	-8.312	22.008
Titres à revenu fixe	575	-1.258	-357	-244	-113	238	739	1.364	-1.980	-1.303	-446	232
Parts d'OPC monétaires	691	954	-599	902	328	-798	620	1.445	-3.402	-3.163	169	271
À plus d'un an	15.021	6.740	3.580	4.705	9.840	8.606	11.874	15.070	26.742	18.320	11.029	623.022
Dépôts à terme	223	-503	-627	-371	-637	35	1.329	3.431	4.362	3.559	204	12.382
Titres à revenu fixe	-5.256	-8.815	-15.851	-18.054	-13.274	-11.028	-5.831	9.186	7.184	6.074	1.808	83.661
Actions et autres participations	-1.381	1.510	-5.499	-1.208	-8.889	-1.261	3.578	11.544	7.233	3.398	-576	182.949
Parts d'OPC non monétaires	10.792	4.185	10.045	6.732	10.162	7.490	-1.784	-16.032	-4.705	-3.598	-611	115.846
Droits nets sur les provisions techniques d'assurance <sup>(1)</sup>	10.643	10.363	15.513	17.607	22.479	13.370	14.582	6.941	12.669	8.887	10.203	228.184
Autres actifs <sup>(2)</sup>	-1.716	127	-344	-10.639	419	361	1.337	-623	11	53	-624	9.405
Nouveaux engagements financiers	-438	4.099	6.840	6.277	12.107	12.130	14.243	13.736	9.950	7.398	8.769	192.349
Crédits à un an au plus	-1.203	280	-998	-167	811	-54	154	425	-220	-334	175	6.465
Crédits à plus d'un an	2.557	4.426	7.999	6.009	11.650	11.867	13.260	13.574	10.445	7.384	8.608	183.149
Prêts hypothécaires	2.394	5.042	7.659	6.478	10.268	10.748	11.949	11.780	10.752	6.643	8.398	153.605
Prêts à taux de chargement forfaitaire	354	325	-208	-481	648	278	1.388	1.259	646	542	329	16.785
Autres	-191	-941	548	12	735	841	-77	535	-953	199	-119	12.760
Autres engagements <sup>(3)</sup>	-1.792	-607	-161	435	-354	317	830	-264	-276	348	-15	2.735
Solde financier <sup>(4)</sup>	21.205	13.441	12.213	8.212	13.146	10.064	8.989	9.224	24.543	17.224	11.533	717.141

Source : BNB.

(1) Essentiellement assurances-vie et institutions de retraite professionnelle.

(2) Cette rubrique comprend les autres comptes à recevoir au sens du SEC 95, à savoir les crédits commerciaux et divers actifs sur les administrations publiques et les institutions financières, dont notamment les intérêts courus et non échus.

(3) Cette rubrique comprend les autres comptes à payer au sens du SEC 95, par exemple les impôts ou cotisations dus mais non encore payés, ou les intérêts courus et non échus.

(4) Les soldes des comptes financiers des secteurs intérieurs ne correspondent pas aux capacités ou besoins de financement tels qu'ils sont recensés dans les comptes réels, en raison des différences entre les dates d'enregistrement des opérations dans ces deux comptes, des ajustements statistiques ou encore des erreurs et omissions. Ainsi, par exemple, les comptes financiers ne peuvent, faute de données, recenser la plupart des créances et dettes commerciales.

**TABLEAU XIX FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES**  
(millions d'euros)

	Neuf premiers mois										p.m. Encours à la fin de septembre 2010	
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010		
Formation d'actifs financiers .....	58.366	30.413	58.843	32.759	12.384	79.070	150.973	189.425	2.391	14.879	40.344	1.505.690
À un an au plus .....	46.108	-3.630	36.033	-10.613	12.545	37.732	33.149	76.944	50.368	51.263	31.626	504.262
Billets, pièces et dépôts à vue .....	502	805	1.797	1.260	2.099	4.950	3.286	-3.136	9.777	8.061	4.975	51.417
Autres dépôts .....	3.462	327	-3.784	1.532	-4.282	16.465	14.032	-1.469	19.399	17.824	-5.725	65.952
Autres <sup>(1)</sup> .....	42.145	-4.762	38.020	-13.405	14.729	16.316	15.831	81.549	21.193	25.378	32.376	386.893
À plus d'un an .....	17.752	19.988	27.177	36.895	8.956	35.432	84.297	102.098	-29.416	-16.968	-2.776	935.775
Actions et autres participations <sup>(2)</sup> .....	5.050	-2.905	2.442	18.766	9.521	-973	57.876	51.416	23.913	20.584	-1.752	711.605
Titres à revenu fixe .....	-421	2.166	-1.753	-1.086	1.454	-2.457	3.546	3.198	4.249	1.879	-1.506	14.499
Autres <sup>(1)</sup> .....	13.124	20.727	26.488	19.215	-2.019	38.862	22.875	47.484	-57.578	-39.430	482	209.671
Autres actifs et ajustements statistiques <sup>(3)</sup> .....	-5.494	14.055	-4.367	6.477	-9.117	5.906	33.528	10.383	-18.561	-19.416	11.494	65.653
Nouveaux engagements financiers .....	68.145	27.387	54.411	27.764	8.016	78.097	150.643	189.177	-184	4.503	27.004	1.876.889
À un an au plus .....	25.663	-4.761	21.091	-11.155	2.601	20.839	28.798	14.251	9.459	10.232	-2.583	273.579
Crédits octroyés par les établissements de crédit ..	-1.276	-454	-2.249	2.506	-6.436	2.616	12.911	3.453	-7.643	-4.166	-13.211	42.510
Autres crédits <sup>(1)</sup> .....	25.433	-5.021	23.509	-13.442	11.377	19.097	11.913	10.125	18.696	14.018	11.791	225.706
Titres à revenu fixe .....	1.506	714	-170	-219	-2.340	-874	3.974	672	-1.593	380	-1.163	5.363
À plus d'un an .....	41.494	32.728	33.130	38.188	5.647	55.891	120.188	167.329	-7.920	-6.596	31.611	1.588.429
Crédits octroyés par les établissements de crédit ..	1.531	1.863	-4.562	2.014	2.990	2.885	7.056	21.059	-6.747	-132	1.677	87.842
Autres crédits <sup>(1)</sup> .....	12.276	22.546	26.746	13.487	-4.874	20.233	20.275	19.875	-37.511	-30.267	-3.261	169.115
Actions et autres participations <sup>(2)</sup> .....	27.773	8.657	5.323	22.485	9.094	31.375	92.740	127.156	29.200	20.168	34.671	1.312.436
Titres à revenu fixe .....	-86	-338	5.623	202	-1.563	1.398	118	-762	7.138	3.636	-1.475	19.036
Autres engagements <sup>(4)</sup> .....	988	-580	190	731	-233	1.368	1.657	7.597	-1.723	867	-2.024	14.882
Solde financier <sup>(5)</sup> .....	-9.779	3.026	4.432	4.995	4.369	973	331	248	2.575	10.376	13.340	-371.199

Source : BNB.

(1) Y compris les crédits intrasectoriels des sociétés non financières.

(2) Y compris les bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers.

(3) Cette rubrique comprend divers actifs sur les institutions financières, dont notamment les intérêts courus et non échus. Elle recouvre, en outre, les erreurs et omissions du compte financier de la Belgique à l'égard du reste du monde, lesquelles sont considérées, pour des besoins de cohérence entre les comptes, comme des mouvements de capitaux non recensés.

(4) Cette rubrique comprend les provisions techniques des institutions de retraite professionnelle non autonomes et les autres comptes à payer au sens du SEC 95, par exemple les impôts ou cotisations dus mais non encore payés, ou les intérêts courus et non échus.

(5) Voir note 4 du tableau XVIII.

**TABLEAU XX FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**  
(millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2010
										2009	2010	
Formation d'actifs financiers .....	4.840	3.835	-4.497	3.412	456	942	12.756	22.238	-4.239	-5.869	235	111.599
Dépôts, crédits et titres autres qu'actions .....	3.318	5.280	-3.871	4.059	1.368	-886	11.691	8.509	-2.437	-7.228	2.916	60.450
Après des administrations publiques .....	4.428	5.608	1.623	3.615	1.820	-532	10.587	-1.452	-2.927	-8.223	-291	38.512
Après des autres secteurs .....	-1.111	-328	-5.495	444	-452	-354	1.104	9.961	490	995	3.207	21.938
Autres actifs <sup>(1)</sup> .....	1.523	-1.445	-625	-647	-912	1.828	1.065	13.729	-1.802	1.360	-2.681	51.149
Nouveaux engagements financiers .....	5.272	6.173	-4.116	4.444	8.728	601	13.424	25.810	15.304	12.396	15.658	396.026
En euro .....	6.594	7.463	-2.835	5.744	9.479	729	13.917	22.074	19.261	15.329	15.301	394.953
À un an au plus .....	-338	10	-518	-1.822	1.004	1.154	7.633	18.100	-4.752	-1.736	-1.663	68.686
dont:												
Certificats de trésorerie .....	1.278	-49	-1.063	-133	869	334	3.738	11.132	-2.167	4.049	-733	39.684
Autres titres .....	-1.759	-72	472	-457	-184	107	1.013	3.554	-3.835	-2.735	824	3.748
À plus d'un an .....	6.931	7.454	-2.317	7.566	8.475	-425	6.284	3.973	24.013	17.065	16.964	326.266
dont:												
OLO .....	12.570	11.628	7.790	4.968	4.125	-14	6.679	4.512	16.228	10.620	11.078	252.721
Autres titres .....	-6.756	-5.440	-8.948	-5.334	664	-1.531	-1.128	-560	7.563	7.174	2.960	24.119
En monnaies étrangères .....	-1.322	-1.291	-1.281	-1.300	-751	-128	-492	3.736	-3.957	-2.933	357	1.073
À un an au plus .....	427	-240	-761	11	-381	-55	-492	4.228	-3.957	-2.933	967	1.073
À plus d'un an .....	-1.748	-1.050	-520	-1.310	-370	-73	0	-492	0	0	-611	0
Solde financier <sup>(2)</sup> .....	-432	-2.338	-381	-1.032	-8.273	341	-669	-3.572	-19.543	-18.265	-15.423	-284.427

Source : BNB.

(1) Actions et autres participations, parts d'OPC, produits financiers dérivés et autres comptes à recevoir au sens du SEC 95.

(2) Voir note 4 du tableau XVIII.

TABLEAU XXI FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES (1)

(données sur une base territoriale, millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Neuf premiers mois		p. m. Encours à la fin de septembre 2010
										2009	2010	
<b>Formation d'actifs financiers</b>												
Créances interbancaires .....	317	20.471	65.477	54.147	61.608	49.673	131.413	-53.598	-95.797	-76.972	-41.521	366.582
IFM belges .....	-5.436	-6.903	8.112	7.093	15.998	2.901	32.006	27.669	-32.846	-30.886	-37.328	56.707
IFM étrangères .....	5.753	27.374	57.365	47.054	45.611	46.772	99.407	-81.267	-62.951	-46.086	-4.193	309.875
Crédits (2) .....	14.280	21.091	14.943	19.465	51.718	31.170	40.886	-11.298	-30.227	-13.009	-13.730	367.403
dont:												
Particuliers .....	2.076	3.284	5.625	6.734	13.367	12.129	7.634	-23.835	-9.982	-7.146	5.833	105.099
Sociétés non financières .....	-749	-1.700	-7.522	-1.281	1.191	463	15.260	5.245	-7.098	676	-5.932	85.604
Titres à revenu fixe .....	28.110	-11.453	2.178	9.195	10.585	-8.135	7.225	40.701	2.538	-15.705	-8.693	271.886
dont:												
Administrations publiques .....	-9.497	-7.908	-7.937	-5.465	-1.38	-4.710	-13.469	676	7.005	4.503	6.197	62.726
Reste du monde .....	38.209	-2.423	9.753	14.409	11.487	-3.677	19.002	4.177	-29.199	-29.734	-16.512	139.988
Autres actifs .....	4.450	-381	7.700	28.767	6.627	21.833	46.637	39.279	-55.450	-58.937	34.068	226.810
Total .....	47.158	29.728	90.298	111.573	130.539	94.542	226.162	15.084	-178.936	-164.623	-29.877	1.226.681
Particuliers .....	223	3.082	5.665	6.718	13.345	12.274	8.016	-23.884	-10.556	-7.603	5.672	106.283
Sociétés non financières .....	-838	-3.700	-6.981	-1.740	1.152	1.903	15.279	11.685	-13.831	-3.797	-9.757	92.173
Administrations publiques .....	-10.949	-8.969	-7.856	-6.195	-604	-4.271	-13.869	1.654	2.597	3.511	9.518	89.391
Institutions financières .....	-4.508	-4.764	23.175	28.842	13.803	34.136	71.419	112.281	-34.824	-54.312	-5.032	329.951
Reste du monde .....	63.230	44.079	76.295	83.948	102.843	50.499	145.317	-86.652	-122.323	-102.421	-30.278	608.882
<b>Nouveaux engagements financiers</b>												
Dettes interbancaires .....	17.583	786	57.646	48.231	89.244	74.571	110.732	-98.296	-130.690	-115.531	-66.610	302.023
IFM belges .....	-5.436	-6.903	8.112	7.093	15.998	2.901	32.006	27.669	-32.846	-30.886	-37.328	56.707
IFM étrangères .....	23.019	7.689	49.534	41.138	73.246	71.670	78.726	-125.966	-97.844	-84.645	-29.282	245.316
Numéraire et dépôts (2) .....	28.182	27.071	28.030	44.220	49.826	9.145	50.652	35.714	-2.358	-7.713	14.663	570.981
dont:												
Particuliers .....	5.820	11.613	16.837	18.336	14.772	11.310	8.541	9.223	18.698	14.883	12.239	274.081
Sociétés non financières .....	1.973	4.023	1.305	196	1.977	9.135	9.664	-2.965	5.694	4.829	8.778	87.085
Titres à revenu fixe .....	-5.777	-4.119	-8.900	-5.499	-9.558	-418	13.959	6.822	23.135	24.680	-8.333	86.568
Bons de caisse .....	-4.790	-4.033	-6.976	-7.357	-7.280	-2.863	1.358	2.405	7.661	6.923	-2.945	36.658
Autres titres à revenu fixe .....	-987	-86	-1.924	1.858	-2.278	2.445	12.601	4.417	15.474	17.757	-5.388	49.910
Autres passifs et ajustements statistiques (3) .....	7.169	5.990	13.522	24.620	1.027	11.245	50.818	70.844	-69.023	-66.059	-30.403	267.109
Total .....	47.158	29.728	90.298	111.573	130.539	94.542	226.162	15.084	-178.936	-164.623	-29.877	1.226.681
Particuliers .....	396	8.366	8.738	12.140	7.005	7.432	12.692	12.446	23.560	22.422	11.363	324.450
Sociétés non financières .....	3.364	8.523	1.574	-3.798	1.516	12.557	8.693	-23.934	14.768	15.139	8.694	105.285
Administrations publiques .....	-36	-1.180	55	13	25	-447	1.192	16.105	-10.911	-10.387	851	25.007
Institutions financières .....	-1.348	-6.024	21.822	37.572	19.376	11.614	65.349	86.583	-70.651	-76.616	-10.611	248.203
Reste du monde .....	44.781	20.043	58.108	65.646	102.617	63.385	138.234	-76.116	-135.702	-115.181	-40.173	523.736

Source: BNB.

(1) Établissements de crédit, OPC monétaires et autorités monétaires.

(2) Autres que ceux résultant des opérations interbancaires.

(3) Les ajustements statistiques résultent de l'égalisation du total des actifs financiers et des engagements financiers, les IFM belges étant traités comme de purs intermédiaires financiers.

**TABLEAU XXII FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES AUTRES QUE MONÉTAIRES**  
(millions d'euros)

	Neuf premiers mois										p.m. Encours à la fin de septembre 2010
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
<b>OPC non monétaires</b>											
Formation d'actifs financiers	12.110	3.586	4.029	6.240	6.492	7.935	-1.851	-13.982	242	1.774	93.396
Dépôts	2.041	2.957	2.390	1.994	1.861	-655	-6.996	-2.990	-3.331	-2.871	12.432
Titres à revenu fixe	1.529	103	-489	4.728	-1.123	3.130	7.450	-1.192	-19	55	30.336
Actions et autres participations <sup>(1)</sup>	5.444	1.553	338	-2.465	414	-1.222	-4.250	-798	4.017	4.194	26.308
Parts d'OPC	1.962	-2.653	205	-5	5.855	5.058	-141	-5.350	1.296	1.072	17.676
Autres actifs	1.134	1.627	1.583	1.988	-515	1.624	2.086	-3.652	-1.720	-677	6.645
Nouveaux engagements financiers	12.110	3.586	4.029	6.240	6.492	7.935	-1.851	-13.982	242	1.774	93.396
Parts d'OPC détenues par les particuliers belges	8.993	4.698	5.335	4.222	1.471	5.092	-3.633	-6.663	-4.029	-3.021	65.164
Parts d'OPC détenues par d'autres investisseurs	3.117	-1.111	-1.307	2.019	5.021	2.843	364	-5.205	3.568	3.552	25.403
Autres engagements	0	0	0	0	0	0	1.419	-2.114	704	1.243	2.829
Solde financier <sup>(2)</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Sociétés d'assurances et institutions de retraite professionnelle</b>											
Formation d'actifs financiers	9.983	10.520	16.405	20.422	22.478	15.522	17.704	8.505	12.742	9.487	261.805
Dépôts	430	1.784	3.320	2.587	75	-896	-885	3.215	-2.080	-1.912	12.931
Titres à revenu fixe	3.115	1.733	11.737	14.847	15.964	14.977	12.187	1.423	21.068	18.307	159.594
Crédits	546	343	-104	-107	-672	241	126	1.433	1.072	1.139	13.396
Actions et autres participations	518	3.470	-1.258	97	2.164	-1.394	4.340	6.125	-6.652	-7.221	30.479
Parts d'OPC	4.431	2.978	2.206	2.538	4.250	2.330	1.906	-5.594	-1.256	-1.237	32.736
Autres actifs	943	212	503	461	697	264	30	1.903	591	411	12.669
Nouveaux engagements financiers	10.689	10.758	16.390	20.380	23.925	16.709	15.563	10.455	12.055	8.918	257.084
Droits nets des ménages sur les assurances-vie et institutions de retraite professionnelle	9.328	8.569	13.035	15.104	20.170	11.403	13.776	6.616	9.189	6.157	189.713
Autres provisions techniques d'assurance	637	1.069	1.580	2.197	1.838	1.757	341	730	1.070	1.140	30.102
Autres engagements	725	1.119	1.775	3.078	1.917	3.549	1.447	3.110	1.796	1.621	37.269
Solde financier	-706	-238	15	42	-1.447	-1.187	2.141	-1.951	687	569	4.721
<b>Autres<sup>(3)</sup></b>											
Formation d'actifs financiers	5.026	7.704	7.277	-3.831	8.025	30.230	50.379	57.490	31.522	15.367	216.874
Dépôts	711	-298	3.592	149	1.778	299	-529	7.318	-4.489	-5.962	6.890
Crédits	1.250	3.295	3.089	412	1.036	14.575	10.608	43.377	22.706	5.950	127.721
Actions et autres participations	2.099	3.671	-1.619	-2.461	4.913	4.145	29.375	5.808	4.124	4.189	45.649
Autres actifs	965	1.036	2.215	-1.931	297	11.212	10.942	987	9.181	11.190	36.615
Nouveaux engagements financiers	4.578	6.100	8.300	-4.469	6.335	29.501	49.164	59.296	34.192	18.304	224.207
Crédits	3.450	804	8.461	-3.873	1.542	9.157	12.635	9.946	4.005	3.124	56.514
Actions et autres participations	1.177	2.901	-68	-63	4.165	18.977	31.865	5.012	2.759	2.509	67.859
Autres engagements	-49	2.395	-93	-533	629	1.367	4.664	44.339	27.429	12.671	99.834
Solde financier	447	1.604	-1.023	638	1.689	729	1.233	-1.806	-2.671	-2.937	-7.332

Sources: Association belge des institutions de pension, BEAMA, CBFA, BNB.

(1) Y compris les certificats immobiliers.

(2) Les OPC non monétaires sont traités comme de purs intermédiaires financiers qui ne dégagent pas de solde financier.

(3) Sociétés holding financières, SICAFI, Pricaf, organismes de placement en créances, sociétés hypothécaires, sociétés régionales de logement social, sociétés de financement, entreprises d'investissement et sociétés de gestion d'OPC.

**TABLEAU XXIII ÉMISSIONS NETTES DE VALEURS MOBILIÈRES<sup>(1)</sup> DES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES<sup>(2)</sup> ET NON FINANCIÈRES ET DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**  
(millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2010
										2009	2010	
Titres à revenu fixe .....	336	3.166	-6.255	-6.952	-7.809	776	31.317	70.659	74.190	62.466	11.250	528.951
Sociétés financières et non financières .....	-4.382	-1.611	-3.222	-4.701	-12.531	2.009	21.507	48.285	60.362	45.935	-3.235	207.606
Titres à un an au plus .....	-1.212	1.048	-266	667	-3.181	-1.510	4.262	2.075	9.625	14.533	-1.627	28.278
Titres à plus d'un an .....	-3.170	-2.659	-2.956	-5.368	-9.350	3.518	17.245	46.210	50.737	31.402	-1.608	179.329
Administrations publiques .....	4.717	4.777	-3.033	-2.251	4.723	-1.233	9.810	22.374	13.828	16.530	14.485	321.345
Titres à un an au plus .....	651	-361	-1.355	-574	304	385	4.258	18.914	-9.962	-1.263	1.058	44.505
Titres à plus d'un an .....	4.066	5.138	-1.678	-1.677	4.419	-1.618	5.551	3.460	23.790	17.793	13.427	276.839
Actions .....	29.232	12.132	4.022	22.699	13.262	53.507	144.571	145.035	37.208	27.909	35.044	1.434.315
Actions cotées .....	5.711	1.048	818	4.182	5.407	5.646	11.371	13.925	936	472	470	187.409
Actions non cotées et autres participations <sup>(3)</sup> .....	23.522	11.084	3.205	18.518	7.855	47.861	133.200	131.110	36.273	27.437	34.575	1.246.906
<i>p.m. Recours des sociétés financières et non financières au marché des valeurs mobilières .....</i>	<i>24.851</i>	<i>10.521</i>	<i>800</i>	<i>17.999</i>	<i>731</i>	<i>55.515</i>	<i>166.078</i>	<i>193.321</i>	<i>97.570</i>	<i>73.844</i>	<i>31.810</i>	<i>1.641.922</i>

Sources: CBFA, Euronext Brussels, BNB.

(1) Hors produits dérivés et parts d'OPC.

(2) Hors Eurosysteme.

(3) Y compris les bénéfices réinvestis d'investissements directs effectués en Belgique par les sociétés étrangères.

**TABLEAU XXIV TAUX D'INTÉRÊT**  
(fin de trimestre, pourcentages annuels)

	Taux du marché interbancaire				Taux de rendement sur le marché secondaire belge des titres émis par les administrations publiques belges		
	Au jour le jour <sup>(1)</sup>	Certificats de trésorerie à trois mois			Obligations linéaires		Taux de l'IOLO de référence à dix ans
		A trois mois <sup>(2)</sup>	A un an	A deux ans	A deux ans	A cinq ans	
2006 T1	2,62	2,82	2,62	3,04	3,25	3,59	3,82
T2	2,89	3,06	2,82	3,33	3,55	3,87	4,09
T3	3,10	3,42	3,17	3,55	3,56	3,59	3,69
T4	3,69	3,73	3,49	3,82	3,87	3,92	3,99
2007 T1	3,90	3,92	3,78	4,01	4,02	4,02	4,11
T2	4,14	4,18	4,01	4,35	4,50	4,54	4,63
T3	4,16	4,79	3,93	4,04	4,18	4,26	4,49
T4	3,92	4,68	3,79	4,13	4,11	4,22	4,47
2008 T1	4,16	4,73	3,81	3,82	3,78	3,92	4,31
T2	4,27	4,95	4,22	4,64	4,79	4,87	4,87
T3	4,17	5,28	3,78	3,71	3,82	4,22	4,61
T4	2,35	2,89	1,76	1,99	2,51	3,32	3,77
2009 T1	1,64	1,51	0,77	1,01	1,70	3,21	3,94
T2	0,40	1,10	0,56	0,84	1,52	2,96	3,95
T3	0,53	0,75	0,38	0,70	1,40	2,68	3,65
T4	0,41	0,70	0,33	0,84	1,43	2,74	3,72
2010 T1	0,40	0,63	0,31	0,62	1,05	2,34	3,55
T2	0,54	0,77	0,35	0,69	1,06	2,38	3,46
T3	0,88	0,89	0,42	0,89	1,18	2,21	3,09
T4	0,82	1,01	0,63	1,57	2,04	3,24	3,97

Sources: BCE, BNB.

(1) Taux d'intérêt moyen pondéré sur le marché interbancaire de la zone euro pour les opérations en blanc (c'est-à-dire non gagées par des titres) au jour le jour libellées en euro (Eonia).

(2) Taux d'intérêt moyen affiché sur le marché interbancaire de la zone euro pour les opérations en blanc à trois mois libellées en euro (Euribor).

**TABLEAU XXV PRINCIPAUX TAUX D'INTÉRÊT DE L'EUROSYSTÈME**  
(pourcentages annuels)

	Dates d'annonce des changements	Taux des opérations principales de refinancement <sup>(1)</sup>	Taux de la facilité de prêt marginal	Taux de la facilité de dépôt
2001	10 mai .....	4,50	5,50	3,50
	30 août .....	4,25	5,25	3,25
	17 septembre .....	3,75	4,75	2,75
	8 novembre .....	3,25	4,25	2,25
2002	5 décembre .....	2,75	3,75	1,75
2003	6 mars .....	2,50	3,50	1,50
	5 juin .....	2,00	3,00	1,00
2004	— .....			
2005	1 <sup>er</sup> décembre .....	2,25	3,25	1,25
2006	2 mars .....	2,50	3,50	1,50
	8 juin .....	2,75	3,75	1,75
	3 août .....	3,00	4,00	2,00
	5 octobre .....	3,25	4,25	2,25
	7 décembre .....	3,50	4,50	2,50
2007	8 mars .....	3,75	4,75	2,75
	6 juin .....	4,00	5,00	3,00
2008	3 juillet .....	4,25	5,25	3,25
	8 octobre .....	3,75	4,25	3,25
	6 novembre .....	3,25	3,75	2,75
	4 décembre .....	2,50	3,00	2,00
2009	15 janvier .....	2,00	3,00	1,00
	5 mars .....	1,50	2,50	0,50
	2 avril .....	1,25	2,25	0,25
	7 mai .....	1,00	1,75	0,25
2010	— .....			

Source: BCE.

(1) Pour les opérations réglées entre le 28 juin 2000 et le 14 octobre 2008, taux de soumission minimal lors des appels d'offres pour les adjudications de crédit. Pour les opérations réglées à partir du 15 octobre 2008, taux fixe des adjudications hebdomadaires de crédit à une semaine.

**TABLEAU XXVI COURS DE CHANGE**

(unités monétaires nationales par euro, moyennes annuelles)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dollar des États-Unis .....	0,896	0,946	1,131	1,244	1,244	1,256	1,370	1,471	1,395	1,326
Yen japonais .....	108,7	118,1	131,0	134,4	136,9	146,0	161,3	152,5	130,3	116,2
Franc suisse .....	1,511	1,467	1,521	1,544	1,548	1,573	1,643	1,587	1,510	1,380
Yuan renminbi chinois .....	7,413	7,827	9,363	10,297	10,196	10,010	10,418	10,224	9,528	8,971
Won coréen .....	1,154,8	1,175,5	1,346,9	1,422,6	1,273,6	1,198,6	1,273,0	1,606,1	1,772,9	1,531,8
Dollar de Hong Kong .....	6,986	7,375	8,808	9,688	9,677	9,755	10,691	11,454	10,811	10,299
Dollar de Singapour .....	1,604	1,691	1,970	2,102	2,070	1,994	2,064	2,076	2,024	1,806
Dollar canadien .....	1,386	1,484	1,582	1,617	1,509	1,424	1,468	1,559	1,585	1,365
Couronne norvégienne .....	8,048	7,509	8,003	8,370	8,009	8,047	8,017	8,224	8,728	8,004
Dollar australien .....	1,732	1,738	1,738	1,691	1,632	1,667	1,635	1,742	1,773	1,442
Livre sterling .....	0,622	0,629	0,692	0,679	0,684	0,682	0,684	0,796	0,891	0,858
Couronne suédoise .....	9,255	9,161	9,124	9,124	9,282	9,254	9,250	9,615	10,619	9,537
Couronne danoise .....	7,452	7,431	7,431	7,440	7,452	7,459	7,451	7,456	7,446	7,447
Couronne tchèque .....	34,07	30,80	31,85	31,89	29,78	28,34	27,77	24,95	26,44	25,28
Couronne estonienne .....	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65
Forint hongrois .....	256,6	243,0	253,6	251,7	248,1	264,3	251,4	251,5	280,3	275,5
Lev bulgare .....	1,948	1,949	1,949	1,953	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956
Leu roumain <sup>(1)</sup> .....	26,004	31,270	37,551	40,510	3,621	3,526	3,335	3,683	4,240	4,212
Litas lituanien .....	3,582	3,459	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453
Lats letton .....	0,560	0,581	0,641	0,665	0,696	0,696	0,700	0,703	0,706	0,709
Zloty polonais .....	3,672	3,857	4,400	4,527	4,023	3,896	3,784	3,512	4,328	3,995
<i>p.m. Cours de change effectif de l'euro<sup>(2)</sup></i> <i>(indice 1<sup>er</sup> trimestre 1999 = 100)</i> .....	87,3	89,7	100,3	104,2	102,7	102,6	106,3	110,5	111,7	104,6

Source : BCE.

(1) À partir de 2005, nouveau leu roumain.

(2) Données établies sur la base des moyennes pondérées des cours de change bilatéraux de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés effectués entre 2001-2003 et 2004-2006 avec les partenaires commerciaux dont les monnaies figurent dans le tableau et tiennent compte des effets de marchés tiers.

## Notice méthodologique

Sauf indications contraires, lorsque des données sont comparées d'une année à l'autre, elles ont trait à la même période de chacune des années considérées. Dans les tableaux, les totaux peuvent différer de la somme des rubriques, parce que les chiffres sont arrondis.

Pour pouvoir décrire l'évolution de diverses données économiques importantes relatives à la Belgique pendant l'ensemble de 2011, il a fallu procéder à des estimations, car le matériel statistique afférent à l'année sous revue est nécessairement parfois encore très fragmentaire. Dans les tableaux et graphiques, ces estimations, qui ont été arrêtées à la fin de janvier 2011, sont marquées du signe « e ». Elles ne constituent que des ordres de grandeur destinés à illustrer les tendances qui semblaient d'ores et déjà se dégager. Pour les périodes pour lesquelles des données sont publiées, les sources utilisées sont pour l'essentiel l'ICN, la DGSIE et la Banque. Le commentaire de l'environnement international et les comparaisons entre économies se fondent le plus souvent sur les données ou estimations les plus récentes émanant d'institutions, telles que la CE, le FMI, l'OCDE et la BCE.

L'unité monétaire utilisée dans le Rapport pour les données concernant les pays membres de la zone euro est l'euro. Les montants se rapportant aux périodes qui précèdent son introduction, le 1<sup>er</sup> janvier 1999 pour la Belgique et une majorité des pays membres, sont convertis aux cours de conversion irrévocables de l'euro. Sauf dans les chapitres consacrés à la politique monétaire et aux prix, où sa définition coïncide avec son évolution historique, la zone euro est définie dans la mesure du possible dans le présent Rapport comme l'ensemble des pays de l'UE qui ont adopté la monnaie unique durant la période 1999-2010. Outre la Belgique, elle comprend donc l'Allemagne, l'Autriche, Chypre, l'Espagne, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovénie et la Slovaquie. Par commodité, le terme de « zone euro » est aussi utilisé pour désigner cet ensemble de pays pour des périodes antérieures à l'entrée en vigueur de la troisième phase de l'UEM. Pour un certain nombre d'analyse, la préférence a été donnée comme source à l'OCDE, qui ne reprend dans la zone euro que les pays membres de cette institution internationale, à l'exclusion donc de Chypre et de Malte. Vu la petite taille de ces économies, l'évolution des données de l'OCDE est tout à fait représentative de l'ensemble de la zone.

Conformément à l'obligation imposée par Eurostat, l'ICN applique depuis 1999 la méthodologie SEC 95 pour l'établissement des comptes nationaux<sup>(1)</sup>. Le Rapport intègre autant que possible les définitions et méthodes découlant du SEC 95. Néanmoins, alors que dans ce système, les principaux agrégats issus des comptes nationaux sont présentés sous la forme de résultats nets de

(1) Pour de plus amples informations à propos du SEC 95, voir la publication de l'ICN intitulée *Comptes nationaux 1998 – Partie 1: Estimation des agrégats annuels*. Les modifications occasionnées par le passage au SEC 95 pour le compte des administrations publiques sont détaillées de manière plus spécifique dans une autre publication de la même source, intitulée *Comptes nationaux 1998 – Partie 3: Comptes des administrations publiques*.

consommation de capital fixe, il exprime les données en termes bruts. La présentation en données brutes offre l'avantage de limiter le problème lié à l'évaluation des amortissements qui repose sur la connaissance, supposée parfaite, du stock de capital fixe. En outre, elle rend plus aisée l'interprétation de certains mouvements tels que ceux de l'excédent brut d'exploitation. Dans un souci de simplification, la ventilation sectorielle regroupe, sous le titre de « particuliers », les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages qui constituent des secteurs distincts selon le SEC 95 ; les termes « particuliers » et « ménages » sont néanmoins utilisés indifféremment. Ceux de « sociétés » et d'« entreprises » sont aussi employés le plus souvent indistinctement alors que, dans le commentaire de l'optique des dépenses du PIB, les « entreprises » recouvrent aussi les indépendants, qui, dans les comptes réels et financiers de secteur, sont repris dans le compte des ménages.

À l'instar de ceux des autres pays européens, les comptes nationaux belges ont subi les dernières années une série de révisions méthodologiques importantes, touchant notamment la décomposition des effets de prix et de volume. Des explications plus détaillées des modifications apportées de la sorte ont été fournies par l'ICN lors de la publication des comptes nationaux détaillés en décembre 2005, en novembre 2006 et en octobre 2009. Ainsi, depuis 2006, les séries en volume sont exprimées en prix de l'année précédant celle pour laquelle une première publication est effectuée, alors que la pratique consistait jusqu'alors à les exprimer en prix d'une année de base fixe (2000, dans la version des comptes nationaux publiée en 2005). Cette modification permet un « chaînage » de l'évolution en volume des agrégats ou sous-agrégats. Selon cette méthode, leur croissance en volume entre deux périodes consécutives est calculée systématiquement en se référant aux prix et aux poids de l'année précédente. Les évolutions entre les périodes consécutives sont liées entre elles (cumulées) pour obtenir un indice chaîné. Quand l'indice chaîné d'un agrégat, ou d'un sous-agrégat, est appliqué au montant (niveau) d'une année de référence, par exemple 2008, comme dans les comptes nationaux officiels publiés au mois d'octobre 2010, on obtient une mesure de l'évolution en volume en « euros chaînés (année de référence 2008) ». Le chaînage se traduit par une perte d'additivité des niveaux en volume (à l'exception des résultats se rapportant à l'année de référence et à celle qui la suit directement) qui implique, par exemple, que dans le cas de séries en niveaux chaînés, le PIB n'est pas égal à la somme de ses composantes.

Dans la partie consacrée à l'environnement international, la présentation est également conforme au SEC 95 ou à son équivalent, le Système de comptabilité nationale publié conjointement par les Nations Unies, la Banque mondiale, la CE, le FMI et l'OCDE (SCN 1993). Les statistiques des sources auxquelles on se réfère pour les comptes nationaux dans le Rapport, le plus souvent la CE et l'OCDE, ne sont néanmoins pas toujours uniformisées, les périodes pour lesquelles la conversion d'un système à l'autre et les révisions méthodologiques ont été opérées demeurant très variables d'un pays à l'autre.

La ventilation des comptes financiers entre particuliers et sociétés repose en grande partie sur les données en provenance des établissements de crédit belges. Les informations permettant de ventiler les autres opérations financières du secteur privé, notamment les transactions avec l'étranger ou les achats de valeurs mobilières, sont beaucoup plus fragmentaires. La statistique principale pouvant être utilisée à cette fin, à savoir la globalisation des comptes annuels des entreprises établie par la Centrale des bilans de la Banque, est en effet partielle, n'a qu'une fréquence annuelle et n'est disponible qu'après un délai de plusieurs mois. Il a donc été nécessaire d'introduire certaines hypothèses et de procéder à diverses estimations.

## Signes conventionnels

–	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
n.	non disponible
p.c.	pour cent
p.m.	pour mémoire
e	estimation de la Banque

# Liste des abréviations

## Région ou pays

BE	Belgique
DE	Allemagne
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LU	Luxembourg
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
DK	Danemark
SE	Suède
UK	Royaume-Uni
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
EE	Estonie
LV	Lettonie
LT	Lituanie
HU	Hongrie
PL	Pologne
RO	Roumanie
UE15	Union européenne, à l'exclusion des pays ayant adhéré après 2003
TR	Turquie
US	États-Unis

## Autres

ABEX	Association belge des experts
ALE	Agence locale pour l'emploi
BCE	Banque centrale européenne
BEA	Bureau of Economic Analysis
BEAMA	Belgian Asset Managers Association
BFP	Bureau fédéral du plan
BIT	Bureau international du travail
BLS	Bank Lending Survey
BNB	Banque nationale de Belgique
BNS	Banque nationale suisse
BRI	Banque des règlements internationaux
BRIC	Brésil, Russie, Inde et Chine
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
CCE	Conseil central de l'économie
CE	Commission européenne
CEBS	Comité des superviseurs bancaires européens
CEIC	CEIC Macroeconomic Databases For Emerging and Developed Markets
CEPR	Center for Economic Policy Research
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement
CPB	Centraal Planbureau (Pays-Bas)
CREDIBE	Anciennement, Office central de crédit hypothécaire
CREG	Commission de régulation de l'électricité et du gaz
DEI	Demandeurs d'emploi inoccupés
DGSIE	Direction générale Statistique et information économique (SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie)
ECOFIN	Conseil européen des ministres de l'économie et des finances de l'UE
EDP	Excessive Deficit Procedure
EFIS	Établissements financiers considérés comme étant d'importance systémique
EMBI	Emerging Markets Bond Index
Eonia	Euro Overnight Index Average
ESRI	Economic and Social Research Institute (Japon)
EU	European Union
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
FADELS	Fonds d'amortissement des emprunts du logement social
Federgon	Fédération des partenaires de l'emploi
FESF	Fonds européen de stabilité financière
FIF	Fonds de l'infrastructure ferroviaire
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	Federal Open Market Committee
FRA	Forward Rate Agreement
G20	Groupe des vingt
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GJ	Gigajoule
HWWI	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Institut

IAS	International Accounting Standards
ICN	Institut des comptes nationaux
IFM	Institutions financières monétaires
IFRS	International Financial Reporting Standards
INAMI	Institut national d'assurance maladie-invalidité
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
KLEMS	Capital (K), travail (L), énergie (E), matières (M) et services achetés (S)
kWh	Kilowattheure
LEI	Long-Term Economic Impact Group
Libor	London Interbank Offered Rate
MAG	Macroeconomic Assessment Group
MES	Mécanisme européen de stabilité
MESF	Mécanisme européen de stabilisation financière
MIR	Monetary Financial Institutions Interest Rates
NACE	Nomenclature des activités économiques de la Communauté européenne
NBER	National Bureau of Economic Research
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIS	Overnight Index Swap
OLO	Obligations linéaires
ONEM	Office national de l'emploi
ONS	Office for National Statistics (UK)
ONSS	Office national de sécurité sociale
OPC	Organisme de placement collectif
PAC	Politique agricole commune
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
Pricaf	Private Equity Sicaf
PTF	Productivité totale des facteurs
R&D	Recherche et développement
RFS	Fortis RBS Santander
RIR	Retail Interest Rates
RNB	Revenu national brut
S&P	Standard & Poor's
SCN	Système de comptabilité nationale
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SFPI	Société fédérale de participations et d'investissement
SICAFI	Société d'investissement à capital fixe immobilier
SIFIM	Services d'intermédiation financière indirectement mesurés
SPF	Service public fédéral
TEP	Tonne équivalent pétrole
TIC	Technologies de l'information et de la communication
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée

UE	Union européenne
UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UEM	Union économique et monétaire
UPC	Union professionnelle du crédit

# Liste des encadrés, tableaux et graphiques

## Encadrés

### Partie 1 : Environnement international

Encadré 1 : Particularités de la reprise économique de 2009-2010	5
Encadré 2 : Effets des déficits publics sur les écarts de taux des emprunts publics de la zone euro	26
Encadré 3 : Vers une gouvernance économique renforcée dans l'Union européenne	29

### Partie 2 : Évolutions économiques en Belgique

Encadré 4 : La gestion du personnel durant la période de crise	49
Encadré 5 : Quels sont les facteurs à l'origine de la plus grande sensibilité de l'inflation aux prix des matières premières énergétiques en Belgique ?	80
Encadré 6 : Interventions et garanties octroyées par les administrations publiques aux institutions financières	96

### Partie 3 : Marchés financiers et stabilité financière

Encadré 7 : Tests de la capacité de résistance de banques européennes	115
Encadré 8 : La nouvelle réglementation « Bâle III » et ses impacts potentiels	117
Encadré 9 : Le patrimoine global des particuliers	139

## Tableaux

### Partie 1 : Environnement international

1 Croissance du PIB dans les principales économies	4
2 Solde de financement et dette des administrations publiques dans les principales économies	16
3 Croissance du PIB dans les pays de la zone euro	17
4 PIB et principales catégories de dépenses dans la zone euro	18
5 Solde de financement et dette des administrations publiques dans les pays de la zone euro	24

### Partie 2 : Évolutions économiques en Belgique

6 Offre et demande de travail	55
7 PIB et principales catégories de dépenses	59
8 Déterminants du revenu disponible brut des particuliers, à prix courants	62
9 Déterminants de l'excédent brut d'exploitation des sociétés, à prix courants	64
10 Prêt net au reste du monde	67
11 Déterminants de l'innovation et de la croissance de la productivité totale des facteurs	74
12 Indice des prix à la consommation harmonisé et coûts salariaux	77
13 Inflation et indice-santé	85
14 Coûts salariaux horaires dans le secteur privé	88
15 Normes relatives au solde de financement des administrations publiques	93
16 Recettes des administrations publiques	94
17 Recettes par sous-secteur des administrations publiques	98
18 Dépenses primaires des administrations publiques	99
19 Dépenses primaires corrigées par sous-secteur des administrations publiques	100
20 Solde de financement de l'ensemble des administrations publiques et par sous-secteur	103
21 Déterminants de la variation de la dette brute consolidée de l'ensemble des administrations publiques	104
22 Besoins et moyens de financement de l'État fédéral	105

### Partie 3 : Marchés financiers et stabilité financière

23 Comparaison de la valeur de marché et de la valeur comptable du portefeuille de placement des compagnies d'assurances belges	130
24 Actifs et engagements financiers par secteur	133

## Graphiques

### Partie 1 : Environnement international

1 Échanges internationaux de biens	6
2 Soldes de la balance courante des paiements dans les principales économies	7
3 Prix des produits de base	8
4 Cours de change bilatéral des principales monnaies vis-à-vis du dollar des États-Unis	9
5 Profil trimestriel du PIB et des grandes catégories de dépenses dans les principales économies avancées	10
6 Patrimoine net et taux d'épargne des ménages dans les principales économies avancées	11
7 Croissance des exportations vers la Chine et le reste du monde de janvier 2009 à septembre 2010	13
8 Inflation dans les principales économies	14
9 Taux d'intérêt directeurs et actifs au bilan des principales banques centrales	15
10 Consommation privée, confiance des consommateurs et ventes du commerce de détail dans la zone euro	18
11 Marché du travail dans la zone euro	19
12 Investissements des entreprises et confiance des chefs d'entreprise dans la zone euro	20
13 Endettement des ménages et prix réels des logements dans les pays de la zone euro	22
14 Écarts de rendement des emprunts d'État à dix ans par rapport au <i>Bund</i> allemand dans les pays de la zone euro	25
15 Compétitivité et solde courant de la balance des paiements dans les pays de la zone euro de 1999 à 2007	28
16 Inflation dans la zone euro	31
17 Indice des prix à la consommation harmonisé et coûts salariaux par unité produite dans les pays de la zone euro	32
18 Projections de croissance du PIB en volume et de l'inflation dans la zone euro	33
19 M3 et prêts au secteur privé dans la zone euro	34
20 Anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro	35
21 Accès des établissements de crédit dans la zone euro au financement de marché	36
22 Besoin consolidé de liquidités et opérations d' <i>open market</i> de l'Eurosystème	37
23 Recours à la facilité de dépôt et taux d'intérêt du marché monétaire dans la zone euro	38
24 Anticipations de taux d'intérêt dans la zone euro	40

### Partie 2 : Évolutions économiques en Belgique

25 Reprise économique en Belgique	46
26 PIB et indicateur de conjoncture	47
27 PIB, emploi, productivité et chômage temporaire	48
28 Entraves à l'activité résultant d'une pénurie de main-d'œuvre qualifiée	48
29 Valeur ajoutée, emploi salarié, productivité horaire et heures ouvrées par salarié dans les principales branches d'activité	53
30 Taux d'activité: contributions de l'emploi et du chômage par groupe de population	56
31 Chômage en Belgique et dans les régions	57
32 Chômage selon la durée en Belgique et dans l'UE	58
33 Exportations, importations et marchés à l'exportation	60
34 Déterminants du taux d'épargne brut des particuliers	61
35 Investissements des entreprises: évolution et déterminants	65
36 Solde de financement de l'ensemble des secteurs intérieurs	66

37 Comparaison internationale du solde des opérations courantes avec le reste du monde	68
38 Importations de biens et de services et demande finale	69
39 Part dans les exportations mondiales de biens en valeur	70
40 Structure des exportations de biens selon l'intensité en facteurs de production	71
41 Cours de change effectifs réels	72
42 Écart d'inflation entre la Belgique et les trois principaux pays voisins	78
43 Prix à la consommation des produits énergétiques	80
44 Prix des biens alimentaires	84
45 Volatilité de l'inflation	85
46 Tendances sous-jacente de l'inflation et coûts salariaux dans le secteur des entreprises en Belgique et dans les trois principaux pays voisins	86
47 Norme salariale et handicap salarial dans le secteur privé selon le CCE	90
48 Indicateurs de compétitivité-coût et -prix	91
49 Enrôlements à l'impôt des personnes physiques	95
50 Déterminants de l'évolution des recettes de TVA	96
51 Dépenses publiques de soins de santé	100
52 Subsidés aux entreprises: titres-services et réductions du précompte professionnel	101
53 Décomposition de la variation des charges d'intérêts	102
54 Recettes des communautés et régions	103
55 Dette brute consolidée de l'ensemble des administrations publiques en Belgique et dans la zone euro	104
56 Position financière nette des administrations publiques et du secteur privé dans les pays de la zone euro	105
57 Rendements des emprunts d'État à dix ans	106
58 Part détenue à l'étranger des OLO et des certificats de trésorerie émis par l'État belge	107

### Partie 3: Marchés financiers et stabilité financière

59 Rendements des emprunts d'État à dix ans dans la zone euro et aux États-Unis	111
60 Écarts de taux entre le Libor et l'OIS à trois mois	112
61 Indices de contrats dérivés de défaut pour la dette souveraine européenne et pour la dette <i>senior</i> d'institutions financières européennes	113
62 Marchés boursiers	114
63 Écart de rendement des obligations à haut rendement aux États-Unis	114
64 Écart de rendement des obligations en dollar des marchés émergents par rapport aux obligations d'État aux États-Unis	115
65 Rentabilité et solvabilité des établissements de crédit belges	117
66 Revenus nets d'intérêts et structure des taux	121
67 Principales catégories de revenus et de coûts des établissements de crédit belges	122
68 Provisions pour pertes sur créances des établissements de crédit belges	123
69 Créances sur l'étranger des établissements de crédit belges	123
70 Actifs et passifs des établissements de crédit belges	124
71 Positions interbancaires internationales intragroupes et non intragroupes	125
72 Liquidité des établissements de crédit belges	126
73 Résultats nets des compagnies d'assurances belges	127
74 Évolution des revenus de primes et du ratio combiné	128
75 Composition des actifs de couverture par activité d'assurance	129
76 Marge de solvabilité des compagnies d'assurances belges	130
77 Taux d'intérêt à long terme et rendement garanti moyen des contrats de la branche 21	131
78 Ventilation des engagements de la branche 21	132

79	Position créditrice nette des pays de l'UE	134
80	Transactions financières des particuliers	135
81	Formation d'actifs financiers par les particuliers	135
82	Dépôts d'épargne réglementés et dépôts à terme des particuliers	136
83	Formation d'actifs financiers par les particuliers et taux de rendement à court et long termes	136
84	Écart de taux et répartition des nouveaux contrats hypothécaires selon le type de taux	137
85	Résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire : offre et demande de crédits au logement en Belgique	138
86	Endettement des particuliers	141
87	Nouveaux engagements financiers des sociétés non financières : ventilation par instrument	141
88	Coûts de financement externe des sociétés non financières	142
89	Crédits accordés par les banques aux sociétés non financières en Belgique et dans la zone euro	143
90	Résultats des enquêtes sur la distribution du crédit bancaire auprès des banques et des entreprises	144
91	Endettement des sociétés non financières	146

## Annexes statistiques

### Tableaux relatifs à l'activité économique et aux prix

I	PIB et principales catégories de dépenses, en volume	149
II	PIB et principales catégories de dépenses, en volume	150
III	Déflateurs du PIB et des principales catégories de dépenses	151
IV	PIB et principales catégories de dépenses, à prix courants	152
V	PIB et principales catégories de dépenses, à prix courants	153
VI	Valeur ajoutée des différentes branches d'activité, en volume	154
VII	Marché du travail	155
VIII	Taux d'emploi	156
IX	Taux de chômage	157
X	Indice des prix à la consommation harmonisé	158
XI	Compte synthétique des particuliers, à prix courants	159
XII	Compte synthétique des sociétés, à prix courants	160
XIII	Compte synthétique du reste du monde, à prix courants	161

### Tableaux relatifs aux opérations des administrations publiques

XIV	Recettes, dépenses et solde de financement des administrations publiques	162
XV	Solde de financement par sous-secteur des administrations publiques	163
XVI	Dettes brutes consolidées des administrations publiques	164

### Tableau relatif aux opérations avec l'étranger

XVII	Opérations courantes et en capital selon la balance des paiements	165
------	---	-----

### Tableaux relatifs aux opérations monétaires et financières

XVIII	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des particuliers	166
XIX	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des sociétés non financières	167
XX	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des administrations publiques	168
XXI	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières monétaires	169
XXII	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières autres que monétaires	170
XXIII	Émissions nettes de valeurs mobilières des sociétés financières et non financières et des administrations publiques	171
XIV	Taux d'intérêt	172
XXV	Principaux taux d'intérêt de l'Eurosystème	173
XXVI	Cours de change	174

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](http://www.bnb.be)



Éditeur responsable

Guy Quaden  
Gouverneur

Personne de contact pour la publication

Philippe Quintin  
Chef du département Communication et secrétariat  
Tél. +32 2 221 22 41 – Fax +32 2 221 30 91  
[philippe.quintin@nbb.be](mailto:philippe.quintin@nbb.be)

© Illustrations : Banque nationale de Belgique  
Couverture et mise en page : BNB TS – Prepress & Image  
Publié en février 2011

