

Rapport 2007

Évolution économique et financière



Les images ouvrant les différents chapitres du présent rapport sont empruntées à des détails de projets de billets de banque belges de la fin du XIX^e et du début du XX^e siècles appartenant aux collections de la Banque nationale.

Les projets complets sont représentés à la fin du présent volume (pages 231 et suivantes), où quelques lignes sont consacrées à leurs auteurs et au contexte de ces créations.

Avant-propos

par Guy Quaden, Gouverneur



La croissance de l'économie mondiale est restée vive en 2007, de l'ordre de 5 p.c. en termes réels. Elle a été principalement tirée par les pays émergents, au premier rang desquels la Chine. Dans la plupart des pays avancés, elle s'est poursuivie à un rythme satisfaisant, le plus souvent en léger retrait par rapport à l'année précédente. Dans la zone euro, la croissance du PIB aurait été de 2,6 p.c. contre 2,9 p.c. en 2006. Alors que l'économie américaine avait été un moteur important de la croissance mondiale les années précédentes, elle en a été le maillon relativement faible en 2007.

À partir d'août, la propagation de la crise du marché américain des crédits hypothécaires à haut risque à un large ensemble de marchés financiers, aux États-Unis et de par le monde, a conduit à une réévaluation générale des risques par les opérateurs financiers. Ces turbulences financières n'ont guère eu d'incidence sensible sur l'économie réelle dans l'immédiat mais elles ont fortement augmenté l'incertitude qui entoure depuis lors les perspectives économiques.

La diffusion spectaculaire de cette crise locale a mis en relief des faiblesses structurelles liées aux nouvelles formes d'intermédiation financière et les dangers d'innovations mal encadrées. Elle montre la nécessité de politiques de crédit prudentes, tant pour assurer la stabilité financière que pour protéger les consommateurs.

Les acteurs financiers et les autorités de surveillance devront tirer les leçons de ces turbulences. La restauration de la confiance implique à coup sûr une plus grande transparence de la part des diverses institutions financières concernant la nature et l'ampleur des risques encourus ou transférés.

Face à une crise de liquidité d'une acuité peu commune, l'Eurosystème a réagi promptement, en prêtant davantage aux banques – et en absorbant par moments la liquidité excédentaire – afin d'assurer le bon fonctionnement du marché monétaire et de stabiliser les taux d'intérêt à très court terme à des niveaux proches de son taux directeur.

Au premier semestre, le Conseil des gouverneurs avait poursuivi le relèvement – amorcé en décembre 2005 – de ce taux directeur, porté de 3,5 p.c. à 3,75 p.c. en mars et à 4 p.c. en juin, estimant que la vigueur persistante de l'activité économique, le haut degré d'utilisation des capacités de production disponibles et l'expansion toujours rapide de la masse monétaire et du crédit confirmaient l'existence de risques pour la stabilité des prix. Ces risques n'ont pas disparu dans la seconde moitié de l'année mais le Conseil des gouverneurs s'est abstenu de procéder à une hausse supplémentaire des taux, jugeant nécessaire de recueillir et d'analyser des informations supplémentaires, eu égard aux incertitudes accrues générées par les turbulences financières.

Contrairement aux épisodes précédents survenus depuis le début du millénaire, où les périodes de reprise étaient rapidement interrompues, l'activité économique s'est poursuivie en Belgique, comme dans la zone euro en général, à un rythme vigoureux. Malgré un léger ralentissement en cours d'année, la croissance du PIB aurait encore atteint 2,7 p.c. en 2007, après avoir été de 2,9 p.c. en 2006.

D'une part, la demande extérieure est restée solide, émanant principalement des économies émergentes en Asie et en Europe orientale et des pays producteurs de pétrole. L'économie belge en a bénéficié, en partie directement, mais surtout au travers des retombées du dynamisme de ces régions pour nos partenaires commerciaux de la zone euro. D'autre part, la solidité de la position financière de nos entreprises et l'amélioration de la situation sur le marché du travail observées ces dernières années ont soutenu la demande intérieure d'investissement et de consommation.

Les entreprises ont bénéficié d'une nouvelle hausse de leur excédent brut d'exploitation. Elles ont aussi accru l'embauche. Plus de 70.000 emplois nouveaux auraient été créés, dont la grande majorité dans le secteur privé. Il s'agit de la plus forte progression depuis 2000. Celle-ci constitue la principale explication de l'augmentation du revenu disponible des particuliers qui aurait progressé de 4,5 p.c. en termes nominaux et de 2,5 p.c. en termes réels.

En moyenne annuelle, l'inflation est revenue de 2,3 p.c. en 2006 à 1,8 p.c. en 2007. Cette évolution masque cependant un rebond à 2,7 p.c. au dernier trimestre de 2007, en raison de la forte hausse du prix des produits énergétiques et alimentaires, tempérée en partie seulement par une nouvelle appréciation du cours de change de l'euro.

Les pouvoirs publics ont manqué, de peu, l'équilibre budgétaire, qui avait été la règle depuis 2000, à l'aide parfois – comme en 2006 – du produit de mesures non récurrentes.

Un consensus semble heureusement exister désormais en Belgique pour bannir les déficits publics. Une bonne gestion budgétaire ne peut toutefois se satisfaire du maintien d'un équilibre nominal.

Un tel objectif est inapproprié car il ne tient pas compte des fluctuations cycliques. Ainsi est-il regrettable que l'embellie conjoncturelle des deux dernières années n'ait pas été mise à profit pour procéder à une amélioration budgétaire en Belgique, contrairement à ce qui s'est produit dans la plupart des autres pays européens. Un tel objectif est surtout insuffisant au vu des coûts (soins de santé, pensions) qu'imposera bientôt le vieillissement de la population et dont la charge ne peut être exagérément reportée sur les générations à venir. La constitution rapide d'excédents croissants est indispensable afin d'accélérer la réduction de la dette publique et de ses charges avant la montée de ces coûts.

Quelle que soit l'architecture institutionnelle du pays, il appartiendra à tous les niveaux de pouvoir d'assurer la soutenabilité des finances publiques belges en respectant les principes de responsabilisation, d'équilibre entre compétences et ressources et de coordination entre les différentes entités constitutives de l'État.

Sur les autres fronts également, des politiques ambitieuses doivent être poursuivies.

L'amélioration de la conjoncture économique, une évolution raisonnable des coûts salariaux et les réformes entreprises pour rendre le marché du travail plus dynamique ont concouru à la création nette de quelque 200.000 emplois au cours des quatre dernières années et au recul du chômage à son plus bas niveau depuis 2002. À 7,6 p.c., le taux de chômage est cependant encore trop élevé et recouvre de fortes disparités régionales et locales. En outre, le taux d'emploi de la population potentiellement active reste inférieur à la moyenne européenne, spécialement – et cela dans

toutes les régions du pays – pour les plus de 50 ans. Cet écart est révélateur d’une offre de travail insuffisante, particulièrement préoccupante dans le contexte du vieillissement de la population.

D’autre part, comme dans les autres économies avancées, le maintien de la prospérité dans notre pays dépend de plus en plus de l’innovation, qui elle-même suppose des formations appropriées, un renforcement de l’esprit d’entreprise et des investissements accrus en recherche et développement. Si le renouvellement des produits et des processus de production s’impose comme une évidence dans les branches les plus directement exposées à la concurrence internationale, il concerne aussi les secteurs plus abrités et même les administrations publiques, dont les gains en efficacité peuvent et doivent également contribuer à la compétitivité globale de l’économie et au bien-être de la population.

Dans un monde globalisé où les défis mais aussi les opportunités se sont accrus, la Belgique doit continuer à figurer parmi les pays où le niveau de vie de la population est élevé. Elle peut y parvenir en poursuivant une trajectoire budgétaire prévoyante, en améliorant quantitativement et qualitativement l’offre de travail, en renforçant la compétitivité de ses entreprises par une propension accrue à l’innovation et une évolution maîtrisée des coûts. Une telle stratégie requiert le concours actif de l’ensemble des acteurs concernés, privés et publics.

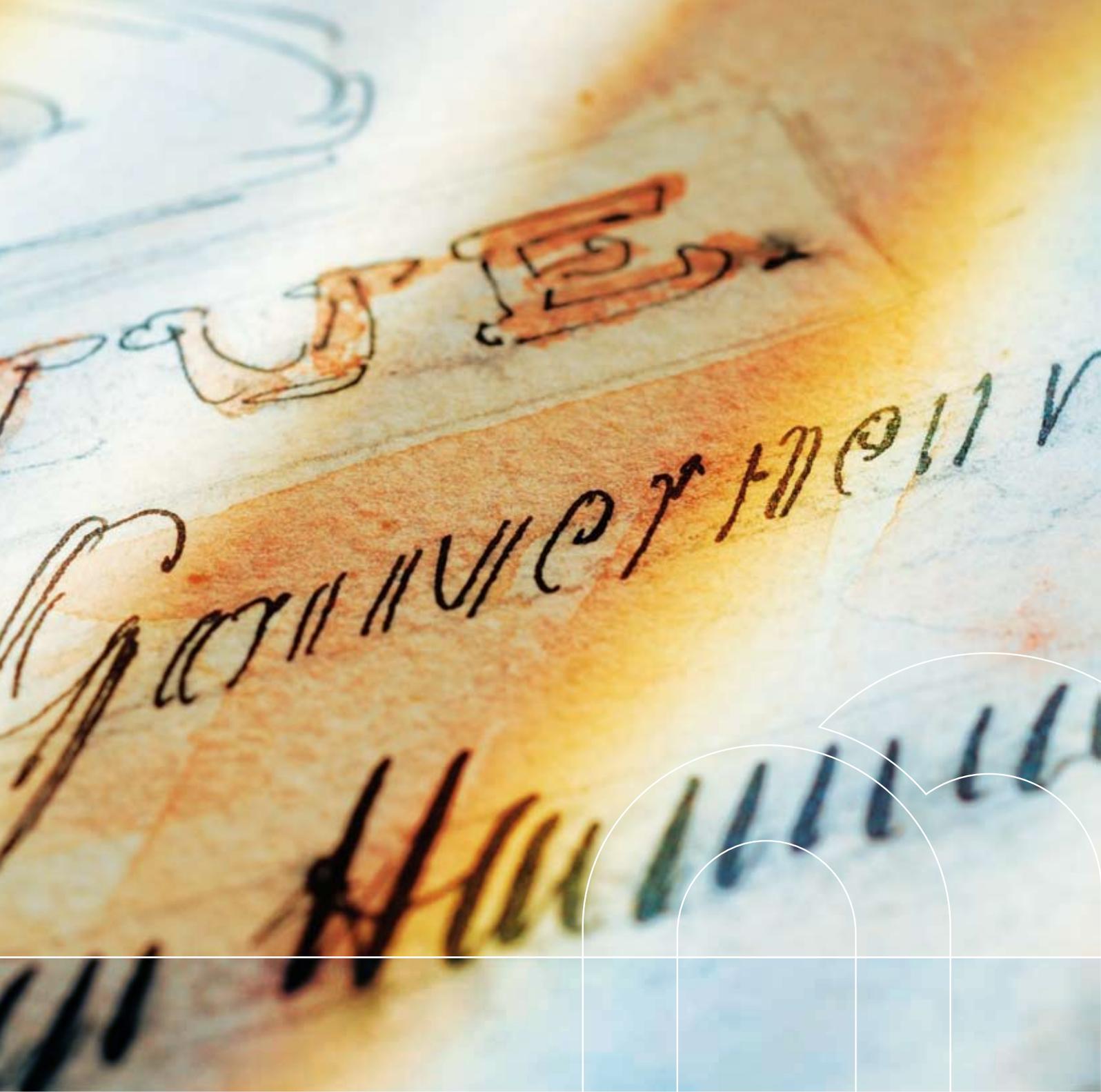


Table des matières



AVANT-PROPOS	5
RAPPORT PRÉSENTÉ PAR LE GOUVERNEUR AU NOM DU CONSEIL DE RÉGENCE	12
CHAPITRE 1 : ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL	2
Vue d'ensemble	3
États-Unis	9
Japon	14
Chine	17
Union européenne	18
CHAPITRE 2 : POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'EUROSYSTÈME	34
Vue d'ensemble	35
Le fonctionnement du marché monétaire	36
Les décisions relatives à l'orientation de la politique monétaire	45
CHAPITRE 3 : PRODUCTION, DÉPENSES ET OPÉRATIONS COURANTES EN BELGIQUE	58
Vue d'ensemble	59
Activité	60
Évolutions réelles dans les principaux secteurs	65
Développements structurels	77
CHAPITRE 4 : MARCHÉ DU TRAVAIL ET COÛTS SALARIAUX	82
Marché du travail	83
Coûts salariaux dans le secteur privé	96
CHAPITRE 5 : PRIX	104
Vue d'ensemble	105
Incidence directe du renchérissement des matières premières	106
Biens industriels non énergétiques, services et effets de second tour	112
Écart d'inflation entre la Belgique et la zone euro	120

CHAPITRE 6 : FINANCES PUBLIQUES	124
Recettes, dépenses et solde de financement	125
Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles et soldes budgétaires structurels	138
Dette des administrations publiques	139
CHAPITRE 7 : COMPTES ET MARCHÉS FINANCIERS	142
Structure des financements et des placements dans l'économie belge	143
Particuliers	145
Sociétés non financières	150
Administrations publiques	160
CHAPITRE 8 : STABILITÉ FINANCIÈRE	166
Évolutions récentes sur les marchés financiers internationaux	167
Secteur bancaire belge	177
Secteur belge des assurances	183
ANNEXES	
Annexes statistiques	189
Notice méthodologique	213
Signes conventionnels	217
Liste des abréviations	219
Liste des encadrés, tableaux et graphiques	223



Rapport présenté par le
Gouverneur au nom du
Conseil de régence

Environnement international

1. À bien des égards, l'évolution de l'économie mondiale en 2007 s'est inscrite dans le prolongement de celle de l'année précédente, mais les turbulences financières survenues durant l'été ont constitué un événement nouveau aux conséquences encore incertaines. La croissance est restée vive, de l'ordre de 5 p.c., et elle a été tirée par celle des économies émergentes, tandis que la demande intérieure s'est encore ralentie aux États-Unis, tout en demeurant relativement robuste dans les autres économies avancées. Associée à des tensions géopolitiques, la pression de la demande sur une offre limitée a provoqué de nouvelles augmentations des prix de matières premières, en particulier le pétrole et les produits alimentaires. Dans un contexte d'utilisation plus intense des capacités de production, les politiques monétaires ont été resserrées dans plusieurs pays. D'importants déséquilibres des balances courantes ont persisté, celui des États-Unis se réduisant cependant pour la première fois depuis la récession de 2001, sous l'effet conjugué du décalage conjoncturel par rapport au reste du monde et de la dépréciation du dollar. À partir du mois d'août, la propagation de la crise du marché américain des crédits hypothécaires à haut risque à de nombreux marchés financiers, aux États-Unis et de par le monde, a entraîné une réévaluation générale des risques. Ces perturbations financières n'ont pas eu d'incidence immédiate sensible sur l'économie réelle mais elles ont augmenté l'incertitude qui entoure les perspectives économiques.
2. Alors que l'économie américaine avait été un des moteurs de la croissance mondiale pendant plusieurs années, elle en a été le maillon relativement faible en 2007. Son ralentissement – la croissance du PIB est revenue de 2,9 p.c. en 2006 à 2,2 p.c. en 2007 – a résulté pour l'essentiel d'une forte contraction des investissements en logements. La crise du secteur immobilier résidentiel et ses répercussions financières n'ont encore affecté que modestement les autres composantes de la demande intérieure. Conjointement avec le nouveau renchérissement des matières premières, elles ont néanmoins commencé à peser sur la consommation, l'investissement et l'emploi. Dans ces conditions, et vu la modération de la tendance sous-jacente de l'inflation, la Réserve fédérale a assoupli sa politique monétaire, abaissant en cinq étapes, de septembre 2007 à la fin de janvier 2008, l'objectif pour le taux des fonds fédéraux de 5,25 à 3 p.c. Le ralentissement conjoncturel spécifique aux États-Unis, et peut-être aussi l'émergence de doutes quant à la capacité de l'économie américaine à réaliser, à terme, des progrès de productivité à un rythme aussi élevé que dans un passé récent, ont contribué à la dépréciation sensible du dollar. Prolongeant la tendance des cinq années précédentes, cette dernière a concouru à une amélioration du compte courant extérieur et soutenu l'activité aux États-Unis.
3. Les répercussions de l'affaiblissement de l'économie américaine sur le reste du monde sont restées limitées en 2007. Toutefois, les remous de l'été ont mis en évidence la possibilité que la crise immobilière américaine se transmette par d'autres voies que le commerce extérieur et le cours de change. En effet, la détérioration du marché américain des crédits hypothécaires à haut risque a brusquement restreint la liquidité de plusieurs marchés, comme ceux des opérations interbancaires et des titres d'endettement à court terme, et affecté des institutions, notamment

des banques de taille moyenne en Allemagne et au Royaume-Uni, apparemment très éloignés de la source des difficultés. Une telle diffusion s'explique par le développement rapide, au cours des dernières années, de techniques de transfert des risques de crédit et de produits structurés complexes, dans un environnement conjoncturel de nature à susciter l'euphorie et les prises de risque excessives, au sein de marchés financiers de plus en plus intégrés. Une certaine réévaluation des risques était opportune, mais la transformation du resserrement de la liquidité en une contraction généralisée du crédit serait dommageable à l'économie mondiale. Heureusement, les institutions financières avaient engrangé de bons résultats au cours des années précédentes et disposaient au départ d'une position solide en termes de solvabilité. En outre, certaines d'entre elles ont pu procéder à une recapitalisation. Néanmoins, l'incertitude demeure quant à l'ampleur et à la distribution des pertes dans le secteur bancaire, en particulier aux États-Unis et en Europe, ce qui tend à dégrader quelque peu les conditions d'octroi de crédits.

4. Les économies émergentes et en développement n'ont guère été affectées par ces événements durant l'année sous revue. Elles ont continué à progresser au rythme élevé de 8 p.c. en moyenne. La Chine, notamment, est le pays qui a apporté, avec une croissance de plus de 11 p.c., la plus forte contribution à l'expansion mondiale. Outre ce « découplage » par rapport à l'évolution de l'économie américaine, des pressions inflationnistes grandissantes devraient inciter la Chine – et avec elle d'autres pays asiatiques qui enregistrent des surplus courants et des entrées nettes de capitaux privés – à laisser sa monnaie s'apprécier davantage, au lieu de continuer à accumuler des réserves de change à un rythme sans précédent. Une telle politique contribuerait à la fois à améliorer l'équilibre interne et à atténuer la menace de mouvements désordonnés des cours de change et d'une montée du protectionnisme.
5. Dans la plupart des économies avancées, autres que les États-Unis, la croissance s'est poursuivie à une cadence satisfaisante, le plus souvent en léger retrait par rapport à l'année précédente, comme au Japon et dans la zone euro, parfois en progression, comme au Royaume-Uni. L'accroissement du PIB réel de la zone euro a été de 2,6 p.c., contre 2,9 p.c. en 2006, et les écarts entre États membres ont continué à s'amenuiser. Les exportations et les investissements des entreprises ont été les composantes les plus dynamiques de la demande finale, tandis que la construction de logements s'est nettement ralentie, une évolution sans commune mesure toutefois avec la contraction observée aux États-Unis. La consommation privée a continué de progresser modérément, quelque peu freinée par une hausse sensible de la TVA en Allemagne au début de l'année sous revue et par le renchérissement des produits énergétiques et alimentaires à la fin de celle-ci, mais soutenue par l'amélioration de la situation sur le marché du travail. En effet, grâce à une conjoncture favorable depuis 2005, à la modération salariale et aux réformes structurelles menées dans divers pays de la zone euro, le chômage est revenu à 7,4 p.c. de la population active, soit le niveau le plus bas jamais observé depuis vingt-cinq ans.
6. Pour augmenter la capacité de résistance et relever la croissance potentielle de la zone euro, il importe de poursuivre des politiques de stabilité macroéconomique et d'approfondir les réformes structurelles dans la voie fixée par la stratégie de Lisbonne. L'exemple de l'Allemagne est éclairant à cet égard : une série de réformes l'ont aidée à sortir du marasme consécutif à sa réunification et le redressement budgétaire récent n'a pas nui à l'activité et a renforcé la confiance. Dans la plupart des pays, la politique budgétaire devrait être plus ambitieuse, afin de préparer les finances publiques aux effets du vieillissement de la population, et les réformes visant à améliorer le fonctionnement du marché du travail et à stimuler l'innovation, l'esprit d'entreprise, la concurrence et la formation devraient être mises en œuvre plus résolument, en vue d'accroître le taux d'emploi et la productivité, dont l'accélération récente semble avoir été essentiellement conjoncturelle.

7. Les objectifs de moyen terme de croissance, de compétitivité et d'emplois de qualité du programme de Lisbonne s'inscrivent dans une stratégie de développement durable de l'UE qui, outre la prospérité économique, entend promouvoir la protection de l'environnement, l'équité et la cohésion sociales, de même que la solidarité avec le reste du monde. Ainsi, au cours des deux dernières années, une série d'orientations ont été tracées par le Conseil de l'UE pour lutter contre le réchauffement climatique et l'épuisement des ressources naturelles non renouvelables, dont les coûts économique et humain à long terme doivent être pris en compte dès aujourd'hui; des efforts accrus seront nécessaires pour réaliser les objectifs convenus, qui ne doivent pas être considérés seulement comme des contraintes mais aussi comme l'occasion de développer de nouvelles activités.

Politique monétaire et stabilité financière

Politique monétaire

8. Pour s'acquitter au mieux de sa mission de maintien de la valeur interne de la monnaie – l'une des conditions d'une croissance durable de l'activité et de l'emploi –, le Conseil des gouverneurs de la BCE, qui n'a guère de prise sur les fluctuations de court terme du niveau général des prix, fonde son action sur un examen approfondi des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. En 2007, cette analyse l'a conduit à poursuivre le relèvement, amorcé en décembre 2005, du taux d'intérêt directeur de l'Eurosystème, qui a été porté de 3,50 à 3,75 p.c. en mars et à 4 p.c. en juin. Cependant, les turbulences financières survenues en août l'ont amené à ne plus modifier ce taux par la suite. En outre, l'Eurosystème a pris des mesures de gestion de la liquidité sur le marché monétaire – sans incidence sur l'orientation de sa politique – en vue de contrer les tensions apparues sur ce marché.
9. Au cours des sept premiers mois de l'année, le Conseil des gouverneurs a jugé que, en augmentant l'utilisation des facteurs de production disponibles, la vigueur persistante de l'activité économique depuis la reprise de 2005 faisait peser un risque à la hausse sur l'évolution des prix à moyen terme et requérait un resserrement de la politique monétaire, dont le caractère encore accommodant était notamment souligné par l'expansion toujours rapide de la masse monétaire et du crédit. Il a donc continué à relever les taux d'intérêt, n'accordant, comme il se devait, guère de considération au recul temporaire du taux d'inflation annuel sous le seuil de 2 p.c., largement lié aux fluctuations du prix du pétrole au cours de l'année précédente.
10. Par la suite, le Conseil des gouverneurs a continué de considérer que les risques en ce qui concerne l'évolution des prix à moyen terme étaient principalement orientés à la hausse, non seulement en raison de chocs comme le renchérissement du pétrole et des produits alimentaires – qui ont d'ailleurs provoqué un rebond du taux de variation annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé à 2,9 p.c. au dernier trimestre de 2007 – ou d'éventuels relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte, mais aussi parce que, dans le scénario le plus probable d'une poursuite de la croissance autour de son niveau potentiel, des effets de second tour pourraient entraîner une dérive des coûts salariaux et des prix. Le Conseil a en outre estimé que la forte expansion de la monnaie et du crédit confirmait l'existence de risques pour la stabilité des prix, bien qu'elle fût en partie due à des facteurs temporaires comme l'aplatissement de la courbe des rendements, la volatilité des marchés financiers et la réintermédiation de certains financements. Conscient de l'importance particulière d'un ancrage ferme des anticipations d'inflation à moyen et à long termes dans de telles circonstances, il s'est dit prêt à agir de manière résolue et en temps opportun pour que ces risques ne se concrétisent

pas. Toutefois, il a jugé nécessaire de recueillir et d'analyser des informations supplémentaires, eu égard aux incertitudes additionnelles générées par les vicissitudes financières.

11. La crise du marché américain des prêts hypothécaires a notamment donné une impulsion supplémentaire à la hausse du cours de change de l'euro. De décembre 2006 à décembre 2007, ce dernier s'est apprécié de 10,3 p.c. vis-à-vis du dollar des États-Unis et de 5,4 p.c. en moyenne par rapport à un panier de vingt-quatre monnaies. Reflet de l'affaiblissement relatif de l'économie américaine, la dépréciation du dollar a participé à la réduction du déficit courant des États-Unis et atténué la hausse des prix des importations de la zone euro, tout en exigeant des efforts particuliers de la part des entreprises européennes les plus exposées à la concurrence internationale. L'euro a largement apporté sa contribution à la résorption des déséquilibres internationaux. En revanche, les monnaies des pays asiatiques qui accumulent des surplus courants devraient s'apprécier non seulement vis-à-vis du dollar des États-Unis mais aussi vis-à-vis d'un ensemble plus large de devises étrangères.
12. Les turbulences financières ont en outre provoqué une certaine détérioration des conditions de financement des entreprises et des ménages. Les taux des prêts interbancaires non garantis ont augmenté car les banques se sont montrées réticentes à accorder des fonds face à l'incertitude planant sur l'exposition de leurs contreparties aux risques de crédit sur le marché hypothécaire américain et sur leurs propres besoins de liquidités. Cette hausse des taux du marché monétaire a été répercutée en partie sur les conditions des prêts à court terme ou à taux variable consentis par les banques à leur clientèle. Les banques ont aussi été amenées à durcir leurs critères d'octroi de crédits et à accroître leurs marges d'intérêt sur les prêts à long terme; les écarts de taux selon la qualité des débiteurs se sont également creusés sur le marché des obligations. Le recours à l'emprunt à long terme est ainsi devenu plus coûteux pour les entreprises dont les notations n'étaient pas les plus élevées, alors que les taux d'intérêt des titres de la dette publique ont baissé en raison d'un comportement de « fuite vers la qualité ». Au total cependant, le durcissement des conditions de financement par endettement est resté modéré, tandis que les cours des actions des sociétés non financières n'ont subi qu'un recul limité.
13. Face à une crise de la liquidité d'une acuité peu commune, l'Eurosystème a réagi promptement: il a prêté davantage aux banques, ce qui permettait à ces dernières d'atteindre plus tôt dans la période de constitution des réserves le niveau requis de réserves obligatoires, et il a absorbé par moments la liquidité excédentaire, afin d'éviter que le taux du marché au jour le jour ne s'écarte trop de la référence qu'est le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement. En outre, il a allongé la durée moyenne de ses crédits au secteur bancaire en augmentant l'encours du refinancement à trois mois et il a pris des dispositions propres à contenir les pressions de fin d'année, y compris – dans le cadre d'une action concertée de plusieurs banques centrales – sur le marché interbancaire en dollar des États-Unis. Ces mesures ont permis une certaine normalisation du segment le plus court du marché monétaire, mais seule la restauration de la confiance mutuelle parmi les participants au marché pourra rétablir des conditions normales sur toute la courbe des rendements. Exceptionnelles par leur ampleur, les opérations de l'Eurosystème ont cependant été conduites selon des procédures standard, par exemple en ce qui concerne les garanties requises, et ne signifiaient aucunement un assouplissement de la politique monétaire, puisqu'elles visaient seulement à maintenir le taux au jour le jour aux alentours du taux d'intérêt directeur.

Surveillance financière

14. La détérioration du marché hypothécaire américain a mis en évidence la nécessité de politiques de crédit prudentes, tant pour assurer la stabilité financière que pour protéger les consommateurs. Ainsi, par comparaison, les pratiques plus précautionneuses et la réglementation en vigueur en Belgique ont montré leur valeur. Les formes d'intermédiation financière qui se sont développées au cours des dernières années présentent, certes, certains avantages, mais la diffusion spectaculaire d'une crise locale a mis en relief des faiblesses structurelles dans leur mode de fonctionnement, auxquelles il conviendra de remédier.
15. La volonté des investisseurs d'accroître le rendement de leurs placements, alliée à l'aptitude croissante du système financier à séparer et tarifer les multiples composantes des risques, a parfois conduit les institutions financières à procéder à des montages extrêmement, voire excessivement, complexes, qui se traitent sur des marchés étroits. Le prix de ces produits est difficile à déterminer et très sensible aux conditions générales de liquidité, qui sont souvent mal prises en compte par les systèmes de gestion des risques des banques. En l'absence de transactions, et donc de valeur de marché, la valorisation de remplacement, établie sur la base de modèles, peut prêter à contestation. À cette complexité vient se greffer un problème plus large de manque de transparence concernant la nature des risques transférés, l'identité des institutions qui les endossent et la forme sous laquelle ces risques pourraient se matérialiser.
16. Il importe aussi d'évaluer l'incidence des nouveaux modes d'organisation des fonctions financières sur le comportement des acteurs en cause. Dans le cadre d'octrois de prêts traditionnels, les banques cherchent à pallier l'asymétrie d'information existant entre prêteurs et emprunteurs en assumant, au profit de leurs déposants, l'ensemble des opérations, de l'initiation à la clôture du prêt en passant par le financement, le contrôle, l'administration et, le cas échéant, le règlement des conflits avec le débiteur. Aujourd'hui, ces différentes opérations sont de plus en plus souvent effectuées par des acteurs distincts et sont même subdivisées en des tâches plus précises encore, prises en charge par des courtiers, des assureurs ou des agences de notation. Cette multiplication des intervenants est susceptible d'entraîner un relâchement de la discipline. L'arrangeur du prêt se sent moins concerné par la qualité du débiteur puisqu'il n'effectue plus le financement, tandis que de nombreux investisseurs se fient aux agences de notation pour assurer le suivi des risques pesant sur leurs actifs.
17. La plus large distribution des risques que permet ce nouveau modèle d'intermédiation peut contribuer à la stabilité financière. Les événements récents ont toutefois mis en évidence certaines fragilités du système financier des pays les plus développés et les dangers liés à des innovations mal encadrées. Il incombera aux autorités en charge de la réglementation prudentielle de tirer les leçons des turbulences, en particulier pour la surveillance du risque de liquidité, qui a manifestement été sous-estimé.
18. Des efforts d'adaptation devront aussi être poursuivis en Belgique. Si certaines grandes banques belges sont exposées à des risques de crédit sur le marché hypothécaire américain, leurs positions sont assumées de manière indirecte, au travers d'instruments ne couvrant qu'une portion résiduelle de ces risques. Il n'en demeure pas moins que le manque de liquidité qui a frappé les marchés au second semestre a aussi été ressenti par les groupes financiers belges, largement intégrés dans le système mondial.
19. Les banques centrales ont un rôle essentiel à jouer pour préserver la liquidité des marchés en périodes de tension. Elles disposent à cet effet d'instruments et de techniques bien rodés, qu'elles sont en mesure d'ajuster aux nouveaux modes de gestion intégrée et multidevise des flux de trésorerie des grands établissements de crédit. Par ailleurs, du fait de leur fonction dans le système de paiement et de leurs contacts permanents avec les gestionnaires de la trésorerie des institutions financières, elles ont accès à des informations spécifiques sur les conditions

de liquidité. Dans de nombreux pays – une large majorité dans la zone euro –, le contrôle prudentiel des institutions financières a été confié à la banque centrale. Quand ce n'est pas le cas, il importe que celle-ci soit associée étroitement à l'organe qui en a la charge. En Belgique, cet impératif a motivé la mise en place, par la loi de 2002, d'un cadre institutionnel de coopération entre la Banque et la CBFA, comprenant en particulier la constitution d'un Comité de stabilité financière qui réunit les comités de direction des deux institutions. Lors des récentes turbulences, les contacts opérationnels très réguliers noués dans ce cadre ont fait la preuve de leur utilité, permettant d'assurer en commun un suivi au jour le jour de la liquidité des principales banques belges. Toutefois, l'évolution rapide des activités de ces grands groupes impose de renforcer ces relations et d'approfondir la coopération entre les deux institutions.

Économie belge

Principales évolutions macroéconomiques

20. Malgré un léger ralentissement en cours d'année, la croissance du PIB a encore atteint 2,7 p.c. en Belgique en 2007, après avoir été de 2,9 p.c. en 2006. Comme dans la zone euro en général, l'activité a bien résisté jusqu'à présent à l'affaiblissement de l'économie américaine, notamment grâce à la solidité de la position financière des entreprises et à l'amélioration de la situation sur le marché du travail.
21. Les ventes de biens et services à l'étranger ont progressé assez vigoureusement, et les entreprises belges n'auraient plus perdu de parts de marché, comme cela avait été le cas au cours des trois années précédentes. La contribution des exportations nettes à la variation du PIB a cependant été négative car les importations ont, elles aussi, sensiblement crû, notamment sous la forme d'achats de biens d'équipement.
- *22. Les investissements des entreprises ont, en effet, été parmi les composantes les plus dynamiques de la demande, répondant, par une hausse de quelque 5 p.c., notamment au net accroissement du degré d'utilisation des capacités de production observé l'année précédente. Si les conditions de financement par endettement se sont un peu détériorées, le coût du financement via les fonds propres s'est réduit et une nouvelle hausse de l'excédent brut d'exploitation, plus forte que celle du PIB, a encore accru les capacités d'autofinancement des sociétés.
23. Les entreprises ont aussi engagé quantité de salariés, tandis que le nombre d'indépendants a poursuivi sa progression, entamée en 2005. Au total, environ 70.000 emplois nouveaux ont été créés, soit la plus forte augmentation depuis 2000, et le chômage est revenu de 8,3 à 7,6 p.c. de la population active. Le resserrement du marché du travail, surtout sensible pour les travailleurs les plus qualifiés et en Flandre, a exercé une certaine pression sur les salaires mais, comme les augmentations conventionnelles et les indexations ont été modérées, l'accroissement du coût salarial horaire est resté limité à 2,9 p.c., comme en 2006, soit une hausse légèrement supérieure à celle enregistrée dans les trois principaux pays voisins.
24. L'augmentation du revenu disponible des particuliers qui en a résulté a été de 4,5 p.c. – un peu en retrait par rapport à celle de 2006, qui avait fortement bénéficié de la réforme fiscale. En termes réels, elle est cependant restée stable, à 2,5 p.c., car la hausse moyenne des prix à la consommation a été moindre. La consommation privée a aussi crû au rythme de 2,5 p.c.,

* Un régent s'est abstenu sur ce paragraphe.

laissant le taux d'épargne quasiment inchangé. Quant aux investissements en logements, ils ont progressé d'un peu plus de 5 p.c., soit une expansion moins vive que celle des trois années précédentes. Ce ralentissement est lié à la remontée des taux d'intérêt hypothécaires et à la modération de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel sur le marché secondaire.

25. En moyenne annuelle, l'inflation est revenue de 2,3 p.c. en 2006 à 1,8 p.c. en 2007. Ce repli masque cependant un rebond à 2,7 p.c. au dernier trimestre de 2007, en raison de l'élévation du prix des produits énergétiques et alimentaires, en partie seulement tempérée par l'appréciation de l'euro. La pression des coûts d'origine interne est restée modérée. Un ralentissement cyclique de la productivité a cependant accru la progression des coûts salariaux unitaires et les marges bénéficiaires ont, dans certains cas, été élargies à l'occasion de la hausse des prix des matières premières.
26. Un examen rétrospectif révèle que la croissance moyenne de l'activité a été plus forte depuis la fin de 2000 qu'au cours des périodes de récession et de reprise précédentes, amorcées en 1980 et en 1992. Elle a été mieux soutenue par la formation de capital fixe des entreprises et a suscité une plus grande création d'emplois. À n'en pas douter, ces progrès ont été favorisés par la crédibilité de la politique monétaire de l'Eurosystème, qui a permis de maintenir les taux d'intérêt à de bas niveaux, par la réduction du poids de l'endettement public, par l'évolution modérée des rémunérations et par les mesures prises en Belgique et dans d'autres pays européens pour améliorer le fonctionnement des marchés du travail et des produits, ainsi que par le développement des économies émergentes.
27. Si un risque de dégradation de l'environnement extérieur et des conditions de financement n'est pas exclu en 2008, il revient aux pouvoirs publics et aux partenaires sociaux de préserver un environnement interne propice à la croissance, en levant toute incertitude quant à l'évolution des finances publiques et en maintenant la compétitivité des entreprises belges. Ainsi, les hausses de prix dues au renchérissement des matières premières peuvent, certes, justifier des mesures redistributives en faveur des personnes dont les revenus sont les plus faibles, qu'elles touchent plus durement, mais elles ne peuvent être systématiquement compensées à charge des entreprises et des pouvoirs publics. En effet, comme l'expérience des années 1970 l'a montré, reporter sur ces secteurs l'appauvrissement relatif dû à une détérioration des termes de l'échange n'aboutirait qu'à des pressions inflationnistes, à des pertes de compétitivité et d'emplois et à une aggravation de l'endettement public. En outre, fausser le système des prix relatifs empêcherait ce dernier de jouer son rôle d'incitant consistant, en l'occurrence, à encourager les économies d'énergie.
28. Par ailleurs, en vue d'éviter des distorsions dans la formation des prix au détriment notamment des consommateurs, mais aussi d'accroître l'efficacité dynamique de l'économie, il importe de veiller au bon fonctionnement de marchés concurrentiels. Il faut en particulier éliminer toute entente sur les prix et tout abus de position dominante. Le cadre réglementaire qui entoure l'activité des marchés doit être réévalué.
29. Dans une perspective de moyen et de long termes, la Belgique reste confrontée à une série de mutations structurelles. La mondialisation et les progrès techniques sont de puissants facteurs de changement, dont il faut tirer le meilleur parti pour accroître la prospérité et consolider l'assise de la protection sociale, non en y résistant mais en y prenant une part active. Le vieillissement de la population alourdira les dépenses de pensions et de soins de santé, tout en freinant l'évolution de la population active. La gestion des risques écologiques, tels l'épuisement de certaines ressources naturelles et le réchauffement du climat planétaire, transforme aussi la donne économique. Une vision partagée et une stratégie articulant de façon cohérente les politiques de court terme et les objectifs de moyen et de long termes, ainsi que les actions des divers niveaux de pouvoir dans de multiples domaines, sont essentielles pour relever ces défis. Les réformes visant à stimuler l'innovation, l'esprit d'entreprise et la productivité, à augmenter le

taux d'emploi et à renforcer la formation, de même que le respect d'une trajectoire budgétaire prudente, y tiendront une place centrale.

Politique budgétaire

30. Les comptes des administrations publiques belges se sont clôturés sur un léger déficit en 2007, alors qu'ils étaient en excédent l'année précédente. Cette détérioration, qui s'est produite en dépit de l'incidence positive de la conjoncture économique et d'une nouvelle réduction des charges d'intérêts, a résulté surtout de la disparition de l'effet des mesures non récurrentes prises en 2006 pour améliorer le solde budgétaire, mais aussi d'évolutions plus structurelles, du côté tant des recettes que des dépenses primaires.
31. Pour la première fois depuis 2000, les pouvoirs publics ont donc échoué, de peu, à réaliser un équilibre budgétaire. Un consensus solide semble heureusement exister désormais en Belgique pour éviter les déficits publics, afin de réduire le poids de la dette, qui a considérablement baissé depuis son sommet de 134 p.c. du PIB en 1993 mais représentait encore 85 p.c. du PIB à la fin de 2007. Une bonne gestion budgétaire ne peut toutefois se réduire au maintien d'un équilibre nominal. Un tel objectif est inapproprié car il ne tient pas compte des fluctuations cycliques. Ainsi est-il regrettable que l'embellie conjoncturelle des deux dernières années n'ait pas été mise à profit pour procéder à une amélioration budgétaire en Belgique, contrairement à ce qui s'est produit dans la plupart des autres pays européens. Un tel objectif est surtout insuffisant au vu des coûts qu'imposera bientôt le vieillissement de la population, dont la charge ne peut être exagérément reportée sur les générations à venir. La constitution rapide d'excédents croissants est indispensable afin d'accélérer la réduction de la dette publique avant l'augmentation de ces coûts. Dans cette perspective, le programme de stabilité de décembre 2006 incluait l'objectif d'un excédent de 0,3 p.c. du PIB en 2007, qui n'a pas été atteint.
32. La section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des finances a recommandé en mars 2007 que, au minimum, les surplus passent graduellement de 0,5 p.c. du PIB en 2008 à 1,1 p.c. en 2011 et 2 p.c. en 2017-2019, dans le cadre d'une trajectoire budgétaire visant à la stabilisation à long terme de la dette publique à un bas niveau et à une répartition équilibrée dans le temps des efforts requis par l'augmentation prévisible des dépenses de soins de santé et de pensions. Une partie importante de celle-ci serait de la sorte financée par la réduction des charges d'intérêts résultant d'un désendettement rapide, ainsi que par l'amenuisement des excédents à partir de 2020. Il importe de rejoindre au plus tôt cette trajectoire. Le pacte de stabilité et de croissance réformé engage d'ailleurs les pays qui, comme la Belgique, n'ont pas encore atteint leurs objectifs de moyen terme à améliorer leur solde structurel d'au moins 0,5 p.c. du PIB par an.
33. La constitution des surplus budgétaires prévus ne sera pas facile, alors que l'on ne peut plus guère compter sur une baisse du taux d'intérêt implicite de la dette publique. Elle nécessite une maîtrise rigoureuse des dépenses, une perception correcte des recettes, assurée par des contrôles réguliers et efficaces, et une évaluation réaliste de l'impact économique et budgétaire de toute mesure.
34. Du côté des recettes, les possibilités d'accroissement sont réduites. Au contraire, une diminution supplémentaire des charges pesant sur le travail, qui restent plus élevées que dans la plupart des pays de la zone euro, serait favorable à l'emploi. Elle ne pourrait être compensée par un recours à d'autres recettes – comme les impôts indirects, les prélèvements visant à décourager des consommations nuisibles à l'environnement, la fiscalité sur le capital ou la levée de certaines exemptions fiscales – que dans une mesure limitée par le caractère très ouvert de l'économie belge.

35. À supposer que la croissance des recettes soit proportionnelle à celle du PIB, le rythme d'accroissement des dépenses primaires devra y être inférieur dans les prochaines années – et le rester ensuite pour ce qui concerne les dépenses non liées au vieillissement –, ce qui constituera une rupture par rapport au passé. Lorsque les marges budgétaires sont si étroites, il est crucial de veiller à l'efficacité des interventions publiques. À tous les niveaux de pouvoir et dans tous les domaines, il existe un potentiel de productivité à exploiter, et une modernisation faite de réorganisations, de réformes de la gestion des ressources humaines et d'informatisation, peut déboucher sur des services de meilleure qualité et sur une plus grande maîtrise des coûts. Les prestations sociales doivent aussi être jugées à l'aune de leur efficacité redistributive et de la nécessité d'encourager la participation au marché du travail. Les investissements, en capital physique et humain, doivent être privilégiés s'ils augmentent les capacités productives de l'économie et la mettent sur la voie d'un développement durable.
36. Il appartient à tous les niveaux de pouvoir d'assurer la soutenabilité des finances publiques belges. Quelle que soit l'architecture institutionnelle de la Belgique, les principes de responsabilisation, d'équilibre entre ressources et compétences et de coordination devront prévaloir.

Politique de l'emploi

37. L'amélioration de la conjoncture économique, une évolution raisonnable des coûts salariaux et les réformes entreprises pour rendre le marché du travail plus dynamique ont concouru à la création nette de quelque 200.000 emplois au cours des quatre dernières années, dont un quart provient toutefois des recrutements des administrations publiques et de l'effet net du subventionnement des titres-services, et à un recul du chômage particulièrement marqué en 2007.
38. Ces bons résultats ne peuvent inciter à la complaisance. En effet, le taux de chômage de 7,6 p.c., comparable à la moyenne européenne, est encore trop élevé globalement et masque de fortes disparités. Ainsi, le taux de chômage n'était que de 4,5 p.c. en Flandre au cours des neuf premiers mois de 2007, et de 2,6 p.c. seulement pour les travailleurs hautement qualifiés de cette région, mais il atteignait 10,6 p.c. en Wallonie et 17,5 p.c. à Bruxelles, et dépassait 30 p.c. pour les personnes de faible qualification de la capitale. En outre, le taux d'emploi de la population âgée de quinze à soixante-quatre ans reste, quant à lui, inférieur à la moyenne européenne, particulièrement – et cela dans toutes les régions du pays – pour les plus de cinquante ans. Cet écart est révélateur d'une offre de travail insuffisante. La proportion relativement élevée de personnes inactives en Belgique, soit environ un tiers, résulte sans doute surtout d'un ensemble d'obstacles et de trop faibles incitants à travailler. Il faut remédier à cette situation en vue d'établir une base plus solide pour le maintien de la prospérité et de la sécurité sociale dans le contexte du vieillissement de la population.
39. Pour résorber le chômage et accroître l'emploi, il y a lieu d'agir à la fois sur la demande et sur l'offre de travail, en qualité et en quantité, en portant une attention particulière aux groupes dont le rapport au marché du travail est plus difficile, qui se caractérisent le plus souvent par un taux de chômage élevé et par une faible participation : les femmes et les personnes âgées de cinquante-cinq à soixante-quatre ans, dont l'emploi augmente mais reste insuffisant, les jeunes, les personnes peu qualifiées et les allochtones.
- *40. Une condition essentielle au développement de l'emploi dans une économie aussi ouverte que la Belgique est le maintien de la position concurrentielle des entreprises. Comme la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité y invite les partenaires sociaux et les autorités, il y a lieu de veiller à ce que la formation des salaires ne mette pas cette

* Un régent s'est abstenu sur ce paragraphe.

position en péril. Outre la référence à l'indice-santé, qui réduit environ de moitié la répercussion sur les salaires des chocs dus aux prix de l'énergie, les mécanismes de correction sectoriels, qui concernent jusqu'à présent environ un quart des travailleurs du secteur privé, y contribuent également. La formation des salaires doit aussi permettre une adaptation de ceux-ci aux réalités spécifiques des entreprises et à la productivité des travailleurs. L'interdiction des augmentations barémiques liées à l'âge, conformément aux règles européennes, et la convention collective récemment conclue au sein du Conseil national du travail, relative à l'octroi d'un bonus lié aux résultats de l'entreprise et dépendant de la réalisation d'objectifs convenus, s'inscrivent dans cette perspective.

41. Tant l'offre que la demande de travail peuvent en outre être stimulées par de nouvelles réductions des charges fiscales et parafiscales. Les contraintes budgétaires imposent cependant que celles-ci soient financées par le recours à d'autres recettes ou par la diminution de dépenses. Elles conduiront à appliquer en priorité les allègements possibles là où ils seront le plus efficaces, c'est-à-dire en particulier sur les bas salaires, ce qui permet de déjouer des pièges à l'emploi et d'accroître les possibilités d'embauche pour les personnes moins qualifiées, sur les rémunérations des travailleurs en début et en fin de carrière, dont il faut encourager l'emploi, et sur les traitements des chercheurs, ce qui favorise le développement de l'innovation.
42. En vue de développer l'offre de travail et de favoriser la rencontre entre l'offre et la demande, un ensemble de politiques doivent être poursuivies et approfondies, comme la stimulation de la mobilité géographique et professionnelle, l'allongement effectif de la carrière professionnelle, la lutte contre les discriminations, la mise à disposition de garderies à coût modéré, l'encouragement de la promotion professionnelle des femmes et l'accompagnement des chômeurs.
43. Enfin, l'apprentissage tout au long de la vie est indispensable au développement d'une économie de la connaissance compétitive et à l'adaptation aux évolutions techniques, et il permet à chacun de préserver ou de restaurer sa capacité à être employé. Les ressources consacrées par les entreprises à la formation formelle et le taux de participation des travailleurs, même s'il s'est légèrement accru, sont encore en deçà des objectifs fixés par les partenaires sociaux et repris dans le pacte de solidarité entre les générations. Le défi est particulièrement important en ce qui concerne les aînés car la prolongation de la participation au marché du travail rend les efforts de formation consentis à leur intention à la fois plus nécessaires et plus rentables.

Politiques structurelles

44. L'élévation du niveau de vie moyen au cours de la dernière décennie montre que l'économie belge a su tirer parti des évolutions technologiques et de la mondialisation, non seulement en profitant d'importations de produits manufacturés à moindre coût, mais aussi en modifiant les structures de la production. Petit pays largement ouvert et encore relativement spécialisé dans les produits intermédiaires, la Belgique doit trouver sa place dans les échanges mondiaux en accroissant constamment sa productivité et en développant continuellement une offre de biens et services améliorés ou nouveaux, dont les spécificités peuvent assurer une bonne valorisation. Comme dans les autres économies avancées, la croissance y dépend de plus en plus de l'innovation. Si le renouvellement des processus de production et des produits s'impose comme une évidence dans les branches les plus directement exposées à la concurrence internationale, il concerne aussi les secteurs plus abrités et même les administrations, dont une meilleure efficacité peut contribuer à la compétitivité globale de l'économie et au bien-être général.

45. Le tableau de bord européen de l'innovation, établi par la CE, place la Belgique dans un groupe médian de pays. La distance qui la sépare des pays nordiques de l'UE, de l'Allemagne ou de la Suisse indique que des progrès sont possibles, tant en termes de ressources consacrées à l'innovation – enseignement et formation, recherche et développement – que de résultats – brevets et applications, telles que les ventes de produits nouveaux.
46. La qualité de l'enseignement est un atout majeur pour le développement de la société de la connaissance. Le score globalement élevé obtenu à cet égard par la Belgique, en partie grâce à une proportion assez large de diplômés de l'enseignement supérieur, masque d'importantes disparités et des faiblesses, telle une insuffisance de diplômés scientifiques et d'ingénieurs. Il est crucial de renforcer la capacité d'adaptation aux changements économiques et technologiques par une plus grande efficacité du système éducatif et par des efforts accrus en matière de formation continue.
47. Les dépenses de R&D en Belgique étaient tombées au-dessous de 2 p.c. du PIB en 2005. Les financements public et privé sont insuffisants. Le premier est même inférieur à la moyenne européenne et le second est très concentré sur un nombre limité d'entreprises et largement tributaire de l'étranger. Dans le cadre du programme national de réforme, les gouvernements fédéral et régionaux se sont engagés à porter les ressources consacrées à la R&D à 3 p.c. du PIB en 2010. Des investissements publics, des incitants fiscaux et l'organisation de collaborations entre pouvoirs publics, institutions d'enseignement et de formation, centres de recherche et entreprises devraient permettre des progrès en la matière.
48. L'application et la diffusion des innovations requièrent un esprit d'entreprise associant créativité, prise de risques et saine gestion. La proportion d'entreprises belges de toutes tailles se lançant dans des processus ou des produits nouveaux sur le plan technologique est relativement élevée, tandis que les innovations portant exclusivement sur l'organisation ou la commercialisation sont un peu moins fréquentes. En revanche, le taux d'activité entrepreneuriale est particulièrement bas, notamment parce que les Belges, plus que d'autres, semblent préférer le statut de salarié. Or, l'éclosion et le développement de nouvelles firmes sont indispensables au renouvellement des structures productives et au dynamisme économique. Il convient donc de promouvoir l'esprit d'entreprise, notamment en valorisant la réussite et en évitant de stigmatiser l'échec, et de poursuivre des actions telles que la simplification administrative, l'adaptation du statut social des indépendants, l'assouplissement de diverses réglementations qui entravent le démarrage ou l'extension de certaines activités – en particulier dans le secteur des services – et la mise à disposition de moyens financiers adéquats pour les firmes débutantes.
49. L'ouverture des marchés à de nouveaux participants est l'un des aspects essentiels d'une politique de la concurrence qui, tout en autorisant l'exploitation d'économies d'échelle malgré la taille du pays, doit veiller à ce que la compétition soit assez vive pour éroder les rentes de position dominante et stimuler la recherche de l'efficacité. Le renforcement des organes de surveillance de la concurrence et des instances de régulation des industries de réseau devrait permettre d'intensifier la concurrence, notamment dans les secteurs de l'électricité, du gaz, des télécommunications et du commerce.
50. Une politique énergétique axée sur des objectifs de moyen et de long termes peut en outre contribuer à la fois à la compétitivité globale de l'économie et à la protection de l'environnement, en assurant la sécurité d'approvisionnement du pays, en encourageant le développement des énergies renouvelables et en promouvant l'efficacité énergétique et écologique, en particulier en ce qui concerne les bâtiments et les transports. De manière plus générale, le développement de modes de production et de consommation plus respectueux de l'environnement doit être encouragé, d'autant plus qu'il peut donner lieu à des innovations créatrices de valeur ajoutée et d'emplois.

Conclusion

51. L'économie mondiale est entrée dans un processus de rééquilibrage : la pression que sa forte croissance a exercée sur les prix des matières premières et la correction d'excès financiers dans le grand pays le plus endetté, les États-Unis, semblent la contraindre à un certain ralentissement. La zone euro dispose d'atouts, comme la santé financière de ses entreprises, l'amélioration du fonctionnement de son marché du travail et la crédibilité de sa politique monétaire, pour entretenir la dynamique de la demande intérieure et contribuer de la sorte positivement à la transition vers un nouvel équilibre. Mieux encore, il y existe un potentiel d'accroissement de la productivité, dont témoigne notamment le retard vis-à-vis des États-Unis quant aux applications des nouvelles techniques de l'information et de la communication. Encore faut-il consolider ces avantages et exploiter ce potentiel, ce qui suppose la poursuite de politiques macroéconomiques de stabilité et la mise en œuvre résolue des réformes du programme de Lisbonne. Pour sa part, l'Eurosystème continuera à assurer un ancrage ferme des anticipations relatives à l'évolution du niveau général des prix à moyen et à long termes, politique d'autant plus nécessaire pour promouvoir la croissance et l'emploi que l'environnement est incertain.
52. La Belgique a besoin de politiques similaires. Dans une zone euro à l'intérieur de laquelle les performances demeurent disparates, elle se doit de figurer parmi les meilleurs. Pour ce faire, il conviendra de suivre une trajectoire budgétaire prévoyante, de sauvegarder la compétitivité par les coûts, de poursuivre la résorption du chômage, d'accroître l'offre de travail, d'améliorer la formation et de stimuler l'innovation, l'esprit d'entreprise et la productivité. La réforme institutionnelle qui se prépare devra jeter des bases durables pour une plus grande efficacité des interventions publiques, une responsabilisation renforcée et une coopération plus étroite des entités constitutives de l'État belge. Il revient aux responsables politiques et sociaux de s'accorder sur une stratégie cohérente de développement durable et de mettre en œuvre rapidement les mesures qui permettront à l'ensemble des acteurs de la vie économique d'exprimer tout leur dynamisme.

Bruxelles, le 30 janvier 2008

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

Comité de direction



1

2

3

4

5

6

7

8

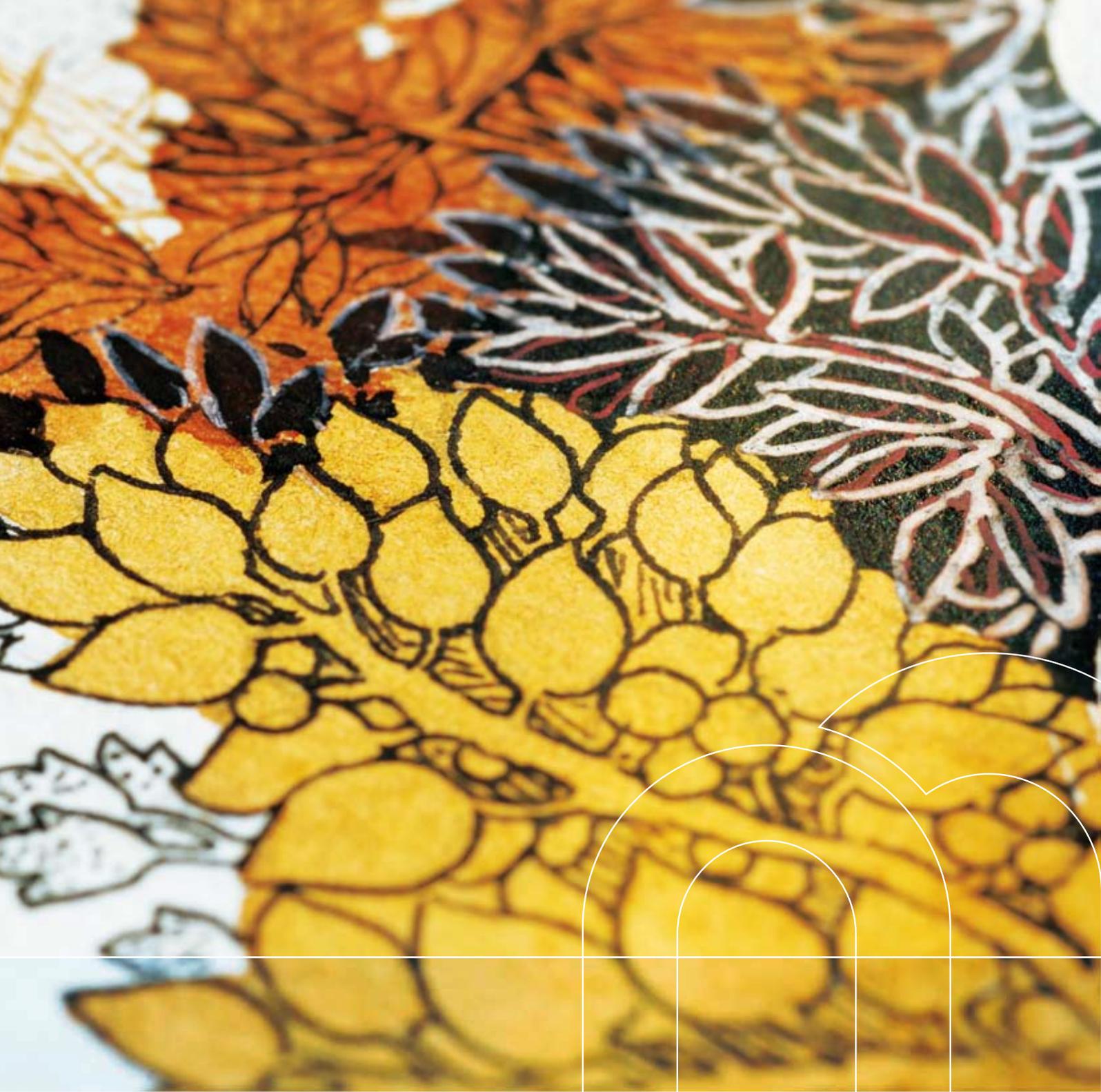
- ¹⁴ **Guy Quaden**, GOUVERNEUR
⁶ **Luc Coene**, VICE-GOUVERNEUR
⁹ **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
¹⁶ **Jan Smets**, DIRECTEUR
¹⁷ **Françoise Masai**, DIRECTEUR
⁴ **Jean Hilgers**, DIRECTEUR
¹⁰ **Peter Praet**, DIRECTEUR
⁸ **Norbert De Batselier**, DIRECTEUR
¹⁹ **Noël Devisch**, RÉGENT
¹⁸ **Gérald Frère**,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

Conseil de régence



- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8
- 9
- 10
- 11
- 12
- 13
- 14
- 15
- 16
- 17
- 18
- 19





Environnement
international

1.

1.1 Vue d'ensemble

L'économie mondiale a maintenu, en 2007, son élan des années précédentes. Porté essentiellement par les pays émergents, Chine en tête, son rythme d'expansion a avoisiné la performance atteinte en 2006, soit 5 p.c., en dépit d'un nouvel accroissement des prix des matières premières et des turbulences qui se sont fait jour sur les marchés financiers à partir de l'été. Le dynamisme de ces économies,

combiné à des conditions générales favorables en termes d'évolution de l'emploi et de profitabilité des entreprises, a permis de limiter l'incidence de ces chocs. La croissance dans les pays avancés s'est cependant quelque peu essoufflée, en raison principalement de l'effritement des marchés du logement, en particulier aux États-Unis. Tout comme le Japon, la zone euro a néanmoins continué à jouir d'un rythme de progression de son activité économique relativement soutenu, porté par la demande intérieure.

TABLEAU 1 CROISSANCE DU PIB DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES

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

	2005	2006	2007	<i>p.m.</i> 2007, contribution à la croissance du PIB mondial ⁽¹⁾
États-Unis	3,1	2,9	2,2	0,5
Japon	1,9	2,2	1,9	0,1
Zone euro ⁽²⁾	1,6	2,9	2,6	0,4
Danemark, Royaume-Uni et Suède	2,0	3,1	3,0	0,1
Autres pays membres de l'UE ⁽³⁾	4,8	6,6	6,1	0,2
Autres pays avancés de l'OCDE ⁽⁴⁾	3,0	2,7	3,2	0,1
Chine	10,4	11,1	11,4	1,2
Inde	9,2	9,4	8,8	0,4
Autres pays émergents d'Asie ⁽⁵⁾	4,9	5,4	5,2	0,4
Amérique latine ⁽⁶⁾	4,3	5,2	4,9	0,4
Principaux pays exportateurs de pétrole ⁽⁷⁾	6,2	6,0	6,3	0,5
Reste du monde	4,4	6,5	8,1	0,6
Monde	4,4	5,0	4,9	
<i>p.m.</i> Commerce mondial ⁽⁸⁾	7,6	9,4	7,0	

Sources: CE, FMI, OCDE.

(1) Contribution calculée sur la base du poids du PIB du pays ou groupe d'États considéré en 2007, sur la base des parités des pouvoirs d'achat; points de pourcentage.

(2) À l'exclusion de la Slovaquie.

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

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

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

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

(7) Il s'agit des pays qui ont affiché un surplus de la balance courante supérieur à 25 milliards de dollars des États-Unis sur la période 2005-2007 (Algérie, Arabie saoudite, Émirats arabes unis, 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 services.

Pour ce qui concerne l'évolution du PIB, les répercussions du marasme du marché américain de l'immobilier résidentiel semblent, pour l'essentiel, avoir été circonscrites en 2007 aux États-Unis, même s'il en a découlé également pour les autres économies avancées de plus grandes incertitudes quant aux perspectives économiques et un resserrement des conditions de crédit. Elles ont néanmoins été substantielles pour les marchés financiers dans le monde. En effet, la hausse rapide du nombre de défauts de paiement sur le marché américain des prêts hypothécaires à haut risque, consécutive à la baisse des prix de l'immobilier et à des prises de risques excessives tant de la part des prêteurs que des emprunteurs, a été à l'origine de turbulences financières importantes à partir de l'été. Comme le montre plus en détail le chapitre 8 du présent Rapport, la propagation de ces difficultés à d'autres segments des marchés financiers aux États-Unis et dans d'autres régions, principalement dans les autres économies avancées, s'explique par les mécanismes relativement complexes et étendus de transferts des risques de crédit mis en place par les intermédiaires financiers. Ce processus a alimenté la confusion quant à l'exposition individuelle directe et indirecte des opérateurs de marché aux pertes potentielles sur le marché américain des prêts hypothécaires à haut risque. D'une manière générale, la perte de confiance s'est généralisée à l'ensemble des intervenants dans la titrisation de créances, en particulier les véhicules d'investissements structurés, qui ont rapidement été confrontés à des problèmes de financement, et aux marchés sur lesquels ces titres peuvent être négociés. Les turbulences ont fait apparaître les limites des instruments de finance structurée quant à leur transparence et à leur liquidité effective. Les opérateurs de marché sont, dès lors, devenus réticents à s'octroyer mutuellement des liquidités, ce qui a perturbé gravement le fonctionnement des marchés monétaires. En réaction, un certain nombre d'autorités monétaires, dont l'Eurosystème et la Réserve fédérale, ont dû procéder à plusieurs reprises à des injections importantes de liquidités, qui ont permis de stabiliser les marchés monétaires. Mais à la fin de 2007, de nouvelles tensions importantes se sont fait jour sur les marchés interbancaires de financement à court terme, conduisant les banques centrales des États-Unis, de la zone euro, du Royaume-Uni, du Canada et de Suisse à annoncer de concert le 12 décembre de nouvelles actions pour pallier ces difficultés: la Réserve fédérale, l'Eurosystème et la Banque nationale de Suisse ont ainsi mené plusieurs opérations conjointes d'injections de liquidités.

Ces développements sur les marchés financiers ont, de surcroît, influé aussi sur le cours même de la politique monétaire. Compte tenu du risque potentiel qu'ils représentaient pour la croissance économique aux États-Unis et de la modération de la tendance sous-jacente de

l'inflation, la banque centrale américaine a abaissé en plusieurs étapes le taux cible des fonds fédéraux, qu'elle avait laissé inchangé depuis la fin juin de 2006, le ramenant de 5,25 à 4,25 p.c. De son côté, l'Eurosystème, qui avait relevé à diverses reprises ses taux d'intérêt directeurs jusqu'à l'été, n'a pas resserré davantage sa politique monétaire: le Conseil des gouverneurs a jugé qu'il convenait de tenir compte des incertitudes accrues et de se donner le temps d'analyser les conséquences des turbulences financières, tout en soulignant qu'il continuait à considérer les risques à la hausse pour l'évolution des prix, notamment ceux liés à l'envol des cours du pétrole et au renchérissement des produits agricoles, pour pouvoir réagir en temps opportun en vue d'assurer la stabilité des prix. En Asie, la Banque du Japon a également laissé son taux de base inchangé après l'avoir relevé de 25 points de base en février 2007. En dépit d'une utilisation élevée des capacités de production, de la faiblesse du yen et du net renchérissement de nombreuses matières premières, la déflation n'est toujours pas définitivement surmontée. En Chine, la progression moyenne de l'indice des prix à la consommation s'est accélérée, en raison principalement de la hausse des prix des denrées alimentaires, lesquelles pèsent pour un tiers dans l'indice. Afin de contenir les anticipations inflationnistes, la Banque populaire de Chine a resserré les réserves obligatoires, limité la croissance maximale de l'octroi de crédits et relevé les taux de référence des prêts et des dépôts.

En ce qui concerne les finances publiques, l'orientation a à nouveau été dans l'ensemble restrictive. Si le déficit public corrigé pour l'influence du cycle s'est quelque peu élargi aux États-Unis, le solde budgétaire s'est structurellement consolidé dans les autres principales économies. Dans la zone euro, il a connu en moyenne une nouvelle et sensible amélioration, presque exclusivement attribuable à une réduction des dépenses primaires. Tout comme en 2006, l'Allemagne a fourni un effort de consolidation impressionnant. Au Japon, le déficit budgétaire structurel s'est à nouveau inscrit en recul important, mais pas suffisamment pour amorcer un début de diminution de la dette publique brute. La politique budgétaire en Chine est aussi devenue plus stricte, notamment au travers d'un relèvement de la fiscalité visant à ralentir la croissance soutenue des exportations.

Les importants déséquilibres de balance des paiements ont subsisté pendant l'année sous revue. Le déficit courant des États-Unis est demeuré considérable, en termes absolus comme en termes relatifs, même s'il s'est réduit, revenant de 6,2 p.c. du PIB en 2006 à 5,6 p.c. Les exportations américaines ont, en effet, continué de progresser à vive allure, tirant parti de la persistance de l'expansion de l'activité dans les pays partenaires et de l'affaiblissement

TABLEAU 2 BALANCE COURANTE DES PRINCIPALES RÉGIONS DU MONDE ⁽¹⁾

(milliards de dollars des États-Unis, sauf mention contraire)

	2005	2006	2007	<i>p.m.</i> 2007, pourcentages du PIB
États-Unis	-754,8	-811,5	-768,7	-5,6
Japon	166,3	171,3	206,2	4,7
Zone euro ⁽²⁾	27,7	-1,6	18,3	0,2
Chine	160,8	249,9	360,8	11,2
Autres pays émergents d'Asie ⁽³⁾	90,7	121,0	131,0	3,5
Principaux pays exportateurs de pétrole ⁽⁴⁾	382,3	453,9	398,8	12,7
Autres pays	-67,1	-115,3	-147,8	<i>n.</i>

Sources: FMI, OCDE.

(1) La somme des données de la balance des paiements publiées pour les différentes économies devrait en principe se solder par un équilibre global, mais, dans la pratique, elle aboutit pour la période sous revue à un surplus global important. Compte tenu de l'ampleur des flux bruts enregistrés dans les balances des paiements, ces données sont fréquemment entachées d'erreurs.

(2) À l'exclusion de la Slovaquie.

(3) République de Corée du Sud, Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïwan et Thaïlande.

(4) Il s'agit des pays qui ont affiché un surplus de la balance courante supérieur à 25 milliards de dollars des États-Unis sur la période 2005-2007 (Algérie, Arabie saoudite, Émirats arabes unis, République islamique d'Iran, Koweït, Jamahiriya arabe libyenne, Nigéria, Norvège, Qatar, Fédération de Russie et République bolivarienne du Venezuela).

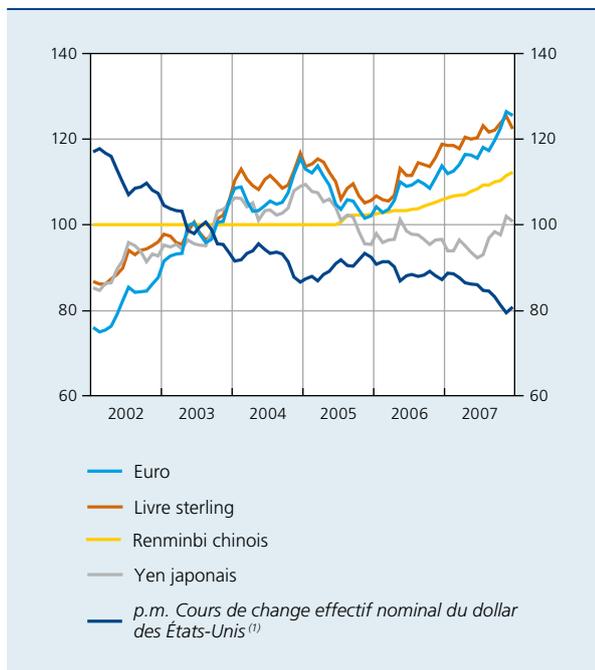
du billet vert. Dans le même temps, les importations se sont ralenties en raison de l'essoufflement de la croissance intérieure. Les excédents des autres régions du monde, qui contrebalancent ce déficit, sont toujours essentiellement le fait de l'Asie et des pays exportateurs de pétrole. Le surplus courant asiatique a de surcroît gonflé; celui des pays exportateurs de pétrole s'est, en revanche, quelque peu amenuisé. En Chine, l'excédent extérieur courant a enregistré un nouveau sommet en s'établissant à 11,2 p.c. du PIB. Les exportations ont été supportées par l'orientation continue de l'activité économique vers la demande extérieure et ont progressé à un rythme très soutenu, qui a nettement dépassé la croissance des importations. Dès lors, les réserves officielles chinoises ont continué de s'accumuler, atteignant plus de 1.500 milliards de dollars des États-Unis en décembre 2007. Le Japon, qui compte traditionnellement parmi les pays dont la balance courante est largement excédentaire, a également vu son surplus augmenter à la faveur du dynamisme des exportations, notamment vers les économies émergentes asiatiques. Les principaux pays exportateurs de pétrole, pour leur part, n'ont enregistré qu'une croissance modérée de leurs exportations en volume. Bien que le pétrole ait continué de renchérir, la production pétrolière a stagné, entre autres, en raison d'une réduction de la production dans les pays membres de l'OPEP. Parallèlement, les importations des principaux exportateurs de pétrole se sont sensiblement accrues, à la suite vraisemblablement de la « réaffectation » croissante de leurs recettes pétrolières, notamment en Russie. Ainsi, les exportations de biens des pays membres de l'OCDE vers la Russie ont présenté une

forte croissance en 2007. Finalement, la balance courante de la zone euro s'est affichée en quasi-équilibre comme l'année précédente.

Après une période de relative stabilité au début de l'année, le cours de change moyen pondéré du dollar des États-Unis s'est déprécié pratiquement tout au long de 2007. Des signaux mitigés quant à la situation de l'économie américaine ont avivé les préoccupations concernant les prévisions économiques, principalement celles relatives au secteur de l'immobilier résidentiel et au marché des prêts hypothécaires à haut risque. La diminution du différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro a également contribué à l'affaiblissement de la monnaie américaine. Celui-ci s'est amplifié après l'été, eu égard aux développements plus défavorables qu'escompté sur le marché américain du logement. L'attente d'un revirement de la politique de taux d'intérêt, confirmée ultérieurement par l'abaissement du taux cible des fonds fédéraux, a aussi pesé sur l'évolution du dollar. Globalement, le cours de change moyen pondéré de cette devise s'est établi en moyenne à un niveau inférieur de quelque 4,7 p.c. à celui de l'année précédente.

Si le dollar des États-Unis s'est inscrit en recul par rapport à pratiquement toutes les principales monnaies, à l'exclusion notable du yen japonais, c'est son déclin vis-à-vis de l'euro qui a exercé la pression la plus marquée sur son cours moyen pondéré. L'euro a, en effet, affiché une nette tendance à la hausse face au dollar des États-Unis, pour s'apprécier en moyenne vis-à-vis de ce dernier de 9,2 p.c.

GRAPHIQUE 1 COURS DE CHANGE BILATÉRAL DES PRINCIPALES MONNAIES VIS-À-VIS DU DOLLAR DES ÉTATS-UNIS
(moyennes mensuelles, indices janvier 1999 = 100)



Sources : BRI, BCE.

(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, pondérée par leur poids dans le commerce extérieur des États-Unis.

par rapport à l'année précédente. Le renchérissement de l'euro a été soutenu non seulement par l'évolution relative des taux d'intérêt, mais aussi par celle des perspectives de croissance économique. En moyenne, la livre sterling s'est appréciée vis-à-vis du dollar pratiquement dans la même mesure que l'euro, même s'il convient de relever que, dans le courant de l'année, sa position vis-à-vis de l'euro s'est affaiblie, son cours lui concédant au total 9,2 p.c. entre la fin de 2006 et le terme de 2007, en raison notamment de turbulences relativement importantes sur les marchés financiers domestiques.

Le yen japonais a nettement fluctué au cours de l'année sous revue. Ces fluctuations ont été, dans une large mesure, déterminées par l'attitude adoptée par les investisseurs internationaux face aux opérations de portage, qui visent, dans leur forme la plus simple, à financer des placements dans des monnaies à taux d'intérêt élevés par des emprunts dans des devises à taux bas, en l'occurrence entre autres le yen. Dans un contexte de faible volatilité des cours de change et compte tenu du niveau peu élevé des taux d'intérêt au Japon, la monnaie de ce pays était encore attractive au début de l'année comme source pour ces opérations, et l'évolution à la baisse du cours du yen observée depuis la mi-2006 s'est poursuivie.

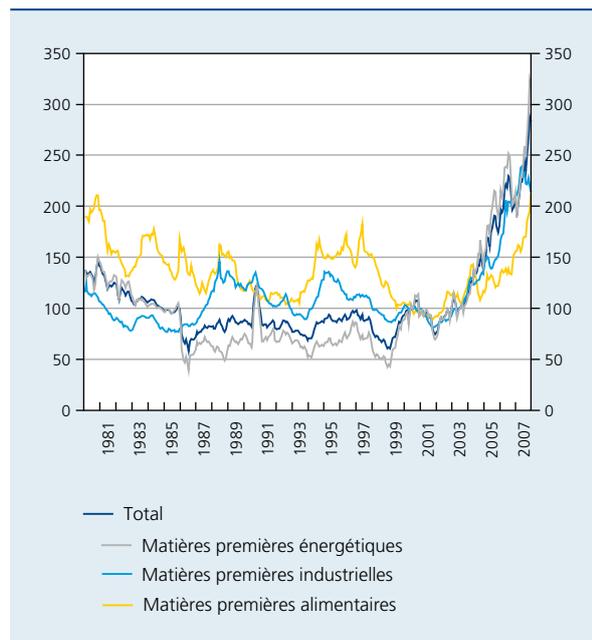
En été, l'aversion au risque provoquée par les turbulences sur les marchés financiers internationaux associées aux incertitudes créées par les développements sur le marché des prêts hypothécaires à haut risque aux États-Unis a entraîné une baisse drastique des positions prises dans le cadre d'opérations de portage, provoquant un redressement marqué du yen. Au total, sur l'ensemble de l'année, le cours bilatéral du yen par rapport au dollar a été de 1,1 p.c. inférieur à son niveau de 2006.

Le renminbi chinois s'est apprécié vis-à-vis du dollar américain à un rythme un peu plus rapide qu'en 2006, son cours bilatéral progressant de 4,8 p.c., contre 2,8 p.c. Ce mouvement est néanmoins demeuré largement insuffisant pour contribuer à atténuer les déséquilibres internes et externes auxquels la Chine a à faire face.

Les prix des matières premières ont poursuivi leur tendance à la hausse amorcée en 2002. Exprimés en dollar des États-Unis, ils ont crû en moyenne de 13,3 p.c. La plus forte augmentation a été celle des matières premières alimentaires, qui ont renchéri de 24,8 p.c. Comme le précise l'encadré 1, cette progression s'explique à la fois par des facteurs temporaires et par des facteurs structurels, notamment la demande plus forte de certaines matières végétales découlant de l'usage de celles-ci pour la production de biocarburants et la demande plus importante émanant des économies émergentes, associée

GRAPHIQUE 2 PRIX DES PRODUITS DE BASE

(données mensuelles, dollar des États-Unis, indices 2000 = 100)



Source : HWWI.

à l'accession de leur population à un niveau de pouvoir d'achat plus élevé. En moyenne annuelle, les cotations des matières premières industrielles et énergétiques se sont accrues respectivement de 15,4 et 11,7 p.c. Ce renchérissement peut s'expliquer par des tensions entre l'offre et la demande et, dans un certain nombre de cas, par la faiblesse du niveau des stocks. Exprimés en termes réels, c'est-à-dire en confrontant leur évolution à celle du niveau général des prix, les prix des matières premières ont atteint leur niveau le plus élevé depuis le début des années 1980.

S'agissant des matières premières industrielles, toutes les catégories ont accusé une forte augmentation de prix, qu'il s'agisse des produits agricoles (bois, pulpe de

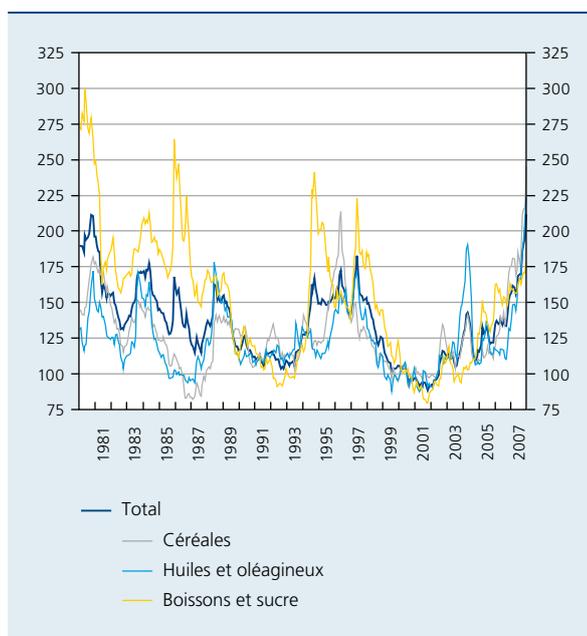
bois, coton, caoutchouc, etc.), des métaux ferreux et des métaux non ferreux. La plus marquée a été observée pour les produits agricoles, atteignant 21 p.c., tandis que les prix des métaux ferreux et non ferreux progressaient respectivement de 12,3 et 13,4 p.c. Ce sont surtout le plomb, le nickel et l'étain qui ont le plus renchéri. Le cours de nombreux métaux s'est établi à un niveau record dans le courant de l'année 2007, en raison d'une demande soutenue, de ruptures de l'offre et du faible niveau des stocks. Les prix des métaux ont commencé à diminuer à partir du milieu de l'année, à la suite notamment du dénouement de positions spéculatives et de prévisions de croissance moins optimistes pour certaines régions. Ils se sont toutefois maintenus à un niveau historiquement élevé.

Encadré 1 – La forte hausse des prix des matières premières alimentaires : causes et conséquences

Le renchérissement des matières premières alimentaires observé au cours de l'année sous revue s'est amorcé dès 2002 et s'est sensiblement accéléré à partir de la deuxième moitié de 2006. Les cotations en dollar des États-Unis ont ainsi plus que doublé sur cette période, atteignant à la fin de 2007 un niveau comparable au pic de l'automne de 1980. La récente hausse des prix est exceptionnelle d'un point de vue historique, par sa durée et

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES ALIMENTAIRES

(données mensuelles, dollar des États-Unis, indices 2000 = 100)



Source : HWWI.

parce qu'elle touche presque toutes les catégories de matières premières alimentaires. En termes réels, c'est-à-dire en confrontant leur évolution à celle du niveau général des prix, les prix de ces matières premières peuvent être considérés comme relativement modérés. Ainsi, en 2007, ils étaient en moyenne inférieurs de quelque 20 p.c. à ceux enregistrés en moyenne durant la période 1980-2006.

Après une progression de 10,9 p.c. en 2006, les cotations des matières premières alimentaires ont augmenté de 24,8 p.c. en 2007. Les céréales et les huiles et oléagineux ont connu les plus fortes hausses de prix, supérieures à 35 p.c. Au sein de ces catégories, les huiles de palme, de coco et de tournesol, l'huile et les fèves de soya, le maïs et l'orge ont le plus renchéri. À l'exception du riz, du thé et du sucre, les autres composantes de l'indice des matières premières alimentaires ont aussi progressé sensiblement. La tendance quasiment généralisée au renchérissement des matières premières alimentaires sur les marchés internationaux ressort également des données fournies par la FAO sur l'évolution des prix d'un certain nombre de matières premières non incluses dans l'indice HWWI, comme les produits laitiers ou la viande, dont la hausse à un an d'écart a atteint en dollar respectivement près de 80 et 5 p.c. pendant les dix premiers mois de 2007.

Les cours des matières premières alimentaires ont été gonflés par des facteurs à la fois temporaires et structurels. D'une part, la demande en provenance des pays émergents, surtout les pays asiatiques, où la croissance économique soutenue de ces dernières années a influencé favorablement le pouvoir d'achat de la population, a considérablement augmenté. Les habitudes de consommation ont, en partie pour cette raison, évolué vers une alimentation plus riche en protéines animales (viande, produits laitiers, etc.). D'autre part, les prix élevés de l'énergie, les mesures ciblées adoptées par les autorités américaines et européennes, ainsi qu'une sensibilisation accrue aux problèmes environnementaux, ont engendré une hausse de la demande de matières premières végétales utilisées pour la production de biocarburant, principalement le maïs, l'orge, le sucre et les huiles comestibles. S'agissant de l'offre, des conditions climatiques défavorables dans certaines régions du monde ont réduit les récoltes et plusieurs épizooties sont survenues. En outre, les stocks ont atteint un faible niveau en 2007 et les coûts de production ont augmenté sous l'influence de ceux de l'énergie, laquelle joue un rôle crucial dans la production alimentaire. Enfin, l'affaiblissement du dollar des États-Unis a contribué à exacerber les pressions sur les prix.

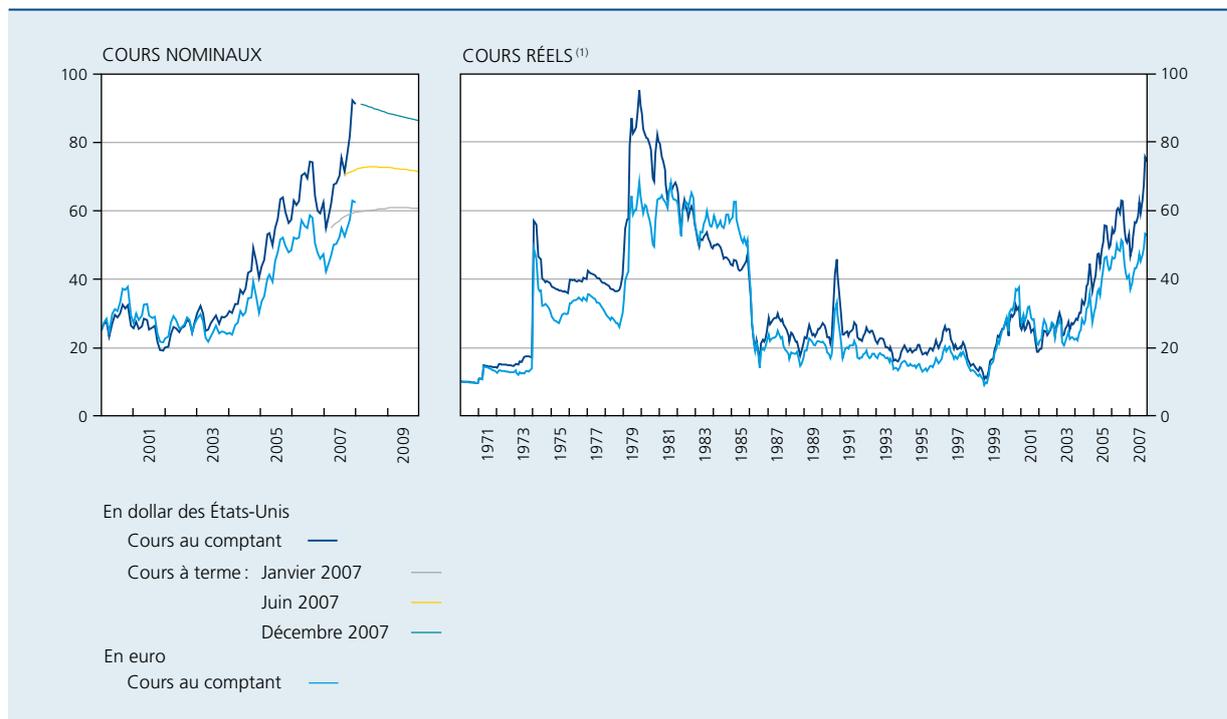
Le renchérissement des matières premières alimentaires entraîne d'importantes conséquences économiques. Il engendre notamment une hausse du coût de la vie, tant directement, eu égard à son incidence sur les prix des denrées alimentaires, qu'indirectement, en raison d'effets de contagion potentiels, dits de second tour. L'impact diffère d'un pays à l'autre et dépend de la pondération des denrées alimentaires dans l'indice des prix à la consommation. Comme, en général, ce poids diminue à mesure que le revenu par habitant augmente, le pouvoir d'achat est affecté plus durement dans les pays pauvres que dans les économies avancées, en particulier pour les personnes les plus défavorisées. Cette incidence peut néanmoins être contrebalancée par les gains de termes de l'échange dans les pays où la production de matières premières alimentaires est élevée, en particulier lorsqu'elle dépasse les besoins de consommation.

En ce qui concerne les matières premières énergétiques, les cours du pétrole brut, exprimés en dollar des États-Unis, ont crû en moyenne de 9,6 p.c. en 2007, soit une hausse moins prononcée que durant les quatre années précédentes. Il s'agit là cependant d'une moyenne qui ne rend pas compte de la volatilité des cours pendant l'année écoulée. Après avoir atteint un pic de 78,2 dollars le baril en août 2006, le cours du Brent s'est replié de manière quasiment ininterrompue pour s'établir à 52 dollars le baril à la mi-janvier 2007. Les cours du pétrole ont toutefois recommencé à grimper à partir de la fin du mois

de janvier. Après une baisse temporaire en août, due à des turbulences sur les marchés financiers, de nouveaux records ont été enregistrés dès septembre, un pic ayant été atteint le 27 novembre avec une cotation de 95,6 dollars. En termes réels, les cours du pétrole ont sensiblement progressé, mais ils se sont établis à un niveau comparable à celui observé au début des années 1980. Si l'on considère les cours du baril exprimés en euro, leur envol a été tempéré par l'appréciation de la monnaie unique vis-à-vis du dollar, mais de nouveaux sommets ont été néanmoins atteints en termes nominaux à partir du début du mois

GRAPHIQUE 3 COURS DU PÉTROLE BRUT

(baril de Brent)



Sources : CE, Intercontinental Exchange, Thomson Financial Datastream.

(1) Cours nominaux, déflatés à l'aide respectivement de l'IPC ou, si disponible, de l'IPCH (indices 2000 = 100) des États-Unis et de la zone euro. Pour la conversion du prix du baril de Brent en euro, l'évolution antérieure à 1999 est basée sur celle de l'écu par rapport au dollar.

de novembre. La hausse des prix des matières premières énergétiques ne s'est pas limitée au pétrole brut. Les cotations du charbon et du gaz naturel ont aussi augmenté sur les marchés internationaux.

Les prix plus élevés du pétrole brut sont, dans une large mesure, imputables aux tensions entre l'offre et la demande. La demande n'a cessé de croître – à un rythme certes plus modéré que pendant la période 2003-2005 –, principalement sous l'impulsion des pays émergents d'Asie, surtout la Chine, et du Moyen-Orient. Quant à l'offre, elle est restée quasiment inchangée, l'extension de la production hors zone OPEP ayant compensé les restrictions de production que l'OPEP s'était imposées depuis la fin de 2006. Par ailleurs, la résurgence des tensions géopolitiques, principalement au Moyen-Orient, ainsi que les conditions climatiques défavorables, ont joué un rôle. Enfin, l'affaiblissement du dollar a influencé tant l'offre que la demande. Du côté de l'offre, les producteurs ont cherché à préserver le niveau de leurs revenus en monnaie locale, alors que la faiblesse du dollar a limité l'incidence négative de la hausse des cours du pétrole sur la demande en dehors des États-Unis.

Sur les marchés à terme, les cours du pétrole brut sont demeurés élevés durant toute l'année, signe que les opérateurs de marché ont considéré leur progression comme une donnée structurelle. Dans le courant de l'été, le profil de la courbe des cours à terme s'est toutefois inversé, reflétant des préoccupations quant à la disponibilité à court terme d'une quantité suffisante de pétrole brut, compte tenu de la forte baisse des stocks et de leur bas niveau à partir du troisième trimestre.

1.2 États-Unis

En 2007, la croissance de l'économie américaine a été notablement inférieure à celle enregistrée en 2006, revenant en moyenne de 2,9 à 2,2 p.c., soit un niveau plus bas de quelque ¼ de point de pourcentage que le potentiel. Ce tassement provient essentiellement d'une moindre vigueur de la demande intérieure, et en particulier du nouveau recul des investissements en logements. Ceux-ci ont, en effet, contribué à freiner le rythme d'expansion de l'activité économique à raison de 0,6 point de pourcentage du PIB. Les autres catégories de dépenses intérieures,

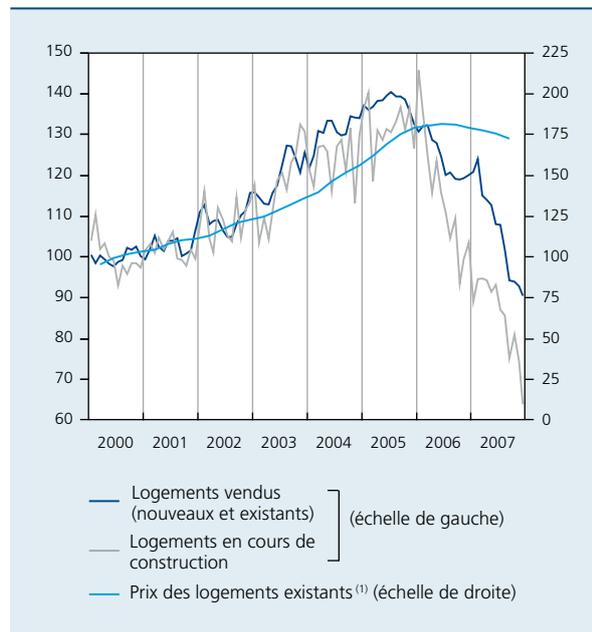
exception faite de la variation des stocks, ont continué à soutenir la croissance et n'ont apparemment été que légèrement affectées par la crise touchant le secteur de l'immobilier résidentiel. Contrairement aux années précédentes, les exportations nettes ont apporté une contribution positive importante à la progression du PIB. L'inflation a en moyenne reculé au cours de l'année, principalement en raison de la décélération de l'augmentation des coûts de l'énergie. Le marché du travail s'est montré moins dynamique : la hausse de l'emploi s'est ralentie et le taux de chômage a augmenté à partir du second semestre.

L'évolution du PIB a été relativement contrastée au cours de l'année sous revue. Le ralentissement amorcé en 2006 s'est poursuivi au premier trimestre, la croissance y chutant à 0,2 p.c. Au cours des deux trimestres suivants, celle-ci est repartie à la hausse, atteignant respectivement 0,9 et 1,2 p.c. Au quatrième trimestre, la progression du PIB s'est cependant fortement repliée.

Alors que les ménages ont continué à accroître leurs dépenses de consommation à un rythme soutenu, de quelque 3 p.c. comme les deux années précédentes, ils ont réduit considérablement leurs investissements en

GRAPHIQUE 5 ACTIVITÉ ET PRIX DANS LE SECTEUR DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL AUX ÉTATS-UNIS

(indices 2000 = 100 ; données mensuelles, sauf mention contraire)

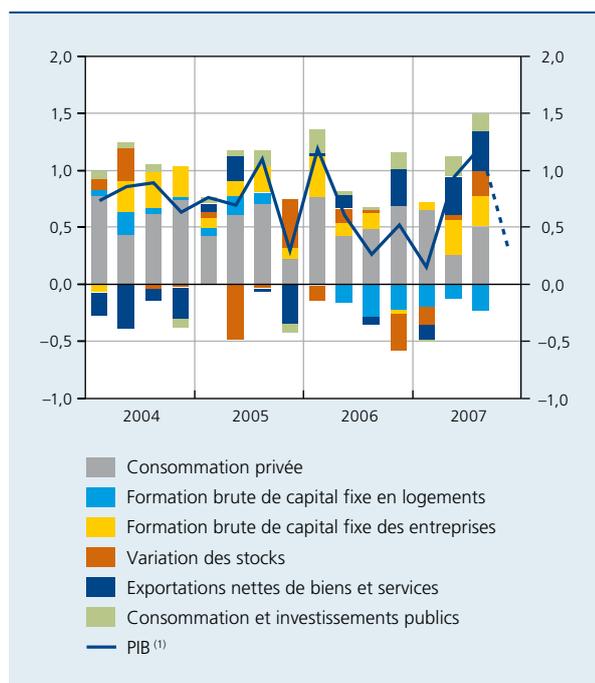


Sources : Standard & Poor's, Thomson Financial Datastream.

(1) Indice national Case-Shiller, données trimestrielles.

GRAPHIQUE 4 PROFIL TRIMESTRIEL DU PIB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES AUX ÉTATS-UNIS

(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 : OCDE, BEA.

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

logements, dans une mesure nettement plus importante qu'en 2006. La contraction de ces investissements s'est élevée à 17,2 p.c. Elle s'explique, tout d'abord, par l'évolution relative du coût de la construction d'un logement neuf par rapport aux prix en vigueur sur le marché secondaire : une baisse de ces derniers freine, toutes autres choses restant égales par ailleurs, la construction de logements neufs. Après avoir atteint un rythme record au premier trimestre de 2005, de presque 16 p.c. à un an d'écart, et avoir continué jusqu'au début de 2006 à s'établir à des niveaux anormalement élevés, la hausse des prix de logements existants, telle que mesurée par l'indice national Case-Shiller, s'est ensuite ralentie de façon de plus en plus marquée, pour se muer en un mouvement de baisse à partir du début de 2007. Au troisième trimestre, ces prix se sont dès lors inscrits en retrait de 5 p.c. par rapport à leur niveau le plus élevé, atteint au deuxième trimestre de 2006. Ce recul des prix est attribuable à la demande moins soutenue de logements et au nombre croissant de logements invendus. La correction opérée sur le marché immobilier a été renforcée, à partir de la mi-2007, par la crise sur le marché des prêts hypothécaires à haut risque, dits du *subprime* (pour plus de détails, voir l'encadré 2), et par les turbulences qui s'en sont suivies pour les marchés financiers en général. Il en a

Encadré 2 – Développements sur le marché américain des prêts hypothécaires *subprime*

La croissance soutenue des crédits hypothécaires, et plus particulièrement des crédits à haut risque, dits *subprime*, a représenté l'un des principaux développements sur les marchés financiers américains au cours de ces dernières années. De tels prêts sont consentis à des particuliers présentant un risque de crédit élevé. Celui-ci peut découler d'un historique de crédit défavorable ou d'autres caractéristiques – comme un rapport des remboursements mensuels au revenu excédant 55 p.c. ou un rapport du montant emprunté à la valeur du logement dépassant 85 p.c. –, qui peuvent être associés à une probabilité élevée de défaut de paiement. En outre, de plus en plus de crédits hypothécaires ont été octroyés ces dernières années sans que le prêteur ne se soit ou n'ait été correctement renseigné au préalable sur la solvabilité de l'emprunteur.

Les crédits hypothécaires *subprime* sont essentiellement un phénomène anglo-saxon et c'est aux États-Unis que leur importance relative est de loin la plus grande. En 2006, des prêts de ce type ont été octroyés pour quelque 600 milliards de dollars, ce qui représente environ 20 p.c. de l'ensemble des nouveaux prêts hypothécaires accordés cette année-là. À la fin de 2006, – compte non tenu des prêts dits *Alt A* qui sont consentis à des emprunteurs pour lesquels on ne dispose pas de références complètes, mais dont la qualité est supérieure à celle des emprunteurs à haut risque – l'on dénombrait quelque 7,5 millions de prêts *subprime*, pour un montant de 1.300 milliards de dollars, soit environ 15 p.c. de l'encours total des prêts hypothécaires. La majorité des prêts hypothécaires *subprime* sont assortis d'un taux d'intérêt variable. Selon les estimations, ces derniers ont représenté quelque 90 p.c. des nouveaux prêts *subprime* accordés en 2006 et deux tiers environ du nombre total de ce type de prêts. Ces dernières années ont été caractérisées par le succès des prêts hypothécaires 2/28 et 3/27, lesquels sont assortis d'un taux d'intérêt fixe très bas au cours des deux ou trois premières années de l'emprunt et d'un taux d'intérêt variable nettement plus élevé pour la durée résiduelle du prêt.

L'émergence des prêts hypothécaires *subprime* remonte au début des années 1980 et a été rendue possible par une série de changements législatifs opérés au cours de cette période. Parmi ceux-ci figurent la suppression des taux d'intérêt maxima (1980), l'autorisation de proposer des prêts à taux variable (1982) et la disposition selon laquelle les prêts hypothécaires résidentiels contractés pour l'achat d'un logement propre sont la seule forme de crédit dont les versements d'intérêts sont fiscalement déductibles par les particuliers (1986).

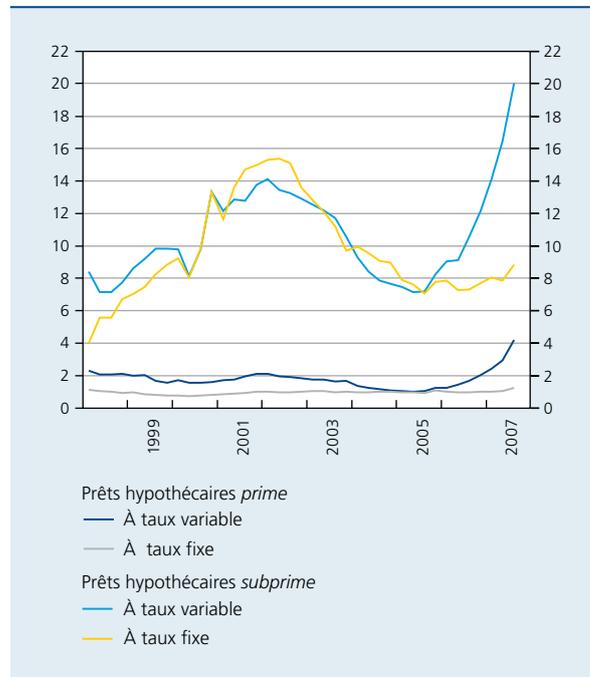
Les prêts hypothécaires *subprime* n'ont toutefois commencé à gagner en importance qu'à partir du milieu des années 1990, pour véritablement percer au cours de la période 2001-2006. Leur expansion est due à plusieurs facteurs. Tout d'abord, le développement d'un marché secondaire actif des prêts hypothécaires et les modifications apportées au cadre légal ont rendu possible la titrisation de ces prêts. Avec la titrisation, le risque lié à l'octroi d'un tel crédit n'est plus supporté par le prêteur et est donc transféré. L'introduction de ce modèle *originate-to-distribute* a entraîné un accès plus large des entreprises de crédit au marché des capitaux, une baisse des coûts de transaction et, du fait de la titrisation, une plus grande dispersion des risques liés à la cession des prêts. Par ailleurs, une série d'innovations ont vu le jour, comme l'automatisation de la procédure d'octroi de crédits hypothécaires et la mise au point de modèles de notation. Ces innovations, qui visaient à améliorer l'estimation du risque lié à l'octroi d'un crédit, ont permis aux prêteurs d'optimiser leurs coûts. Finalement, sous l'impulsion conjuguée du modèle *originate-to-distribute*, de la forte demande de placements assortis de taux d'intérêt élevés et d'une concurrence intense dans le secteur hypothécaire, les entreprises de crédit ont fait montre de davantage de souplesse dans l'octroi de prêts, principalement en 2005 et en 2006. De nouvelles formules ont été lancées pour rendre les prêts hypothécaires accessibles à un plus grand nombre d'emprunteurs et les conditions d'accès aux prêts ont été assouplies. Le profil des emprunteurs est de ce fait devenu plus risqué.

Le taux de défaut sur les prêts hypothécaires *subprime*, exprimé en pourcentage du nombre de prêts pour lesquels il y a un retard de paiement de soixante jours au moins ou pour lesquels les biens hypothéqués ont été saisis, est passé de 7,6 p.c. à la mi-2005 à 15 p.c. au cours du troisième trimestre de 2007. L'augmentation a été la plus



TAUX DE DÉFAUT PAR CATÉGORIE DE PRÊTS HYPOTHÉCAIRES AUX ÉTATS-UNIS

(retards de paiement de soixante jours au moins et saisies de biens hypothéqués, données trimestrielles, pourcentages du nombre total par type de prêts)



Source : Thomson Financial Datastream.

sensible pour les prêts à taux variable et pour ceux octroyés en 2005 et 2006. La hausse du taux de défaut sur les prêts hypothécaires *subprime* est imputable à une combinaison de facteurs. Premièrement, le rythme de croissance des prix de l'immobilier résidentiel a ralenti et ceux-ci ont même diminué à partir du troisième trimestre de 2006, rendant impossible tout refinancement des prêts. Deuxièmement, les taux d'intérêt de marché ont augmenté sous l'influence du relèvement à partir de juin 2004 des taux d'intérêt directeurs de la Réserve fédérale, qui s'est répercuté sur les taux de nombreux prêts. Troisièmement, la détérioration de la situation économique et le taux de chômage dans certains États ont également pesé sur les revenus des ménages. En outre, la forte progression du nombre de logements acquis pour des raisons purement spéculatives – l'espoir de réaliser une plus-value rapide en procédant à bref délai à la revente du bien immobilier, sans même l'occuper ou pourvoir à sa location – a aussi induit un accroissement du nombre de défauts de paiement. Enfin, l'assouplissement des conditions d'accès aux prêts hypothécaires en 2005 et en 2006 et les révisions contractuelles de taux pour les prêts à trente ans des types 2/28 et 3/27 ont contribué à l'accroissement des défauts de paiement.

À la fin de l'année, après que les autorités publiques se furent concertées avec le secteur financier, des mesures en vue de freiner la croissance des saisies de biens hypothéqués et de limiter l'incidence économique de la crise immobilière ont été annoncées, notamment le gel durant une certaine période pour certains de ces prêts du taux appliqué les deux ou trois premières années du contrat.

résulté un durcissement des conditions d'octroi des crédits hypothécaires et une hausse des taux d'intérêt appliqués à certains de ces crédits, laquelle a contribué à la poursuite de l'augmentation du taux de défaut sur les prêts hypothécaires et, dès lors, à de nouvelles pressions à la baisse sur les prix des logements. En décembre, les logements vendus et ceux en cours de construction étaient inférieurs de respectivement 35 et 56 p.c. à leur niveau le plus élevé atteint pendant le dernier cycle de hausse sur le marché de l'immobilier résidentiel.

La bonne tenue de la consommation privée au cours de l'année sous revue s'explique, d'une part, par les gains réalisés par les ménages sur leur patrimoine financier, à la faveur de la hausse des cours boursiers de ces dernières années, d'autre part, par l'accélération de la progression de leur revenu disponible, qui est passée de 3,1 à 3,4 p.c. en termes réels. Cette dernière découle de la croissance accrue des revenus du travail, qui provient à son tour de la hausse plus forte des salaires, pour partie en raison de l'attribution de boni importants et de l'exercice d'options par les salariés sur les actions de leur entreprise. Après l'évolution dynamique des dernières années, la croissance de l'emploi s'est en revanche modérée, à 1,1 p.c., et le taux de chômage s'est même inscrit en hausse à partir du deuxième semestre. Si la montée des prix des logements avait constitué l'un des principaux facteurs de soutien de la consommation les années précédentes, par le biais de l'effet dit de richesse immobilière, notamment via l'utilisation de l'« extraction hypothécaire », cet effet s'est nettement affaibli cette année. Le nouveau renchérissement de l'énergie et le durcissement des conditions appliquées par les établissements financiers à l'octroi de crédits ont également pesé sur les dépenses des ménages. Par solde, l'épargne des ménages est passée de 0,4 à 0,7 p.c. du revenu disponible, interrompant ainsi la tendance baissière des années précédentes.

Après avoir progressé sensiblement au cours des années 2004 à 2006, les investissements des entreprises américaines se sont montrés moins dynamiques, n'augmentant que de 4,7 p.c. contre 6,6 p.c. l'année antérieure, en raison pour l'essentiel de perspectives économiques moins favorables. De plus, l'incertitude entourant ces prévisions s'est intensifiée après l'apparition de la crise financière. La croissance des dépenses en équipements et logiciels s'est ralentie, sous l'effet du recul des débours en matériel de transport. En revanche, les dépenses de constructions non résidentielles ont de nouveau crû sensiblement, ce qui s'explique par le taux d'occupation élevé et un mouvement de rattrapage dans le contexte de l'atonie de ce secteur au cours des années précédentes. Une partie des ressources libérées par le ralentissement de la construction résidentielle a dès lors pu être utilisée.

TABLEAU 3 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AUX ÉTATS-UNIS

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

	2005	2006	2007
Dépenses (en volume)⁽¹⁾			
Demande intérieure finale	3,3	2,7	1,8
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	3,2	3,1	2,9
Administrations publiques . .	0,8	1,4	2,0
Formation brute de capital fixe			
Logements	6,6	-4,6	-17,2
Entreprises	7,1	6,6	4,7
Administrations publiques . .	0,6	3,7	2,5
Variation des stocks ⁽²⁾	-0,2	0,1	-0,3
Exportations nettes de biens et services ⁽²⁾	-0,2	-0,1	0,5
Exportations	6,9	8,4	8,1
Importations	5,9	5,9	2,1
PIB	3,1	2,9	2,2
Marché du travail⁽³⁾			
Emploi	1,8	1,9	1,1
Chômage ⁽⁴⁾	5,1	4,6	4,6
Prix et coûts			
Prix à la consommation (IPC) . . .	3,4	3,2	2,8
Coûts salariaux unitaires	2,2	3,0	3,9
Prix des importations de biens et services	6,3	4,0	3,2
Termes de l'échange	-2,5	-0,6	0,3
Balance des paiements et solde budgétaire⁽⁵⁾			
Balance des opérations courantes	-6,1	-6,2	-5,6
Solde de financement des administrations publiques, corrigé de l'influence du cycle . .	-3,6	-2,8	-3,0
<i>p.m. Taux d'épargne des particuliers⁽⁶⁾</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>	<i>0,7</i>
<i>Taux d'endettement brut des administrations publiques⁽⁵⁾</i>	<i>62,4</i>	<i>61,9</i>	<i>62,2</i>

Sources: OCDE, BLS.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

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

(3) Selon l'enquête auprès des ménages.

(4) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active.

(5) Solde ou encours exprimé en pourcentage du PIB.

(6) Épargne nette exprimée en pourcentage du revenu disponible net.

La croissance économique a également été freinée en cours d'année par la contribution négative de la variation des stocks. La reconstitution des stocks s'est, en effet, poursuivie à un rythme moindre qu'en 2006, en réaction à l'essoufflement de l'activité économique intérieure.

Pour la première fois depuis 1996, le secteur extérieur a contribué positivement à l'expansion de l'activité économique en 2007, à hauteur de 0,5 point de pourcentage du PIB, l'accroissement des exportations s'avérant nettement supérieur à celui des importations. Cette situation s'explique par la dépréciation du dollar américain les dernières années et par la croissance modérée de la demande intérieure aux États-Unis en comparaison de leurs principaux partenaires commerciaux. L'affermissement des exportations nettes a fait baisser le déficit courant des États-Unis, de 6,2 à 5,6 p.c. du PIB, d'autant plus qu'il est allé de pair avec une amélioration des termes de l'échange.

Sous l'influence de la conjoncture, la progression de la productivité apparente du travail est restée limitée à 1,1 p.c. Les coûts salariaux par employé se sont accrus de 4,9 p.c. en 2007, contre 4 p.c. en 2006. Cette évolution concorde avec la relative pénurie de main-d'œuvre sur le marché du travail, même si elle s'est modérée en cours d'année. Par solde, les coûts salariaux unitaires ont crû de 3,9 p.c. en 2007, l'expansion la plus vive depuis 2001.

L'inflation, mesurée par la variation de l'IPC, est revenue de 3,2 p.c. en 2006 à 2,8 p.c. Cette modération s'explique en majeure partie par le ralentissement des hausses des coûts du logement et du transport, principalement en raison de l'augmentation moins rapide des prix de l'énergie, de 11,1 à 5,5 p.c. L'inflation sous-jacente n'est, en effet, revenue que de 2,5 à 2,3 p.c. L'inflation totale a fluctué autour de 2,5 p.c. jusqu'en août, avant de remonter et de dépasser à partir de novembre les 4 p.c., sous l'influence d'un effet de base défavorable résultant de la baisse des cours du pétrole en 2006, après le pic du début d'août, et de leur envol en 2007.

Après avoir laissé inchangé ses taux d'intérêt directeurs de juillet 2006 à juillet 2007, la banque centrale américaine a pris une série de décisions, en réaction aux tensions sur les marchés financiers, afin de garantir le bon fonctionnement de ces marchés et de l'économie. Au début du mois d'août, elle a mené des opérations d'*open market* d'envergure dans le but d'accroître la liquidité sur les marchés monétaires à court terme. Ensuite, à la mi-août, la Réserve fédérale a réduit de 50 points de base le taux d'escompte et a adopté des mesures supplémentaires. Lors de ses réunions de septembre, d'octobre et de décembre, le *Federal Open Market Committee* de la Réserve fédérale a abaissé en trois étapes le taux cible des fonds fédéraux

et le taux d'escompte, chacun de 100 points de base au total, pour les ramener à respectivement 4,25 et 4,75 p.c. Enfin, en décembre, elle a procédé de nouveau à des injections importantes de liquidités, entre autres dans le cadre d'interventions conjointes avec l'Eurosystème et la banque centrale de Suisse.

Le taux d'intérêt des emprunts publics à long terme – plus précisément ceux à dix ans – est demeuré relativement stable au cours des premiers mois de l'année, avant d'afficher une nette progression en mai et en juin consécutivement à des prévisions plus favorables quant à l'évolution du PIB. Lors du déclenchement, au début du mois d'août, des turbulences sur les marchés financiers, le taux des obligations américaines a toutefois commencé à s'infléchir, vu que les investisseurs se sont tournés vers ces actifs, considérés comme sûrs, et que, dans l'intervalle, les perspectives pour l'économie américaine s'étaient assombries. Dès lors, pendant la seconde moitié de 2007, il est repassé sous le niveau qu'il avait atteint en début d'année. Les taux d'intérêt à court terme ont, au total, reculé dans une mesure plus importante que ceux à long terme, de sorte que la pente de la courbe des taux, négative depuis la fin de 2006, est redevenue positive.

Le déficit budgétaire des administrations publiques, corrigé pour l'influence de la conjoncture, s'est quelque peu dégradé, passant de 2,8 p.c. du PIB à 3 p.c. La croissance des dépenses, notamment en matière de sécurité sociale et de défense, n'a été couverte qu'en partie par des recettes plus importantes, essentiellement celles provenant des impôts directs. Le taux d'endettement brut de l'ensemble des administrations publiques a, quant à lui, légèrement progressé, de 61,9 à 62,2 p.c. du PIB.

1.3 Japon

La période d'expansion économique que le Japon a entamée en 2003 s'est poursuivie au cours de l'année sous revue, bien qu'un certain essoufflement se soit fait jour par rapport à 2006, le PIB nippon ne s'accroissant que de 1,9 p.c., un rythme néanmoins toujours supérieur au potentiel. Comme au cours des années précédentes, la progression de l'activité a été soutenue par les exportations nettes et les investissements, lesquels ont principalement émané des grandes entreprises de l'industrie manufacturière. Les PME, essentiellement concentrées au sein du secteur des services, ainsi que les ménages sont en revanche demeurés le maillon faible. Le chômage a poursuivi sa décroissance, intensifiant de la sorte les problèmes de pénurie de main-d'œuvre sur le marché du travail. Ces tensions n'ont toutefois contribué au redressement ni des salaires ni des prix.

Confirmant la confiance des chefs d'entreprise dans le climat d'investissement, les entreprises ont de nouveau augmenté les capacités de production, quoique dans une

TABLEAU 4 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AU JAPON

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

	2005	2006	2007
Dépenses (en volume)⁽¹⁾			
Demande intérieure finale	1,8	1,3	0,9
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	1,6	0,9	1,6
Administrations publiques . .	1,7	0,4	1,0
Formation brute de capital fixe			
Logements	-1,3	1,0	-7,3
Entreprises	6,6	7,4	2,2
Administrations publiques . .	-6,2	-7,4	-6,1
Variation des stocks ⁽²⁾	-0,1	0,0	0,0
Exportations nettes de biens et services ⁽²⁾	0,3	0,8	1,0
Exportations	7,0	9,6	8,1
Importations	5,8	4,5	2,0
PIB	1,9	2,2	1,9
Marché du travail			
Emploi	0,4	0,4	0,4
Chômage ⁽³⁾	4,4	4,1	3,9
Prix et coûts			
Prix à la consommation	-0,6	0,2	0,1
Coûts salariaux unitaires	-1,0	-0,4	-1,0
Prix des importations de biens et services	8,3	11,0	6,4
Termes de l'échange	-6,4	-6,6	-3,5
Balance des paiements et solde budgétaire⁽⁴⁾			
Balance des opérations courantes	3,7	3,9	4,7
Solde structurel de financement des administrations publiques . .	-5,2	-4,8	-4,1
<i>p.m. Taux d'épargne des particuliers⁽⁵⁾</i>	<i>3,0</i>	<i>3,7</i>	<i>3,2</i>
<i>Taux d'endettement brut des administrations publiques⁽⁴⁾</i>	<i>177,3</i>	<i>179,7</i>	<i>180,3</i>

Sources : OCDE, Ministère des affaires intérieures et de la communication (Japon).

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

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

(3) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active.

(4) Solde ou encours exprimé en pourcentage du PIB.

(5) Épargne nette exprimée en pourcentage du revenu disponible net.

moindre mesure qu'en 2006 et principalement dans l'industrie. Ce constat confirme la dualité entre, d'une part, l'industrie manufacturière, qui a profité d'une hausse de la demande mondiale et vu ses bénéfices augmenter, d'autre part, les autres secteurs d'activité, principalement ceux liés aux services, qui ont dû faire face à la lenteur de l'évolution de la productivité et à une stagnation de leurs bénéfices consécutive à la faiblesse relative de la demande intérieure. Les investissements résidentiels ont enregistré un net recul au cours de la seconde moitié de l'année, en raison de l'entrée en vigueur de normes de sécurité plus strictes, qui ont considérablement ralenti l'octroi de nouveaux permis de bâtir. Enfin, les administrations publiques ont continué de réduire leur formation brute de capital fixe.

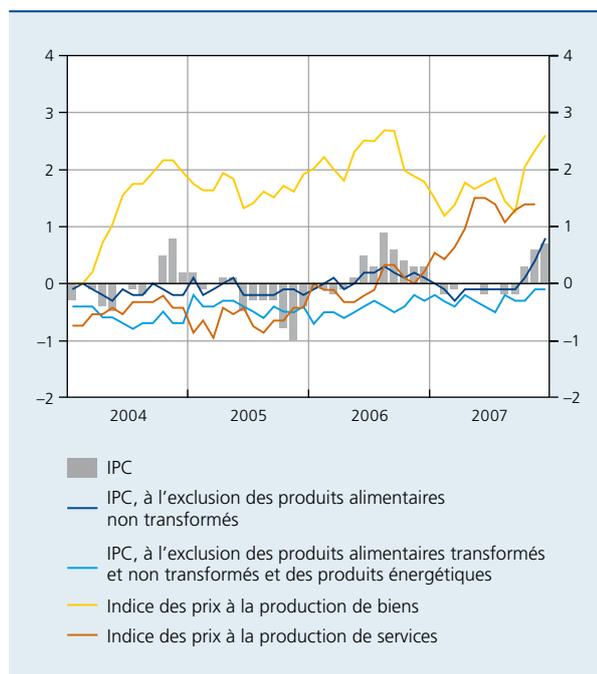
Le revenu disponible réel des ménages n'a crû que de 1,1 p.c. au cours de l'année sous revue. De plus, la confiance des consommateurs japonais a été écornée par une série de facteurs, tels que la perte par l'administration de quelque 500.000 dossiers de pensions, une série de mesures fiscales défavorables et, en fin de période, des anticipations d'inflation plus élevées. Malgré ce contexte, les dépenses de consommation des ménages ont affiché une évolution dynamique et ont progressé de 1,6 p.c., ce qui a eu pour conséquence de faire baisser le taux d'épargne nippon de 3,7 à 3,2 p.c.

Les exportations ont à nouveau profité d'une dépréciation du yen et du développement des marchés à l'exportation. Ainsi, la demande émanant des économies asiatiques émergentes a largement compensé le ralentissement de la croissance américaine. En revanche, les importations ont affiché une progression plus modeste du fait de l'affaiblissement de la demande intérieure. Parmi les diverses catégories de dépenses, ce sont donc une fois de plus les exportations nettes qui ont contribué le plus largement à l'expansion de l'économie. Si l'accroissement du surplus commercial a, de la sorte, conduit à l'élargissement de l'excédent de la balance des opérations courantes, qui s'est élevé en 2007 à 4,7 p.c. du PIB, celui-ci s'explique surtout par l'excédent plus élevé du compte de revenus, sous l'effet du rapatriement de bénéfices de filiales étrangères par des entreprises japonaises.

La persistance de l'expansion économique a entraîné une nouvelle hausse de l'emploi de 0,4 p.c., tandis que le taux de chômage revenait à 3,9 p.c., son niveau le plus bas depuis 1998. En dépit de la pénurie de forces de travail disponibles sur le marché du travail, le salaire moyen par travailleur est demeuré globalement inchangé, à la suite d'une forte modération salariale, d'une baisse des boni accordés, principalement au sein des PME, et des mutations structurelles dans la composition de la

GRAPHIQUE 6 INDICATEURS DE PRIX POUR LE JAPON

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



Sources : Ministère des affaires intérieures et de la communication (Japon), Banque du Japon.

main-d'œuvre. Ces mutations consistent, d'une part, dans l'augmentation continue de la proportion du travail à temps partiel, d'autre part, dans le remplacement des travailleurs issus du *baby-boom* partis à la retraite, qui bénéficiaient de salaires élevés, par des jeunes aux traitements plus modestes. Ce rajeunissement relatif a eu un effet d'autant plus important en 2007 que le nombre de départs de travailleurs issus du *baby-boom* a atteint un pic. La productivité du travail a, quant à elle, progressé de quelque 1,5 p.c., de sorte que les coûts salariaux unitaires ont à nouveau présenté une évolution négative.

En dépit du degré élevé d'utilisation des capacités de production, de la faiblesse du yen et du net renchérissement de bon nombre de matières premières, le Japon ne semble pas encore être venu à bout de la déflation. De février à septembre 2007, l'évolution annuelle de l'indice des prix à la consommation a été, en effet, plane, voire négative. Vers la fin de l'année, toutefois, les pressions inflationnistes se sont quelque peu accrues en raison, outre d'effets de base, de l'envol des produits pétroliers. Il n'en reste pas moins que s'il est fait abstraction des produits alimentaires et des produits énergétiques, le Japon a bien continué de végéter dans une situation de légère déflation. Les baisses des prix les plus importantes ont affecté les biens

de consommation durables, ainsi que certains services, tels que les télécommunications, qui ont fait l'objet d'une déréglementation. À l'inverse, l'indice des prix à la production des biens présente depuis longtemps une tendance haussière, qui concorde avec le renchérissement de l'énergie et celui des autres matières premières. Celui des services n'a évolué dans le même sens qu'au cours de l'année écoulée. Le problème réside dans le fait que de nombreuses entreprises, confrontées à la faiblesse de la demande intérieure et sous la pression d'une concurrence accrue dans le commerce de détail, ont reporté autant que possible les hausses des prix au détriment des marges bénéficiaires et des salaires. Néanmoins, les prix d'une série de produits alimentaires transformés et de produits à fortes composantes énergétiques, dont le transport, ont été relevés au cours des derniers mois, ce qui a contribué à la révision à la hausse des attentes inflationnistes.

Dans la mesure où l'inflation n'a pas suivi l'évolution que prévoyait la Banque du Japon, cette dernière a maintenu son taux de base inchangé à 0,50 p.c., après l'avoir relevé de 25 points de base en février 2007. La lenteur avec laquelle celle-ci se voit contrainte de normaliser le niveau des taux d'intérêt a contribué à la faiblesse du yen, exposé à des sorties importantes de capitaux durant la majeure partie de l'année.

Les administrations publiques ont mené, avec succès, une politique fiscale restrictive les dernières années : le déficit budgétaire nominal a été réduit de moitié en l'espace de deux ans, et le déficit structurel est revenu de 5,2 p.c. du PIB en 2005 à 4,8 p.c. en 2006, puis à 4,1 p.c. en 2007. L'assainissement budgétaire a résulté, pour l'essentiel, de la fin d'une réduction temporaire de l'impôt des personnes physiques, d'une hausse des recettes provenant de l'impôt des sociétés, corollaire de l'expansion économique, d'une majoration des cotisations de pension, d'une nouvelle contraction des investissements des administrations publiques et d'une bonne maîtrise des dépenses courantes. Quant au taux d'endettement brut des administrations publiques, même s'il s'est plus ou moins stabilisé, il demeure exceptionnellement élevé, avoisinant les 180 p.c. du PIB en 2007.

1.4 Chine

La croissance économique de la Chine, une fois de plus portée par les exportations nettes et les investissements, s'est encore accélérée en 2007, pour s'établir en moyenne à 11,4 p.c. Le PIB a enregistré ainsi une progression de 10 p.c. ou plus pour la cinquième année consécutive. En 2007, la Chine a également fourni la contribution la plus importante à l'expansion de l'activité économique mondiale.

Le profil de croissance des dépenses intérieures ne s'est guère modifié au cours de l'année sous revue. À l'instar de l'année précédente, la consommation privée a augmenté d'environ 11 p.c., sous l'effet de la hausse des revenus, tandis que les investissements en capital fixe ont bondi de 15 p.c. Le taux d'investissement a ainsi poursuivi sa progression, atteignant 45 p.c. du PIB. Outre la politique des gouvernements locaux et la demande toujours soutenue de logements dans les villes, ce sont les bénéfices élevés des entreprises du secteur privé et les investissements directs étrangers qui ont contribué le plus à la vigueur de la formation brute de capital fixe.

Le dynamisme des exportations est demeuré soutenu en 2007, leur progression s'élevant à 21,3 p.c. Au cours des dernières années, la Chine est parvenue à diversifier ses marchés à l'exportation. Le marché américain a perdu en importance, tandis que l'UE est devenue son principal partenaire commercial. L'éventail des produits destinés à l'exportation a, en outre, été systématiquement élargi et la structure des exportations, qui se composaient auparavant de biens de consommation relativement simples, inclut dorénavant des produits à valeur ajoutée plus élevée, tels que des biens de consommation plus sophistiqués et des biens d'investissement. La réalisation d'une valeur ajoutée supérieure dans le cadre du processus de production est imputable en partie à la substitution progressive de produits importés par des équivalents nationaux, soutenue par une politique industrielle ciblée de la part des autorités chinoises. Ce phénomène de substitution a contribué au net ralentissement de la croissance des importations, en dépit d'une accélération de la demande intérieure. Le taux de progression des importations est revenu de 16 p.c. en 2006 à 11,9 p.c. Dans ce contexte, l'excédent de la balance des opérations courantes a poursuivi son ascension, atteignant un niveau record de quelque 361 milliards de dollars des États-Unis, soit 11,2 p.c. du PIB.

Les réserves de change, qui proviennent dans une large mesure des surplus réalisés sur la balance des opérations courantes, ont continué de grossir, pour s'établir à 1.528 milliards de dollars à la fin de 2007. Comme

TABLEAU 5 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE EN CHINE

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

	2005	2006	2007
Dépenses (en volume)			
Dépenses de consommation finale des particuliers	9,6	10,9	10,8
Formation brute de capital fixe . .	16,8	15,0	15,1
Exportations de biens et services	23,9	23,9	21,3
Importations de biens et services	13,6	16,0	11,9
PIB	10,4	11,1	11,4
Prix			
Prix à la consommation	1,8	1,6	4,5
Balance des paiements et solde budgétaire⁽¹⁾			
Balance des opérations courantes	7,2	9,4	11,2
Solde de financement des administrations publiques . .	0,2	1,0	2,0

Sources: FMI, OCDE.

(1) Solde exprimé en pourcentage du PIB.

l'ampleur des réserves de change a largement excédé les besoins de la Banque populaire de Chine, les autorités chinoises ont pris la décision en 2007 de fonder la *Chinese Investment Company*. Celle-ci a été dotée d'un capital de départ de 200 milliards de dollars, puisé dans les réserves de change. Environ un tiers de ce capital devrait servir à accroître le rendement des réserves de change, au travers de placements et de participations étrangères, et les deux tiers restants à soutenir la politique intérieure, entre autres par la recapitalisation de deux banques d'État. Les autorités chinoises ont, en outre, tenté de freiner l'accroissement des réserves de change en influant sur les flux de capitaux, notamment en imposant des restrictions sur les investissements étrangers et en encourageant les sorties de capitaux de façon sélective. Même si une politique de change plus souple peut en théorie également contribuer à maîtriser les surplus de la balance des opérations courantes, l'incidence du relèvement, en mai, de 0,3 à 0,5 p.c. de la marge de fluctuation journalière maximale autorisée vis-à-vis du dollar n'a finalement été que limitée, l'élargissement de cette marge n'ayant pas été entièrement mis à profit. Si le renminbi a pu ainsi s'apprécier vis-à-vis du dollar dans une mesure plus importante qu'en 2006, il s'est en revanche déprécié vis-à-vis d'autres devises, en particulier l'euro à l'égard duquel la dépréciation a été de 3,9 p.c. au cours de l'année. Le sentiment de

frustration à l'égard de la politique de change chinoise a dès lors également augmenté en Europe.

La hausse moyenne de l'indice des prix à la consommation s'est établie à 4,5 p.c. au cours de l'année sous revue, essentiellement en raison du renchérissement des produits alimentaires, qui comptent à hauteur d'un tiers dans l'indice. Les prix des autres biens du panier de consommation n'ont, par contre, que modérément augmenté. L'élévation des prix des produits alimentaires a reflété, d'une part, les évolutions survenues sur les marchés internationaux, d'autre part, l'incidence des chocs d'offre négatifs qui se sont produits en Chine, tels une épidémie de peste porcine et des inondations qui ont frappé le sud du pays. Sous la pression des déficits croissants de l'offre, le prix de l'essence à la pompe a été relevé de 10 p.c. en novembre. Les autres prix de nature administrative – eau, électricité, transports – ont été gelés durant les trois derniers mois.

Afin de maîtriser les anticipations d'inflation, la Banque populaire de Chine a mis en œuvre toutes sortes de mesures destinées à contenir la croissance de la masse monétaire (M2). Outre une stérilisation partielle de l'afflux de devises par l'émission de titres, le taux des réserves obligatoires des banques a été relevé au cours de l'année sous revue, en dix étapes, de 9 à 14,5 p.c., et la croissance du crédit a été soumise à un plafond de 15 p.c. sur une base annuelle. Les taux de référence sur les prêts et les dépôts à un an ont, eux aussi, été majorés à plusieurs reprises, pour être portés respectivement à 7,47 et 4,14 p.c. En raison de la vigueur de l'inflation, les taux d'intérêt réels sont néanmoins demeurés faibles, voire même négatifs dans le cas des dépôts. Cette situation contribue à induire des distorsions du profil de croissance, provoquant notamment une très vive expansion des secteurs exportateurs très intensifs en capital dans un pays disposant d'une abondante réserve de main-d'œuvre non qualifiée, de même qu'elle peut conduire à stimuler les placements spéculatifs dans le secteur immobilier et sur le marché boursier.

Signe d'une politique budgétaire plus restrictive, l'excédent de financement des administrations publiques s'est amplifié, doublant pour passer à 2 p.c. du PIB. L'envol des bénéfices des entreprises, notamment, a permis aux recettes fiscales de progresser plus fortement que les dépenses. Afin de ralentir la forte hausse des exportations, les réductions de TVA applicables à un large éventail de produits destinés à l'exportation ont, en outre, été rabotées, tandis qu'un prélèvement à l'exportation était instauré sur les produits à haute consommation d'énergie. S'agissant des dépenses, de nouvelles mesures ont été prises, visant à élargir et à améliorer l'offre de prestations sociales, en particulier dans les régions rurales où les besoins sont très importants.

1.5 Union européenne

1.5.1 Zone euro

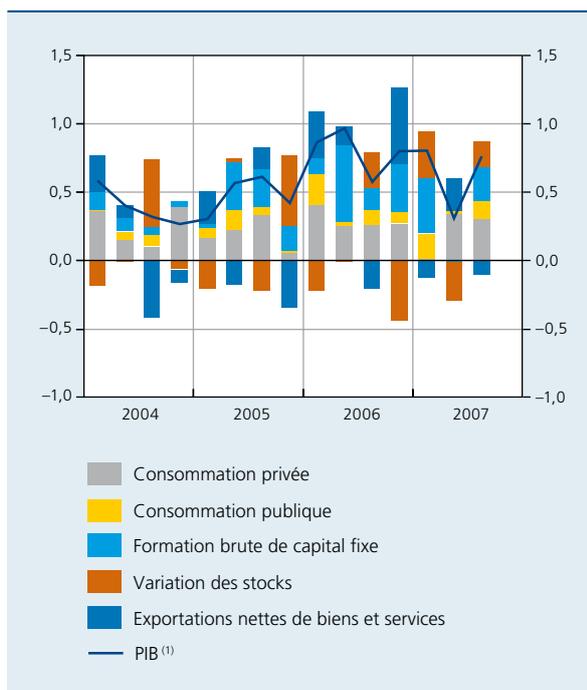
ACTIVITÉ, MARCHÉ DU TRAVAIL ET BALANCE DES OPÉRATIONS COURANTES

Après une accélération l'année précédente, la croissance du PIB dans la zone euro s'est modérée dans le courant de 2007, se maintenant toutefois en moyenne à un niveau soutenu, de 2,6 p.c. contre 2,9 p.c. en 2006, un rythme bien supérieur au potentiel, estimé à 2 p.c. environ. L'activité économique a poursuivi sa vive expansion au premier trimestre mais, en partie sous l'effet de facteurs temporaires, son rythme d'accroissement s'est sensiblement ralenti au deuxième trimestre. Au troisième trimestre, celui-ci est cependant reparti à la hausse, nonobstant les turbulences qui ont alors éclaté sur les marchés financiers.

À l'instar de l'année précédente, l'expansion de l'activité a principalement reposé sur la demande intérieure finale. Celle-ci a cependant augmenté un peu plus lentement,

GRAPHIQUE 7 PROFIL TRIMESTRIEL DU PIB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES DANS LA ZONE EURO

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



Source : CE.

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

TABLEAU 6 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2005	2006	2007
Dépenses (en volume)⁽¹⁾⁽²⁾			
Demande intérieure finale	1,8	2,6	2,3
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	1,6	1,9	1,6
Administrations publiques . .	1,3	2,0	2,1
Formation brute de capital fixe			
Logements	3,0	6,0	1,9
Entreprises	2,8	5,4	5,4
Administrations publiques . .	2,8	2,4	5,0
Variation des stocks ⁽³⁾	0,1	0,1	-0,1
Exportations nettes de biens et services ⁽³⁾	-0,2	0,2	0,4
Exportations	4,5	7,7	5,7
Importations	5,2	7,5	5,3
PIB	1,6	2,9	2,6
Marché du travail			
Emploi ⁽¹⁾	1,1	1,7	1,6
Chômage ⁽⁴⁾	8,9	8,2	7,4
Prix et coûts			
Prix à la consommation (IPCH) . .	2,2	2,2	2,1
Coûts salariaux unitaires ⁽¹⁾	1,1	1,0	1,5
Prix des importations de biens et services	3,8	4,0	1,3
Termes de l'échange	-1,1	-1,2	0,1
Balance des paiements et solde budgétaire⁽⁵⁾			
Balance des opérations courantes ⁽¹⁾	0,3	0,0	0,2
Solde structurel de financement des administrations publiques . .	-2,1	-1,1	-0,7
<i>p.m. Taux d'épargne des particuliers⁽¹⁾⁽⁶⁾</i>	10,2	9,7	9,8

Sources : CE, OCDE.

(1) À l'exclusion de la Slovénie.

(2) Données corrigées des effets de calendrier, sauf pour les exportations et les importations.

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

(4) Rapport entre le nombre de chômeurs et la population active.

(5) Solde exprimé en pourcentage du PIB.

(6) Épargne nette exprimée en pourcentage du revenu disponible net, sauf pour la Belgique, l'Espagne et le Portugal, où l'agrégat utilisé pour le calcul n'est disponible que sur une base brute.

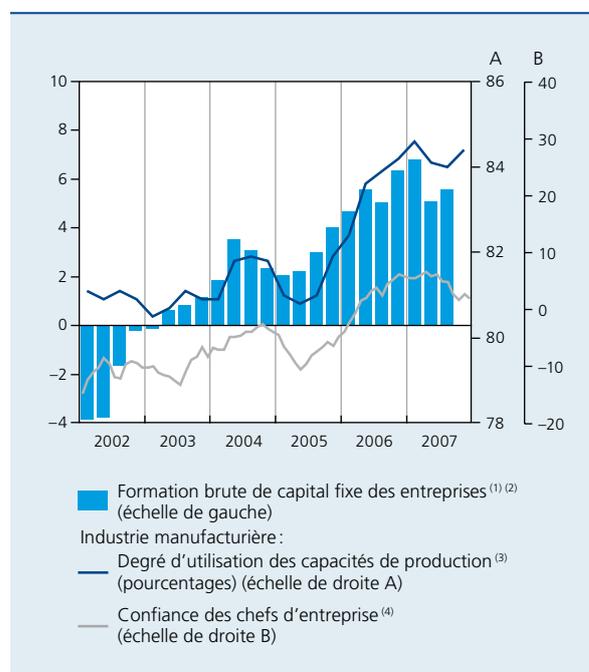
surtout en raison du moindre dynamisme de la construction de logements. Les exportations de biens et services ont progressé à un rythme soutenu, mais néanmoins

inférieur à celui de 2006. La hausse des importations s'est aussi ralentie, de sorte que la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB est demeurée positive, et même légèrement supérieure à celle enregistrée l'année précédente.

La formation brute de capital fixe des entreprises, qui avait été relativement atone pendant plusieurs années avant de devenir finalement le moteur du redressement de la zone euro, a encore été très dynamique en moyenne au cours de l'année sous revue, dans un contexte favorable de poursuite de la progression des marges bénéficiaires des entreprises non financières et de croissance toujours vive des crédits accordés à ces dernières. Dans l'industrie manufacturière, le degré d'utilisation des capacités de production a atteint un niveau historiquement élevé au début de l'année, tandis que les chefs d'entreprise faisaient montre d'une très grande confiance dans l'avenir. Le degré d'utilisation a cependant quelque peu reculé par la suite, tout comme la confiance des chefs d'entreprise à partir de la seconde moitié de l'année. Il est possible que le niveau toujours croissant des taux d'intérêt à long terme observé au premier semestre, l'appréciation de

GRAPHIQUE 8 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE DANS LA ZONE EURO

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : CE, OCDE.

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

(2) À l'exclusion de la Slovénie.

(3) Mesuré sur la base de l'enquête trimestrielle.

(4) Solde des réponses à l'enquête mensuelle.

l'euro et la tendance haussière du cours du pétrole aient tempéré les anticipations des chefs d'entreprise et leurs projets d'investissements. Il se pourrait, en outre, que les turbulences qui ont agité les marchés financiers au second semestre aient elles aussi exercé une incidence négative sur la confiance des chefs d'entreprise et que les conditions financières moins favorables qui en ont découlé aient pesé sur le rythme des investissements. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de l'Eurosystème ont ainsi fait apparaître au second semestre de 2007 un net resserrement des critères d'octroi de crédits appliqués par les banques aux entreprises, en particulier aux grandes sociétés, ce qui est imputé à l'évolution des marchés mondiaux du crédit. La croissance de la formation brute de capital fixe des administrations publiques a également contribué à l'expansion de la demande intérieure en 2007, s'accroissant de 2,4 à 5 p.c.

La progression des investissements en logements des particuliers s'est sensiblement essouffée en 2007 : alors que, dans un contexte encore relativement porteur d'accroissement des prix sur les marchés secondaires de l'immobilier résidentiel, elle s'était accélérée à 6 p.c. l'année

précédente, elle n'a plus été que de 1,9 p.c. La remontée des taux d'intérêt hypothécaires a contribué à cette décélération marquée. Une autre explication importante réside dans l'évolution de la construction résidentielle en Allemagne, qui n'a progressé que de 1 p.c. en 2007 alors que, en 2006, elle s'était accrue sensiblement pour la première fois depuis des années, compte tenu notamment de l'expiration d'un régime de subsides et de la perspective de l'augmentation au début de l'année sous revue du taux de la TVA. Comme l'explique plus en détail l'encadré 3, la montée des prix des logements s'est globalement ralentie à partir de la seconde moitié de 2005 dans l'ensemble de la zone euro, une tendance qui s'est renforcée dans le courant de 2007. Ce facteur de prix est allé de pair avec un ralentissement de la croissance de l'octroi de crédits au logement aux particuliers, qui avait débuté pendant la première moitié de l'année précédente. En outre, les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire publiés par l'Eurosystème mettent en évidence un durcissement des normes appliquées à l'octroi de crédits hypothécaires au second semestre. Les investissements en logements se sont ralentis dans la plupart des États membres de la zone euro, se contractant même nettement en Irlande.

Encadré 3 – Prix des logements dans l'Union européenne

À partir du milieu des années 1990, la hausse des prix des logements a eu tendance à s'accroître dans bon nombre d'économies avancées. Le Japon et l'Allemagne constituent les principales exceptions à cette tendance générale. Lors des dernières années, l'essor des marchés immobiliers s'est étendu à d'autres régions, telles que plusieurs pays d'Europe centrale et orientale et certaines métropoles d'Asie, en pleine expansion.

Au cours de la dernière décennie, les prix nominaux des logements ont *grosso modo* doublé aux États-Unis avant de voir leur rythme d'accroissement ralentir en 2005 et même décliner dans le courant de 2006. Au Royaume-Uni, la hausse a été plus marquée encore, mais un net ralentissement avait déjà été enregistré dans le courant de l'année 2004. Les prix des logements ont aussi considérablement progressé dans la zone euro, quoique dans une moindre mesure. Leur croissance nominale s'y est accélérée ces dernières années pour s'établir à 8,3 p.c. pendant la première moitié de 2005, avant de refluer par la suite et de revenir à 4,9 p.c. au premier semestre de 2007 sur une base annuelle. En Suède et au Danemark, les prix de l'immobilier ont également grimpé. Les statistiques disponibles pour l'Europe centrale et orientale font apparaître que les hausses de prix annuelles moyennes entre 2004 et 2006 ont atteint 6 à 8 p.c. en Pologne et en Slovaquie et ont dépassé les 30 p.c. dans les Pays baltes, en Bulgarie et en Roumanie.

Examinés sur une longue période, les prix des logements dans les principales économies avancées semblent avoir présenté une évolution globalement analogue, même si celle-ci a été légèrement plus volatile au Royaume-Uni. En termes réels, l'évolution dans le courant des années 1990 a, en effet, poursuivi une tendance enregistrée dès les années 1970. À la suite de l'amélioration du bien-être, de l'expansion démographique et de changements dans la composition des ménages, la demande de logements a crû constamment, dans un contexte de pénurie croissante de terrains et de réglementations visant à limiter le nombre de constructions. Les améliorations apportées à la qualité des logements et la faiblesse relative de la croissance de la productivité dans le secteur de la construction

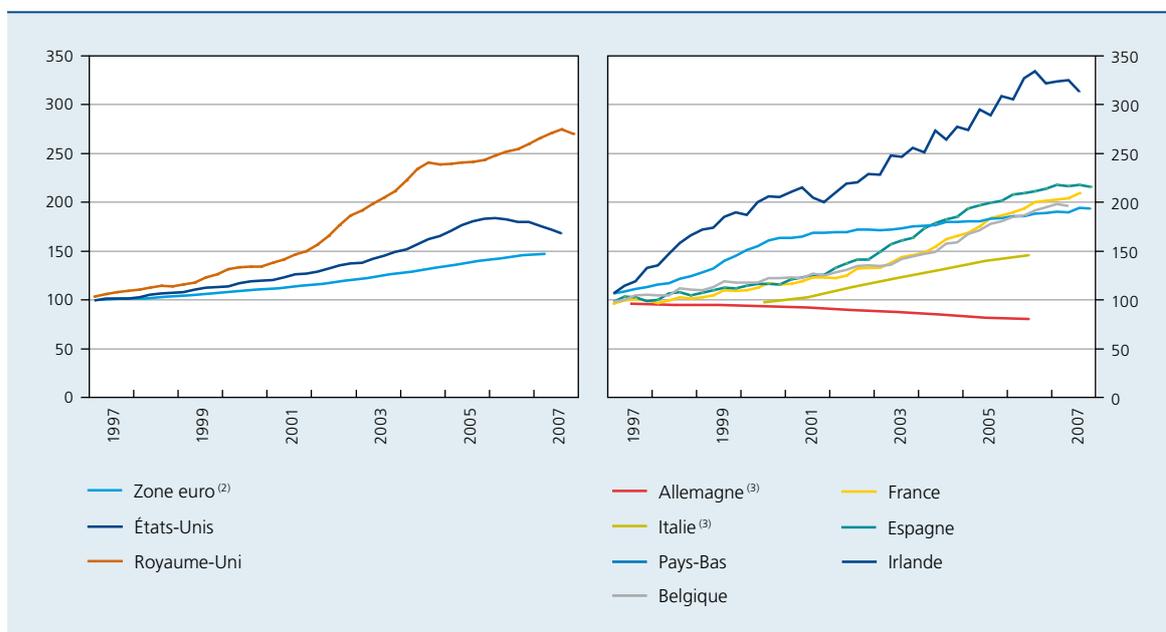
ont également contribué à la hausse des prix. En comparaison de la tendance de long terme, la phase haussière enregistrée depuis le milieu des années 1990 a cependant été assez longue et prononcée. L'accessibilité accrue au crédit hypothécaire, grâce à des innovations en termes de produits financiers, et la baisse généralisée des taux d'intérêt à long terme jusqu'en 2005 ont aussi joué un rôle dans cette expansion. Le recul des taux d'intérêt à court terme jusqu'en 2005 peut également avoir exercé une influence, notamment dans les pays qui présentent une part considérable de crédits hypothécaires assortis d'un taux d'intérêt variable.

Cependant, autour de la tendance de long terme, on a pu observer de nombreuses fluctuations à moyen terme, qui ont varié entre les principales économies. Ainsi, d'après la CE, une comparaison internationale relative des cycles des prix des logements entre 1970 et 2007 met globalement en évidence une volatilité relativement plus faible du cycle du marché de l'immobilier dans les pays de l'UE que dans les pays extérieurs à l'Union. En outre, l'interaction entre le marché de l'immobilier résidentiel, d'une part, et les investissements en logements, la consommation privée et l'activité économique, d'autre part, serait également relativement moindre dans l'UE.

Dans la zone euro aussi, l'évolution des prix des logements a été caractérisée par des disparités notables entre les États membres. Ces divergences résultent à la fois de mouvements différents du pouvoir d'achat, de la démographie, de l'aménagement du territoire et de la fiscalité, ainsi que de différences entre les marchés nationaux du crédit hypothécaire. Le renchérissement de l'immobilier a également eu des répercussions sur l'activité économique, en particulier sur les investissements en logements, qui ont souvent été plus vigoureux dans les États membres où il a été le plus marqué. Ainsi, les investissements résidentiels rapportés au PIB ont été très élevés en Irlande et en Espagne au cours de la dernière décennie, alors qu'ils ont reculé pendant plusieurs années, jusqu'en 2005, en Allemagne.

PRIX RÉELS DES LOGEMENTS⁽¹⁾ DANS LA ZONE EURO, AUX ÉTATS-UNIS ET AU ROYAUME-UNI

(indices 1996 = 100 ; données trimestrielles, sauf mention contraire)



Sources : CE ; FMI et OCDE, Séminaire sur les indices de prix immobiliers (Paris, 6 et 7 novembre 2006) ; Standard & Poor's ; Thomson Financial Datastream ; Stadim ; CBS ; Department of the Environment, Heritage and Local Government (IE) ; Kadaster (NL) ; Ministerio de Vivienda (ES) ; BCE ; BNB.

(1) Prix nominaux des logements, déflatés par l'IPC ou, si disponible, l'IPCH national correspondant.

(2) Données semestrielles.

(3) Données annuelles.

C'est précisément dans ce pays que les prix de l'immobilier résidentiel ont le plus dévié de l'évolution moyenne de la zone euro. En réponse au marasme prolongé sur le marché allemand de l'immobilier, les prix réels des logements, c'est-à-dire les prix des logements corrigés de l'évolution générale des prix, y ont atteint en 2006 un niveau nettement inférieur à celui de 1996. Cette « récession » sur le marché immobilier allemand est globalement considérée comme un processus d'adaptation de longue durée, consécutif à la constitution de surcapacités après la réunification du pays, et ce principalement dans les entités fédérées de l'ex-Allemagne de l'Est.

À l'inverse, les prix des logements ont progressé à un rythme supérieur à la hausse générale des prix dans la plupart des autres pays de la zone euro. Les prix ont particulièrement grimpé en Irlande, mais leur augmentation réelle a aussi largement dépassé la moyenne de la zone euro en Espagne, en France, aux Pays-Bas et en Belgique. Dans certains pays de la zone, en particulier en Irlande, mais aussi en Espagne, la hausse réelle depuis le milieu des années 1990 a été en moyenne nettement plus élevée qu'aux États-Unis. Les progressions exceptionnelles enregistrées au Royaume-Uni ont même été dépassées en Irlande. Le net contraste entre l'évolution des prix des logements en Allemagne et dans certains pays de la zone euro présentant une forte croissance et un taux d'inflation relativement élevé, notamment l'Espagne, doit aussi s'examiner dans les contextes de la convergence des taux d'intérêt nominaux par rapport au niveau allemand pendant la période menant à l'UEM et du développement divergent des taux d'intérêt réels enregistré depuis lors en raison des écarts d'inflation.

L'augmentation des prix des logements dans l'ensemble de la zone euro, en particulier dans les économies ayant connu de notables progressions, a cependant clairement commencé à ralentir dans le courant de 2006, dans le contexte notamment de la hausse des taux d'intérêt. Calculée comme le rapport entre le revenu disponible et les prix des habitations, l'accessibilité financière des logements a affiché une tendance à la baisse dans l'ensemble de la zone à partir de 2001 ou, si on l'ajuste pour tenir compte des charges supportées sur les emprunts conclus en vue de leur acquisition, lesquelles dépendent de l'évolution des taux d'intérêt hypothécaires, de 2006. Selon les données nationales trimestrielles disponibles pour certains États membres, la modération des prix des logements s'est poursuivie en 2007, le ralentissement étant très prononcé en Irlande depuis la fin de 2006.

Au Royaume-Uni, la hausse des prix des logements a également été alimentée par des limitations concernant les nouvelles constructions et par le nombre insuffisant de terrains, si bien que l'offre de nouveaux logements n'a réagi à la demande que dans une mesure limitée et nettement moindre que dans la plupart des autres pays. En 2004, une commission d'enquête parlementaire a publié un rapport, le « Rapport Barker », contenant des recommandations en vue d'accroître l'offre de nouveaux logements et d'améliorer le fonctionnement du marché du logement dans son ensemble. Si, après un ralentissement notable dans le courant de 2004 et 2005, les prix des logements se sont à nouveau emballés, des signes de décélération se sont manifestés dans les derniers mois de l'année sous revue. L'incidence de la hausse des taux a pu être amplifiée par les développements survenus sur les marchés financiers, ce qui, dans certains cas, est susceptible d'avoir réduit la disponibilité du crédit.

Dans de nombreux États membres d'Europe centrale et de l'Est, l'apparition des crédits au logement au début de cette décennie a représenté un facteur essentiel de l'évolution des prix des logements. L'émergence de ce type de crédits a été rendue possible grâce à la reprise de banques locales par des établissements financiers étrangers disposant de l'expertise nécessaire, ainsi qu'à des modifications législatives permettant d'utiliser l'immobilier comme gage. À l'approche de l'adhésion à l'UE, les fondements d'une meilleure stabilité macroéconomique ont d'ailleurs été posés, entraînant une baisse rapide des taux d'intérêt nominaux et réels. La croissance économique robuste enregistrée par ailleurs a entraîné une révision à la hausse des anticipations de revenus. Les augmentations des prix ont également reflété d'importantes améliorations de nature qualitative et une demande externe robuste qui s'est surtout manifestée dans les capitales et dans les centres touristiques. Bien que le taux d'endettement moyen des ménages soit encore dans plusieurs pays relativement faible par rapport à celui de la zone euro, une hausse des taux d'intérêt ou la dépréciation de la monnaie locale pourrait avoir des conséquences négatives importantes. En effet, la majorité des prêts hypothécaires en Pologne, en Hongrie et dans les États baltes sont assortis d'un taux variable et l'on y emprunte beaucoup en monnaies étrangères, pour l'essentiel en euro et en franc suisse.

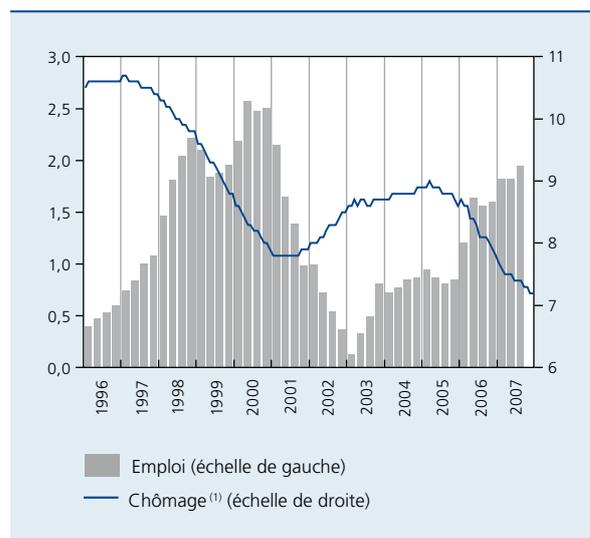
Les dépenses de consommation des particuliers ont progressé à un rythme légèrement plus lent qu'en 2006, de 1,6 p.c. contre 1,9 p.c. Elles n'ont pas contribué à la croissance de l'activité au cours du premier trimestre de 2007, ce qui traduit en majeure partie la situation qui a prévalu en Allemagne, où le relèvement du taux de la TVA a manifestement exercé un effet négatif. En prévision de cette majoration, certains ménages allemands avaient, en effet, avancé à la fin de 2006 une partie des achats de biens de consommation durables qu'ils avaient planifiés. À partir du deuxième trimestre, la zone euro, y compris l'Allemagne, a cependant enregistré une croissance solide de la consommation privée. Celle-ci a été portée par le redressement de la situation économique générale et par des perspectives économiques qui ont poussé la confiance des consommateurs à un niveau particulièrement élevé. Au cours de la seconde moitié de l'année, leur confiance s'est toutefois érodée, en raison des hausses importantes de prix et peut-être aussi, dans une certaine mesure, des turbulences sur les marchés financiers, tout en demeurant au-dessus de son niveau des vingt dernières années. La consommation publique, pour sa part, a augmenté d'une manière comparable à l'année précédente, à savoir de quelque 2 p.c.

Compte tenu des réformes structurelles introduites ces dernières années dans plusieurs pays de la zone euro et grâce à la reprise économique, la situation sur le marché du travail s'est de nouveau améliorée de façon remarquable. L'emploi a une nouvelle fois progressé avec vigueur, nonobstant un certain infléchissement à partir de la seconde moitié de l'année dans pratiquement toutes les branches d'activité. Selon les données disponibles jusqu'au troisième trimestre, ce sont en particulier les secteurs des services financiers et des services aux entreprises qui ont continué à générer des créations d'emplois substantielles. Dans le secteur de la construction, la création d'emplois s'est maintenue à un rythme également soutenu, avant néanmoins de quasiment s'interrompre au troisième trimestre. Dans le reste de l'industrie, l'emploi n'a plus baissé de manière notable en 2006 et une légère progression a été enregistrée par la suite. Les évolutions favorables de l'emploi ont permis au taux de chômage de se contracter de nouveau sensiblement, pour atteindre le niveau historiquement bas de 7,4 p.c. en 2007.

La baisse du chômage a été généralisée dans la zone euro. Le redressement sur le marché du travail a été manifeste en Allemagne. Après avoir enregistré un recul ou une progression modeste de l'emploi pendant plusieurs années, les créations d'emplois s'y sont accélérées en 2007 à un rythme très soutenu, qui n'avait plus été atteint depuis l'expansion de 2000. De plus, les emplois créés seraient principalement des emplois fixes. La croissance

GRAPHIQUE 9 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) Pourcentages de la population active.

de l'emploi est allée de pair avec un recul marqué du taux de chômage allemand, lequel est revenu de 9,8 à 8,4 p.c. Malgré le caractère généralisé de la baisse du chômage dans la zone euro, la situation est restée disparate entre les États membres. Les Pays-Bas ont enregistré le taux de chômage le plus bas, celui-ci s'établissant à 3,2 p.c. Le chômage a également été relativement faible en Slovaquie, au Luxembourg, en Irlande et en Autriche. Le taux de chômage est demeuré supérieur à la moyenne de la zone en Grèce, en France, en Allemagne, en Espagne, au Portugal et en Belgique. Dans le cas de l'Espagne, ce constat ne doit toutefois pas occulter les excellents résultats obtenus par ce pays durant plus d'une décennie, c'est-à-dire un recul quasiment ininterrompu du chômage, qui atteignait encore 15 à 20 p.c., au cours de la première moitié des années 1990, jusqu'à un niveau de 8,3 p.c. en 2007.

Les exportations de biens et services de la zone euro se sont accrues à un rythme soutenu de 5,7 p.c., en retrait toutefois des 7,7 p.c. réalisés en 2006. Cette évolution s'explique largement par celle des débouchés à l'exportation : pour le commerce de biens, si elle a été de nouveau vigoureuse, l'expansion des marchés à l'exportation s'est, en effet, quelque peu ralentie, revenant de 9,4 à 7,3 p.c. Globalement, la zone euro n'aurait donc pas subi de pertes de parts de marché plus importantes qu'en 2006, malgré l'appréciation du cours de change moyen pondéré. Si l'évolution des exportations a évidemment

pâti de ce facteur vis-à-vis des États-Unis, de même que du refroidissement de l'activité qui s'y est produit, elle a, en revanche, largement tiré parti du dynamisme de l'Asie et, surtout, des principaux pays exportateurs de pétrole, dont le recyclage des recettes a bénéficié, les dernières années, relativement plus à la zone euro. L'Allemagne n'a plus gagné de parts de marché au cours de l'année sous revue, tandis que les pertes de l'Italie, de l'Irlande et de la Belgique ont été bien plus réduites qu'en 2006.

Les importations de biens et services se sont aussi accrues moins rapidement en volume, leur progression passant de 7,5 p.c. en 2006 à 5,3 p.c. Il en résulte que les exportations nettes ont concouru positivement à la croissance du PIB, de manière un peu plus marquée que l'année précédente, leur contribution passant de 0,2 à 0,4 point de pourcentage.

Le compte courant de la balance des paiements de la zone euro s'est amélioré à due concurrence, pour afficher un surplus de 0,2 p.c. du PIB. Pour une part, cette amélioration s'explique également par celle des termes de l'échange, relativement marginale il est vrai. Bien que les prix de l'énergie et des autres matières premières aient eu

une tendance à la hausse au cours de l'année sous revue, les prix à l'importation n'ont progressé que de 1,3 p.c. en moyenne par rapport à 2006, contre 1,5 p.c. pour les prix à l'exportation. Outre les gains associés à l'appréciation de l'euro, les termes de l'échange ont bénéficié d'un effet de base favorable du fait que, à un an d'écart, les prix du pétrole brut sont demeurés plus bas qu'en 2006 pratiquement jusqu'au mois d'août.

La croissance économique a continué à présenter des écarts entre les États membres de la zone euro. Elle a été la plus élevée en Slovaquie, au Luxembourg et en Irlande où la progression du PIB s'est de nouveau inscrite dans une fourchette de 5 à 6 p.c. environ. L'expansion de l'activité est, par ailleurs, restée relativement forte en Finlande, en Grèce et en Espagne. De même qu'en 2006, la dispersion de la croissance dans la zone euro s'est néanmoins réduite, notamment parce que, dans certains des pays de tête – la Finlande, l'Irlande et le Luxembourg –, la progression de l'activité a davantage reculé que dans la moyenne de la zone et que, au Portugal, qui se trouve en queue de peloton, celle-ci s'est quelque peu accélérée.

Si l'on fait abstraction de l'Allemagne, où ce rôle a été partagé avec la demande extérieure, la demande intérieure finale a été le principal moteur de l'expansion économique dans tous les États membres. Les investissements ont généralement été la composante la plus dynamique, en particulier ceux effectués par les entreprises. La consommation privée est également demeurée un facteur de soutien important, à l'exception notable, mais *de facto* artificielle, de l'Allemagne. Les exportations nettes de biens et services ont apporté une contribution à la croissance à peu près équivalente à celle de la demande intérieure en Allemagne et en Finlande. Leur rôle moteur a été appréciable dans toute une série de petits pays, en particulier en Autriche, en Irlande et au Luxembourg. En Espagne, en particulier, elles ont, en revanche, exercé un effet de freinage important.

Contrairement aux années précédentes, où l'Allemagne enregistrait souvent une croissance relativement faible, la reprise observée dans la zone euro depuis 2006 s'explique aussi par le redressement de ce pays, qui repose à la fois sur une progression soutenue des exportations et sur une accélération de la demande intérieure. Au cours de l'année sous revue, la dynamique des investissements en équipements s'est poursuivie en Allemagne et la croissance de l'activité y est demeurée relativement vive, nonobstant le ralentissement causé entre autres par les effets évoqués ci-dessus de la hausse de la TVA sur les dépenses des ménages, en particulier la consommation privée. Par ailleurs, la décélération des exportations allemandes a été plus marquée que dans le reste de la zone euro.

TABLEAU 7 CROISSANCE DU PIB DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO⁽¹⁾

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

	2005	2006	2007
Allemagne	1,0	3,1	2,6
France	1,7	2,2	1,9
Italie	0,2	1,9	1,8
Espagne	3,6	3,9	3,8
Pays-Bas	1,5	3,0	3,0
Belgique	2,0	2,9	2,7 e
Autriche	2,3	3,1	3,3
Grèce	3,7	4,3	4,1
Irlande	5,9	5,7	5,2
Finlande	2,9	4,9	4,2
Portugal	0,5	1,3	1,8
Luxembourg	5,0	6,0	5,2
Slovaquie ⁽²⁾	4,1	5,7	6,0
Écart type	1,7	1,5	1,4

Sources: CE, OCDE, BNB.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance de leur PIB en 2007.

(2) Données non corrigées des effets de calendrier.

PRIX ET COÛTS

L'inflation dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est élevée à 2,1 p.c., soit un niveau légèrement inférieur à celui de l'année précédente. De septembre 2006 à août 2007, elle est demeurée sous le seuil des 2 p.c., avant de repartir à la hausse. Sa dynamique a été fortement influencée par l'évolution des prix des produits énergétiques. Compte tenu de l'envol des cours pétroliers pendant les huit premiers mois de 2006, des effets de base favorables au cours des mois correspondants de 2007 ont exercé un effet modérateur sur les fluctuations des prix. Cependant, les cours pétroliers ont fléchi pendant les quatre derniers mois de 2006, avant de grimper à nouveau, atteignant un niveau record pendant la seconde moitié de 2007. Les effets de base se sont dès lors inversés en septembre et l'inflation s'est avivée à partir de ce moment pour atteindre un maximum de 3,1 p.c. en décembre. La hausse des prix des produits alimentaires non transformés s'est en moyenne chiffrée à 3 p.c. en 2007, soit globalement le même niveau que l'année précédente, même si elle a présenté une légère volatilité au printemps, due aux conditions climatiques inhabituelles.

L'écart d'inflation entre les pays de la zone euro qui ont présenté l'augmentation des prix respectivement la plus élevée et la plus faible a continué de se réduire, pour

TABLEAU 8 INDICATEURS DE PRIX POUR LA ZONE EURO
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2005	2006	2007
IPCH	2,2	2,2	2,1
<i>p.m. Écart d'inflation dans la zone euro</i> ⁽¹⁾	3,0	2,3	1,4
Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾	1,5	1,5	2,0
Déflateur du PIB ⁽³⁾	1,9	1,9	2,2
Rémunération par travailleur ⁽³⁾ ..	1,2	1,8	2,4
Productivité du travail ⁽³⁾	0,5	1,2	1,0
Coûts salariaux par unité produite ⁽³⁾⁽⁴⁾	1,1	1,0	1,5
Prix des importations de biens et services	3,8	4,0	1,3

Sources : CE, OCDE.

(1) Écart d'inflation entre les pays où celle-ci a été respectivement la plus élevée et la plus faible au cours de l'année considérée.

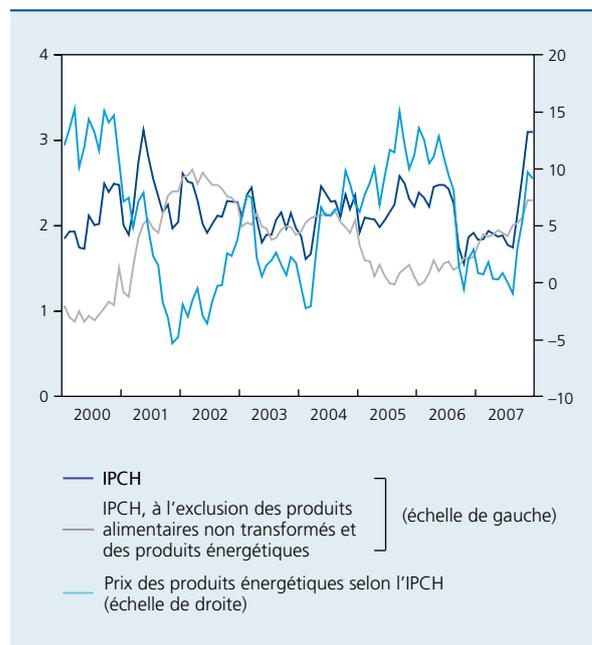
(2) Mesurée par l'IPCH, à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques.

(3) À l'exclusion de la Slovaquie.

(4) Contrairement à celle portant sur la productivité du travail, cette rubrique n'englobe pas les évolutions relatives au travail presté par les indépendants.

GRAPHIQUE 10 INFLATION, TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION ET PRIX DE L'ÉNERGIE DANS LA ZONE EURO

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



Source : CE.

s'établir à 1,4 point de pourcentage. Le taux d'inflation le plus bas, à savoir 1,6 p.c., a été enregistré en Finlande, en France et aux Pays-Bas, tandis que la Grèce a présenté le taux d'inflation le plus haut, avec 3 p.c.

La tendance sous-jacente de l'inflation, c'est-à-dire l'inflation à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et des produits énergétiques, s'est progressivement inscrite en hausse, passant de 1,8 p.c. en début d'année à 2,3 p.c. en fin de période. Cette augmentation s'explique non seulement par le cycle conjoncturel, qui a atteint son apogée au cours de l'année sous revue, mais aussi par le relèvement de la TVA en Allemagne en janvier, de 16 à 19 p.c., par l'accélération de l'inflation dans le secteur des services, où les majorations de coûts peuvent plus aisément être répercutées sur les prix à la consommation, et par les hausses marquées en fin d'année des prix des produits alimentaires transformés. En revanche, les évolutions des prix des produits industriels non énergétiques ont de nouveau été modérées, notamment parce que l'inflation importée a été freinée par le renforcement de l'euro.

Compte tenu de la pénurie croissante de main-d'œuvre sur le marché du travail, les coûts salariaux, mesurés par les rémunérations par travailleur dans le secteur privé,

TABEAU 9 COÛTS SALARIAUX UNITAIRES DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO⁽¹⁾⁽²⁾
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2003	2004	2005	2006	2007	Moyennes 1999-2007
Allemagne	0,5	-0,2	-1,6	-1,4	0,3	0,0
France	1,8	1,2	1,7	1,6	2,3	1,9
Italie	3,8	2,5	4,4	2,6	1,8	2,8
Espagne	3,4	2,6	2,8	2,7	3,1	3,1
Pays-Bas	2,6	-0,1	-0,6	0,8	1,1	2,2
Belgique	0,8	0,0	1,2	1,5	1,7	1,6
Autriche	1,0	-0,3	1,3	1,1	1,0	0,7
Grèce	3,0	5,6	2,3	1,6	3,7	4,0
Irlande	3,0	5,5	4,6	4,8	2,3	3,5
Finlande	0,8	0,3	2,3	-0,4	0,5	1,2
Portugal	3,4	2,2	2,6	1,9	0,2	3,0
Luxembourg	2,0	1,4	1,9	2,5	2,0	2,5
Zone euro	1,9	1,1	1,1	1,0	1,5	1,6

Source : OCDE.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance de leur PIB en 2007.

(2) À l'exclusion de la Slovaquie.

ont progressé de 2,4 p.c. au cours de l'année sous revue, contre 1,8 p.c. en 2006. Dans plusieurs pays, notamment en Grèce et en Irlande, les coûts salariaux ont même grimpé de plus de 4 p.c.

Le rythme de croissance de la productivité du travail s'est ralenti de 0,2 point de pourcentage au cours de l'année sous revue. Conjugué à la progression des coûts salariaux par travailleur, ce ralentissement a entraîné une accélération de la hausse des coûts salariaux unitaires, celle-ci passant de 1 p.c. en 2006 à 1,5 p.c. Cette moyenne pour la zone euro masque cependant des différences structurelles entre les pays membres. Ainsi, depuis le début de l'union monétaire, l'Allemagne et, dans une moindre mesure, l'Autriche et la Finlande ont bénéficié d'une forte modération des salaires, alors qu'une forte augmentation du coût du travail par unité produite a été observée depuis lors dans d'autres États, tels que l'Italie et l'Espagne en raison de la faible croissance de la productivité, l'Irlande du fait des tensions sur le marché du travail, et le Portugal et la Grèce, encore plus, eu égard au processus de convergence économique. En 2007, les écarts entre pays se sont réduits, d'une part, parce que l'évolution des coûts salariaux unitaires en Allemagne est redevenue positive pour la première fois depuis des années, d'autre part, parce que

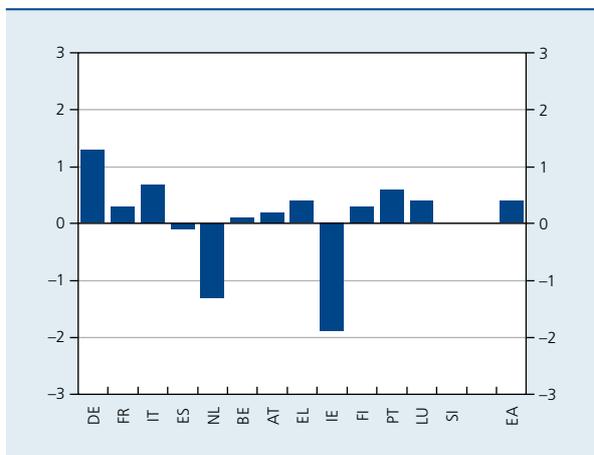
l'évolution de ces mêmes coûts s'est modérée en Irlande et au Portugal, après avoir connu plusieurs années de forte croissance. Les hausses les plus marquées ont été enregistrées en Grèce, où des effets de second tour ont influencé les salaires, et en Espagne, où la productivité du travail n'a guère varié.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Depuis 2003, année où il avait atteint son niveau le plus élevé et même dépassé le seuil des 3 p.c. du PIB défini par le traité de Maastricht, le besoin de financement des administrations publiques de la zone euro dans son ensemble a reculé chaque année et s'est même affiché en nette amélioration en 2006 et en 2007. Selon les projections d'automne de la CE, il serait revenu à 0,8 p.c. du PIB en 2007. Cette réduction globale masque des évolutions très divergentes au sein des États membres de la zone euro. Elle témoigne cependant des efforts de consolidation impressionnants que l'Allemagne a consentis au cours des deux dernières années. Outre le fait qu'elle est de nature structurelle – le déficit structurel revenant de 3,1 p.c. du PIB en 2003 à 0,7 p.c. en 2007 –, elle s'explique pour les trois cinquièmes par la baisse des dépenses primaires exprimées en pourcentage du PIB, tandis que les charges d'intérêts et les recettes y contribuaient à parts relativement

GRAPHIQUE 11 SOLDE STRUCTUREL DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LA ZONE EURO⁽¹⁾⁽²⁾

(variation en 2007 par rapport à 2006, points de pourcentage du PIB)



Source : CE.

(1) Le solde structurel de financement des administrations publiques correspond, selon la définition de la CE, à leur solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles et des mesures et facteurs ponctuels ou temporaires.

(2) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance de leur PIB en 2007.

égales. Elle s'est aussi reflétée dans l'évolution de la dette publique consolidée de la zone euro qui, de 2003 à la fin de l'année sous revue, a reculé de 2,6 points de pourcentage, revenant de 69,1 à 66,5 p.c. du PIB.

En moyenne, les objectifs fixés pour l'année sous revue ont été pleinement atteints et même dépassés. La diminution du solde de financement, à hauteur de 0,7 p.c. du PIB, est dans une large mesure imputable à des facteurs structurels, puisque le déficit budgétaire structurel de la zone euro dans son ensemble s'est contracté de 0,4 point de pourcentage du PIB.

En Allemagne, les comptes des administrations publiques ne se seraient pas clôturés en déficit au cours de l'année sous revue, et ce pour la première fois depuis le début des années 1990, exception faite de l'an 2000, où les comptes avaient pu bénéficier des recettes issues de la vente de licences UMTS. En engrangeant un modeste excédent, ce pays a dépassé de 1,6 p.c. du PIB l'objectif fixé dans son programme de stabilité. L'amélioration du solde de financement de l'Allemagne observée depuis 2003 est entièrement imputable à une compression des dépenses, lesquelles sont revenues de 48,5 p.c. du PIB en 2003 à 43,8 p.c. en 2007. Cette diminution spectaculaire est, en partie, le corollaire des évolutions favorables qui se sont produites sur le marché de l'emploi, où ont été récoltés les fruits de réformes importantes, notamment

celles regroupées sous le patronyme Hartz qui visaient à renforcer la flexibilité du marché de l'emploi et à favoriser l'insertion d'un nombre plus élevé de personnes dans la vie active par, entre autres, l'assouplissement de la législation en matière de protection du travailleur, une limitation de la durée du droit à l'indemnité de chômage, une inscription immédiate obligatoire auprès du bureau de placement en cas de licenciement, l'application de sanctions en cas de refus d'un emploi approprié, des mesures pour encourager la transformation du travail au noir en emplois légaux et par la création des *mini jobs* dont le salaire est peu élevé (pour plus de détail, voir l'encadré 2 du Rapport 2004). Mais elle s'explique aussi par une gestion budgétaire stricte, y compris de la part des États fédérés et des administrations locales. La contraction des dépenses n'a cependant pas été réalisée en procédant à des coupes dans les investissements publics – comme cela a été trop fréquemment le cas lors d'épisodes de consolidation budgétaire dans des pays de la zone, alors que de telles économies sont susceptibles de nuire à la croissance économique à long terme –, puisque ces derniers ont encore augmenté. En 2007, le recul des recettes qui a résulté de l'allègement des cotisations sociales, réduites de 42 à 40,5 p.c., soit une mesure favorable au taux d'emploi, a été compensé par un sensible relèvement du taux de TVA standard, qui est passé de 16 à 19 p.c. au 1^{er} janvier, de même que par la vive hausse des impôts directs perçus, en particulier sur les bénéfices des entreprises, et, dans une certaine mesure, sur les salaires. Globalement, les autorités allemandes ont accru leur solde budgétaire structurel de 1,3 point de pourcentage du PIB en 2007, ce qui représente, de loin, le plus gros effort de la zone euro. Le 5 juin 2007, le Conseil Ecofin a dès lors décidé de mettre un terme à la procédure de déficit public excessif lancée à l'encontre de l'Allemagne.

La France, entre 2003 et 2006, avait opté pour le relèvement des recettes publiques en vue de corriger son déficit excessif. En 2007, elle a, par contre, réorienté sa politique budgétaire au travers d'un abaissement des charges fiscales et parafiscales pesant sur le travail. S'agissant des dépenses, il a toutefois été impossible d'éviter d'importants dérapages des soins de santé. À plus de 53 p.c. du PIB, les dépenses publiques de la France sont de loin les plus élevées de la zone euro. Le solde de financement est passé sous la barre des 3 p.c. du PIB depuis 2005, ce qui a amené le Conseil Ecofin à mettre un terme, le 30 janvier de l'année sous revue, à la procédure de déficit public excessif lancée à l'encontre de la France.

À la suite d'une décision du Conseil en date du 28 juillet 2005, l'Italie se trouvait en situation de déficit excessif, une situation qu'elle devait avoir corrigé à

TABLEAU 10 SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO ^{(1) (2)}
(pourcentages du PIB)

	2003	2004	2005	2006	2007		
					Réalisation ⁽³⁾	Objectif du programme de stabilité ⁽⁴⁾	Différence
Allemagne	-4,0	-3,8	-3,4	-1,6	0,1	-1,5	1,6
France	-4,1	-3,6	-2,9	-2,5	-2,6	-2,5	-0,1
Italie	-3,5	-3,5	-4,2	-4,4	-2,3	-2,8	0,5
Espagne	-0,2	-0,3	1,0	1,8	1,8	1,0	0,8
Pays-Bas	-3,1	-1,7	-0,3	0,6	-0,4	0,2	-0,6
Belgique	0,0	0,0	-2,3	0,4	-0,1 e	0,3	-0,4
Autriche	-1,6	-1,2	-1,6	-1,4	-0,8	-0,9	0,1
Grèce	-5,6	-7,3	-5,1	-2,5	-2,9	-2,4	-0,5
Irlande	0,4	1,3	1,2	2,9	0,9	1,2	-0,3
Finlande	2,5	2,3	2,7	3,8	4,6	2,8	1,8
Portugal	-2,9	-3,4	-6,1	-3,9	-3,0	-3,7	0,7
Luxembourg	0,5	-1,2	-0,1	0,7	1,2	-0,9	2,1
Slovénie	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,7	-1,5	0,8
Zone euro	-3,1	-2,8	-2,5	-1,5	-0,8	-1,4	0,6
<i>p.m. Idem, solde structurel</i>	-3,1	-2,8	-2,1	-1,1	-0,7		

Sources: CE, programmes de stabilité nationaux, BNB.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance de leur PIB en 2007.

(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*) ou les contrats à garantie de taux (*FRA*).

(3) Selon les prévisions économiques d'automne de la CE (2007), sauf pour la Belgique, pour laquelle on se fonde sur l'estimation de la Banque selon la méthodologie d'Eurostat.

(4) Sur la base de la mise à jour des programmes de stabilité à la fin de 2006, sauf pour l'Autriche (mars 2007).

l'horizon de l'année sous revue. Cet objectif budgétaire, inscrit dans le programme de stabilité, a été largement atteint, puisque le déficit public nominal est revenu de 4,4 p.c. du PIB en 2006 à 2,3 p.c. du PIB. Si cette évolution s'explique pour partie par une hausse exceptionnellement forte des recettes issues de l'impôt des sociétés, laquelle résulterait entre autres de la lutte contre la fraude fiscale, l'essentiel, à hauteur de 1,4 point de pourcentage du PIB, découle de mesures non récurrentes, parmi lesquelles un impôt sur la réévaluation des actifs des entreprises, la vente de bâtiments et le transfert aux administrations publiques des réserves constituées par les entreprises en vue de payer les primes de licenciement – ce transfert implique donc que ces primes seront ainsi à l'avenir liquidées par les administrations publiques. Sous la pression des partenaires sociaux et de divers groupes d'intérêt, il a également été décidé de procéder, pour des montants considérables, à de nouvelles dépenses, au nombre desquelles figurent des investissements publics.

Les finances publiques des autres États membres donnent une image mitigée. Certains d'entre eux ont été surpris par la faiblesse soudaine de leurs recettes, tels les Pays-Bas, qui ont vu se contracter les recettes issues de la vente de gaz, et la Belgique, où il n'a pas été possible de réitérer, comme programmé, un volume de mesures non récurrentes aussi important qu'en 2006, mais aussi l'Irlande où, en raison de la crise qui frappe le marché immobilier, les impôts sur les propriétés, qui rapportent beaucoup au Trésor, ont été décevants. La Grèce a vu son déficit repartir à la hausse à la suite des dépenses imprévues générées par les incendies de forêt qui ont éclaté en août. À l'inverse, d'autres États membres ont poursuivi l'amélioration de leur solde de financement, même s'ils affichaient déjà un excédent. C'est le cas de la Finlande, où la sécurité sociale a constitué de nouvelles réserves en perspective du vieillissement de la population, et du Luxembourg qui, grâce à une modification du mécanisme d'indexation, a freiné la hausse des salaires

des fonctionnaires et des dépenses sociales. Le Portugal a, pour sa part, été contraint de faire des efforts, dans la mesure où il se trouvait dans une situation de déficit excessif qu'il devrait avoir corrigée pour 2008 au plus tard. Il y est parvenu dès l'année sous revue en augmentant le solde budgétaire structurel, à hauteur de 0,6 point de pourcentage du PIB. Ce résultat a pu être obtenu grâce à une hausse substantielle de l'impôt des sociétés, ainsi qu'à des mesures visant à freiner les dépenses, notamment une réduction de l'emploi public pour limiter la hausse de la masse salariale des fonctionnaires. Quant à l'Espagne, enfin, son surplus de financement important est demeuré stable, la baisse des taux de l'impôt des personnes physiques et de celui des sociétés n'empêchant nullement les recettes de croître rapidement.

1.5.2 États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro

Les États membres de l'UE qui n'appartiennent pas à la zone euro ont tous enregistré, à l'exception du Danemark et de la Hongrie, une expansion de l'activité économique plus soutenue que celle observée dans la zone. Cela a été tout particulièrement le cas des neuf pays d'Europe centrale et de l'Est, et ce depuis plusieurs années. En effet, la croissance dans ces pays, relativement moins prospères, s'explique en partie par un mouvement de rattrapage vis-à-vis de la zone euro.

La croissance économique s'est accélérée au Royaume-Uni pour la troisième année consécutive. La consommation privée a notamment été encouragée par les effets de richesse positifs résultant de la hausse continue des prix de l'immobilier résidentiel. Les investissements des entreprises, qui avaient sensiblement augmenté en 2006, stimulés par la forte rentabilité et les faibles coûts de financement, se sont stabilisés à ce niveau élevé, en raison de la hausse des taux d'intérêt et peut-être, dans une certaine mesure, d'une raréfaction des possibilités de financement durant la seconde moitié de l'année. Les investissements publics ont, quant à eux, continué à apporter une contribution positive à la croissance, conformément à la politique à long terme du gouvernement britannique visant à améliorer la qualité des services publics. Avec un taux d'emploi dépassant de loin l'objectif de 70 p.c. défini à Lisbonne, le marché du travail est demeuré l'un des plus performants de l'UE. À la différence de la zone euro, le taux de chômage, déjà bas, n'a plus reculé, l'une des raisons en étant l'afflux massif de travailleurs étrangers. Cet afflux, qui a d'ailleurs commencé à décroître, a eu un effet modérateur sur l'évolution des salaires. En dépit du renchérissement du pétrole et des denrées alimentaires, l'inflation est revenue au cours de l'année sous revue d'un pic de 3,1 p.c. en

mars à 2,1 p.c. en décembre. En moyenne annuelle, elle s'est élevée à 2,3 p.c. En raison notamment de la forte croissance du crédit, la *Bank of England* a relevé son taux d'intérêt directeur à plusieurs reprises au cours de l'année 2007, jusqu'à ce que surviennent les turbulences financières suscitées par la crise du *subprime* aux États-Unis : à 5,75 p.c., celui-ci avait atteint le 5 juillet son niveau le plus élevé depuis avril 2001. Compte tenu du resserrement des conditions de crédit induit par ces turbulences et des perspectives plus favorables en termes de stabilité des prix, le taux officiel a été ramené à 5,5 p.c. le 6 décembre. La livre sterling s'est dépréciée vis-à-vis de l'euro de près de 9 p.c. au cours de l'année sous revue, essentiellement à partir de la mi-septembre. Elle s'échangeait dans une proportion de 0,73 pour 1 euro à la fin de l'année, soit son cours le plus bas depuis l'introduction de l'euro. La forte expansion des investissements publics n'a pas empêché le déficit public nominal de rester sous la barre des 3 p.c. du PIB et de s'améliorer même quelque peu sur une base structurelle.

En Suède, c'est également la demande intérieure qui a tiré la vive croissance économique, même si cette dernière a été moins soutenue qu'au cours de l'année record qu'avait été 2006. La consommation privée a, à nouveau, progressé à un rythme rapide, compte tenu de l'augmentation sensible du revenu disponible, en raison de réductions fiscales, de la hausse des salaires et de celle du nombre d'emplois. Les investissements privés se sont accrus, stimulés par la forte rentabilité des entreprises et la poursuite de l'expansion de la construction de logements. Les dépenses publiques, notamment celles des pouvoirs locaux, ont, elles aussi, contribué à l'essor de l'économie. Au Danemark, la croissance du PIB a été nettement inférieure à celle enregistrée dans les autres pays et au cours des années précédentes. La consommation privée a quelque peu perdu de sa vigueur, à la suite de la hausse des taux d'intérêt et de l'atonie du marché de l'immobilier résidentiel. Le risque d'inflation a contraint la *Sveriges Riksbank* à relever au cours de l'année le taux des pensions en quatre étapes, de 0,25 point de pourcentage chacune, le portant de 3 à 4 p.c. Le taux directeur danois a évolué en parallèle avec celui de l'euro, ce qui a permis à la couronne danoise de ne quasiment pas s'écarter tout au long de l'année de son cours pivot dans le MCE II.

À l'exception de la Hongrie, où la consolidation budgétaire a freiné l'activité économique, les nouveaux États membres d'Europe centrale et de l'Est ont affiché des taux de croissance exceptionnels, même la Pologne qui, dans le passé, figurait souvent parmi les pays enregistrant une expansion relativement plus modérée. La consommation et les investissements privés ont en règle générale été les moteurs de cette croissance. La consommation privée a

TABLEAU 11 SITUATION ÉCONOMIQUE EN 2007 DES ÉTATS MEMBRES DE L'UE QUI N'APPARTIENNENT PAS À LA ZONE EURO⁽¹⁾

	PIB en volume	IPCH	Chômage (pourcentages de la population active)	Finances publiques		Balance courante des paiements	Objectif de politique monétaire
				Solde de financement	Dette		
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)							
<i>Membres de l'UE avant 2004</i>							
Royaume-Uni	3,1	2,3	5,3	-2,8	43,6	-3,1	Objectif d'inflation
Suède	3,4	1,7	6,1	3,0	41,1	7,1	Objectif d'inflation
Danemark	1,9	1,7	3,7	4,0	25,0	1,3	MCE II, marge de 2,25 p.c.
<i>Moyenne</i>	<i>3,0</i>	<i>2,2</i>	<i>5,2</i>	<i>-1,5</i>	<i>41,6</i>	<i>-1,4</i>	
<i>Nouveaux États membres de l'UE</i>							
Pologne	6,5	2,6	9,6	-2,7	46,8	-4,3	Objectif d'inflation
République tchèque	5,8	3,0	5,3	-3,4	30,2	-2,8	Objectif d'inflation
Roumanie	6,0	4,9	6,7	-2,7	12,5	-13,7	Objectif d'inflation
Hongrie	2,0	7,9	7,2	-6,4	66,1	-4,4	Objectifs d'inflation et de cours de change
Slovaquie	8,7	1,9	11,3	-2,7	30,8	-4,4	MCE II, objectif d'inflation
Bulgarie	6,3	7,6	6,9	3,0	19,3	-18,1	Système de caisse d'émission ⁽²⁾
Lituanie	8,5	5,8	4,3	-0,9	17,7	-13,9	MCE II, système de caisse d'émission ⁽²⁾
Lettonie	10,5	10,1	5,9	0,9	10,2	-23,8	MCE II, marge de 1 p.c.
Estonie	7,8	6,7	4,9	3,0	2,8	-14,6	MCE II, système de caisse d'émission ⁽²⁾
Chypre	3,8	2,2	3,9	-1,0	60,5	-6,0	MCE II
Malte	3,1	0,7	6,3	-1,8	63,1	-3,8	MCE II, ancrage fixe
<i>Moyenne</i>	<i>6,0</i>	<i>4,1</i>	<i>7,8</i>	<i>-2,8</i>	<i>37,3</i>	<i>-7,0</i>	
Zone euro	2,6 ⁽³⁾	2,1	7,4	-0,8	66,5	0,2	

Sources: CE, OCDE.

(1) Les pays sont classés par groupe, en fonction de l'importance de leur PIB en 2007.

(2) La caisse d'émission ou *currency board* implique que la banque centrale assure une convertibilité illimitée de la monnaie nationale à un cours de change fixe, sans restrictions sur les opérations avec l'étranger, qu'elles soient courantes ou en capital.

(3) À l'exclusion de la Slovaquie.

vivement progressé dans la plupart des pays, en raison de la hausse constante de l'emploi et des salaires, mais aussi grâce à une intensification de l'octroi de crédits. Par ailleurs, les investissements privés ont bénéficié de l'afflux d'investissements directs étrangers et de l'expansion continue de la construction de logements. Cette dernière a été stimulée par le développement du marché des crédits hypothécaires, rendus en outre attrayants sur le plan fiscal, par le besoin d'améliorations de nature qualitative du parc immobilier et par une forte demande externe émanant des non-résidents et des promoteurs

immobiliers, laquelle s'est surtout fait sentir dans les capitales et les centres touristiques.

Les exportations nettes n'ont contribué à la croissance qu'en Hongrie, en Slovaquie et en République tchèque; une solide capacité à l'exportation y a été développée au cours des dernières années, grâce notamment à la robustesse des investissements étrangers. Dans les autres pays, la progression du PIB a été freinée par la contribution négative des exportations nettes. Ce fut particulièrement le cas dans les États baltes, en Bulgarie et en Roumanie.

Globalement, les pays dits de Vysegrad, à savoir la Pologne, la République tchèque, la Hongrie et la Slovaquie, ont bénéficié ces dernières années d'une croissance relativement élevée et durable, soutenue tant par la demande intérieure que par les exportations, dans un environnement stable caractérisé par le contrôle des tensions inflationnistes et l'évolution favorable des soldes budgétaires. Le dynamisme de l'activité et la politique de modération des dépenses ont permis au solde de financement d'évoluer dans la bonne direction et d'être en 2007 bien en deçà des 3 p.c. du PIB en Pologne et en Slovaquie. La République tchèque a ramené en 2007 son solde budgétaire à 3,4 p.c. du PIB et devrait, selon la CE, être en mesure de le faire passer sous la barre des 3 p.c. en 2008. Ce n'est qu'en Hongrie que la situation des finances publiques s'est fortement détériorée ces dernières années, avec un besoin de financement culminant à 9,2 p.c. du PIB en 2006, compte tenu notamment d'un dérapage des dépenses de soins de santé et des transferts sociaux, aggravé par une certaine instabilité politique les dernières années qui a empêché la prise de mesures correctrices. Cette évolution risquait de compromettre l'ambition de ce pays d'adhérer à la zone euro d'ici 2010 et mettait sa monnaie sous pression. Par conséquent, à l'issue des élections de juin 2006, le gouvernement hongrois a décidé de lancer un « Nouveau programme d'équilibre 2006-2008 », dont l'objectif est de ramener le déficit public sous la barre des 3 p.c. du PIB en 2009. En 2006, plusieurs mesures destinées à accroître les recettes ont été adoptées, et elles ont eu un impact immédiat sur le déficit. En 2007, l'assainissement budgétaire a été poursuivi par le biais de limitations de dépenses, dont le gel des salaires des fonctionnaires, la réduction de leur nombre et la baisse des investissements publics.

Sous l'influence des fortes hausses des impôts indirects, conjuguées à la réduction des subventions en matière d'énergie et de transport, l'inflation en Hongrie s'est temporairement accélérée, pour atteindre 7,9 p.c. en 2007, soit un niveau largement au-dessus de l'objectif de 3 p.c. que s'est fixé la *Magyar Nemzeti Bank*. Cependant, la confiance qu'ont générée sur les marchés financiers les opérations de consolidation budgétaire a contribué simultanément à maintenir le forint sous son cours pivot de 282,36 forints pour 1 euro et à permettre de ramener le taux d'intérêt officiel de 8 à 7,50 p.c. en deux étapes. En Pologne, la vigueur de la demande intérieure a contraint la *Narodowy Bank Polski* à infléchir sa politique d'abaissement des taux d'intérêt, qu'elle menait de manière ininterrompue depuis la fin de 2005, afin de ne pas dépasser son objectif d'inflation fixé à 2,5 p.c. (avec une marge de 1 point de pourcentage). Elle a relevé son taux directeur de 25 points de base à quatre reprises pendant l'année sous revue, de sorte que celui-ci s'est établi à 5 p.c. à

partir de la fin de novembre. Si la banque centrale tchèque, la *Česká národní banka*, est parvenue à respecter son objectif d'inflation fixé à 3 p.c. (avec une marge de 1 point de pourcentage), c'est uniquement parce qu'elle a relevé son taux directeur de 25 points de base par quatre fois, le portant à 3,50 p.c. Dans le contexte de l'appréciation continue par rapport à l'euro de la couronne slovaque, devise participant au MCE II, l'UE, la BCE et la banque centrale slovaque ont décidé de procéder, le 19 mars 2007, à sa réévaluation à raison de 8,5 p.c. Ensuite, la *Národná banka Slovenska* a abaissé à deux reprises son taux directeur, qui s'est établi de la sorte à un niveau proche du taux d'intérêt officiel de l'Eurosystème. Le zloty polonais et les couronnes tchèque et slovaque ont continué de s'apprécier vis-à-vis de l'euro au cours de l'année sous revue.

La Roumanie, la Bulgarie et les États baltes ont enregistré une très forte croissance du PIB, la demande intérieure étant soutenue par l'abondance de crédits assortis de conditions avantageuses et par l'évolution favorable sur le marché du travail. En raison notamment de l'émigration de travailleurs productifs vers d'autres pays de l'UE, des pénuries de main-d'œuvre ont même été observées sur certains segments du marché du travail, comme la construction, qui ont à leur tour donné lieu à des hausses salariales dépassant largement la croissance de la productivité du travail. Cette situation a entraîné une surchauffe de l'économie, l'augmentation de la demande agrégée étant supérieure à celle des capacités de production. Dès lors, il s'en est suivi une accélération de l'inflation ainsi qu'un large déficit extérieur, même si ces déséquilibres ont été moins marqués en Roumanie. Revu annuellement à la baisse, l'objectif d'inflation de la *Banca Națională României* s'élevait à la fin de 2007 à 4 p.c., avec une marge de 1 point de pourcentage. Le taux d'intérêt principal a été diminué de 175 points de base en plusieurs étapes au cours de la première moitié de l'année, en réaction à l'appréciation du cours du leu et à l'amélioration des perspectives d'inflation. Toutefois, le taux d'intérêt directeur a dû être relevé de 50 points de base en novembre, après que le leu eut commencé à se déprécier par rapport à l'euro en réponse aux turbulences du début du mois d'août sur les marchés financiers et que les perspectives d'inflation eurent été revues à la hausse. En revanche, la Bulgarie, l'Estonie et la Lituanie n'ont pas pu utiliser leur taux d'intérêt directeur ou leur cours de change pour remédier quelque peu à la surchauffe de leur économie, attendu que leurs monnaies respectives sont ancrées à l'euro par un système de caisse d'émission. Même si les taux d'intérêt du marché à trois mois y ont progressé de manière plus importante que dans la zone euro, les taux d'intérêt à court terme réels y sont demeurés négatifs en raison de la forte hausse de l'inflation. La Lettonie, qui

participe au MCE II mais a rattaché unilatéralement sa monnaie à l'euro avec une marge de 1 p.c., a également subi ces évolutions, bien que la banque centrale ait relevé son taux d'intérêt officiel, de 5 à 6 p.c., et soit intervenue à plusieurs reprises sur le marché des changes afin de maintenir le lats à l'intérieur de ses marges de fluctuation étroites. Le fait que les finances publiques présentent d'importants excédents ou, au plus, un léger déficit, ainsi qu'un ratio de la dette au PIB en net recul, rend politiquement difficile d'utiliser ce canal pour modérer la demande intérieure. La Bulgarie a jusqu'à présent pu financer son déficit courant au moyen des investissements directs étrangers, mais dans les pays baltes, l'octroi de crédits en monnaies étrangères aux particuliers a constitué de plus en plus la contrepartie du déficit courant.

Le mouvement de rattrapage économique est moins accentué pour Chypre et Malte, dans la mesure où il s'agit de nouveaux États membres plus matures. Dans ces pays, la croissance a été soutenue par la demande intérieure, en particulier la consommation privée, qui a progressé grâce aux évolutions favorables sur le marché du travail,

et, à Malte, aussi grâce à la diminution des réserves de liquidités en vue de l'introduction de l'euro. À l'inverse de Malte, les exportations nettes ont exercé une influence négative sur la croissance du PIB chypriote, en dépit de la hausse des revenus provenant du tourisme et des services financiers. Les monnaies de ces deux pays sont demeurées stables à l'intérieur du MCE II: leurs banques centrales ont aligné progressivement leur taux directeur sur celui de l'Eurosystème. Après la publication en mai 2007 par la BCE et la CE de rapports de convergence favorables et la suspension, le 5 juin 2007, de la procédure en matière de déficits publics excessifs, le Conseil de l'UE a décidé le 10 juillet 2007, que Chypre et Malte pourraient rejoindre la zone euro le 1^{er} janvier 2008, ce qui portait à quinze le nombre de pays membres. Le Conseil a également adopté un règlement fixant les taux de conversion irrévocables de la livre chypriote et de la lire maltaise par rapport à l'euro. Les taux de conversion respectifs ont été fixés à CYP 0,585274 et MTL 0,429300. Ces deux taux de conversion correspondent aux cours pivots respectifs arrêtés le 2 mai 2005 lors de l'entrée de ces deux devises dans le mécanisme de change (MCE II).



Politique monétaire de l'Eurosystème

2.

2.1 Vue d'ensemble

Les tensions sur les marchés financiers qui sont apparues dans le courant de l'été 2007 ont constitué d'importants défis pour la politique monétaire. Jusqu'au début du mois d'août, la majorité des indicateurs confirmaient que la reprise de l'activité économique dans la zone euro, qui avait débuté en 2005 et s'était accélérée en 2006, allait également se poursuivre en 2007. De surcroît, la croissance économique pour 2008 devait également être proche de, voire légèrement supérieure à, son niveau potentiel. Il n'y avait dès lors plus de raisons que l'orientation de la politique monétaire demeure accommodante. Le Conseil des gouverneurs a, de la sorte, décidé de poursuivre le relèvement des taux directeurs de l'Eurosystème, amorcé en décembre 2005. Le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement a été porté, en deux étapes, de 3,50 p.c. au début de l'année sous revue à 4 p.c. au mois de juin 2007. De plus, le Conseil des gouverneurs continuait à être d'avis, au début de l'été, que l'orientation de la politique monétaire était encore accommodante, créant ainsi des anticipations d'une poursuite du cycle à la hausse des taux d'intérêt. Il craignait essentiellement que la vigueur de l'activité économique, associée à un degré très élevé d'utilisation des capacités de production, et l'amélioration des conditions sur le marché du travail, dans un contexte de forte croissance de la masse monétaire et du crédit, ne mettent en péril la stabilité des prix. Compte tenu de l'orientation prospective de la politique monétaire, les risques croissants pour la stabilité des prix à moyen terme, identifiés tant par l'analyse économique que par l'analyse monétaire, ont ainsi dominé le simple constat que, pendant cette période, l'inflation était légèrement inférieure au seuil des 2 p.c. Garantir la stabilité des prix à moyen terme est, en effet, l'objectif premier de la politique monétaire de l'Eurosystème, conformément au traité instituant la Communauté européenne. Ainsi, la politique monétaire contribue à un environnement propice à une croissance durable et à la création d'emplois.

Dans le courant du mois d'août, le Conseil des gouverneurs a toutefois dû apprécier les effets des turbulences financières et leurs conséquences sur la conduite de la politique monétaire. Deux défis distincts se sont fait jour.

En premier lieu, à la suite des perturbations sur les marchés financiers et, en particulier, des tensions sur le marché monétaire, l'Eurosystème s'est vu rapidement contraint d'injecter des liquidités de manière exceptionnelle dans le système financier, comme c'était par ailleurs le cas pour un certain nombre de banques centrales d'économies avancées. Ces interventions ont eu pour but d'assurer le bon fonctionnement du marché monétaire et de stabiliser les taux à très court terme à un niveau proche du taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement. L'Eurosystème a, dès lors, continué à mener *de facto* une politique de pilotage du taux d'intérêt. Dans la mesure où l'octroi de liquidités devient endogène dans le cadre d'une telle politique – elle est gérée en fonction de la demande de liquidités, afin de stabiliser le taux au jour le jour –, il ne donne aucun signal quant à l'orientation de la politique monétaire. Les injections, parfois amples, de liquidités réalisées par l'Eurosystème n'ont, dès lors, aucunement indiqué un assouplissement de l'orientation de la politique monétaire. Cette dernière est sans ambiguïté déterminée par le niveau des taux d'intérêt directeurs, en particulier, par celui du taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement.

Le second défi auquel le Conseil des gouverneurs a été confronté a consisté à évaluer dans quelle mesure les turbulences sur les marchés financiers avaient des implications pour la trajectoire des taux d'intérêt directeurs. Alors que les risques à la hausse pour la stabilité des prix identifiés pendant la première partie de l'année s'étaient renforcés après l'été, en raison du rebond des cours des produits pétroliers et de la transmission des hausses des prix des produits alimentaires aux prix à la consommation, les remous sur les marchés financiers ont provoqué une hausse des primes de risque, une appréciation de l'euro et le risque d'un rationnement du crédit bancaire. Ces facteurs peuvent à leur tour affecter à la baisse les perspectives de croissance et, via ce canal, les perspectives de

l'inflation alors que, par ailleurs, l'appréciation de l'euro peut avoir un effet plus direct sur l'inflation via les prix à l'importation. Les incertitudes grandissantes occasionnées par les turbulences sur les marchés financiers ont conduit le Conseil des gouverneurs à agir avec prudence et à rassembler d'abord toute l'information pertinente nécessaire. Il a ainsi décidé de laisser les taux d'intérêt directeurs inchangés lors des réunions des quatre derniers mois de l'année, mais il a toutefois continué à souligner l'existence de risques à la hausse pour la stabilité des prix. En pratique, cela a impliqué que les attentes d'une hausse de taux d'intérêt ne se sont pas concrétisées et que le marché a, par ailleurs, revu à la baisse ses attentes de taux d'intérêt futurs.

2.2 Le fonctionnement du marché monétaire

La gestion de la liquidité par l'Eurosystème

L'ensemble du système bancaire présente un déficit structurel de liquidités qui résulte avant tout de « facteurs autonomes », c'est-à-dire de facteurs indépendants de la politique monétaire (pour plus de détails, voir l'encadré 4). Ce déficit est, en outre, amplifié dans la zone euro par l'obligation qu'ont les établissements de crédit de constituer des réserves sous la forme de dépôts sur des comptes ouverts auprès des BCN. L'Eurosystème rémunère ces réserves au taux marginal des opérations principales de refinancement, si bien que cette obligation ne grève pas le système bancaire. L'existence d'un besoin structurel de liquidités rend les établissements de crédit dépendants de l'Eurosystème, ce qui facilite la gestion de la liquidité et le pilotage du taux d'intérêt au jour le jour.

Étant donné que les réserves obligatoires doivent être constituées en moyenne sur une période dite de constitution, qui couvre environ un mois, les institutions de crédit peuvent tolérer des fluctuations de leurs avoirs en comptes courants. Cette caractéristique leur offre la possibilité de compenser des chocs de liquidités inopinés, ce qui contribue à stabiliser le taux d'intérêt du marché pendant la période de constitution des réserves, mais cet effet stabilisateur disparaît à la fin de celle-ci. Même si les réserves permettent d'amortir les chocs de liquidités de façon symétrique – pendant la période de constitution, les avoirs en comptes courants peuvent s'écarter du montant des réserves obligatoires à la hausse comme à la baisse, pour autant que les réserves obligatoires soient en moyenne satisfaites –, les établissements de crédit veillent généralement à constituer leurs réserves obligatoires relativement tôt dans la période de constitution. Afin d'accommoder

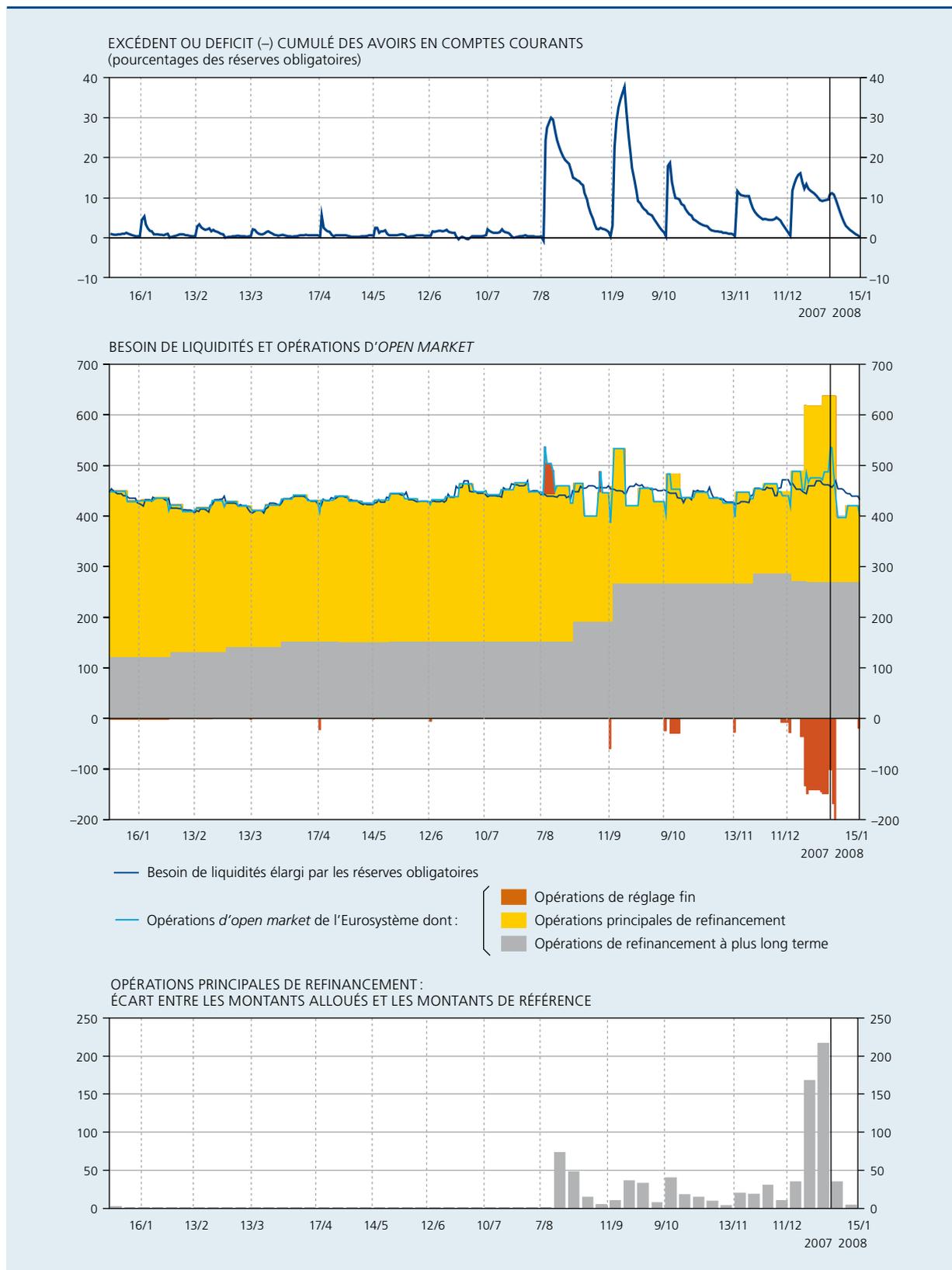
cette distribution temporelle de la demande de réserves et, dès lors, de maintenir le taux d'intérêt au jour le jour proche du taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement, l'Eurosystème mène, depuis janvier 2005, une politique d'adjudication relativement généreuse pendant les opérations principales de refinancement hebdomadaires. Les montants alloués par la BCE sont donc légèrement supérieurs aux montants de référence annoncés préalablement aux opérations principales de refinancement. Ces montants sont calculés de façon à permettre aux institutions de crédit de constituer leurs réserves obligatoires de manière équilibrée jusqu'au règlement de l'opération principale de refinancement suivante (voir l'encadré 4).

Ces écarts certes limités impliquent que, au début de la période de constitution, les avoirs en comptes courants détenus par les établissements de crédit sont plus élevés que les réserves obligatoires. L'excédent cumulé ainsi engrangé sur les comptes courants au début d'une période de constitution – qui a globalement atteint 2 à 5 p.c. des réserves obligatoires pendant la période allant du mois de janvier au mois de juillet de l'année sous revue – est ensuite progressivement résorbé, afin de prévenir l'apparition d'une pression à la baisse sur le taux d'intérêt au jour le jour. Une telle approche permet, en effet, d'éviter que le surplus de liquidités alloué en début de période de constitution ne soit placé sur le marché interbancaire à la fin de celle-ci. Ceci exercerait un effet baissier sur le taux du marché monétaire à la fin de chaque période de constitution, ce qui irait à l'encontre de l'objectif de stabilisation du taux de marché à un niveau proche de celui du taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement. Dans la mesure où la fonction stabilisatrice des réserves obligatoires n'agit plus à la fin d'une période de constitution, une opération de réglage fin est alors généralement effectuée, afin de permettre de mieux stabiliser le taux du marché monétaire. Au cours des sept premières périodes de constitution de 2007, six opérations de ce type ont été menées, d'un volume moyen de 6,3 milliards d'euros en valeur absolue.

En menant une telle politique, l'Eurosystème parvient dans l'ensemble à maintenir le taux d'intérêt au jour le jour à un niveau proche de celui du taux de soumission minimal. Ainsi, l'écart moyen entre l'Eonia et le taux de soumission minimal – taux qui était de 3,50 p.c. au début de l'année sous revue, avant d'être porté à 3,75 p.c. en mars et à 4 p.c. en juin –, s'est élevé à 6 points de base entre le 1^{er} janvier et le 7 août. De plus, la volatilité qu'a présentée cet écart pendant cette période a été limitée, étant donné que son écart type ne s'est monté qu'à 5,8 points de base. Les taux marginal et moyen pondéré payés lors des opérations principales de refinancement

GRAPHIQUE 12 CONDUITE OPÉRATIONNELLE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'EUROSYSTÈME EN 2007⁽¹⁾

(données journalières, milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BCE.

(1) Les lignes grises verticales indiquent le dernier jour des périodes de constitution des réserves.

hebdomadaires ont également enregistré des écarts légèrement positifs, quoique stables, par rapport au taux de soumission minimal : ceux-ci se sont élevés respectivement à 6 et 7 points de base en moyenne. En stabilisant le taux d'intérêt du segment le plus court du marché monétaire à un niveau proche de celui du taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement, la fonction de signal de l'orientation de la politique monétaire de ce dernier est préservée au maximum.

Le 9 août, des tensions très aiguës sont apparues sur le marché monétaire, en raison essentiellement de l'annonce par une institution financière française de grande taille de la fermeture temporaire de deux de ses fonds monétaires compte tenu des difficultés rencontrées dans l'évaluation de la valeur des actifs sous-jacents. Ces problèmes faisaient suite notamment à la dégradation de la situation sur le marché hypothécaire américain à haut risque (*subprime*) pendant la première partie de l'année, qui avait amené dans le courant du mois de juin des agences de notation à rétrograder le *rating* d'un certain nombre de portefeuilles de titres issus d'opérations de titrisation (titres adossés à des créances) dont les actifs sous-jacents représentaient des crédits hypothécaires américains *subprime*. Dans le sillage de ces turbulences, on a assisté sur les marchés financiers à une correction importante de l'appréciation des risques de marché. Ces tensions ont, par ailleurs, rapidement gagné d'autres segments des marchés et, en particulier, celui des produits structurés au sens large, dont la valorisation était devenue très difficile. Dans ce contexte, il était particulièrement ardu d'évaluer l'exposition potentielle des institutions financières aux différents segments de marchés soumis à d'importantes tensions. À l'instar de leurs homologues américaines, les

banques actives sur le marché européen se sont donc très vite montrées réticentes à prêter des fonds sur le marché interbancaire, dans l'attente d'une plus grande clarté quant à leur propre situation en matière de liquidités et à l'exposition de leurs contreparties. Le manque de transparence en ce qui concerne ce dernier facteur a particulièrement affecté l'activité sur le marché interbancaire non garanti. L'assèchement de liquidités qui en a résulté a contraint la BCE à injecter des liquidités de manière substantielle dans le marché monétaire, afin d'assurer son bon fonctionnement et de stabiliser les taux d'intérêt à très court terme.

Une demande particulièrement vive d'avoirs en comptes courants auprès de l'Eurosystème est alors apparue au sein du système bancaire, pour pouvoir faire face à des chocs de liquidités sans devoir faire appel au marché interbancaire. Ceci impliquait, par ailleurs, que les banques aient la possibilité de satisfaire relativement tôt dans la période de constitution les réserves obligatoires. L'Eurosystème a répondu à cette demande accrue de préalimentation (*frontloading*) au moyen de ses opérations d'*open market*, afin de stabiliser autant que possible le taux du marché au jour le jour. Par conséquent, l'excédent cumulé que présentaient les comptes courants au début de la période de constitution des réserves s'est significativement amplifié. Lors de la période de constitution qui s'est étendue du 8 août au 11 septembre, l'excédent cumulé a culminé à quelque 30 p.c. le 12 août. Au cours de la période de constitution suivante, du 12 septembre au 9 octobre, il a même atteint un maximum cumulé de 37 p.c. à la date du 16 septembre. Même si la demande de préalimentation a reculé quelque peu à partir d'octobre, elle est demeurée substantielle par la suite.

Encadré 4 – Besoin de liquidités du secteur bancaire et montants de référence des opérations principales de refinancement

Le bilan consolidé de l'Eurosystème offre une vue d'ensemble de l'offre et de la demande de liquidités. À l'actif du bilan figurent les rubriques dont la progression a une incidence positive sur les liquidités à la disposition du secteur bancaire, tandis qu'au passif figurent les rubriques dont la progression conduit à une ponction de liquidités dans le secteur bancaire. Le secteur bancaire est confronté à un besoin de liquidités structurel, qui rend les établissements de crédit dépendants de l'Eurosystème. C'est précisément en déterminant les conditions auxquelles le système bancaire peut se refinancer auprès de l'Eurosystème, que ce dernier est capable de piloter le taux d'intérêt au jour le jour. L'ensemble du besoin de refinancement des établissements de crédit se compose de ce que l'on appelle les « facteurs autonomes », les réserves obligatoires imposées aux établissements de crédit et les excédents de réserves non rémunérés que les établissements de crédit détiennent sur leurs comptes courants auprès de l'Eurosystème. Pendant l'année sous revue, ce besoin de liquidités s'est élevé en moyenne à 441 milliards d'euros, ce qui représente une progression de 4,4 p.c. par rapport à l'année précédente.



Les facteurs autonomes sont déterminés soit par le comportement du public, soit par des dispositifs institutionnels, et sont indépendants de la conduite de la politique monétaire. La demande de billets de la part du public représente un important besoin de liquidités, même si sa croissance a été moins prononcée en 2007 qu'en 2006. La variabilité à court terme du besoin de refinancement s'explique essentiellement par les dépôts que les administrations publiques détiennent auprès des BCN. Les avoirs nets en or et en devises et l'ensemble des autres facteurs autonomes – qui comprennent, outre les investissements de portefeuille de l'Eurosystème, notamment les comptes de réévaluation, les créances sur les administrations publiques et le capital de l'Eurosystème – constituent, quant à eux, une source d'apport de liquidités. Les autres facteurs autonomes se sont fortement accrus pendant l'année sous revue, à la suite de l'augmentation par l'Eurosystème de ses investissements de portefeuille. Le fait que la somme des facteurs autonomes de ponction de liquidités qui figurent au passif soit supérieure à celle des facteurs autonomes d'apport de liquidités qui figurent à l'actif implique un déficit de liquidités structurel du secteur bancaire.

BILAN CONSOLIDÉ ET SIMPLIFIÉ DE L'EUROSYSTÈME

(moyenne des encours journaliers, milliards d'euros)

Actif			Passif		
	2006	2007		2006	2007
Facteurs autonomes de liquidité			Facteurs autonomes de liquidité		
Avoirs nets en or et en devises	329,1	323,7	Billets en circulation	578,0	629,6
Autres facteurs autonomes (nets) . .	46,6	106,5	Dépôts des administrations publiques	55,6	52,5
			Comptes courants		
			Réserves obligatoires	163,7	187,4
			Excédents de réserves	0,7	1,9
Instruments de politique monétaire			Instruments de politique monétaire		
Opérations principales de refinancement	307,0	263,6			
Opérations de refinancement à plus long terme	115,5	183,3	Opérations de réglage fin (nettes) . .	0,0	5,4
Facilité de prêt marginal	0,1	0,2	Facilité de dépôt	0,2	0,5
Total	798,3	877,3	Total	798,3	877,3

Source: BCE.

Le besoin structurel de refinancement est accentué par les réserves obligatoires qui sont imposées aux établissements de crédit. Ces dernières sont calculées en multipliant l'assiette des réserves – à savoir la plupart des engagements à court terme des établissements de crédit – par un coefficient de réserve fixé à 2 p.c. Au cours de l'année sous revue, les réserves obligatoires moyennes ont évolué en parallèle avec le bilan des établissements de crédit, atteignant 187,4 milliards d'euros.

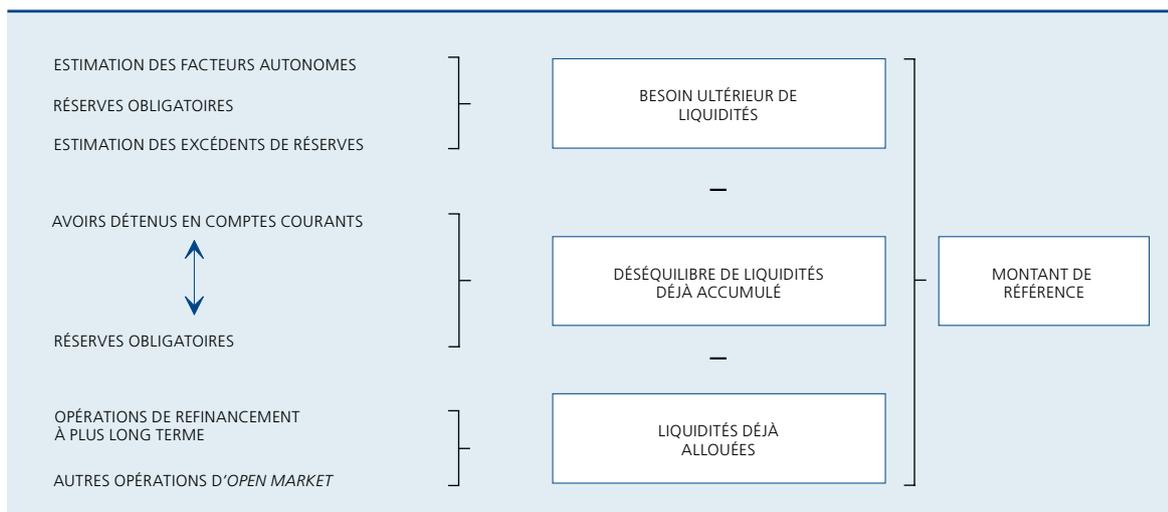
Les éventuels excédents de réserves, souvent très réduits, constituent la troisième composante du besoin de liquidités des établissements de crédit. En moyenne, ceux-ci ont ainsi détenu sur leurs comptes courants quelque 1,9 milliard d'euros en sus de leurs réserves obligatoires.



Le besoin de liquidités du secteur bancaire est refinancé auprès de l'Eurosystème, principalement par le biais des opérations d'*open market*, c'est-à-dire les opérations principales de refinancement hebdomadaires, les opérations de refinancement à plus long terme et les opérations de réglage fin. Le recours à la facilité de prêt marginal ou à la facilité de dépôt est, dès lors, en règle générale très limité.

Afin d'informer suffisamment les contreparties quant au besoin de liquidités total du secteur bancaire et de prévoir une offre de liquidités adéquate lors de ses opérations principales de refinancement hebdomadaires, l'Eurosystème procède systématiquement à une estimation du besoin de liquidités sur la base de laquelle un montant de référence pour l'adjudication peut être calculé. Ce montant de référence est fixé de façon à ce que les établissements de crédit puissent globalement respecter leurs obligations en matière de réserves de manière harmonieuse jusqu'à l'opération principale de refinancement suivante. Pour ce faire, il est tenu compte, outre de la prévision du besoin de refinancement, du déséquilibre de liquidités qui s'est déjà accumulé depuis le début de la période de constitution des réserves. Un niveau élevé (faible) d'avoires détenus en comptes courants au début de la période de constitution des réserves entraîne donc, toutes autres choses restant égales par ailleurs, des montants de référence plus faibles (élevés) plus tard au cours de la période de constitution des réserves. Par ailleurs, il est également tenu compte, lors du calcul du montant de référence, des liquidités déjà allouées dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme et des autres opérations d'*open market*.

CALCUL DES MONTANTS DE RÉFÉRENCE DES OPÉRATIONS PRINCIPALES DE REFINANCEMENT



Pour aider les soumissionnaires à fixer le montant de leurs offres, l'Eurosystème publie, depuis mars 2004, le jour où a lieu l'adjudication de l'opération principale de refinancement, une actualisation du montant de référence publié la veille au moment de l'annonce de l'opération principale de refinancement.

Les montants de référence reposent exclusivement sur des paramètres valables pour le secteur bancaire consolidé, sachant que, dans des conditions de marché normales, les établissements de crédit peuvent aisément s'échanger leur surplus ou leur déficit de liquidités sur le marché interbancaire. Toutefois, lorsque les conditions de marché sont tendues et que les établissements de crédit individuels ne veulent plus placer leur surplus sur le marché interbancaire, la demande totale de liquidités adressée à l'Eurosystème dépasse alors notablement les montants de référence habituels. Face à la hausse de la demande de réserves de banque centrale, il est souhaitable à ce moment d'accroître l'offre de liquidités en s'écartant des montants de référence, de manière à stabiliser le taux au jour le jour.

Dans la mesure où la soudaine demande d'avoirs en comptes courants observée au cours de la période de constitution des réserves qui a couru du 8 août au 11 septembre était totalement inattendue, l'Eurosystème a d'abord répondu à celle-ci au travers de quatre opérations de réglage fin successives, chacune disponible jusqu'au jour ouvrable suivant. Ces opérations ont permis d'injecter des liquidités successivement pour un montant de 94, 61, 47 et 7,7 milliards d'euros. Après ces injections de liquidités *ad hoc* additionnelles, le besoin de préalimentation a été satisfait en allouant, dès l'opération principale de refinancement hebdomadaire suivante, des montants qui, surtout au début de la période de constitution des réserves, étaient sensiblement supérieurs au montant de référence annoncé préalablement. Il a ensuite été tenté, au cours de la période de constitution, de réduire progressivement ces écarts, pour autant que cela ne nuise pas à l'objectif de stabilisation du taux d'intérêt. Globalement, lors des opérations principales de refinancement qui ont été organisées entre le 15 août 2007 et le 8 janvier 2008, l'Eurosystème a attribué en moyenne des sommes supérieures de 38,7 milliards d'euros aux montants de référence calculés, alors que cet écart positif avait chaque fois atteint 1 milliard d'euros pendant les sept premières périodes de constitution des réserves de l'année.

C'est surtout lors des opérations principales de refinancement des 18 et 28 décembre que l'Eurosystème a alloué un montant nettement supérieur au montant de référence, dans le but d'atténuer l'intensification des tensions sur le marché monétaire. La fin de l'année génère traditionnellement une certaine nervosité, même dans des conditions de marché normales, compte tenu de la clôture par les établissements de crédit de leurs comptes annuels, mais ces tensions s'annonçaient de façon beaucoup plus prononcée pour l'année sous revue. L'Eurosystème avait, dès lors, déjà annoncé le 30 novembre que la durée de l'opération du 18 décembre allait exceptionnellement être allongée d'une semaine, passant ainsi à deux semaines, en vue de rassurer les banques avant la période des vacances de Noël quant à la disponibilité de financements dont l'échéance tomberait après le nouvel an. Simultanément, il a été précisé que cette opération n'allait pas remplacer celle du 28 décembre, offrant de la sorte aux banques une opportunité supplémentaire de satisfaire leurs besoins de liquidités de fin d'année. De plus, la veille de l'opération du 18 décembre, l'annonce a été faite que toutes les offres à partir de 4,21 p.c. – le taux moyen de la précédente opération principale de refinancement – allaient être satisfaites sans réduction. Ceci a résulté en une adjudication d'un volume considérable: lors de cette opération, l'Eurosystème a alloué 348,6 milliards d'euros, de sorte que l'écart par rapport au montant de référence a atteint 168,1 milliards d'euros. Cette adjudication abondante a

eu comme conséquence un montant de référence négatif pour l'opération du 28 décembre. Toutefois, répondant à une demande de la part des banques, 20 milliards ont été alloués à cette date, soit 217 milliards de plus que le montant de référence.

Le 12 décembre, cinq banques centrales – la Banque du Canada, la *Bank of England*, la BCE, la Banque nationale suisse et la Réserve fédérale américaine – ont annoncé des mesures supplémentaires pour faire face au regain de tensions sur les marchés monétaires en fin d'année. En concertation avec la Réserve fédérale, l'Eurosystème a ainsi conduit deux opérations de provision de liquidités en dollar, contre la mise en garantie d'actifs considérés comme éligibles par l'Eurosystème, c'est-à-dire d'actifs libellés en euro. Les dollars ont été mis à la disposition de l'Eurosystème par le biais d'un *swap* de change avec la Réserve fédérale, et les taux d'intérêt appliqués étaient ceux que la Réserve fédérale fixe pour ses opérations correspondantes avec ses contreparties américaines. Lors de chacune de ces opérations, dénouées les 20 et 27 décembre, le montant maximal prévu de 10 milliards de dollars a été alloué pour des périodes de respectivement 28 et 35 jours. Ces opérations ont eu pour but de faciliter le financement en dollar des banques européennes et ont été sans conséquence pour la gestion de la liquidité sur le marché monétaire en euro.

Sur le marché monétaire en euro, l'Eurosystème a également dû recourir plus systématiquement à des opérations de réglage fin, parfois volumineuses, et pas seulement les premiers jours des tensions sur le marché monétaire au mois d'août. Ces opérations ne sont, par ailleurs, pas demeurées cantonnées au dernier jour de la période de constitution des réserves. Ainsi, le 6 septembre, une opération de réglage fin d'octroi de liquidités d'un montant de 42,2 milliards d'euros a été organisée, afin de tempérer les tensions haussières qui pesaient sur le taux au jour le jour. La veille, ce taux avait en effet atteint 4,70 p.c. Par ailleurs, à plusieurs occasions, il a été nécessaire, en raison de la préalimentation massive des banques, d'absorber des excédents de liquidités pour contrecarrer des pressions à la baisse sur le taux au jour le jour. Les montants de ces opérations ont, en outre, été importants. Cela a systématiquement été le cas le dernier jour de la période de constitution des réserves. Les 11 septembre, 9 octobre, 13 novembre, 11 décembre 2007 et 15 janvier 2008, l'Eurosystème a ainsi absorbé respectivement 60, 24,5, 27,75, 21 et 20 milliards d'euros de liquidités. En outre, des liquidités ont occasionnellement été ponctionnées sur le marché en dehors de la fin des périodes de constitution des réserves. Le 12 octobre, 30 milliards ont été absorbés pour la période de cinq jours qui précédait le règlement de l'opération principale de refinancement suivante, et

ce étant donné que le taux au jour le jour était descendu le matin même à 3,66 p.c. Entre le 7 et le 12 décembre et entre le 17 et le 19 décembre, des liquidités ont été reprises à hauteur de respectivement 8 et 36,6 milliards d'euros. L'adjudication très abondante lors de l'opération principale de refinancement du 18 décembre a, dès son règlement le lendemain, généré une importante pression à la baisse sur le taux au jour le jour. Celle-ci a persisté après l'adjudication de l'opération principale de refinancement du 28 décembre. Pour contrecarrer cette pression, l'Eurosystème s'est alors engagé dans une succession d'opérations de réglage fin, qui ont permis d'absorber les liquidités excédentaires de façon flexible, c'est-à-dire en fonction des conditions de marché. Entre le 19 décembre et le 3 janvier, le jour précédent la première opération de refinancement principale de 2008, l'Eurosystème a ainsi absorbé des liquidités pour des montants qui ont varié entre 101,6 et 200 milliards d'euros.

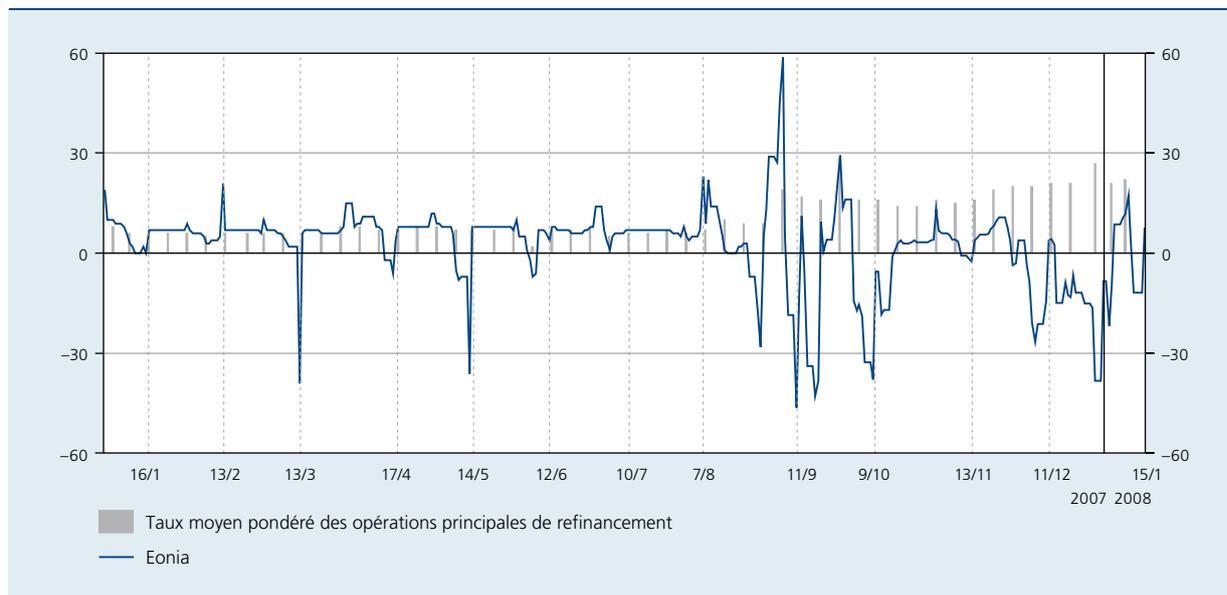
En août et en septembre, le Conseil des gouverneurs a également décidé d'organiser deux opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, dans la mesure où la demande de financement était importante au sein du segment à plus long terme du marché monétaire. Le volume de ces opérations de refinancement à plus long terme s'est élevé à respectivement 40 et 75 milliards d'euros. Celles-ci venaient s'ajouter aux opérations mensuelles habituelles de refinancement à plus long terme, d'une durée de trois mois, dont le Conseil des gouverneurs avait déjà décidé de porter le montant de 40 à 50 milliards, et ce à partir du 1^{er} février. Le 8 novembre, le Conseil des gouverneurs a, en outre, pris la décision de renouveler les deux opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme au moment de leur échéance et de chaque fois octroyer 60 milliards. Lors du renouvellement de la première opération additionnelle, le 23 novembre, l'encours des financements à plus long terme est passé à 285 milliards d'euros, pour ensuite revenir à 270 milliards le 12 décembre quand la deuxième opération additionnelle a été renouvelée. Au moment du renouvellement, le 20 décembre, d'une opération de refinancement à plus long terme classique, la situation de liquidité était très abondante, compte tenu de l'encours élevé adjugé lors de l'opération principale de refinancement du 18 décembre. La demande d'un financement à plus long terme a, dès lors, été insuffisante et l'Eurosystème n'a pu allouer que 48,5 milliards sur les 50 milliards qui venaient à échéance. L'encours des refinancements à plus long terme a ainsi reculé légèrement en fin d'année, pour s'établir à 268,5 milliards. Globalement, la part des opérations de refinancement à plus long terme dans l'octroi total de liquidités s'est fortement accrue, passant de 33 p.c. environ au premier semestre à 60 p.c. vers la fin de l'année.

La flexibilité d'utilisation du cadre opérationnel esquissée ci-dessus place le secteur bancaire dans une situation relativement confortable. Au début de la période de constitution des réserves, il est facile d'obtenir des liquidités, tandis que les éventuels surplus de liquidités peuvent être cédés sans lourde pénalisation plus tard au cours de la période, dans la mesure où les opérations de réglage fin visant à absorber des liquidités s'effectuent au taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement. Cela ne signifie cependant pas que les établissements de crédit individuels peuvent toujours obtenir des conditions aussi intéressantes auprès de l'Eurosystème. Lorsqu'ils s'adressent à l'Eurosystème en dehors du cadre des opérations d'*open market*, ils doivent, en effet, recourir aux facilités permanentes. Ces dernières offrent aux établissements de crédit la possibilité d'emprunter ou de placer des fonds pour un jour auprès de l'Eurosystème, à des taux préannoncés qui forment un corridor symétrique de 100 points de base de part et d'autre du taux de soumission minimal. Ces taux représentent également les limites au sein desquelles le taux au jour le jour va fluctuer. Le recours à ces facilités permanentes ne s'est pas notablement accru durant la période des turbulences financières; tout comme pendant les sept premiers mois, il s'est expliqué, d'une part, par une répartition parfois déséquilibrée des liquidités entre les établissements de crédit pendant la période de constitution des réserves, d'autre part, par une insuffisance des offres lors des opérations de réglage fin visant à absorber des liquidités à la fin de celle-ci. L'Eurosystème n'a pas pu, dès lors, ponctionner le montant de liquidités souhaité dans le marché, de sorte que les établissements de crédit ont dû placer celui-ci en fin de journée par le biais de la facilité de dépôt.

L'Eonia a connu une évolution nettement plus volatile que d'ordinaire au cours de la période de turbulences financières, ce qui témoigne de la difficulté d'aligner avec précision l'offre sur la demande de liquidités. Bien que l'écart moyen de l'Eonia par rapport au taux de soumission minimal ait été quasiment nul entre le 8 août 2007 et le 15 janvier 2008, son écart type a considérablement augmenté, pour atteindre 17 points de base. L'écart du taux moyen pondéré par rapport au taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement – celui-ci donne une indication de la mesure dans laquelle les établissements de crédit sont disposés à payer pour pouvoir se refinancer auprès de l'Eurosystème – a atteint un niveau relativement élevé par rapport à celui enregistré dans le passé. En moyenne, ce différentiel a, en effet, progressé pour s'établir à 18 points de base, alors que l'écart du taux marginal par rapport au taux de soumission minimal a augmenté pour atteindre 15 points de base. La dispersion des taux offerts par les institutions de crédit, dans le cadre tant des opérations principales de refinancement

GRAPHIQUE 13 ÉCARTS DE TAUX D'INTÉRÊT PAR RAPPORT AU TAUX DE SOUMISSION MINIMAL EN 2007⁽¹⁾

(données journalières, points de base)



Source : BCE.

(1) Les lignes grises verticales indiquent le dernier jour des périodes de constitution des réserves.

que des opérations de refinancement à plus long terme, a également été sensiblement plus élevée durant la période de turbulences financières.

C'est précisément parce que l'Eurosystème aligne l'octroi de liquidités sur la demande en vue de stabiliser les taux au jour le jour à un niveau proche de celui du taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement que cet apport ne constitue pas un signal de l'orientation de la politique monétaire. Les injections de liquidités, parfois substantielles, décidées par l'Eurosystème n'ont, dès lors, en aucun cas présagé un assouplissement de l'orientation de la politique monétaire, laquelle est restée inchangée, comme l'indiquent l'absence de modification des taux directeurs au cours de la période caractérisée par des tensions sur le marché monétaire et le maintien du taux au jour le jour à un niveau assez proche de celui du taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement.

La structure des taux d'intérêt sur le marché monétaire

Les taux d'intérêt sur les prêts interbancaires en blanc, c'est-à-dire non garantis, ont fortement progressé au début du mois d'août sur les segments à plus long terme du marché interbancaire. Ainsi, le 7 septembre, l'Euribor à

trois mois est passé à 4,75 p.c., contre quelque 4,2 p.c. au début d'août. En raison, pour partie, d'effets liés à la fin d'année, le taux à trois mois sur le marché interbancaire en blanc a augmenté au début d'octobre pour atteindre 4,8 p.c. Dès ce moment, le remboursement des crédits à trois mois tombe, en effet, après la fin de l'année. Ce même facteur explique l'augmentation prononcée de l'Euribor à un mois à la fin de novembre. L'Euribor à trois mois s'est ensuite détendu quelque peu dans le courant du mois d'octobre du fait d'un certain relâchement des tensions sur le marché monétaire. En novembre et décembre, en revanche, les tensions se sont à nouveau intensifiées, ce qui a provoqué une nouvelle hausse qui a abouti à un niveau encore plus élevé que celui enregistré au début du mois d'octobre. Les adjudications très abondantes lors des opérations principales de refinancement des 18 et 28 décembre, qui avaient comme but de mitiger les tensions liées à la fin de l'année, ont fait baisser les taux d'intérêt en fin de période, surtout pour les horizons jusqu'à un mois.

Au-delà du très court terme, les taux d'intérêt du marché interbancaire sont influencés par les anticipations relatives aux décisions de politique monétaire. Ils incluent également une prime de terme qui compense l'incertitude quant à l'évolution future des taux d'intérêt. Durant la deuxième moitié de l'année sous revue, cette prime a surtout reflété une préférence accrue pour un financement à plus long

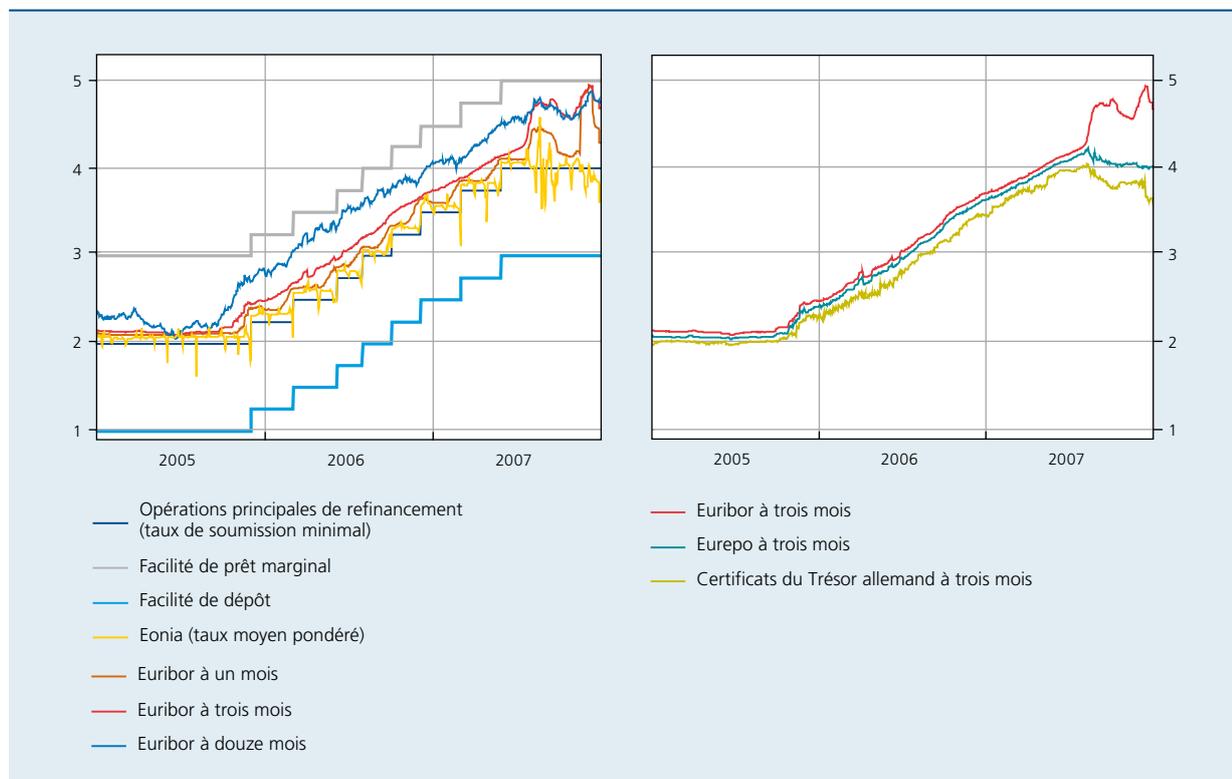
terme. Enfin, les taux d'intérêt interbancaires contiennent une prime couvrant le risque éventuel de défaut de paiement – l'Euribor porte en effet sur des prêts interbancaires en blanc. Il appert de l'évolution de l'Euribor à trois mois (taux auquel les banques se prêtent entre elles des fonds sans apport de garantie) et du taux Eurepo à trois mois (taux auquel les banques se prêtent entre elles des fonds contre nantissements) que cette prime de risque a joué un rôle majeur dans la forte hausse des taux d'intérêt non garantis. Alors qu'elle s'élevait à quelque 7 points de base durant la première moitié de l'année, cette prime a, en effet, progressé pour atteindre 70 points de base au début d'octobre. Ensuite, après un recul jusqu'à la mi-novembre, le différentiel entre l'Euribor et l'Eurepo à trois mois a de nouveau augmenté et s'est élevé à 82 points de base en moyenne en décembre. Cette évolution a reflété l'incertitude quant au degré d'exposition des établissements de crédit aux produits structurés.

L'Eurepo a, quant à lui, légèrement reculé dans le courant des mois d'août et de septembre, après que les anticipations de relèvements ultérieurs des taux d'intérêt se furent estompées. Cet élément explique aussi le recul du

rendement enregistré durant cette période sur les certificats du Trésor allemand. Le rendement de ces derniers a, en outre, été affecté par le fait que les bons d'État ont servi de valeur refuge, comme c'est habituellement le cas en période de tensions sur les marchés financiers. Cet effet peut être considérable sur un marché où l'offre est relativement inélastique.

La prime de risque attendue peut être calculée pour un moment précis dans le futur en comparant les prix des contrats à terme ayant trait à des prêts à trois mois garantis et non garantis. Il ressort de cette comparaison que les marchés s'attendaient à la fin de décembre à ce que la prime couvrant le risque de défaut de paiement s'élève à environ 40 points de base en mars 2008, pour revenir à 25 points en juin et se stabiliser à 20 points à partir de septembre, soit un niveau double de celui observé avant le début des turbulences sur les marchés financiers. Cette stabilisation accrédite l'opinion selon laquelle la réappréciation des risques est un mouvement structurel, bien qu'elle implique également que la prime de risque devrait diminuer fortement par rapport au niveau atteint au cours de la deuxième moitié de l'année sous revue.

GRAPHIQUE 14 STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE
(données journalières)



Sources : Bloomberg, BCE.

Les fluctuations sur le segment à plus long terme du marché monétaire, qui résultent du comportement des établissements de crédit et de leur perception du risque, échappent au contrôle de l'Eurosystème. En effet, par sa gestion de l'offre de liquidités, celui-ci peut uniquement exercer un contrôle direct sur les taux d'intérêt à très court terme. Les mouvements prononcés qui se manifestent sur le marché interbancaire entrent, quant à eux, en ligne de compte dans les décisions relatives à l'orientation de la politique monétaire étant donné qu'ils peuvent avoir des répercussions dépassant le cadre du marché interbancaire. Ainsi, bon nombre d'établissements de crédit utilisent le taux d'intérêt interbancaire à trois mois (mesuré par l'Euribor) comme point de référence pour une large gamme de taux d'intérêt applicables à l'octroi de prêts aux particuliers et aux sociétés non financières. Une répercussion de la hausse de l'Euribor à trois mois sur ces taux débiteurs impliquerait un durcissement effectif des conditions de financement, en l'absence même de toute modification des taux directeurs de l'Eurosystème.

2.3 Les décisions relatives à l'orientation de la politique monétaire

Les sept premiers mois de 2007 : poursuite du relèvement des taux d'intérêt

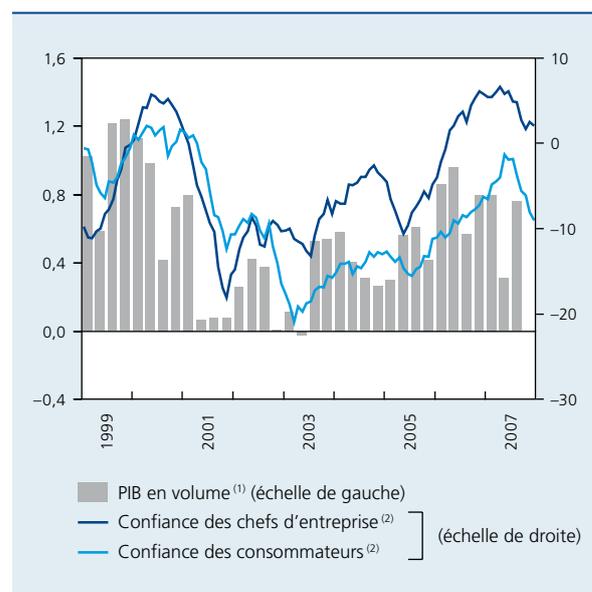
Après une croissance économique de 2,9 p.c. en 2006, le Conseil des gouverneurs était d'avis, dès le début de l'année sous revue, que l'activité économique allait quelque peu ralentir en 2007 et 2008, pour enregistrer une croissance toutefois solide, à un rythme proche de son potentiel. Une certaine incertitude persistait, néanmoins, en raison du relèvement du taux de la TVA en Allemagne entré en vigueur le 1^{er} janvier 2007. Ces craintes se sont néanmoins dissipées de manière relativement rapide, à mesure que les premiers indicateurs de conjoncture étaient rendus disponibles. Ainsi, après quelques hésitations en janvier, la confiance, du côté tant des chefs d'entreprise que des consommateurs, est restée largement orientée à la hausse durant la première partie de l'année, suggérant que l'effet d'une modification de la fiscalité indirecte dans le plus grand pays de la zone euro pourrait être plus faible qu'anticipé initialement.

Les données économiques encourageantes et la publication du taux de croissance du PIB en volume pour le dernier trimestre de 2006, qui indiquait une progression de 0,9 p.c. en rythme trimestriel, ont amené de nombreuses institutions internationales, de même que l'Eurosystème, à revoir à la hausse les perspectives de croissance

économique pour 2007 et, dans une moindre mesure, pour 2008. Par ailleurs, on considérait que l'expansion de l'économie allait s'appuyer sur une assise large. La vigueur de la croissance mondiale devait continuer à tirer les exportations de la zone euro et, de la sorte, l'activité économique. Du côté de la demande intérieure, les investissements devaient rester solides, à la faveur d'une période prolongée de conditions de financement très favorables, de la nette amélioration de la rentabilité des entreprises et de la restructuration de leur bilan. La consommation privée devait continuer à bénéficier de la nette augmentation de l'emploi.

Le Conseil des gouverneurs soulignait néanmoins que ce scénario de référence pour la croissance restait entouré de risques à la baisse à moyen terme. Les risques, essentiellement d'origine extérieure, étaient liés à la possibilité d'une nouvelle hausse des cours pétroliers, compte tenu des tensions géopolitiques persistantes au Moyen-Orient, aux craintes d'une montée des mesures protectionnistes, après de nombreux échecs dans les pourparlers du cycle de Doha, et aux inquiétudes quant aux conséquences sur les taux d'intérêt à long terme et sur les cours de change d'une correction abrupte des déséquilibres mondiaux. Par ailleurs, le fléchissement de l'activité économique américaine commençait à devenir plus préoccupant à mesure que les indicateurs signalaient une dégradation rapide des conditions sur le marché immobilier aux États-Unis. On

GRAPHIQUE 15 ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE ET INDICATEURS DE CONFIANCE DANS LA ZONE EURO



Source : CE.

(1) Données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent.

(2) Solde des réponses à l'enquête mensuelle.

craignait que ces développements n'affectent la consommation des ménages américains mais, surtout, qu'ils ne s'accompagnent d'une volatilité excessive sur les marchés financiers provoquée par d'éventuels retournements du sentiment des intervenants.

Par la suite, les données des comptes nationaux ont montré que le PIB en volume avait enregistré une progression de 0,6 p.c. – revue ultérieurement à 0,8 p.c. – au premier trimestre, un rythme supérieur aux attentes, en raison principalement d'une très forte contribution de la formation brute de capital. Ce sont essentiellement ces résultats qui ont donné lieu à une nouvelle – mais modeste – révision à la hausse des attentes en matière de croissance pour 2007 alors que, pour 2008, les cours relativement élevés du pétrole et l'appréciation graduelle du cours de change de l'euro exerçaient une légère incidence à la baisse, y compris d'après l'exercice de projections réalisé par l'Eurosystème.

S'agissant de l'inflation, elle est restée inférieure à la limite supérieure de la définition de stabilité des prix pendant les premiers mois de l'année sous revue, malgré

l'incidence à la hausse sur les prix du relèvement de la TVA en Allemagne. Le Conseil des gouverneurs a, en outre, indiqué qu'il était très probable qu'elle se maintienne sous le seuil des 2 p.c. jusqu'à la fin de l'été, en raison d'effets de base favorables significatifs découlant de la rapide progression des cours du baril de Brent pendant les trois premiers trimestres de l'année 2006 et de leur niveau plus bas ensuite jusqu'au mois d'août 2007. En moyenne, l'inflation s'est ainsi inscrite à 1,9 p.c. pendant les sept premiers mois. Par ailleurs, la tendance sous-jacente de l'inflation, qui a oscillé autour de ce même niveau au cours de la même période, est restée relativement modérée, après s'être toutefois accélérée au mois de janvier en raison principalement des modifications de la fiscalité indirecte dans le plus grand pays de la zone. L'évolution des coûts salariaux horaires est, en effet, restée globalement contenue, ce qui suggérait que la modération salariale persistait dans la zone euro sous l'effet de la mondialisation et des réformes structurelles mises en œuvre sur le marché du travail dans de nombreux États membres.

TABLEAU 12 PROJECTIONS POUR LA CROISSANCE DU PIB ET POUR L'INFLATION DANS LA ZONE EURO
(pourcentages de variation annuelle)

	Projections pour 2007				Projections pour 2008			
	1 ^{er} trimestre 2007	2 ^e trimestre 2007	3 ^e trimestre 2007	4 ^e trimestre 2007	1 ^{er} trimestre 2007	2 ^e trimestre 2007	3 ^e trimestre 2007	4 ^e trimestre 2007
PIB (en volume)								
CE	2,4	2,6	2,5	2,6	–	2,5	2,5	2,2
FMI	–	2,3	–	2,5	–	2,3	–	2,1
OCDE ⁽¹⁾	–	2,7	–	2,6	–	2,3	–	1,9
Consensus économique ⁽²⁾	2,1	2,5	2,6	2,6	2,1	2,2	2,2	2,0
EPP ⁽³⁾	2,1	2,5	2,7	2,6	2,1	2,3	2,3	2,1
Eurosystème	[2,1 – 2,9]	[2,3 – 2,9]	[2,2 – 2,8]	[2,4 – 2,8]	[1,9 – 2,9]	[1,8 – 2,8]	[1,8 – 2,8]	[1,5 – 2,5]
Inflation								
CE	1,8	1,9	2,0	2,0	–	1,9	1,9	2,1
FMI	–	2,0	–	2,0	–	2,0	–	2,0
OCDE ⁽¹⁾	–	2,0	–	2,2	–	2,0	–	2,2
Consensus économique ⁽²⁾	2,0	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0	2,1
EPP ⁽³⁾	2,0	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0
Eurosystème	[1,5 – 2,1]	[1,8 – 2,2]	[1,9 – 2,1]	[2,0 – 2,2]	[1,3 – 2,5]	[1,4 – 2,6]	[1,5 – 2,5]	[2,0 – 3,0]

Sources: CE, FMI, OCDE, Consensus économique, BCE.

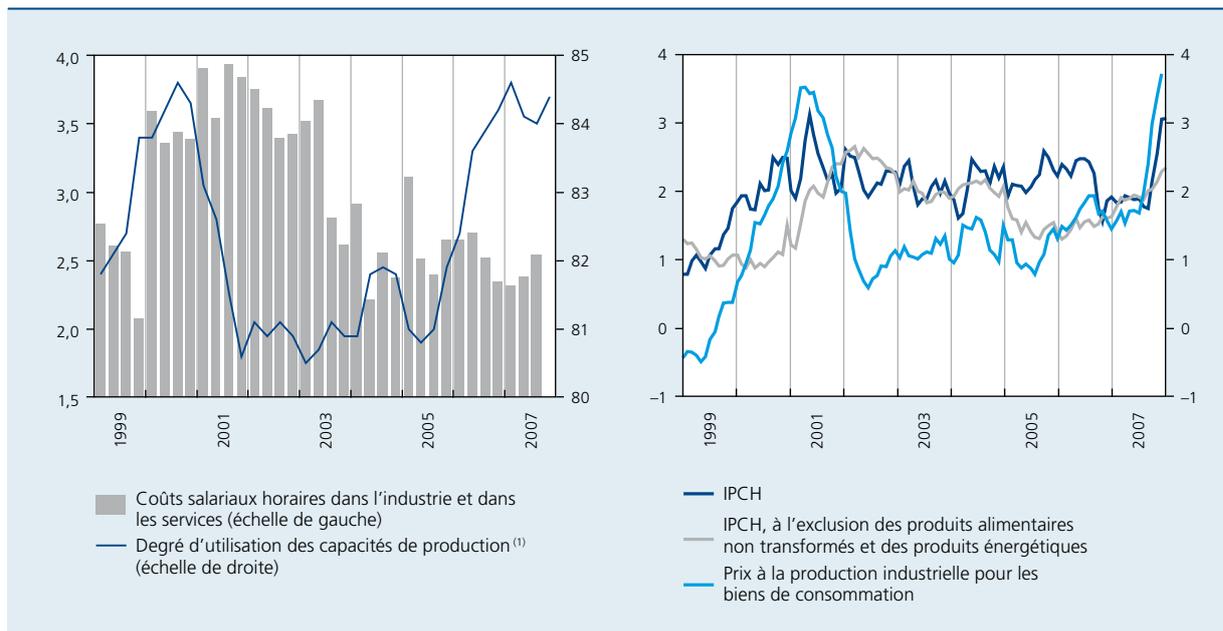
(1) À l'exclusion de la Slovaquie.

(2) Moyennes des prévisions réalisées par un panel d'experts du secteur financier.

(3) Enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels.

GRAPHIQUE 16 INDICATEURS DE PRESSIONS INFLATIONNISTES DANS LA ZONE EURO

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



Source : CE.

(1) Mesuré sur la base de l'enquête trimestrielle auprès des entreprises de l'industrie manufacturière de la zone euro.

Malgré le profil relativement favorable de l'inflation au début de l'année, le Conseil des gouverneurs se montrait inquiet au sujet des perspectives d'inflation. Certaines organisations internationales et l'Eurosysteme ont légèrement revu à la hausse leurs projections pour l'inflation en 2007 et 2008 pendant le deuxième trimestre. Le Conseil des gouverneurs soulignait en outre l'existence de risques à la hausse. Il craignait de voir augmenter les cours du pétrole, les impôts indirects et une série de prix réglementés. De surcroît, des pressions salariales plus prononcées ne pouvaient être exclues, en particulier dans un contexte où la vigueur de la croissance économique et les améliorations concomitantes des conditions sur le marché du travail érodaient rapidement les capacités de production restantes. Par ailleurs, les anticipations d'inflation, mesurées par le point mort d'inflation implicite à cinq ans à l'horizon de cinq ans dérivé à partir des obligations indexées, ont légèrement progressé, pour atteindre 2,29 p.c. en moyenne au mois de juillet, contre 2,19 p.c. au mois de janvier.

La présence de risques à la hausse pour l'inflation était corroborée par l'analyse monétaire. La dynamique de l'agrégat large M3 a, en effet, continué à se renforcer au cours des sept premiers mois de 2007, pour croître de 10,5 p.c. en moyenne, contre 8,4 p.c. en 2006, ce qui représente de loin la plus forte progression depuis

le début de la troisième phase de l'UEM. Le Conseil des gouverneurs attribuait ce dynamisme principalement à la vigueur de l'activité économique et au bas niveau des taux d'intérêt à court terme pendant une période prolongée. Il a néanmoins souligné qu'en dépit d'un renforcement de l'expansion de M3, le relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE avait tout de même exercé une incidence sur les évolutions monétaires, sous la forme d'une substitution entre les différentes composantes de M3 et d'une certaine modération de l'octroi des crédits.

Ainsi, la hausse des taux d'intérêt à court terme a accru l'attrait des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans, au détriment des dépôts à vue et des dépôts remboursables avec un préavis d'une durée inférieure ou égale à trois mois. La rémunération des dépôts à terme suivant de manière générale de très près l'évolution des taux d'intérêt du marché, un écart croissant entre la rémunération de ces actifs s'est, en effet, créé à mesure que les autorités monétaires haussaient progressivement le coût du loyer de l'argent.

De surcroît, le Conseil a indiqué au cours du second trimestre que les évolutions monétaires de court terme étaient affectées par des facteurs spécifiques, et plus précisément, par des mouvements de portefeuille, ce qui rendait l'interprétation des développements monétaires

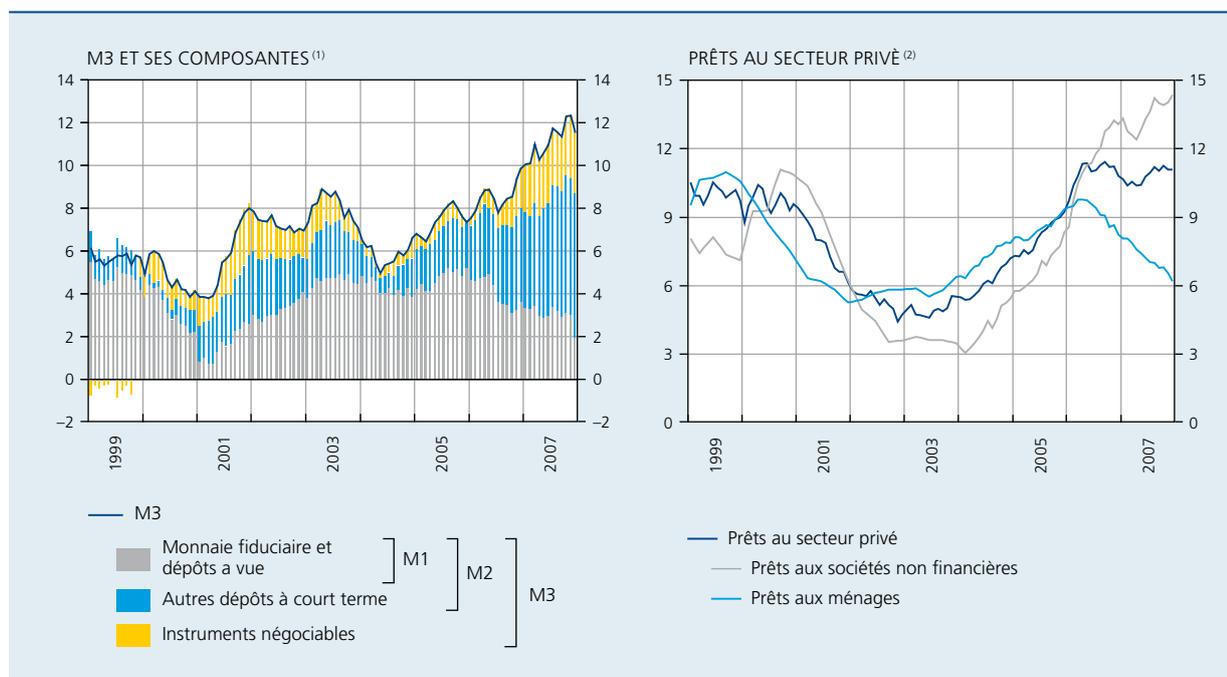
assez difficile, en particulier en temps réel (pour plus de détails, voir l'encadré 5). Ainsi, le profil relativement plat de la courbe des rendements a favorisé la détention des actifs financiers à court terme inclus dans M3, au détriment de ceux à plus longues échéances. La dynamique de M3 a également été stimulée par l'évolution de la position extérieure nette des intermédiaires financiers, reflétant le sentiment positif des investisseurs envers les actifs financiers de la zone euro, en raison principalement de l'évolution divergente des attentes en matière de croissance économique entre la zone euro et les États-Unis. En dépit de ces développements, le Conseil restait d'avis que le taux de croissance sous-jacent de la masse monétaire demeurait vigoureux et était donc porteur de risques à la hausse pour la stabilité des prix.

Par ailleurs, le Conseil se montrait singulièrement préoccupé par l'évolution de l'octroi des prêts au secteur privé, qui en dépit d'une légère modération causée par le relèvement progressif des taux d'intérêt directeurs, restait très soutenue. L'expansion des prêts octroyés au secteur privé est ainsi passée de 10,9 p.c. en 2006 à 10,6 p.c. durant les sept premiers mois de 2007. Derrière ce léger ralentissement se sont dessinées des évolutions contrastées. La progression annuelle des prêts aux ménages a poursuivi son mouvement à la baisse amorcé à la mi-2006, en revenant

de 9,3 p.c. en 2006 à 7,7 p.c. au cours des sept premiers mois de l'année. Ce fléchissement est essentiellement imputable au ralentissement de la hausse des prix de l'immobilier et de l'activité dans le secteur immobilier dans de nombreux pays de la zone euro, ainsi qu'à une augmentation graduelle des taux d'intérêt sur les prêts accordés aux ménages. En revanche, le taux de croissance annuel des prêts aux entreprises non financières s'est à nouveau accéléré, pour atteindre un niveau extrêmement élevé de 12,9 p.c. en moyenne au cours des sept premiers mois, contre 11,3 p.c. l'année antérieure. Les conditions de financement toujours globalement favorables, la vigueur de l'activité économique et de l'investissement, ainsi que le besoin de financement dans le cadre des activités de fusions et acquisitions, sont les principaux facteurs qui ont alimenté la forte demande de prêts émanant des sociétés non financières. Du côté de l'offre de crédits, les critères d'octroi sont restés globalement favorables, en partie à cause de la pratique plus répandue parmi les banques de la titrisation et du regain d'intérêt pour les prêts syndiqués.

Pour faire face aux risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, identifiés dans le cadre de son analyse économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a privilégié une orientation à la hausse des

GRAPHIQUE 17 AGRÉGATS MONÉTAIRES ET PRÊTS AU SECTEUR PRIVÉ



Source : BCE.

(1) Données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier ; contribution à la variation de M3 par rapport au mois correspondant de l'année précédente, points de pourcentage.

(2) Pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente.

taux d'intérêt directeurs de l'Eurosystème au cours des sept premiers mois. Il a jugé opportun de relever le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de 25 points de base à deux reprises, le 8 mars et le 6 juin, le portant ainsi de 3,50 p.c. au début de l'année à 4 p.c. Il continuait à être d'avis que l'orientation de la politique monétaire était toujours accommodante. Toutefois, on a assisté à une évolution dans la qualification exacte de ce terme à mesure que les taux directeurs étaient relevés. Ainsi, alors qu'en début d'année, cette qualification était surtout fondée sur le niveau – initialement bas et ensuite

modéré – des taux d'intérêt, le Conseil des gouverneurs a ensuite davantage souligné le caractère favorable des conditions générales de financement. Cette évolution dans la communication du Conseil des gouverneurs de la BCE avait pour but de signaler progressivement une diminution du caractère accommodant de l'orientation de la politique monétaire à mesure que les taux directeurs étaient relevés. Toutefois, le fait que le Conseil continuait de mentionner que la politique monétaire avait encore un caractère accommodant suggérait qu'il était enclin à poursuivre le cycle à la hausse des taux d'intérêt, si son

Encadré 5 – Pertinence de l'analyse monétaire

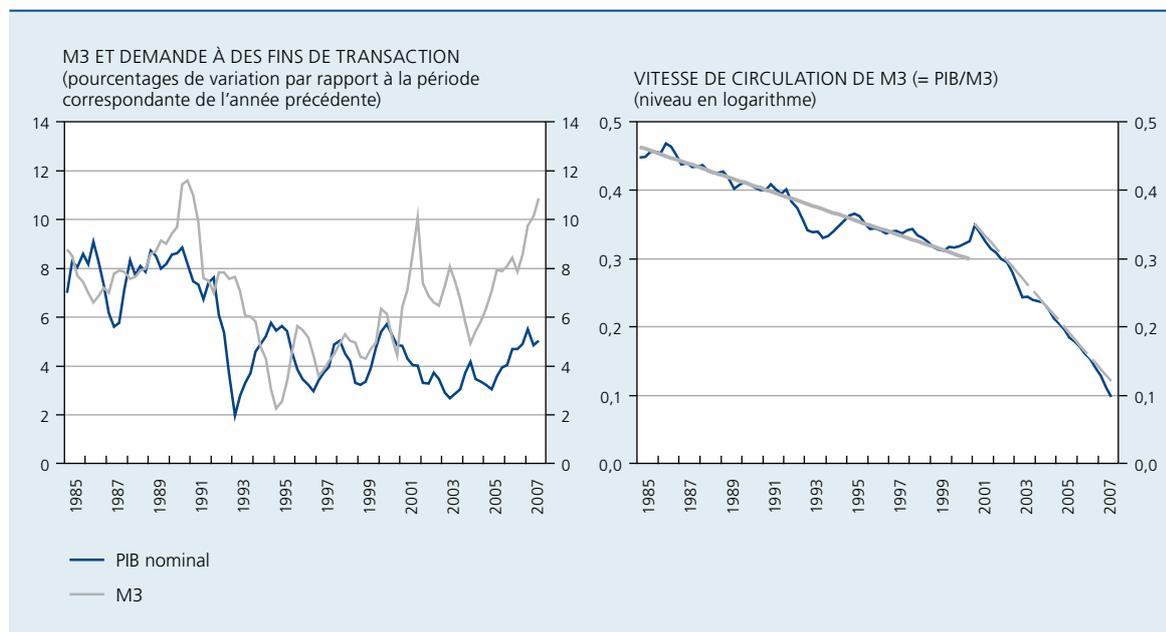
La stratégie de politique monétaire de la BCE repose sur un cadre analytique composé de deux piliers, à savoir l'analyse économique et l'analyse monétaire. La première vise à évaluer les évolutions économiques et financières et les risques que celles-ci représentent pour la stabilité des prix. La seconde trouve son origine dans le fait que les observations du passé tendent à montrer un lien étroit entre les évolutions fondamentales de l'inflation et de la croissance de la masse monétaire. L'analyse monétaire vise à évaluer les fluctuations de la masse monétaire, de l'octroi de crédits et de leurs composantes respectives et à rechercher les signaux pertinents quant à la tendance de l'inflation à plus long terme.

Il est en principe admis qu'une croissance anormalement élevée de la masse monétaire engendre, avec le temps, une accélération de l'inflation. La pertinence de cette prémisse dépend cependant largement de la stabilité de la demande de monnaie. Or, depuis 2001, une forte dynamique monétaire a été enregistrée sans que l'inflation ait notablement augmenté. En outre, étant donné que l'expansion de l'activité n'a pas fortement dévié de sa valeur tendancielle, la croissance du PIB nominal est demeurée inférieure à celle de M3. Par solde, ceci a entraîné une accélération de la tendance à la baisse de la vitesse de circulation de M3. En pratique, cette dernière se réduit depuis de longues années, notamment en raison du fait que la richesse financière a tendance à augmenter plus vite que le PIB, voire à cause d'innovations financières. Dans l'optique de la politique monétaire, il importe cependant de connaître les facteurs qui ont récemment contribué à ralentir davantage la vitesse de circulation. Le présent encadré distingue trois facteurs potentiels.

Premièrement, le ralentissement de la vitesse de circulation peut s'expliquer par une rupture structurelle de la demande de monnaie. Ceci signifierait qu'il présente un caractère permanent et que la forte croissance de la masse monétaire n'est pas le signe avant-coureur d'une accélération de l'inflation. Deuxièmement, cette décélération peut aussi s'expliquer par des chocs éphémères affectant la demande de monnaie. Ces chocs impliquent que les agents économiques souhaitent temporairement conserver davantage de monnaie que ce qu'ils détiendraient au taux d'intérêt à court terme en vigueur pour un motif de transaction pur, par exemple à la suite de réaménagements de portefeuille visant à remplacer des actifs non monétaires par des actifs monétaires. C'est précisément parce que des considérations de portefeuille expliquent alors l'accélération de la croissance de M3 qu'il est peu vraisemblable que la liquidité accrue serve à financer des transactions et que les risques haussiers pesant sur la stabilité des prix demeureraient limités. Troisièmement, la vive croissance de la masse monétaire peut mettre en évidence un surplus de liquidités, découlant par exemple de la faiblesse des taux d'intérêt, dans la mesure où les coûts d'opportunité liés à la détention d'actifs monétaires se réduisent. La probabilité qu'un tel surplus soit utilisé à des fins de transactions est beaucoup plus élevée et, étant donné que des facteurs liés à la demande peuvent influencer l'activité économique à court terme mais pas à long terme, cette liquidité accrue engendrera finalement surtout une hausse de l'inflation. Dans un tel cas de figure, la vive croissance monétaire s'accompagnera normalement d'une forte expansion de l'octroi de crédits. Une progression sensible de la monnaie transactionnelle traduit dès lors l'existence de risques à la hausse sur la stabilité des prix.



DEMANDE À DES FINS DE TRANSACTION, MASSE MONÉTAIRE ET VITESSE DE CIRCULATION DE M3 DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE, BNB.

L'évolution observée de M3 et de sa vitesse de circulation peut bien entendu s'expliquer par une concomitance de plusieurs de ces facteurs. L'hypothèse d'une rupture structurelle ne peut être exclue. Elle pourrait être due à une modification des comportements causée par le nouvel environnement de stabilité des prix et de taux d'intérêt bas. Une série de chocs affectant la demande de monnaie peuvent également être identifiés. Ainsi, entre 2001 et 2003, étant donné l'insécurité accrue sur les marchés financiers, les portefeuilles internationaux ont subi d'importants réaménagements visant à remplacer des actifs financiers présentant un rendement incertain par des actifs plus liquides et plus sûrs, faisant partie de M3. Au bilan des IFM, ces réaménagements se sont accompagnés d'une progression des actifs nets extérieurs, attendu que le secteur non financier a liquidé des placements en devises, si bien que la croissance substantielle de la monnaie n'est pas allée de pair avec une vive expansion de l'octroi de crédits pendant cette période. Depuis 2007, la structure plane des taux d'intérêt a, en revanche, semblé induire des réaménagements de portefeuille qui ont soutenu la dynamique monétaire, étant donné que les placements à court terme, dont une partie compose M3, sont devenus attractifs. À noter également que les actifs présentant un profil de risque faible ont pu séduire davantage pendant la deuxième moitié de l'année, en raison des turbulences sur les marchés financiers, et que l'analyse de la croissance de l'octroi de crédits est compliquée par la possibilité que les données enregistrées soient partiellement gonflées par le fait que des crédits qui étaient précédemment titrisés fassent à nouveau l'objet d'une intermédiation.

Étant donné qu'il n'est pas aisé de déterminer en temps réel dans quelle mesure la demande de monnaie est dictée par un motif de transaction – c'est principalement ce type de demande de monnaie qui a des implications pour la stabilité des prix –, l'analyse monétaire ne constitue qu'un des éléments, certes important, sur lesquels s'appuient les décisions de politique monétaire adoptées par le Conseil des gouverneurs. Ainsi, ce dernier a souligné que des facteurs temporaires affectaient la dynamique de M3, malgré le fait que celle-ci commençait à être influencée par le relèvement des taux d'intérêt directeurs. Il a néanmoins continué à répéter au cours de l'année sous revue que la dynamique sous-jacente de la masse monétaire et de l'octroi de crédits était solide, signe de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix.



L'analyse monétaire peut, par ailleurs, permettre d'identifier les périodes d'instabilité financière ou de hausses excessives des prix des actifs. L'identification de ces périodes à un stade précoce peut se révéler précieuse pour la politique monétaire afin de garantir la stabilité financière et, plus indirectement, de limiter les effets potentiellement néfastes qu'une baisse ultérieure des prix des actifs pourrait avoir sur l'activité économique, l'inflation et d'autres fondements économiques. Le fait que l'éclatement de la bulle financière sur le marché des actions au début du XXI^e siècle et, plus récemment, la crise sur le marché américain du logement ont tous deux eu de lourdes conséquences pour l'ensemble des marchés financiers démontre à suffisance l'importance de fluctuations trop grandes des prix des actifs pour la stabilité financière et, plus généralement, pour l'économie. Un débat s'est fait jour depuis un certain temps déjà sur la question de savoir si la politique monétaire doit réagir (pro)activement à de fortes fluctuations des prix des actifs. Aucun consensus n'a encore pu être dégagé. Toutefois, avant de décider s'il est opportun ou non de prendre en compte les prix des actifs dans la conduite de la politique monétaire, il importe de disposer d'instruments adéquats permettant une identification précoce d'une hausse excessive des prix des actifs. L'analyse monétaire peut y contribuer.

Plusieurs études⁽¹⁾ ont tenté de répondre à la question de savoir si les évolutions de la monnaie et du crédit présagent ou non une hausse excessive du prix des actifs. Ainsi, Borio et Lowe (2002 ; 2004) ont montré qu'une croissance soutenue et persistante du crédit, conjuguée à de fortes hausses des prix des actifs, augmente considérablement le risque de connaître une période d'instabilité financière ou une crise bancaire. Detken et Smets (2004), ainsi que Adalid et Detken (2007), ont aussi souligné l'importance de la croissance de la monnaie et du crédit comme indicateurs efficaces afin d'opérer rapidement une distinction entre les bulles dommageables (mesurées par le recul subséquent du PIB en volume) et celles qui le sont moins. La croissance (réelle) de la masse monétaire est nettement plus vigoureuse avant l'apparition d'une bulle aux conséquences dommageables et l'expansion du crédit est nettement plus soutenue pendant ces épisodes de hausse du prix des actifs. Bruggeman (2007) a étudié les périodes d'excès de liquidité et tenté de déterminer si elles étaient suivies par un envol des prix des actifs. Il apparaît que les périodes d'excès de liquidité, caractérisées par une croissance robuste du crédit et du PIB, de faibles taux d'intérêt et une inflation modérée, annoncent clairement un risque accru d'envol des prix des actifs.

(1) Sources citées dans l'encadré : Adalid R. et C. Detken (2007), *Liquidity shock and asset price boom/bust cycles*, BCE, Working paper 732 ; Borio C. et P. Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BRI, Working paper 114 ; Borio C. et P. Lowe (2004), *Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?*, BRI, Working paper 157 ; Bruggeman A. (2007), *Can excess liquidity signal an asset price boom?*, BNB, Working paper 117 ; Detken C. et F. Smets (2004), *Asset price booms and monetary policy*, BCE, Working paper 364.

scénario de référence quant à l'évolution de l'activité économique et de l'inflation se réalisait. En effet, malgré les deux hausses successives en mars et en juin, les marchés continuaient à tabler sur une poursuite des relèvements des taux directeurs. Ce facteur contribue aussi à expliquer pourquoi les taux d'intérêt à long terme ont augmenté pendant le premier semestre.

Août-décembre 2007 : turbulences sur les marchés financiers

À partir du mois d'août, les turbulences sur les marchés financiers, décrites plus haut, ont contraint le Conseil des gouverneurs à évaluer leurs conséquences, non seulement pour la gestion de la liquidité sur le marché monétaire, mais aussi pour l'orientation de la politique monétaire,

et plus particulièrement pour la trajectoire des taux d'intérêt directeurs. Dans le sillage des tensions susvisées, on a assisté à un durcissement généralisé des conditions monétaires et financières. La perte de confiance dans les titres adossés à des créances hypothécaires américaines *subprime*, qui s'est très vite répandue à d'autres marchés, a provoqué une hausse de la prime de risque incorporée dans les actifs financiers. Par ailleurs, compte tenu des inquiétudes croissantes quant à la situation de l'autre côté de l'Atlantique, le cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar s'est apprécié considérablement au cours du second semestre. Après avoir atteint un sommet historique à 1,49 le 21 novembre, l'euro s'échangeait contre 1,47 dollar à la fin de l'année. Finalement, au regard de la situation sur les marchés financiers, la confiance des agents a commencé à se détériorer dans l'ensemble des secteurs économiques, tout en restant néanmoins à un niveau élevé.

Ces développements, auxquels est venu s'ajouter le renchérissement substantiel des produits pétroliers et des produits alimentaires, ont assombri les perspectives de croissance économique pour la zone euro, mais leur impact était toutefois difficile à quantifier. Dès le mois de septembre, de nombreux organismes internationaux ont progressivement révisé à la baisse leurs projections pour la croissance économique de 2008, alors que pour celle de 2007, le pronostic demeurait dans l'ensemble *grosso modo* inchangé. Toutefois, selon le Conseil des gouverneurs, les fondamentaux de la croissance économique de la zone euro restaient solides, étant donné que, dans un monde globalisé où la croissance mondiale est tirée par les pays émergents, cette dernière pouvait se découpler du cycle américain. Le Conseil des gouverneurs était néanmoins d'avis que la volatilité sur les marchés financiers et la réévaluation des risques de marchés avaient accru significativement l'incertitude quant aux perspectives d'expansion de l'activité économique à court et à moyen termes. De manière générale, il jugeait que les risques entourant ces perspectives étaient davantage orientés à la baisse. Ainsi, il considérait que le repli de l'activité aux États-Unis – s'il s'aggravait – serait de nature à peser plus fortement sur la demande extérieure de la zone euro et à accroître davantage la volatilité sur les marchés financiers. À cela s'ajoutait le risque d'une poursuite de l'appréciation de l'euro. Du côté de la demande intérieure, la consommation risquait de souffrir des prix élevés des produits pétroliers et alimentaires, si ces derniers continuaient leur mouvement haussier. Les investissements, quant à eux, étaient susceptibles d'être affectés par un resserrement plus important que prévu des conditions de financement.

Pendant cette période, la croissance du PIB au second trimestre a été publiée. Elle s'est établie à 0,3 p.c. Le Conseil expliquait toutefois que cette évolution reflétait très vraisemblablement la volatilité intrinsèque des taux de croissance trimestrielle du PIB et qu'il s'attendait à un rebond au second semestre, avec un rythme d'expansion oscillant autour de son niveau potentiel. C'est effectivement ce qui s'est produit : les premières estimations de la croissance du PIB pour le troisième trimestre ont indiqué que celle-ci avait rebondi à 0,7 p.c., en raison principalement de la vigueur de la demande intérieure. Ce résultat suggérait que les perturbations sur les marchés financiers n'avaient jusque-là pas encore réellement affecté l'activité économique de la zone euro.

En ce qui concerne l'évolution des prix, le Conseil considérait déjà au premier semestre de l'année que des effets de base défavorables allaient faire augmenter l'inflation au-delà de 2 p.c. à partir de la fin de l'été. Le renchérissement marqué des produits pétroliers et des matières premières

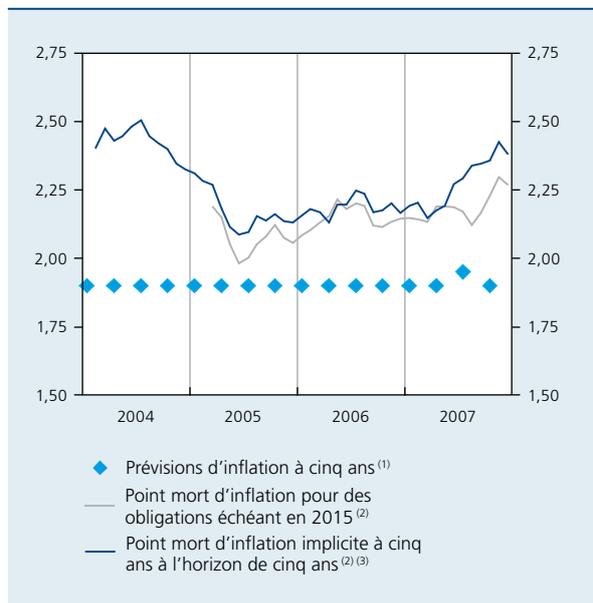
alimentaires, certes limité par l'appréciation de l'euro, a toutefois amené l'inflation à des niveaux encore nettement supérieurs à ceux prévus initialement. Ces tensions se sont particulièrement intensifiées à la fin de l'année. L'inflation est ainsi passée de 1,7 p.c. en août à 3,1 p.c. en décembre. La tendance sous-jacente de l'inflation a également suivi un mouvement à la hausse pour atteindre 2,3 p.c. en décembre, contre 2 p.c. en août, compte tenu du fait qu'elle englobe le prix des produits alimentaires transformés. Ces développements sur les marchés des matières premières ont été, de surcroît, à l'origine de révisions à la hausse des perspectives d'inflation, essentiellement pour 2008. Cette révision à la hausse a été particulièrement prononcée pour l'exercice de projections de l'Eurosystème dont les résultats ont été publiés en décembre, étant donné que davantage d'informations ont pu être prises en compte. Par ailleurs, le Conseil considérait que d'importants risques continuaient de peser sur la stabilité des prix à moyen terme, incluant notamment ceux liés à des hausses persistantes des prix des matières premières et à la possible apparition d'augmentations élevées des coûts salariaux. Dans ce contexte, il a souligné, lors de sa réunion du 6 décembre, l'importance de supprimer tout mécanisme d'indexation des salaires nominaux sur les prix.

Ces craintes concernant l'émergence d'effets de contagion, dits de second tour, ne se sont toutefois pas matérialisées au cours du second semestre de l'année 2007, l'évolution des coûts salariaux restant globalement modérée. Les anticipations d'inflation à long terme ont toutefois continué à augmenter. Ainsi, le point mort d'inflation implicite à cinq ans à l'horizon de cinq ans, dérivé à partir des obligations indexées, a enregistré une progression de 9 points pendant la deuxième partie de l'année, en passant de 2,29 p.c. en moyenne au mois de juillet à 2,38 p.c. en décembre. Toutefois, cette évolution peut aussi traduire en partie une élévation de la prime de risque relative à l'inflation. Par ailleurs, les anticipations à cinq ans mesurées sur la base de l'enquête trimestrielle menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels se sont légèrement inscrites à la hausse au troisième trimestre, pour revenir cependant par la suite au niveau enregistré pendant les quatre années précédentes, à savoir 1,9 p.c. Outre la hausse des anticipations, le sentiment d'inflation des consommateurs – mesuré à l'aide d'une enquête réalisée par la CE – a rebondi considérablement à la fin de l'année, reflétant ainsi l'accélération notable de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs a continué à considérer au cours de la seconde partie de l'année que l'analyse monétaire faisait ressortir des risques à la hausse pour la stabilité des prix à moyen terme et, de la sorte, confirmait

GRAPHIQUE 18 ANTICIPATIONS D'INFLATION DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



Sources : EPP, BCE.

(1) Enquête auprès des prévisionnistes professionnels, menée par la BCE.

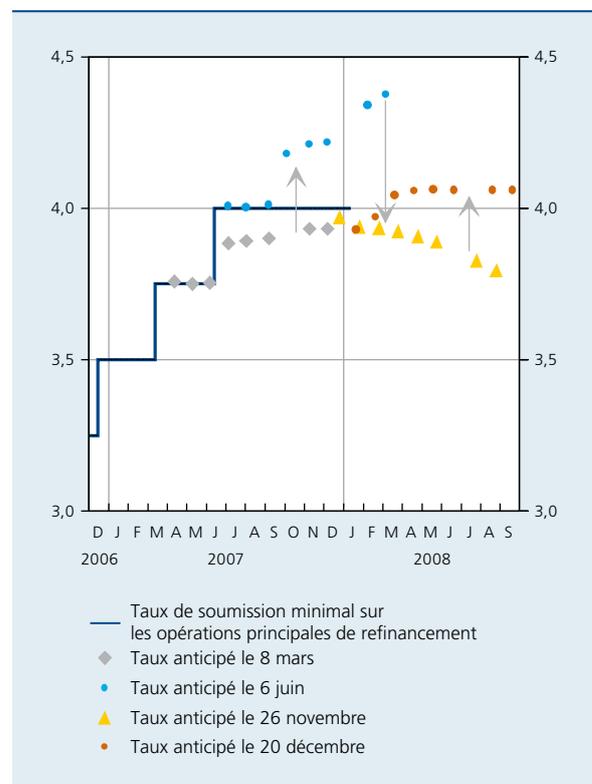
(2) Le point mort d'inflation correspond à la différence entre les rendements d'obligations publiques nominales et d'obligations publiques indexées. Données corrigées des variations saisonnières.

(3) Estimations réalisées à partir de la structure par terme des points morts d'inflation. Données corrigées des variations saisonnières.

les signaux fournis par l'analyse économique. Il a indiqué que la croissance sous-jacente des agrégats monétaires et des crédits restait extrêmement vigoureuse, mais il était néanmoins d'avis que des facteurs temporaires étaient de nature à alimenter la progression dynamique de ces agrégats et de leurs contreparties. Ainsi, l'aplatissement de la courbe des taux continuait à compliquer l'interprétation des signaux fournis par l'analyse monétaire. De surcroît, le Conseil considérait que les remous sur les marchés financiers pouvaient avoir exercé une incidence considérable sur les développements monétaires. Il était, en effet, possible que les agents privilégiaient les actifs moins risqués, inclus notamment dans M3, alimentant dès lors davantage l'expansion de M3. Dans ce contexte, le Conseil était d'avis que les évolutions monétaires étaient susceptibles de fournir des indications pertinentes sur les réactions et les changements de comportement des intermédiaires financiers, des ménages et des entreprises face à la volatilité des marchés financiers. Du côté des contreparties, l'octroi de crédits au secteur privé est resté vigoureux. Toutefois, le Conseil a mentionné que ces développements étaient difficiles à interpréter. Il ne pouvait être exclu que cette dynamique reflète une réintermédiation de certains financements vers le bilan des banques, en raison de la crise de liquidité qui touchait de nombreux

segments du marché des crédits, et plus particulièrement le marché des titres adossés à des créances.

Dans l'ensemble, le Conseil des gouverneurs a indiqué au cours de la seconde moitié de l'année que le recoupement des conclusions de l'analyse économique et de l'analyse monétaire continuait de confirmer l'existence de risques à la hausse pour la stabilité des prix à moyen et à long termes. Parallèlement, il a souligné que la volatilité sur les marchés financiers et la réévaluation du risque par les intervenants avaient considérablement accru l'incertitude. Au regard de ces incertitudes, le Conseil a jugé judicieux de ne pas modifier les taux directeurs. Dans un premier temps, il a souligné qu'il était primordial de disposer de davantage d'informations avant de pouvoir tirer de nouvelles conclusions pour la politique monétaire. En décembre, le Conseil a toutefois davantage mis l'accent sur les risques pesant sur la stabilité des prix en raison de l'intensification des pressions inflationnistes en fin d'année et a souligné, dans ce contexte, qu'il était primordial que les effets de second tour ne se matérialisent pas. Il continuait par ailleurs à mentionner qu'il suivrait de très

GRAPHIQUE 19 ANTICIPATIONS DES TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME DANS LA ZONE EURO ⁽¹⁾

Sources : Bloomberg, BCE.

(1) Mesurées sur la base du taux d'intérêt swap Eonia à terme à un mois, corrigé pour tenir compte des effets de la période de constitution des réserves ainsi que de l'écart moyen entre l'Eonia et le taux de soumission minimal sur les opérations principales de refinancement.

près l'ensemble des évolutions et qu'il agirait de manière résolue et en temps opportun afin d'éviter que les risques à la hausse pour la stabilité des prix à moyen terme ne se concrétisent. Il est essentiel que les anticipations d'inflation à moyen et à long termes demeurent solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. En dépit d'un *statu quo* des taux directeurs de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs a, pendant les derniers mois de l'année, continué à adapter progressivement sa communication, au regard notamment du durcissement des conditions globales de financement. En octobre, il a ainsi délibérément choisi de ne plus qualifier l'orientation de la politique monétaire d'accommodante, tout en continuant à souligner que l'économie restait caractérisée par une croissance vigoureuse de la monnaie et du crédit et que des risques subsistaient pour la stabilité des prix.

Depuis le début des turbulences financières, les marchés financiers ont révisé à la baisse leurs attentes en matière de politique monétaire. Ce mouvement s'est interrompu à la fin de l'année après la réunion du Conseil des gouverneurs du 6 décembre. Ce facteur, auquel sont venus s'ajouter les mouvements de fuite vers la qualité, ont été à l'origine d'une baisse prononcée des taux d'intérêt à long terme, comme en atteste la baisse du rendement du *Bund*

allemand, qui est revenu de 4,6 p.c. en juin à 4,24 p.c. en décembre.

Conditions monétaires et conditions financières

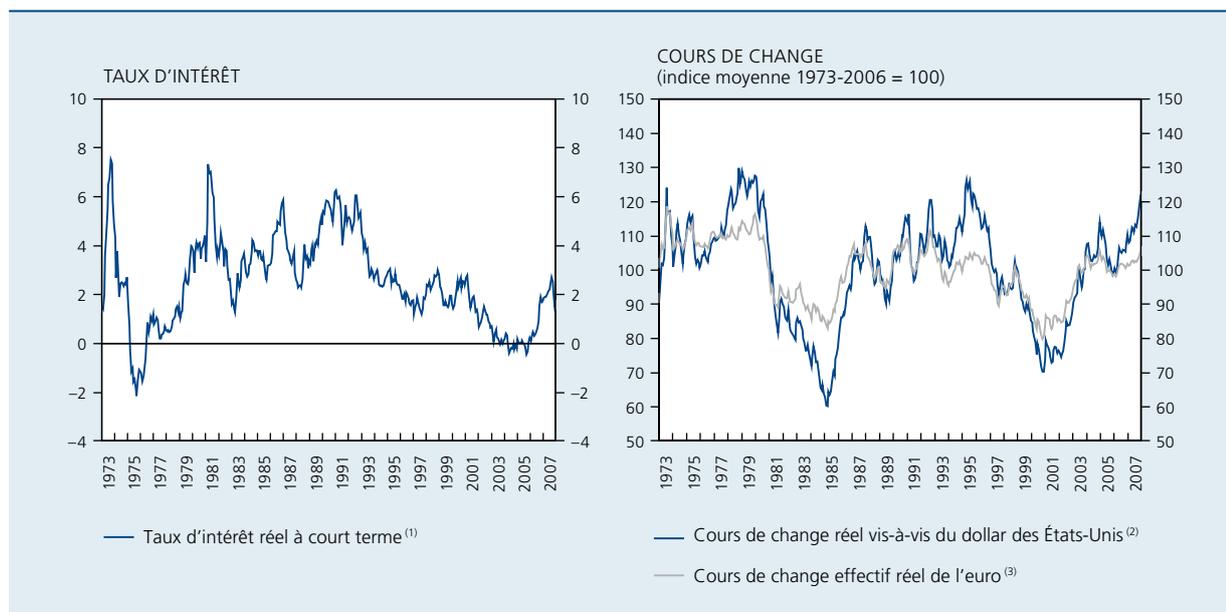
CONDITIONS MONÉTAIRES

Au cours de l'année sous revue, on a assisté à un certain durcissement des conditions monétaires dans la zone euro. Le taux d'intérêt réel à court terme a continué son mouvement à la hausse amorcé à la fin de l'année 2005. Ce mouvement reflète essentiellement l'accroissement graduel des taux d'intérêt directeurs de l'Eurosystème, et il a été renforcé par les perturbations sur le marché monétaire et, plus précisément, par l'augmentation de la prime de risque comprise dans les taux à trois mois sur le marché interbancaire en blanc (Euribor) durant la seconde partie de l'année. Cependant, si on se place dans une perspective historique, le niveau des taux d'intérêt réels est resté relativement modéré.

L'année 2007 a également été marquée par d'importants développements sur le marché des changes et en particulier, par une appréciation notable du cours de change réel

GRAPHIQUE 20 INDICATEURS RELATIFS AUX CONDITIONS MONÉTAIRES DANS LA ZONE EURO

(données mensuelles)



Sources : BRI, OCDE, Thomson Financial Datastream, BCE.

(1) Taux d'intérêt nominal à trois mois sur le marché interbancaire en Allemagne (1973-1998) et dans la zone euro (1999-2007), duquel est soustrait le pourcentage de variation annuelle de l'IPC ou, si disponible, de l'IPCH.

(2) Cours de change nominal du mark allemand (1973-1998) ou de l'euro (1999-2007) vis-à-vis du dollar des États-Unis, déflaté par le rapport entre les IPC ou, si disponible, l'IPCH aux États-Unis et en Allemagne (1973-1998) ou dans la zone euro (1999-2007).

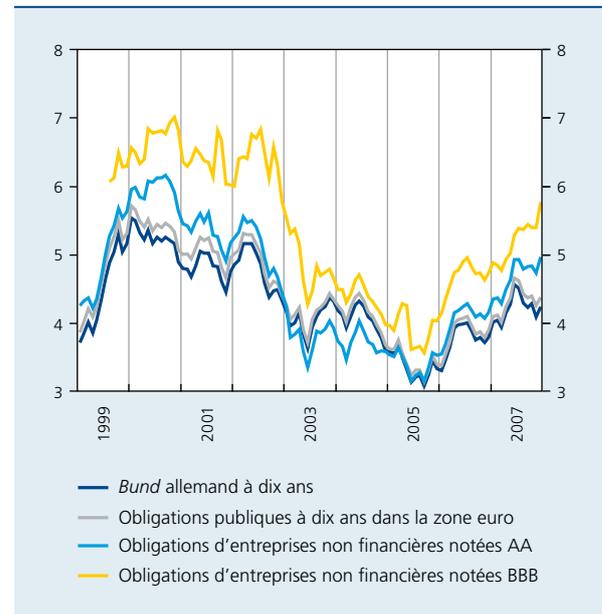
(3) Moyenne du cours de change de l'euro vis-à-vis des monnaies de trente pays membres de l'OCDE et de seize économies non membres, pondérée par leur poids dans le commerce extérieur de la zone euro.

de l'euro, renforçant de la sorte l'évolution enregistrée par les taux d'intérêt réels. Après s'être apprécié progressivement pendant le premier semestre, le cours de change nominal de l'euro vis-à-vis du dollar a enregistré un mouvement haussier considérable, pour atteindre un nouveau sommet à 1,49 le 21 novembre. Finalement, il s'est établi à 1,47 en fin d'année, ce qui équivaut à une progression d'environ 12 p.c. depuis la fin de 2006. Les perspectives de croissance divergentes, ainsi que les décisions et les anticipations de politique monétaire qui y sont liées, ont été les principaux responsables de ce développement. Ce facteur a davantage pesé au second semestre, dans la mesure où les intervenants ont revu significativement à la baisse leurs prévisions de croissance pour les États-Unis, dans le sillage de la publication de nombreux indicateurs décevants notamment pour le marché immobilier et le marché du travail. Cette appréciation traduit donc, pour l'essentiel, l'évolution des fondamentaux dans les deux économies et constitue, de la sorte, un mécanisme de rééquilibrage, d'une part, dans la zone euro via notamment une modération des pressions inflationnistes, d'autre part, aux États-Unis via une réduction du déficit courant extérieur. Le cours de change effectif réel de l'euro a aussi connu une certaine appréciation, dont l'ampleur a été néanmoins moins marquée, de 2,1 p.c. en moyenne par rapport à 2006.

CONDITIONS FINANCIÈRES

Les taux d'intérêt à long terme ont poursuivi leur ascension pendant la première partie de l'année. Ainsi le rendement du *Bund* allemand est passé de 4,1 p.c. en janvier à 4,6 p.c. à la fin du mois de juin. Par la suite, la remontée de l'aversion au risque et les comportements de fuite vers la qualité qui lui sont associés ont provoqué une demande accrue d'obligations d'État, entraînant un repli considérable du rendement du *Bund* allemand, de l'ordre de 32 points de base à partir de la fin du mois de juin. Compte tenu d'une réduction de l'appétit pour le risque, les agents ont privilégié ces titres allemands dans la mesure où ils bénéficient d'une grande liquidité et de la meilleure notation. En conséquence, la baisse enregistrée par les obligations publiques des autres émetteurs souverains de la zone euro a été moins prononcée, comme en atteste la diminution limitée à 27 points de base de la moyenne des rendements sur les obligations émises par les États membres. Outre les arbitrages de portefeuille, les révisions à la baisse des attentes de taux d'intérêt occasionnées par les remous sur les marchés financiers ont également favorisé la faiblesse des rendements sur les titres publics à longues échéances.

GRAPHIQUE 21 TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME DANS LA ZONE EURO



Source : Thomson Financial Datastream.

Si les conditions de financement des entreprises non financières par émission d'obligations ont *grosso modo* suivi le rendement des obligations publiques pendant la première partie de l'année, la prime de risque incorporée dans ces emprunts a ensuite été affectée par les perturbations sur les marchés financiers. Comme c'est habituellement le cas pendant des périodes de volatilité sur les marchés financiers, les obligations d'entreprises de moins bonne qualité de signature ont subi des pertes plus importantes que celles bénéficiant d'un risque de crédit moins élevé. Ainsi, le rendement sur les obligations d'entreprises non financières notées BBB s'est accru de 48 points de base entre les mois de juin et de décembre, alors que celui sur les obligations d'entreprises non financières notées AA augmentait de 4 points de base.

Les marchés boursiers ont aussi subi les retombées de la réévaluation du risque, mais la correction de l'indice *Dow Jones Euro Stoxx* est restée limitée pour les entreprises non financières. Dans une perspective historique, les conditions de financement des entreprises non financières sur les marchés financiers sont restées relativement favorables, en particulier en comparaison avec les niveaux observés pendant la période 2000-2002, lorsque le marché de la dette des entreprises fut soumis à d'importantes corrections en raison de l'éclatement de la bulle technologique et des irrégularités comptables qui avaient été révélées à cette époque.

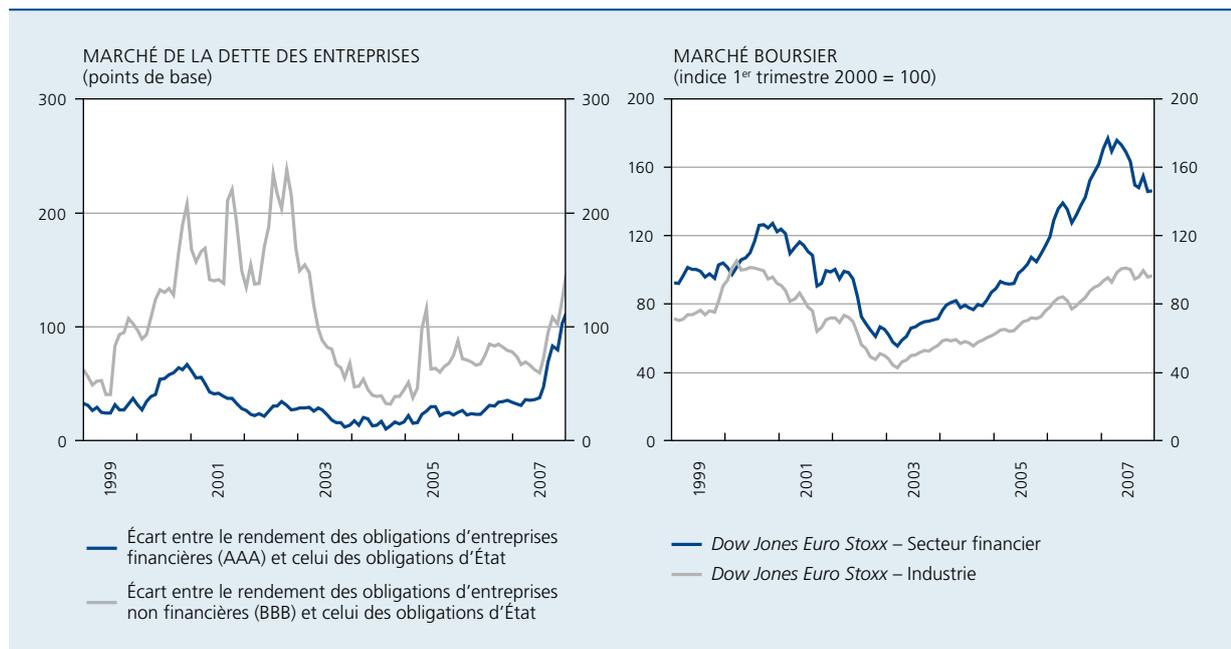
Toutefois, il convient de distinguer la situation des entreprises financières de celle des sociétés non financières. Compte tenu de l'exposition plus importante des institutions financières aux instruments de finance structurée, leurs conditions de financement – celles des banques en particulier – se sont considérablement détériorées à la suite des turbulences sur les marchés financiers. Ainsi, les obligations émises par les entreprises financières, y compris celles de bonne qualité de signature, ont subi des pertes d'une très grande ampleur, comme en atteste l'augmentation nettement plus marquée de l'écart de taux d'intérêt sur ces titres à revenu fixe. Cette hausse est, de surcroît, substantielle lorsqu'on se situe dans une perspective de long terme. En effet, l'écart entre le rendement des obligations émises par les entreprises financières notées AAA et celui des obligations d'État s'est élargi de 72 points de base, pour atteindre 112 points de base au mois de décembre, contre 40 points de base en moyenne au cours de la période 2000-2002. Parallèlement, les pertes enregistrées par les indices boursiers des valeurs financières ont été notables, de l'ordre de 13 p.c. entre le début des turbulences sur les marchés financiers et la fin de 2007.

Soumises à des tensions prononcées, les institutions de crédit ont commencé à resserrer les conditions de financement de leurs clients. Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée par l'Eurosysteme, les

institutions financières de la zone euro ont fait état d'un important resserrement des conditions de financement des entreprises non financières et, dans une moindre mesure, des ménages aux troisième et quatrième trimestres, eu égard à une détérioration de leurs fonds propres, à leurs difficultés en matière de gestion de la liquidité, ainsi qu'à une hausse de leur coût de financement. La dégradation des perspectives de croissance économique a également contribué à ce développement. Ce durcissement des critères d'octroi de crédits a notamment pris la forme d'un élargissement des marges, tant sur les crédits standard que sur les crédits plus risqués, de réductions des montants octroyés et de la durée des prêts et d'un durcissement des exigences en matière de garanties.

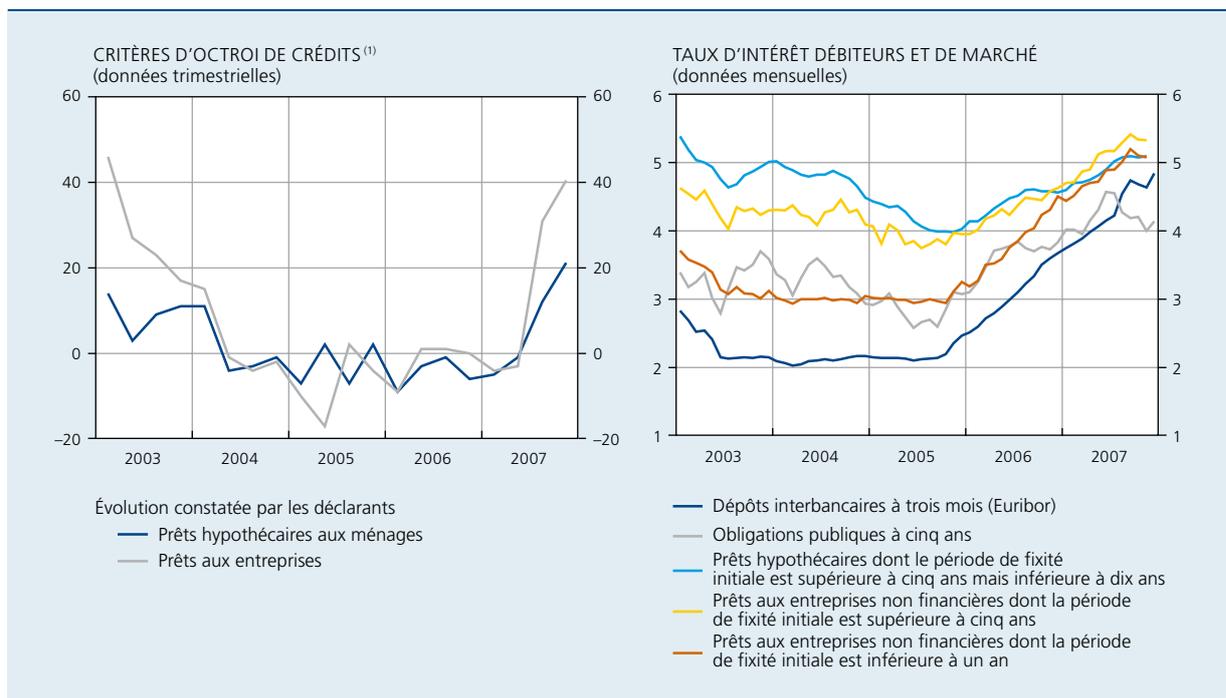
Néanmoins, les données relatives aux taux d'intérêt débiteurs appliqués par les IFM disponibles jusqu'au mois de novembre ne permettent pas encore de confirmer ces résultats. De manière générale, les banques ont continué au deuxième semestre à répercuter graduellement les hausses récentes des taux directeurs sur les taux d'intérêt des prêts octroyés à leurs clients. Le taux d'intérêt sur les prêts aux entreprises dont la période de fixité initiale est inférieure à un an et sur ceux dont la période de fixité initiale est supérieure à cinq ans ont progressé respectivement de 19 et 12 points de base au deuxième semestre, alors que l'Euribor à trois mois a gagné 49 points de base au cours de cette même période. Pour les prêts

GRAPHIQUE 22 CONDITIONS DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS
(moyennes mensuelles)



Source : Thomson Financial Datastream.

GRAPHIQUE 23 CONDITIONS APPLIQUÉES AUX CRÉDITS BANCAIRES DANS LA ZONE EURO

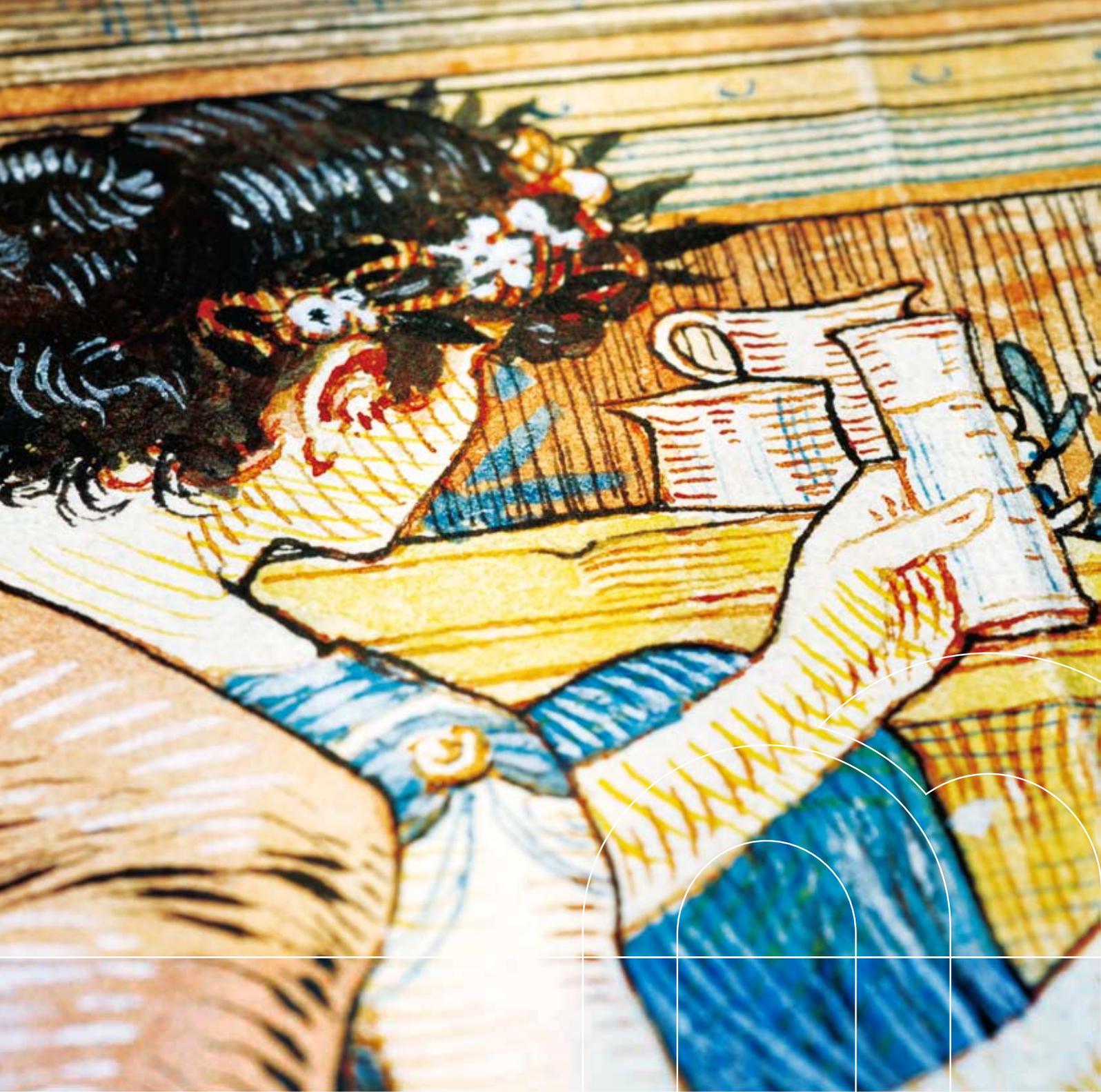


Source : BCE.

(1) Solde en pourcentage des réponses des établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit, indiquant le degré de durcissement et d'assouplissement (-) des critères d'octroi de crédits.

hypothécaires dont la période de fixité initiale est inférieure à un an et ceux pour lesquels celle-ci est supérieure à cinq ans mais inférieure à dix ans, les taux d'intérêt ont augmenté de respectivement 10 et 19 points de base. On constate également que la baisse des taux à long terme sur les obligations publiques n'a pas été répercutée sur les taux d'intérêt que les institutions financières appliquent à leur clientèle.

De manière générale, on a assisté au cours de l'année sous revue, et plus spécifiquement au second semestre, à un resserrement des conditions monétaires et financières dans la zone euro. Toutefois, dans une perspective historique, ces conditions, à l'exception de celles appliquées aux sociétés financières, ne semblaient pas exceptionnelles à la fin de 2007 et elles ne devraient donc pas constituer un frein important à l'activité économique. Ce nouvel environnement a été pris en compte lors des délibérations du Conseil des gouverneurs et, comme indiqué plus haut, a été l'un des éléments essentiels dans les modifications que celui-ci a apportées à sa qualification de l'orientation de la politique monétaire au mois d'octobre.



Production, dépenses et opérations courantes en Belgique



3.

3.1 Vue d'ensemble

Prolongeant l'élan de l'année précédente, la progression de l'activité en Belgique a de nouveau été robuste en 2007. La croissance annuelle du PIB a atteint 2,7 p.c., contre 2,9 p.c. en 2006, dépassant ainsi pour la deuxième année consécutive le rythme d'expansion potentielle de l'économie.

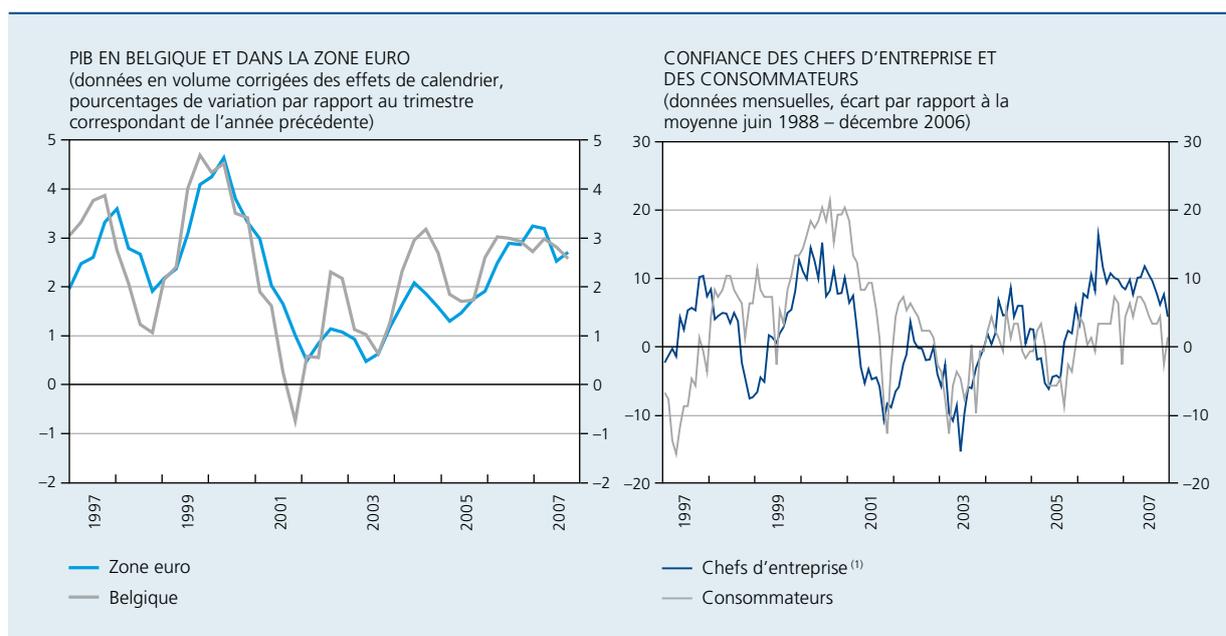
Ce résultat est similaire à celui de la zone euro dans son ensemble, et les facteurs qui y ont contribué sont de même nature dans les deux cas. D'une part, en dépit du ralentissement américain, la demande extérieure est restée solide, émanant principalement des économies d'Europe orientale, d'Asie et des pays producteurs de matières premières. L'économie belge en a bénéficié en partie directement, par ses échanges extérieurs, mais aussi – de manière plus importante – au travers des

retombées du dynamisme de ces régions pour le commerce extérieur de ses partenaires commerciaux dans la zone euro. D'autre part, dans ces pays comme en Belgique, l'accroissement de la rentabilité des entreprises et l'amélioration du marché du travail observés au cours des dernières années ont donné lieu à un renforcement significatif de la demande intérieure d'investissement et de consommation.

Contrairement aux épisodes précédents survenus depuis le début du millénaire, où les périodes de reprise étaient rapidement interrompues, l'activité a ainsi maintenu pendant près de deux ans un rythme d'expansion vigoureux. Un ralentissement s'est toutefois manifesté dans la seconde moitié de 2007. Il a cependant été modéré, eu égard aux évolutions concomitantes de l'environnement externe, à savoir l'apparition de troubles sur les marchés financiers, l'appréciation rapide de l'euro et le nouveau

GRAPHIQUE 24 PIB ET CONFIANCE EN BELGIQUE

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : CE, ICN, BNB.

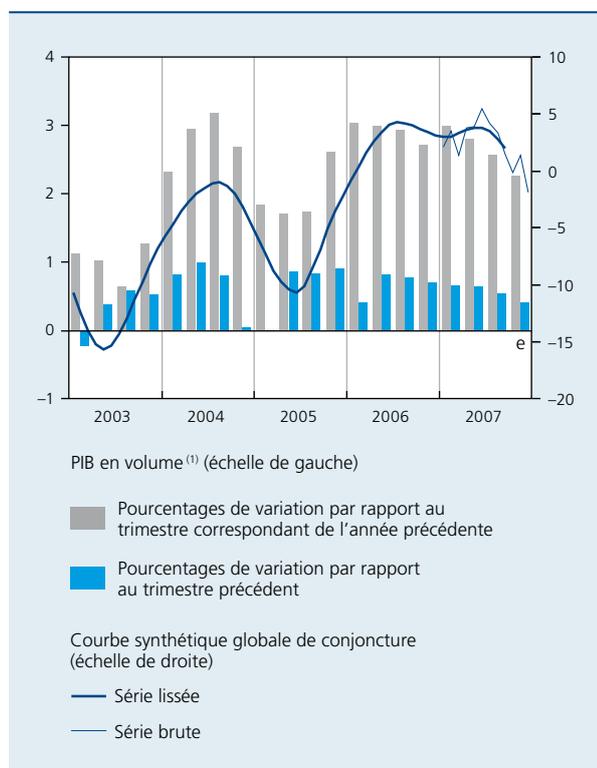
(1) Courbe synthétique globale de conjoncture, série brute.

renchérissement important des matières premières énergétiques et agricoles. S'ils n'ont que légèrement affecté l'évolution effective de l'activité et de la demande, ces événements ont principalement concouru à rendre plus incertaines les perspectives. En particulier, l'accélération de l'inflation a pesé sur la confiance des consommateurs à la fin de l'année.

3.2 Activité

Mesurée à un an d'écart, la croissance du PIB en volume s'est établie entre 2¾ et 3 p.c. durant toute l'année 2006 et au premier semestre de 2007. Elle a légèrement perdu de son allant à partir du troisième trimestre, revenant à 2,3 p.c. en fin d'année. Une telle décélération peut être considérée comme normale après une période d'expansion dynamique de l'activité. Elle s'est d'ailleurs amorcée avant que les différents chocs provenant de l'environnement international ne se soient pleinement concrétisés, et ceux-ci ne semblent, du reste, guère l'avoir aggravée.

GRAPHIQUE 25 PIB ET INDICATEUR DE CONJONCTURE
(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

Les indicateurs de conjoncture de la Banque attestent à la fois la solidité de la conjoncture au début de l'année sous revue et le caractère relativement limité du ralentissement durant le second semestre. En effet, contrairement aux replis rapides qui se produisent habituellement après la survenance d'un pic conjoncturel, l'indicateur lissé global de conjoncture de la Banque est demeuré assez longtemps à un niveau élevé après avoir atteint un sommet en juillet 2006. Il a entamé un repli en juillet 2007, prolongé par l'indicateur brut durant les derniers mois de l'année, ce qui reflète une détérioration du climat conjoncturel au deuxième semestre.

Ce recul a été modéré, puisque les résultats des indicateurs synthétiques des différentes branches dépassaient toujours leur niveau moyen de long terme à la fin de l'année. Il a, pour l'essentiel, été observé dans l'industrie manufacturière et dans les services aux entreprises.

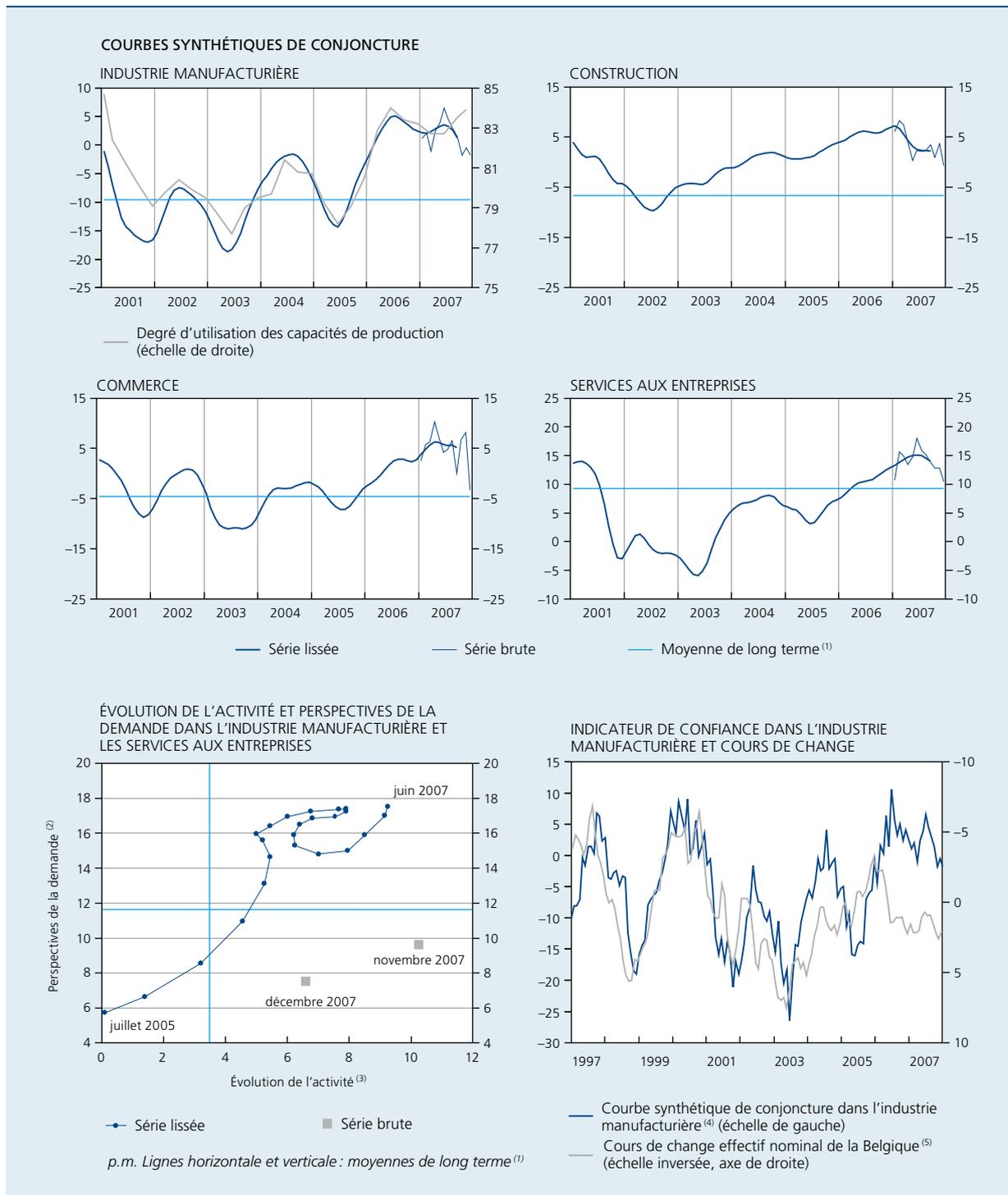
Dans ces deux branches, ce sont principalement les perspectives de la demande qui se sont assombries, les indicateurs en la matière revenant à la fin de 2007 à un niveau inférieur à leur moyenne de long terme. En revanche, l'appréciation des chefs d'entreprise quant à l'activité effective a certes reculé par rapport au pic de juin 2007, mais elle est restée à un niveau supérieur à la moyenne de long terme. Dans l'industrie, le degré d'utilisation des capacités de production est également demeuré élevé, corroborant l'image d'une activité soutenue tout au long de l'année. Par ailleurs, dans les deux branches, les perspectives d'emploi se sont maintenues à un niveau élevé, augurant d'une poursuite de la consolidation du marché du travail. En outre, il convient de noter que, au cours des deux dernières années, la confiance des chefs d'entreprise a été relativement peu affectée par l'appréciation de l'euro, celle-ci étant survenue dans un contexte de demande mondiale robuste, grâce à la place de plus en plus importante prise directement et indirectement par les économies émergentes.

De son côté, le commerce a été relativement épargné par le ralentissement conjoncturel observé au cours du deuxième semestre. Abstraction faite des mouvements irréguliers d'un mois à l'autre, l'indicateur synthétique brut s'est encore maintenu à un niveau élevé au second semestre de 2007. Pour cette branche aussi, la confiance a été principalement soutenue par l'évolution favorable de la question relative au chiffre d'affaires, tandis que les perspectives en matière de demande ont légèrement reculé.

Pour sa part, la construction a présenté un profil conjoncturel atypique par rapport aux trois autres grandes branches d'activité couvertes par l'enquête mensuelle de

GRAPHIQUE 26 ENSEIGNEMENTS ISSUS DES INDICATEURS DE CONJONCTURE POUR LA BELGIQUE

(données mensuelles corrigées des variations saisonnières, sauf mention contraire)



Sources : BRI, BNB.

(1) Moyenne de la série brute calculée entre le début de l'enquête de conjoncture (juin 1994 pour les services aux entreprises, janvier 1980 pour les autres branches d'activité) et décembre 2006.

(2) Moyenne des « prévisions de la demande » dans l'industrie manufacturière et des « prévisions de l'activité exercée » dans les services aux entreprises selon l'enquête de conjoncture.

(3) Moyenne des réponses aux questions de l'enquête de conjoncture portant sur « l'évolution du rythme de production » dans l'industrie manufacturière et sur « l'évolution de l'activité » dans les services aux entreprises.

(4) Série brute.

(5) Moyenne pondérée du cours de change vis-à-vis de cinquante pays, dont les pays partenaires de la zone euro (à l'exclusion de la Slovaquie), et, principalement, la Chine, la République de Corée du Sud, les États-Unis, l'Inde, Israël, le Japon, la Pologne, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie; données brutes, pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente.

conjoncture. La reprise durable amorcée à la mi-2002, qui avait porté l'indicateur à un niveau très élevé à la fin de 2006, y a fait place à un net repli durant les premiers mois de 2007. Selon les résultats bruts, une stabilisation se serait dessinée au cours du second semestre, ce qui contraste avec l'évolution constatée dans l'industrie et dans les services aux entreprises.

Parallèlement à la détérioration de la confiance, le rythme d'expansion mesuré dans les comptes nationaux s'est aussi normalisé dans le secteur de la construction. Après une croissance exceptionnellement soutenue de 9,1 p.c. en 2006, la valeur ajoutée a encore progressé de 4,5 p.c. au cours des trois premiers trimestres de 2007 par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Cette modération de l'expansion est imputable aux hausses respectives des taux d'intérêt hypothécaires et du coût de la construction, qui ont pesé sur le segment de l'immobilier résidentiel, comme en a témoigné la baisse du nombre de permis de bâtir délivrés par rapport à 2006. Ce développement s'est également accompagné d'une progression moins prononcée des prix sur le marché secondaire du logement. En dépit du ralentissement de sa croissance, le secteur de la construction est toutefois resté, après l'agriculture, la branche d'activité la plus dynamique. On ne peut donc en aucun cas établir de parallèle entre cette évolution et celle observée dans le secteur de la construction résidentielle aux États-Unis, où l'activité s'est véritablement effondrée.

Bénéficiant d'une accélération de son rythme d'expansion à la fin de 2006, l'activité industrielle a progressé de 3,2 p.c. à un an d'écart au cours des trois premiers trimestres de 2007, soit une cadence comparable à celle enregistrée sur l'ensemble de 2006. La production industrielle a reflété, dans une large mesure, la robustesse des composantes de la dépense intérieure. Ainsi, après une baisse temporaire, le degré d'utilisation des capacités de production dans les entreprises productrices de biens de consommation a augmenté dans le courant de 2007, alors que le taux d'utilisation des capacités de production dans les firmes productrices de biens semi-finis, essentiellement destinés à l'exportation, est demeuré stable. Au niveau des sous-branches de l'industrie, cette évolution s'est traduite par de légères contractions dans la métallurgie et la production des matériaux de construction, dues respectivement à un recul de la demande de produits semi-finis et à l'expansion moins rapide de l'activité dans le secteur de la construction.

Les services, qui représentent environ les trois quarts de la valeur ajoutée en Belgique, ont enregistré le taux de croissance le plus faible des principales branches d'activité. Cette évolution est imputable aux services non marchands. Les services marchands ont, quant à eux, progressé à un rythme proche de celui de l'industrie, sur laquelle leur activité repose largement. L'expansion la plus soutenue a été observée dans le commerce, la branche d'activité « transports et communications » et les services aux entreprises. En revanche, la valeur ajoutée des établissements financiers a diminué, tout comme celle de l'Horeca.

TABLEAU 13 VALEUR AJOUTÉE DANS LES BRANCHES D'ACTIVITÉ

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

	<i>p.m.</i> <i>Poids</i> ⁽¹⁾	2003	2004	2005	2006	2007 Trois premiers trimestres ⁽²⁾
Agriculture	0,9	-7,6	5,2	-5,4	-5,8	4,9
Industrie	19,3	-1,3	2,9	0,1	3,2	3,2
Construction	5,1	1,0	3,9	3,3	9,1	4,5
Services	74,7	2,1	1,9	2,5	2,5	2,7
dont: services marchands ⁽³⁾	51,6	2,4	2,2	3,1	3,1	3,3
Total	100,0	1,3	2,2	2,0	2,9	2,8
<i>p.m. PIB</i>		1,0	2,8	2,0	2,9	2,8

Source: ICN.

(1) Pourcentages de la valeur ajoutée totale en 2006.

(2) Pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de 2006.

(3) Commerce et Horeca, transports et communications, services financiers et d'assurance, ainsi que services immobiliers et aux entreprises.

Encadré 6 – L'économie belge a-t-elle gagné en résilience ?

Depuis la mi-2005, l'évolution de l'activité en Belgique a fait montre d'une bonne tenue. La croissance trimestrielle moyenne du PIB a dépassé le rythme d'expansion potentielle de l'économie pendant deux ans et, après avoir atteint un sommet conjoncturel à la mi-2006, l'indicateur synthétique global de conjoncture s'est maintenu de manière persistante à un niveau élevé. Le ralentissement qui s'est dessiné à la fin de 2007 a été modéré, eu égard aux chocs importants – appréciation de l'euro, renchérissement du pétrole et des matières premières agricoles, turbulences financières – auxquels l'économie a été confrontée.

Ce phénomène s'inscrit dans le prolongement d'une période, amorcée à la fin de l'année 2000, durant laquelle les ralentissements conjoncturels ont été relativement peu marqués. L'économie semble donc avoir accru sa capacité de résistance, ce qui s'est traduit par une croissance cumulée plus élevée, à travers les fluctuations cycliques.

L'éventualité d'un meilleur ressort de l'économie est examinée dans le présent encadré en comparant l'évolution cumulée d'une sélection d'agrégats macroéconomiques au cours de périodes suffisamment longues, en partant des trimestres qui, au cours des trois dernières décennies, ont précédé une diminution sensible du PIB. Concrètement, trois épisodes ont, de la sorte, été identifiés pour la Belgique, avec en l'occurrence comme point de départ le premier trimestre de 1980, le premier trimestre de 1992 et le quatrième trimestre de 2000.

Constatations

Mesurée sur une période de vingt-sept trimestres, la croissance cumulée du PIB depuis la fin de 2000 a excédé de 2,3 points de pourcentage celle constatée après le début de 1992 et, de manière plus nette, de 7,4 points de pourcentage, celle observée à l'entame des années 1980.

L'expansion relativement plus soutenue au cours de l'épisode le plus récent s'explique par le plus grand soutien de la demande intérieure, alors que les exportations ont pour leur part évolué de manière similaire au cours des différentes périodes considérées. Ce sont principalement les investissements en capital fixe des entreprises qui ont montré un dynamisme supérieur, la consommation privée présentant des évolutions analogues dans les trois cas. Les développements observés pour la Belgique depuis 2000 sont d'ailleurs proches de ceux de la zone euro dans son ensemble. Une analyse similaire de la CE montre que, pour la zone euro aussi, le renforcement de la croissance économique provient largement de la demande intérieure d'investissement⁽¹⁾.

Plus encore que le gain en termes de croissance économique, la caractéristique la plus marquante des années 2000 réside dans l'intensité en création d'emplois. Au cours de cette période, l'emploi a, en effet, progressé de 0,5 p.c. par point de croissance économique, alors qu'entre 1992 et 1999, cette élasticité s'était limitée à 0,3. Ce résultat tranche cependant surtout avec la période 1980-1987, lorsque l'emploi avait décliné de façon nette, nonobstant l'expansion de l'activité. L'évolution modérée des rémunérations réelles par personne occupée a largement contribué à la meilleure performance de l'emploi. À son tour, cette dernière a soutenu la masse salariale totale dans l'économie, conduisant à une progression de la consommation comparable à celle des autres périodes considérées.

Déterminants

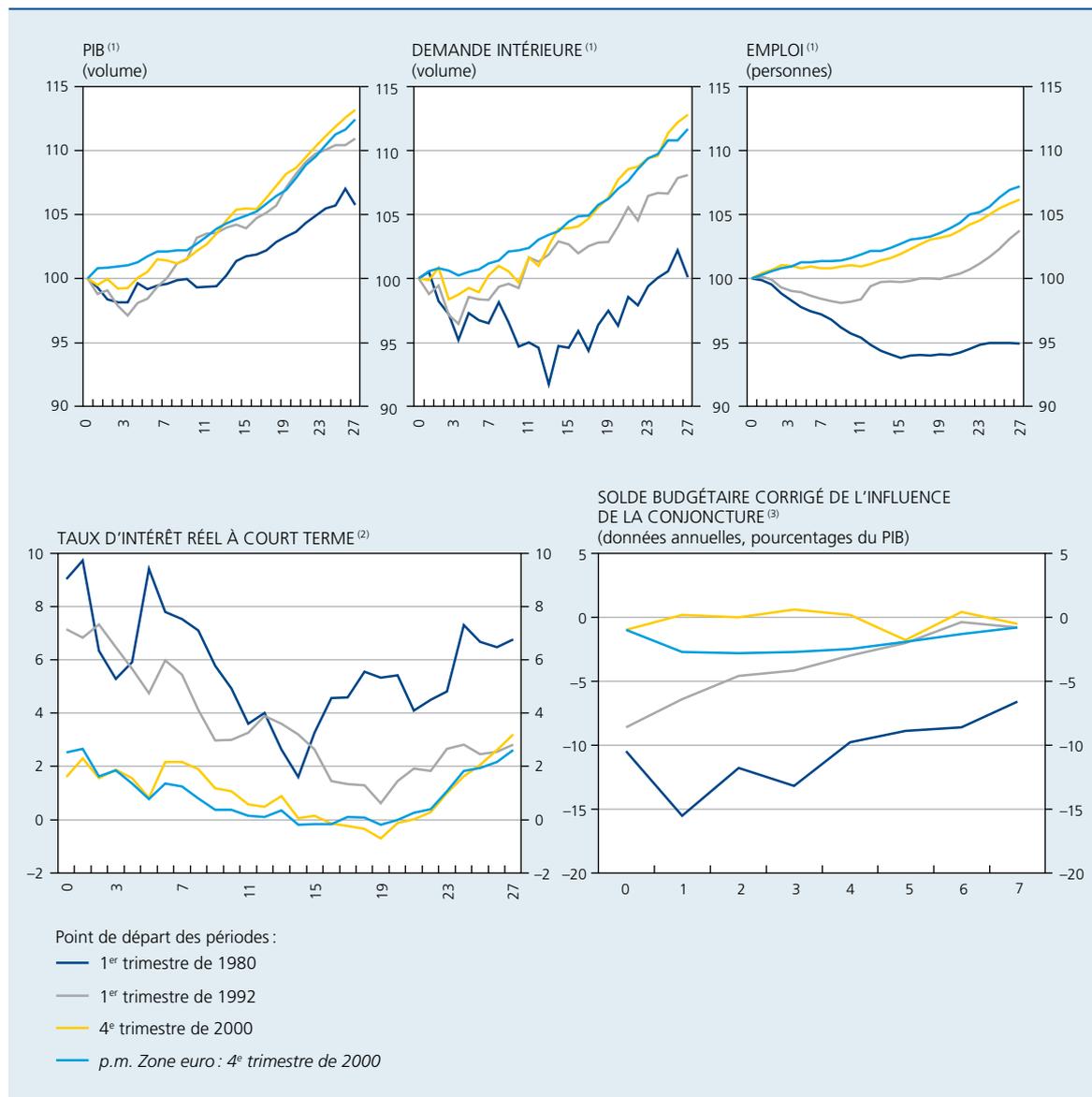
Le renforcement de l'assise économique, provenant en particulier de la demande intérieure, est survenu dans un environnement où les politiques monétaire et budgétaire ont apporté un soutien plus important que dans le passé. D'une part, l'ancrage solide à un niveau modéré des anticipations d'inflation – qui traduit la crédibilité de

(1) CE (2007), *The resilience of the euro area economy*, Quarterly Report on the Euro Area, III, pp. 30-41.



ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE APRÈS UN PIC CONJONCTUREL

(données trimestrielles, sauf mention contraire)



Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier; indice trimestre précédant le recul du PIB en Belgique = 100.

(2) Taux d'intérêt nominal à court terme, diminué du pourcentage de variation à un an d'écart de l'IPCN (jusqu'en 1996) ou de l'IPCH (à partir de 1997).

(3) Selon la méthode de calcul de la CE. Point de départ des périodes: respectivement 1980, 1992 et 2000.

la politique monétaire – a permis de maintenir les taux d'intérêt réels à des niveaux faibles, d'environ 1 p.c. en moyenne depuis 2000, contre 5,7 et 3,6 p.c. lors des épisodes précédents. Avec l'accroissement de la capacité de financement interne des sociétés, dont il est question dans l'encadré 7, les conditions de financement externe favorables qui ont résulté du faible niveau des taux d'intérêt ont contribué au dynamisme des investissements.



D'autre part, la situation budgétaire a été fort différente au cours de la dernière période considérée. Avec un solde corrigé de l'influence du cycle pratiquement équilibré tout au long de celle-ci, les finances publiques ont été nettement plus saines que dans le passé et ont ainsi contribué à soutenir la confiance des agents économiques. À l'opposé, l'état délabré des finances publiques au début des deux épisodes précédents avait contraint les autorités publiques à mener une politique restrictive, de manière à casser l'effet boule de neige des charges d'intérêts sur la dette publique et, dans les années 1990, à permettre également à la Belgique de faire partie de l'UEM et de respecter dans ce cadre le pacte de stabilité et de croissance. Ainsi, corrigé des effets du cycle économique, le solde budgétaire s'était redressé de respectivement 3,9 et 7,8 points de pourcentage du PIB.

Sur le plan externe aussi, la situation a été plus stable et plus porteuse de croissance. Tout d'abord, la Belgique a bénéficié du renforcement de la zone euro dans son ensemble. Plus largement, l'émergence de nouveaux pôles de développement, en Europe de l'Est, en Asie et en Amérique latine, a donné lieu à une accélération et à un rééquilibrage de la croissance économique mondiale.

Outre ces facteurs de politique économique et de soutien externe, des mesures visant à améliorer le fonctionnement des marchés du travail ou des produits et à renforcer la productivité peuvent aussi avoir contribué à accroître la résistance et l'adaptabilité de l'économie. D'ailleurs, parmi les pays de la zone euro, ceux dans lesquels ces marchés ont été réformés le plus en profondeur semblent tirer un profit plus large du dynamisme de l'économie mondiale.

3.3 Évolutions réelles dans les principaux secteurs

En 2007, l'évolution de l'activité en Belgique a été soutenue par la vigueur de la demande intérieure finale et par le redressement du volume des ventes à l'étranger.

En dépit de la reprise de ces dernières, la contribution des exportations nettes à l'expansion du PIB est devenue négative, à hauteur de 0,2 point de pourcentage. Pour sa part, la variation des stocks a exercé un effet neutre, contrairement à l'année précédente où elle avait participé à la croissance pour 0,8 point de pourcentage.

TABLEAU 14 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)

	2003	2004	2005	2006	2007 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	0,7	1,4	1,4	2,1	2,5
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	2,1	1,8	-0,2	0,0	2,1
Formation brute de capital fixe	-0,3	7,5	6,7	4,2	5,2
Logements	3,6	10,0	10,1	7,4	5,2
Entreprises	-1,8	7,4	4,6	3,9	5,1
Administrations publiques	1,3	1,9	13,0	-3,2	5,4
<i>p.m. Total des dépenses intérieures finales</i>	<i>0,9</i>	<i>2,7</i>	<i>2,1</i>	<i>2,0</i>	<i>3,0</i>
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,0	0,1	0,4	0,8	0,0
Exportations de biens et services	2,9	6,3	4,1	2,6	4,6
Importations de biens et services	2,8	6,5	4,9	2,5	5,0
<i>p.m. Exportations nettes de biens et services⁽¹⁾</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,2</i>
PIB	1,0	2,8	2,0	2,9	2,7

Sources: ICN, BNB.

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

La demande finale s'est appuyée sur des fondements économiques sains – à savoir le niveau élevé de la rentabilité des entreprises et une situation favorable sur le marché du travail –, qui ont amorti les effets potentiels de la détérioration de l'environnement général au second semestre de 2007.

Entreprises

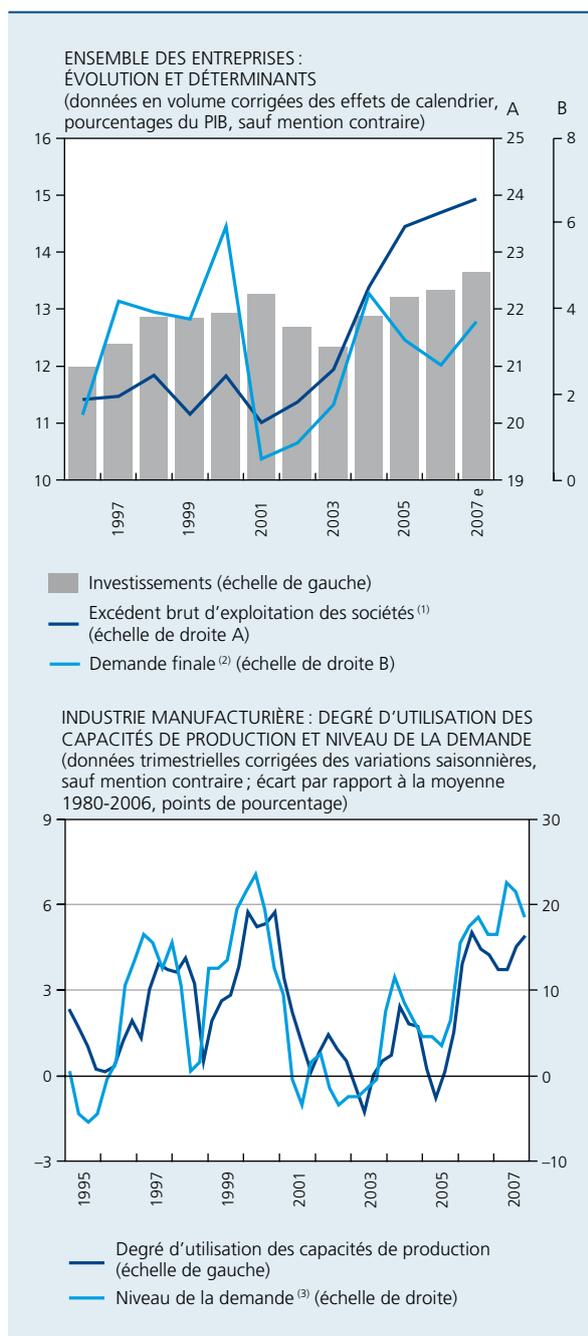
Les entreprises ont continué à accroître progressivement leurs capacités de production, poursuivant ainsi la tendance entamée en 2004. En 2007, leur formation brute de capital fixe a augmenté de 5,1 p.c. en termes réels, après une progression moyenne de 5,3 p.c. de 2004 à 2006. Survenant après une période d'ajustement à la baisse, à la suite de l'éclatement de la bulle boursière en 2001, ce dynamisme continu au cours des quatre dernières années a porté le taux d'investissement brut, exprimé en termes réels, de 12,3 p.c. du PIB en 2003 à 13,7 p.c. en 2007. Ce niveau est proche du pic atteint en 1990, après la vague d'investissements liés à l'établissement du marché unique européen et à l'ouverture de l'Europe de l'Est.

La plupart des branches d'activité ont participé au dynamisme des investissements. Selon les données issues des déclarations à la TVA, pendant les dix premiers mois de l'année, les entreprises industrielles ont en moyenne augmenté le montant nominal de leur formation brute de capital fixe de 12,2 p.c. par rapport à la période correspondante de 2006, tandis que les entreprises non industrielles l'ont augmenté de 13,7 p.c.

Plusieurs facteurs permettent d'expliquer la forte propension à investir des entreprises. Ainsi, la croissance substantielle de la demande finale au cours des dernières années a accru le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière. En 2007, celui-ci a fluctué aux alentours de 83 p.c., tout comme en 2006, alors qu'il n'atteignait en moyenne que 79 p.c. de 1980 à 2006. En outre, en 2007, à peine 46,8 p.c. des sociétés ont invoqué l'insuffisance de la demande comme facteur explicatif d'une sous-utilisation des capacités de production dans l'enquête trimestrielle de conjoncture menée par la Banque, alors qu'elles étaient en moyenne 66 p.c. à le faire pendant la période 1980-2006. Tant que les perspectives de la demande demeurent favorables, un degré élevé d'utilisation accroît le besoin de capacités supplémentaires, en matière de main-d'œuvre aussi bien que de capital. En conséquence, la création d'emplois s'est accélérée et les investissements des entreprises se sont inscrits en hausse.

S'agissant du financement externe, les conditions ont évolué moins favorablement en 2007 qu'au cours des quatre années précédentes. D'une part, poursuivant un mouvement amorcé au début de 2006, les établissements de crédit ont continué de relever les taux qu'ils appliquent

GRAPHIQUE 27 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES



Sources : ICN, BNB.

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

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

(3) Proportion des entreprises qui n'ont pas cité l'insuffisance de la demande comme facteur explicatif d'une sous-utilisation des capacités de production dans l'enquête trimestrielle de la Banque auprès de l'industrie manufacturière ; données non corrigées des variations saisonnières.

à leurs prêts, en réaction à la hausse des taux d'intérêt à long terme, tandis que les écarts de rendement des obligations du secteur privé par rapport aux obligations d'État ont enregistré une progression sensible à partir d'août 2007. D'autre part, le financement par le biais des marchés boursiers a renchéri en cours d'année même si, en moyenne annuelle, il s'est établi à un niveau sensiblement plus favorable qu'en 2006. Après avoir maintenu, comme les autres bourses, une tendance résolument haussière à partir de la mi-mars 2003, le *Belgian All Shares Index* a atteint un sommet le 23 mai 2007. Il a présenté ensuite une évolution volatile, sans toutefois jamais retrouver ce niveau.

L'incidence de la dégradation des conditions de financement externe sur les investissements est néanmoins demeurée limitée. En effet, les firmes ont bénéficié d'un coût de financement moins onéreux via les fonds propres, à la suite de l'entrée en vigueur en 2006 de la déduction des intérêts notionnels. Cette mesure a donné lieu à un apport net de capitaux propres. En outre, comme les années précédentes, l'excédent brut d'exploitation des sociétés a progressé rapidement, dépassant en 2007 de 5,5 p.c. en termes nominaux le niveau de l'année précédente. Cette croissance robuste s'explique par l'expansion plus rapide du volume des ventes, celles-ci ayant retrouvé du dynamisme du côté des exportations et demeurant soutenues sur le marché intérieur, et par l'accroissement

TABLEAU 15 PRINCIPALES COMPOSANTES ET DÉTERMINANTS DE L'EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION DES SOCIÉTÉS, À PRIX COURANTS

	2003	2004	2005	2006	2007 e
Déterminants de l'excédent brut d'exploitation des sociétés (pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)					
Excédent brut d'exploitation	5,5	12,7	9,2	6,0	5,5
Marge brute d'exploitation par unité vendue ⁽¹⁾	3,5	7,3	6,0	2,9	1,2
Prix de vente unitaire ⁽¹⁾	-0,2	2,7	3,3	2,9	2,1
Sur le marché intérieur ⁽¹⁾	1,9	3,1	2,4	2,2	1,0
À l'exportation	-2,2	2,4	4,1	3,4	3,1
Coûts par unité vendue ⁽¹⁾	-0,8	2,0	2,9	2,8	2,3
Biens et services importés	-2,0	2,8	4,4	4,0	2,7
Coûts d'origine intérieure par unité produite ⁽¹⁾⁽²⁾	0,4	0,4	0,2	1,3	1,2
dont: coûts salariaux unitaires	0,2	-0,7	0,9	1,5	2,1
Ventes finales en volume ⁽¹⁾	1,9	5,0	3,0	3,0	4,3
Sur le marché intérieur ⁽¹⁾	0,8	3,3	2,5	3,5	3,8
À l'exportation	2,9	6,5	3,6	2,6	4,7
Principales composantes du compte des sociétés (pourcentages du PIB)					
Revenu disponible brut					
Excédent brut d'exploitation	20,9	22,4	23,4	23,7	23,9
Autres composantes du revenu disponible ⁽³⁾	-7,2	-7,7	-8,6	-8,0	-8,2
Utilisations					
Formation brute de capital	12,2	12,9	13,0	13,7	13,6
Transferts en capital ⁽⁴⁾⁽⁵⁾	0,7 ⁽⁶⁾	-0,1	-0,4 ⁽⁷⁾	-0,8	-0,9
Solde de financement	0,9 ⁽⁶⁾	1,9	2,2 ⁽⁷⁾	2,7	3,1

Sources: ICN, BNB.

(1) Y compris la variation des stocks.

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

(3) Revenus nets de la propriété et transferts courants nets, y compris la variation des droits des ménages sur les fonds de pension.

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

(5) Y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits. Ces derniers comprennent, par exemple, les terrains ou les brevets et fonds de commerce.

(6) Y compris le transfert en capital de 1,8 p.c. du PIB effectué par Belgacom en contrepartie de la reprise, par les administrations publiques, de ses engagements en matière de retraites.

(7) Conformément aux données publiées par l'ICN, non compris le transfert en capital de 2,5 p.c. du PIB effectué par le Fonds de l'infrastructure ferroviaire (FIF) au profit de la SNCB au titre de reprise de dette, ces deux entités faisant partie du secteur des sociétés non financières. Selon Eurostat, le FIF fait partie du secteur des administrations publiques et cette reprise de dette doit être enregistrée comme une recette de transfert en capital des sociétés non financières en provenance des administrations publiques.

de 1,2 p.c. de la marge brute d'exploitation par unité vendue. Les coûts d'origine intérieure n'ont en effet que modérément augmenté, de 1,2 p.c., tandis que les prix de vente – principalement ceux à l'exportation – ont progressé, de 2,1 p.c. au total.

Depuis 2002, le rythme annuel d'augmentation des revenus que les sociétés tirent de leur activité a dépassé celui de l'ensemble des revenus primaires générés par l'économie : au total, la part de l'excédent brut d'exploitation des sociétés dans le PIB s'est accrue de 3,9 points de pourcentage. Cette progression de la principale composante du revenu disponible des sociétés s'est traduite par un accroissement important de leur solde de financement en pourcentage du PIB. En effet, si l'expansion de la formation brute de capital fixe a été significative en volume, elle a été tempérée en termes nominaux par l'évolution modérée du déflateur des investissements. En outre, en 2007, les sociétés ont réduit leur formation de stocks, et les transferts de capitaux nets que celles-ci reçoivent ont été légèrement supérieurs en pourcentage du PIB à leur niveau de 2006. Au total, le solde de financement des sociétés a atteint 3,1 p.c. du PIB, soit le surplus le plus élevé depuis 1990.

Particuliers

En 2007, les dépenses de consommation des particuliers ont progressé de 2,5 p.c. en termes réels, un rythme qui, comme en 2006, a été supérieur à la croissance moyenne de 1,7 p.c. observée sur la période de 1996 à 2005. Pendant les deux dernières années, la consommation privée a été soutenue par l'augmentation du revenu disponible.

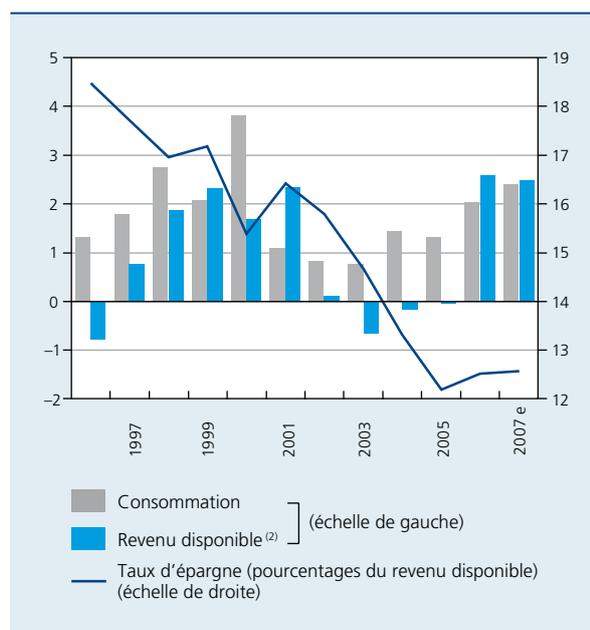
En 2006, le revenu disponible avait bénéficié, pour l'essentiel, de l'exécution du dernier volet de la réforme fiscale initiée en 2001, la hausse des transferts courants versés par les particuliers aux autres secteurs, en l'occurrence les impôts, demeurant largement en retrait de la progression de 3,9 p.c. des revenus primaires. En revanche, en 2007, le renforcement du pouvoir d'achat a surtout découlé d'une hausse de 4,6 p.c. du revenu primaire brut des particuliers, en raison de l'accélération des créations nettes d'emplois et, partant, de l'augmentation substantielle de la rémunération des salariés. Le revenu des indépendants, soutenu par la demande des ménages, et les revenus nets de la propriété se sont également affermis. Contrairement à 2006, les transferts courants des particuliers aux autres secteurs ont progressé en 2007 à un rythme comparable à celui des revenus primaires bruts, de sorte que la croissance nominale du revenu disponible des particuliers s'est ralentie, se maintenant toutefois à un rythme élevé de

4,5 p.c., contre 5,2 p.c. Cette décélération a cependant été compensée par le fait que l'inflation, mesurée par le déflateur de la consommation privée, est revenue de 2,5 à 2 p.c. Ainsi, en termes réels, le revenu disponible a augmenté de 2,5 p.c. en 2007, après une hausse de 2,6 p.c. l'année précédente.

La vive progression du revenu disponible des particuliers au cours des deux dernières années s'est traduite par un léger relèvement de leur taux d'épargne. Après un recul presque continu depuis 1993, celui-ci est passé de 12,2 p.c. du revenu disponible en 2005 à 12,5 p.c. en 2006 et à 12,6 p.c. en 2007. Ce mouvement s'explique partiellement par le fait que les ménages ont tendance à lisser l'évolution de leurs dépenses de consommation en présence de variations temporaires importantes de leur revenu disponible réel. De plus, le degré élevé d'incertitude qui a prévalu pendant la seconde moitié de l'année sous revue est également susceptible d'avoir exercé une incidence négative sur la confiance des consommateurs, et plus précisément sur leurs attentes relatives à la situation économique générale et à leur capacité d'épargne. Dans une telle situation, les particuliers ont tendance à réserver une partie de leur revenu disponible additionnel à la constitution d'une épargne de précaution, plutôt qu'à la dépenser.

GRAPHIQUE 28 CONSOMMATION, REVENU DISPONIBLE ET TAUX D'ÉPARGNE DES PARTICULIERS

(pourcentages de variation en volume par rapport à l'année précédente⁽¹⁾, sauf mention contraire)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des effets de calendrier.

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

TABLEAU 16 DÉTERMINANTS DU REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS

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

	2003	2004	2005	2006	2007 e	p.m. 2007 e, milliards d'euros
Revenu primaire brut	0,5	2,3	2,8	3,9	4,6	239,0
<i>p.m. En termes réels</i> ⁽¹⁾	-1,2	-0,3	0,0	1,4	2,5	
Rémunérations des salariés	2,0	2,8	3,2	4,5	4,5	169,4
Emploi salarié	0,2	0,8	1,2	1,3	1,6	
Rémunération par personne	1,8	1,9	1,9	3,2	2,9	
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte brut	2,0	1,9	2,7	3,6	3,9	42,5
dont: revenu d'activité des indépendants ..	3,0	3,4	-0,4	1,6	3,6	21,8
Revenu de la propriété mobilière ⁽²⁾	-9,2	-0,2	0,5	0,7	6,6	27,2
Transferts courants ⁽²⁾	-1,7	1,9	3,0	-1,4	4,9	-42,2
Transferts courants reçus	3,6	3,9	3,6	3,0	3,8	69,7
Transferts courants versés	1,5	3,2	3,4	1,3	4,2	111,9
Revenu disponible brut	1,0	2,3	2,7	5,2	4,5	196,8
<i>p.m. En termes réels</i> ⁽¹⁾	-0,7	-0,2	-0,1	2,6	2,5	
Dépenses de consommation finale	2,5	4,0	4,1	4,6	4,5	173,7
Taux d'épargne ⁽³⁾	14,7	13,3	12,2	12,5	12,6	

Sources: ICN, BNB.

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

(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) Épargne brute en pourcentage du revenu disponible brut, ces deux agrégats s'entendant y compris la variation des droits des ménages sur les fonds de pension.

Parallèlement, les investissements en logements ont à nouveau progressé en 2007, enregistrant une hausse de 5,2 p.c. en termes réels. Une certaine normalisation s'est fait jour à cet égard, après que les particuliers eurent accru de 9,2 p.c. en moyenne annuelle leurs dépenses de construction et de rénovation de logements au cours des trois années précédentes. Ce mouvement d'apaisement s'observe également dans les principaux déterminants des investissements en logements. D'une part, le ralentissement des augmentations des prix immobiliers, amorcé en 2006, s'est renforcé en 2007; d'autre part, les taux

d'intérêt appliqués aux crédits hypothécaires ont présenté une tendance à la hausse à partir de 2005, après avoir atteint un niveau exceptionnellement bas dans le courant de cette même année.

Nonobstant la décélération de leur croissance en 2007, les investissements en logements exprimés en pourcentage du PIB ont de nouveau progressé plus rapidement que l'épargne des particuliers, ce qui a réduit davantage leur capacité de financement. Celle-ci s'est établie à 0,3 p.c. du PIB.

Encadré 7 – Solde de financement des particuliers et des sociétés

L'activité économique génère des revenus, dits primaires, qui rémunèrent les facteurs de production que sont le travail et le capital. Outre les taxes nettes directement prélevées sur la production et les importations, les revenus primaires se répartissent essentiellement entre les salaires et l'excédent brut d'exploitation des sociétés. Ils comprennent aussi le revenu mixte brut des indépendants qui est constitué, comme son nom le suggère, de la rémunération combinée de leur travail et du capital qu'ils ont mobilisé. Nonobstant des différences de



niveau, liées notamment à la structure des économies, les deux dernières décennies ont été caractérisées par une baisse tendancielle de la part des salaires dans le PIB dans un grand nombre de pays. Ce mouvement a eu pour conséquence d'amener celle-ci à un point historiquement bas, tandis que l'excédent brut d'exploitation des sociétés atteignait un sommet. Plusieurs études récentes ont tenté d'expliquer ces évolutions⁽¹⁾. Les deux principales causes avancées sont, d'une part, les progrès technologiques qui ont accru l'intensité capitaliste du processus de production, d'autre part, la mondialisation de l'économie qui a considérablement élargi l'offre mondiale de main-d'œuvre et affaibli la position de négociation des travailleurs. Enfin, dans de nombreux pays européens, la part des salaires a aussi diminué sous l'effet de la tertiarisation de l'économie, la rémunération moyenne dans les branches de services étant globalement moindre que dans l'industrie.

Dans ce contexte, cet encadré commente les évolutions survenues en Belgique sur le plan de la répartition de la valeur ajoutée de l'économie entre les différentes catégories de revenus. Au-delà des revenus primaires, le propos est aussi d'observer dans quelle mesure ces évolutions ont été compensées par la redistribution des revenus entre secteurs, au travers des revenus de la propriété et des interventions de l'État, ou par une modification des dépenses des secteurs, avant d'éventuellement se refléter dans les soldes de financement de ces derniers.

Après avoir atteint un pic de 52,4 p.c. du PIB en 2002, les rémunérations des salariés ont progressé moins rapidement que l'activité économique, revenant à environ 50 p.c. du PIB en 2005, niveau auquel elles se sont maintenues par la suite. Ce recul apparaît encore plus important lorsque la part salariale est ajustée en imputant aux indépendants un salaire fictif pour la rémunération de leur activité, compte tenu de la baisse relative de leur nombre en proportion de l'emploi total. En dehors de cela, la diminution de la part des salaires dans le PIB s'explique essentiellement par la modération salariale, qui a répercuté, au travers de l'application de la loi de sauvegarde de la compétitivité, la faible hausse des rémunérations en Allemagne. En outre, de 2002 à 2004, les entreprises ont également procédé à des restructurations qui ont freiné la progression de l'emploi. Par rapport à la zone euro et à l'ensemble des trois principaux pays voisins, la baisse de la part salariale du PIB a été relativement importante en Belgique depuis 2002. Il convient toutefois de souligner qu'elle a fait suite à une période de stabilité alors que, dans la plupart des autres pays, le recul s'était déjà amorcé dès la deuxième moitié des années 1990. Le pendant de ces évolutions se retrouve au niveau de la part de l'excédent brut d'exploitation de l'économie, qui est passée de 26,8 p.c. du PIB en 2002 à 30,3 p.c. en 2007, et ce uniquement du fait des sociétés, pour lesquelles cet excédent a progressé de 20,4 à 23,9 p.c. du PIB. Relativement aux autres pays de la zone euro, cette dernière hausse apparaît significative. Elle fait suite à une légère contraction entre 1995 et 2002, période pendant laquelle la part de l'excédent brut d'exploitation dans le PIB est restée stable en France et aux Pays-Bas, et a augmenté en Allemagne.

Au cours de la période 2005-2007, le revenu disponible brut des particuliers en proportion du PIB s'est élevé en moyenne à 59,4 p.c., contre 63 p.c. en 2002, soit une baisse plus prononcée que celle des salaires. En termes du revenu national brut, il est revenu de 62,2 à 58,8 p.c. en moyenne pour les trois dernières années. Certes, l'importance des prélèvements sous la forme d'impôts directs et de cotisations sociales a diminué par rapport au PIB, mais cet effet a été plus que contrebalancé par la diminution du revenu net de la propriété, conséquence du repli des taux d'intérêt. Même si leurs dépenses de consommation ont également moins progressé que le PIB entre 2002 et 2005, les particuliers ont essayé de lisser quelque peu l'incidence du ralentissement de la croissance de leur revenu disponible. La très forte hausse des dépenses de construction et de rénovation de logements à partir de 2004 a par ailleurs aussi contribué à réduire la capacité de financement des particuliers, qui est revenue de 4,6 p.c. du PIB en 2002 à 0,8 p.c. en 2005. En 2006 et 2007, tant le revenu disponible brut que les dépenses de consommation des particuliers rapportés au PIB sont restés relativement stables. La croissance soutenue de leurs dépenses d'investissement en logements a toutefois conduit à un nouveau repli de leur capacité de financement, laquelle a atteint un niveau historiquement bas, de 0,3 p.c. du PIB, en 2007.

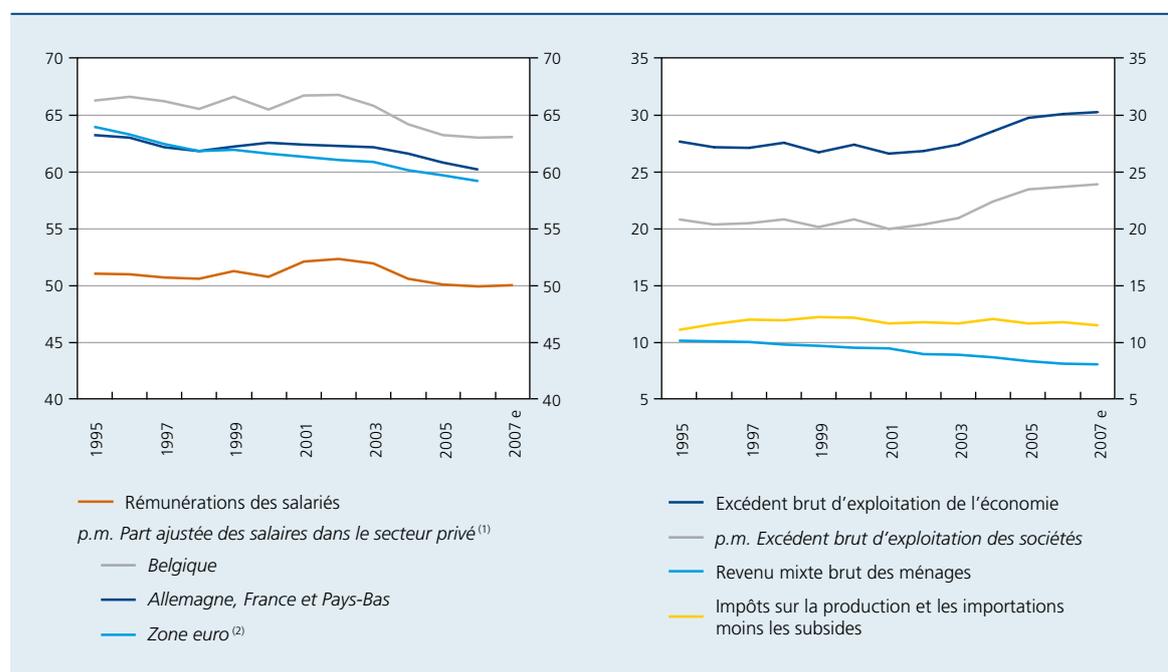
(1) Voir, par exemple, CE (2007), *The labour income share in the European Union*, Employment in Europe 2007, pp. 237-272, et FMI (2007), *The globalisation of labor*, World Economic Outlook, avril, pp. 161-192.



Le revenu disponible brut des sociétés, rapporté au PIB, s'est élevé à 16,3 p.c. en 2007, contre 12,8 p.c. en 2002, une hausse similaire à celle de l'excédent brut d'exploitation. En raison de cette dernière, les entreprises ont payé davantage d'impôts, à concurrence de quelque 15 p.c. de leur excédent brut, mais cette évolution a été contrebalancée par la croissance moins vigoureuse des dividendes nets distribués. Par ailleurs, après avoir assaini leur bilan à la suite de l'éclatement de la bulle boursière et du ralentissement économique généralisé survenu en 2001, les entreprises ont gonflé leurs dépenses d'investissement, y compris sous la forme de stocks, de 12,2 p.c. du PIB en 2002 à 13,6 p.c. en 2007. Leur capacité de financement a, de la sorte, crû un peu moins en pourcentage du PIB que leur revenu disponible brut, passant de 0,3 p.c. en 2002 à 3,1 p.c. en 2007.

REVENUS PRIMAIRES DE L'ÉCONOMIE

(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)



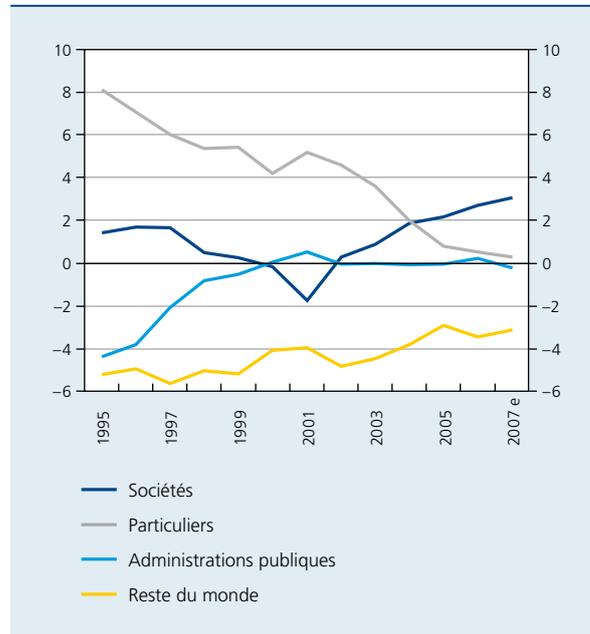
Sources : CE, OCDE, ICN, BNB.

(1) Rémunérations des salariés dans le secteur privé et revenus fictifs d'activité estimés pour les indépendants, obtenus en multipliant leur nombre par le salaire moyen dans le secteur privé, en pourcentage de la valeur ajoutée du secteur privé.

(2) À l'exclusion de la Slovaquie.

Faisant suite à la détérioration survenue entre 1997 et 2001, l'amélioration de la capacité de financement des sociétés au cours de la période 2002-2007 apparaît significative. Elle leur a permis d'assainir leur bilan, en réduisant leur recours relatif à l'endettement externe. Du point de vue de l'ensemble de l'économie, cette évolution a cependant été plus que compensée par le recul des soldes de financement des particuliers et, dans une mesure nettement moindre, des administrations publiques. Au total, le financement du reste du monde par l'ensemble des secteurs intérieurs est revenu de 4,8 p.c. du PIB en 2002 à 3,1 p.c. en 2007, une tendance que l'on retrouve dans les chiffres de la balance des paiements.

SOLDE DE FINANCEMENT DES GRANDS SECTEURS DE L'ÉCONOMIE (pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

Administrations publiques

En 2007, les dépenses de consommation finale des administrations publiques se sont accrues de 2,1 p.c. en termes réels, alors qu'elles avaient enregistré une progression moyenne de 0,5 p.c. de 2004 à 2006. Cet accroissement s'explique en majeure partie par l'augmentation des prestations sociales en nature, surtout les dépenses de soins de santé, et par celle des achats courants de biens et services. Après leur hausse particulièrement modérée en 2005 et 2006, l'évolution des dépenses de soins de santé en 2007 peut être considérée comme un retour à la croissance soutenue qui caractérise cette catégorie de dépenses. En 2007, les traitements des fonctionnaires ont augmenté de 1,1 p.c. en termes réels, un rythme comparable à celui des trois années précédentes.

Les investissements des administrations publiques ont crû de 5,4 p.c. en termes réels en 2007, une hausse considérable au regard de la croissance moyenne de 0,1 p.c. qu'ils ont enregistrée de 2001 à 2006. Cette accélération est toutefois exclusivement due aux ventes de bâtiments publics en 2006, considérées par convention comptable

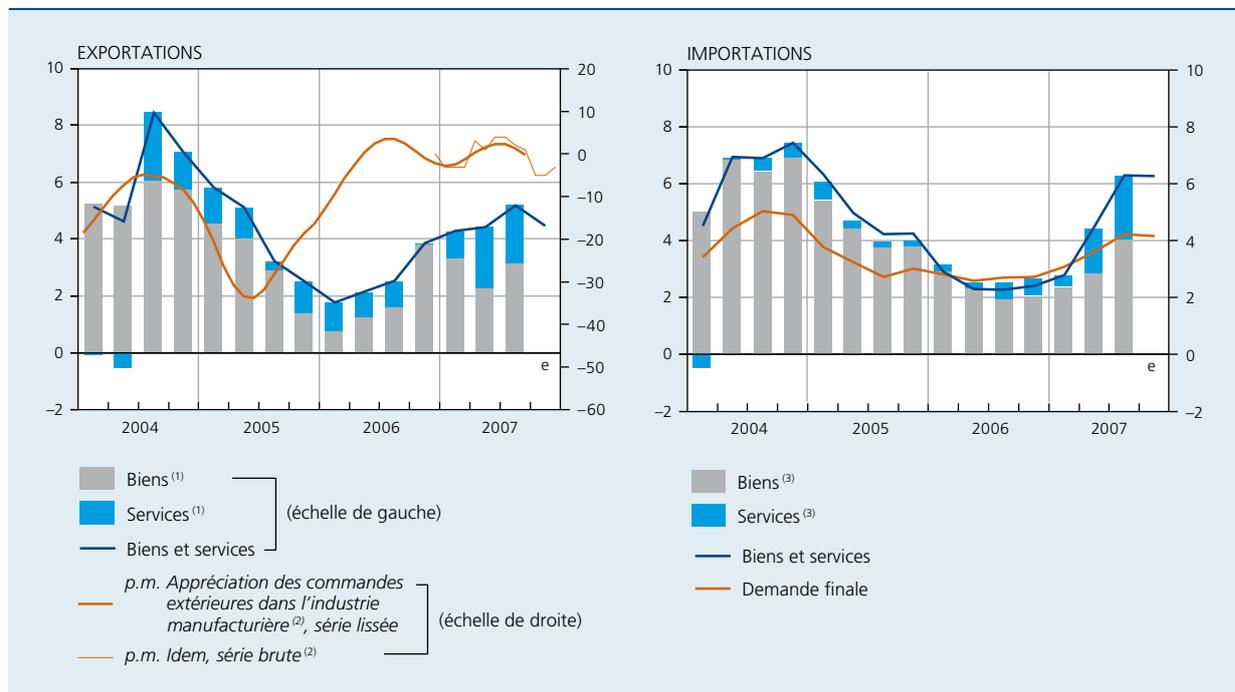
comme des désinvestissements du secteur des administrations publiques. Si l'on en fait abstraction, les investissements publics se sont réduits de 6,4 p.c. en 2007, alors qu'ils avaient progressé en moyenne de 2,1 p.c. de 2001 à 2006. Un tel ralentissement n'est pas inhabituel au cours de l'année qui suit celle de l'élection des conseils communaux – comme c'était le cas en 2007 –, les pouvoirs locaux réduisant en effet généralement leurs dépenses d'investissement après une forte expansion l'année précédente.

Reste du monde

Alors qu'elles avaient été atones pendant une grande partie de l'année, les exportations de biens et services se sont sensiblement raffermies vers la fin de 2006 et ce mouvement s'est poursuivi durant l'année sous revue. Au total, exprimé en volume, leur rythme de progression a atteint 4,6 p.c. en 2007, contre 2,6 p.c. l'année précédente.

GRAPHIQUE 29 EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS DE BIENS ET SERVICES

(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)



Sources : ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation totale des exportations.

(2) Données corrigées des variations saisonnières, niveaux.

(3) Contribution à la variation totale des importations.

Cette accélération a trouvé son origine dans les échanges de biens dès le quatrième trimestre de 2006, comme le laissait présager l'amélioration de l'indicateur des enquêtes de conjoncture relatif à l'appréciation des commandes étrangères. Dans le contexte de l'appréciation de l'euro depuis le début de 2006, un ralentissement s'est néanmoins manifesté au deuxième trimestre de 2007 à la suite de l'affaiblissement de la demande extérieure, en particulier celle émanant des États-Unis. Pour la première fois depuis 2001, les marchés de la zone euro ont d'ailleurs crû aussi rapidement que ceux des pays situés en dehors de celle-ci.

À partir du début de 2007, la croissance des exportations a aussi été soutenue de manière significative par les transactions enregistrées au titre des services. Au deuxième trimestre, celles-ci ont même contribué pour 2,2 points de pourcentage à l'augmentation de 4,4 p.c. des exportations totales par rapport à la période correspondante de l'année précédente. L'introduction d'un nouveau système de collecte des données de base de la balance des paiements pourrait néanmoins expliquer dans une mesure non négligeable l'importance inhabituelle de la contribution des services. En effet, ce nouveau système

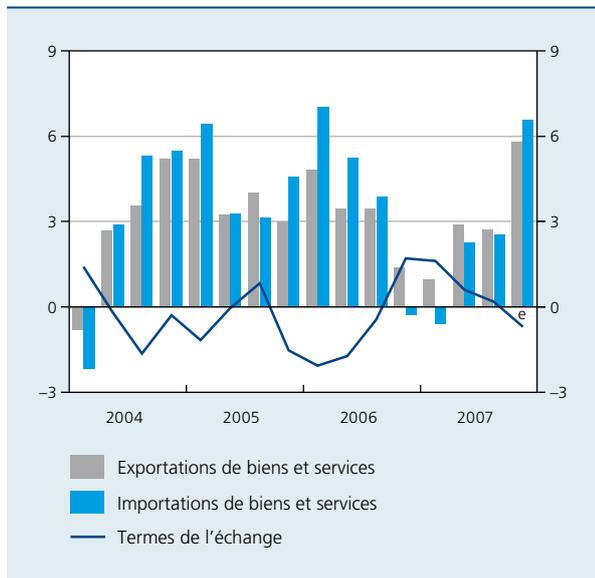
donne lieu à une estimation plus complète des échanges internationaux de services, tant pour les prestations fournies par des résidents belges à l'étranger que pour celles de prestataires étrangers en Belgique.

Ainsi, les services ont aussi apporté une contribution substantielle à la croissance des importations de biens et services. Ces dernières se sont également inscrites en nette accélération, progressant de 5 p.c. en 2007 contre 2,5 p.c. en 2006. Elles ont été soutenues non seulement par le dynamisme des exportations, mais aussi par l'expansion des investissements des entreprises, ces deux composantes de la demande finale présentant le contenu le plus élevé en importations. Au cours de l'année sous revue, la contribution des exportations nettes à la croissance en volume du PIB a donc été négative, à hauteur de 0,2 point de pourcentage.

Le recul du solde en volume des échanges extérieurs de biens et services a toutefois été compensé par l'évolution favorable des prix, les termes de l'échange progressant de 0,4 p.c. en moyenne en 2007. La croissance du déflateur des importations est, en effet, revenue à 2,7 p.c., contre 3,9 p.c. l'année précédente, tandis que le taux de

GRAPHIQUE 30 DÉFLATEURS DES ÉCHANGES DE BIENS ET SERVICES

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



Sources : ICN, BNB.

progression du déflateur des exportations s'est maintenu à 3 p.c. environ.

Cette amélioration des termes de l'échange contraste avec les contractions enregistrées les quatre années précédentes, sous l'effet principalement du renchérissement des matières premières. Elle résulte principalement du recul temporaire des prix des produits énergétiques – le pétrole et, surtout, le gaz – au quatrième trimestre de 2006 et au début de 2007. Depuis le mois de septembre, la nouvelle flambée des cours pétroliers a cependant réaligné la croissance du déflateur des échanges extérieurs, en particulier celui des importations.

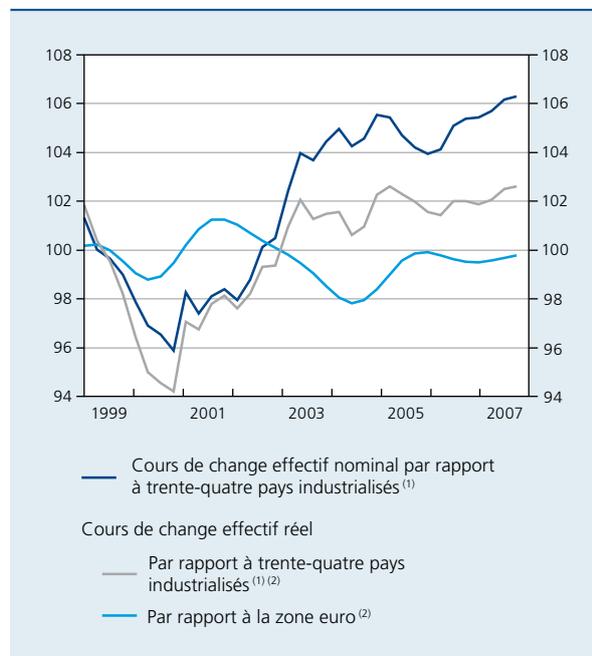
Même si plus de 60 p.c. des échanges extérieurs de la Belgique sont effectués avec des pays de la zone euro, l'appréciation de l'euro a également contribué à l'amélioration des termes de l'échange, en atténuant l'évolution du déflateur des importations. Les biens et services pour lesquels les coûts encourus sont libellés en monnaies étrangères peuvent, en effet, être échangés à un prix moindre en euro, sans détériorer la rentabilité des producteurs étrangers. De leur côté, les exportateurs de la zone euro ont la possibilité, s'ils ont un pouvoir de marché suffisant, de répercuter sur leur prix en devises l'évolution du cours de l'euro, mais le jeu de la concurrence les poussera en général plutôt à réduire leur marge. Le cours de change nominal de l'UEBL par rapport à un

panier de monnaies de trente-quatre pays anciennement ou nouvellement industrialisés s'est apprécié de 2,3 p.c. entre le quatrième trimestre de 2005 et le troisième trimestre de 2007. Mesurée à l'aune des coûts salariaux, la détérioration de la compétitivité-coût a cependant été plus limitée puisque, compte tenu de l'évolution relative des coûts salariaux unitaires, le cours de change effectif réel ne s'est apprécié que de 1 p.c. au cours de cette même période. En outre, le cours de change effectif réel est resté relativement stable par rapport aux partenaires de la zone euro.

En raison du manque d'harmonisation des méthodes utilisées dans les différents pays pour estimer les évolutions de prix et de volume des échanges extérieurs, une comparaison internationale sur cette base risque de conduire à des résultats biaisés. En attendant qu'il soit remédié à cette situation, il s'indique, comme cela a été expliqué dans le chapitre 3 du Rapport 2006, de recourir à des analyses en valeur pour apprécier de manière nuancée les performances à l'exportation de la Belgique. Toutefois, dans la mesure où les évolutions en valeur sont affectées par les mouvements des cours de change, la comparaison doit être restreinte aux pays de la zone euro.

GRAPHIQUE 31 COURS DE CHANGE EFFECTIF DE L'UEBL

(indices 1999 = 100)



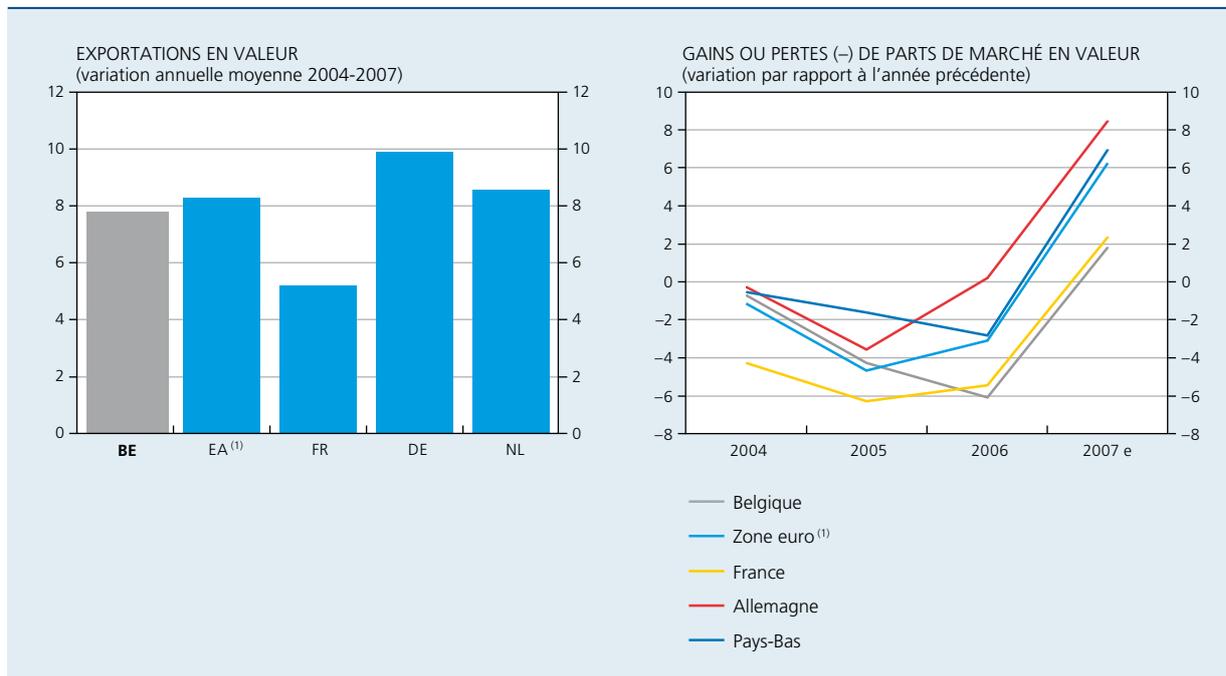
Source : CE.

(1) Moyenne pondérée du cours de change vis-à-vis des monnaies du reste de l'UE et des pays suivants : Australie, Canada, États-Unis, Japon, Mexique, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suisse et Turquie.

(2) Cours de change effectif nominal, déflaté par les coûts salariaux par unité produite de l'ensemble de l'économie.

GRAPHIQUE 32 EXPORTATIONS DE BIENS ET SERVICES ET PARTS DE MARCHÉ

(pourcentages de variation)



Sources : CE, OCDE, ICN, BNB.

(1) Moyenne non pondérée des pays de la zone euro, à l'exclusion du Luxembourg et de la Slovaquie.

Mesurées en valeur, les exportations de biens et services de la Belgique ont progressé de 7,8 p.c. par an de 2004 à 2007, soit un rythme comparable à la moyenne des principaux pays voisins. Cette dernière recouvre toutefois des réalités sensiblement différentes, la progression annuelle des exportations n'ayant été que de 5,2 p.c. en France, alors qu'elle a atteint 8,6 p.c. aux Pays-Bas et 9,9 p.c. en Allemagne. Ces évolutions peuvent être rapportées à celles des débouchés extérieurs, ces derniers étant calculés comme la somme des importations des partenaires, pondérées en fonction de leur importance en tant que client. Il en ressort que, comme les autres pays de la zone euro, la Belgique a subi des pertes de parts de marché en valeur de 2004 à 2006. Toutefois, alors qu'elles étaient d'une ampleur comparable à la moyenne non pondérée des pays de la zone les deux premières années, ces pertes se sont aggravées en 2006, atteignant 6 p.c. En 2007, le taux de croissance des exportations en valeur de la Belgique a dépassé celui des marchés à concurrence de 1,8 point de pourcentage, une amélioration toutefois en retrait de celle observée en Allemagne et aux Pays-Bas, de même qu'en moyenne dans la zone euro.

Considérées depuis 1995, les exportations de la Belgique ont crû à un taux annuel inférieur de 1,7 point de pourcentage à celui des marchés. Si les pertes de marchés ont

donc été significatives, elles ont néanmoins été relativement proches de celles enregistrées en France, en Italie, au Portugal ou, dans une moindre mesure, en Finlande. Des pertes constituent en partie un phénomène naturel, dans le contexte de l'ouverture rapide au commerce international d'économies émergentes de taille importante, celles-ci contribuant à une expansion considérable des échanges internationaux. Dans ce processus, la part des économies plus anciennement industrialisées et internationalisées tend inévitablement à se réduire. Toutefois, ce déclin relatif est plus ou moins marqué, voire endigué, selon la capacité des économies à faire face à la concurrence accrue, notamment grâce à une structure des exportations orientée vers des produits pour lesquels la demande est soutenue. Ainsi, l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Autriche ont quasiment maintenu leur position entre 1995 et 2007, tandis que l'Espagne et, surtout, l'Irlande ont gagné des parts de marché.

Balance des paiements

Si la progression en volume des importations de biens et services a été plus rapide que celle des exportations, cette détérioration a été plus que compensée notamment par l'amélioration des termes de l'échange. Ainsi, exprimé à

prix courants, l'excédent commercial de la Belgique s'est élargi en 2007, s'établissant à 8 milliards d'euros contre 7,7 milliards l'année précédente. Cet élargissement, qui fait suite à quatre années de contraction, provient essentiellement des opérations de services. Selon les données disponibles pour les trois premiers trimestres de 2007, cette évolution est attribuable au négoce international, aux transports et aux services financiers, dont l'amélioration des résultats a contrebalancé la dégradation du solde des transactions pour plusieurs catégories de prestations de services, parmi lesquelles la publicité et les services juridiques. Le surplus des opérations sur marchandises s'est également élargi sur la même période, mais ce mouvement aurait été annihilé au quatrième trimestre, à la suite du renchérissement des matières premières.

Pour leur part, les revenus de facteurs ont donné lieu à un surplus de 6,5 milliards d'euros au cours de l'année 2007, contre 6 milliards en 2006. Cet accroissement résulte d'une augmentation des intérêts nets perçus par les résidents plus importante que celle des dividendes nets versés à l'étranger. La hausse simultanée des paiements de dividendes, d'une part, et des recettes d'intérêts, d'autre part, est sensible notamment pour les centres de coordination. Stimulés par les dispositions fiscales relatives à la déduction des intérêts notionnels, ceux-ci, comme

d'autres sociétés, ont bénéficié d'un apport de fonds propres en provenance d'actionnaires non-résidents, ce qui leur a permis en retour d'accroître les prêts octroyés aux sociétés affiliées à l'étranger. Par ailleurs, les flux de paiements d'intérêts sur les crédits interbancaires ont augmenté, tant en recettes qu'en dépenses, sous l'effet de la hausse des taux à court terme. Dans le même temps, l'excédent traditionnel des revenus du travail s'est légèrement contracté durant les trois premiers trimestres de 2007.

En raison de la position de contributeur net de la Belgique vis-à-vis du budget de l'UE, le solde des transferts courants est traditionnellement négatif. En 2007, ce déficit a été porté de 5,3 à 5,7 milliards en raison essentiellement d'un recul du solde du secteur des assurances. En ce qui concerne les transferts publics, on observe un léger accroissement du montant total des contributions versées par la Belgique au budget de l'UE, d'une part, et une petite diminution des transferts reçus dans le cadre de la politique agricole commune (PAC), d'autre part. Du côté des contributions, ce sont principalement les restitutions des droits de douane qui ont augmenté. En matière de transferts au bénéfice du secteur agricole, la hausse des prix mondiaux pour les produits de ce secteur a réduit l'importance des aides de marché. Parallèlement, comme expliqué dans l'encadré 11, à la suite de la réforme de la

TABLEAU 17 PRÊT NET AU RESTE DU MONDE
(soldes; milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2004	2005	2006	2007 e	Neuf premiers mois	
					2006	2007
1. Compte courant	10,2	7,9	8,4	8,8	6,6	8,1
Biens et services	10,7	8,7	7,7	8,0	4,7	6,4
Biens	7,8	4,7	2,6	n.	1,7	2,8
Services	2,9	4,0	5,1	n.	3,0	3,6
Revenus de facteurs	4,6	4,2	6,0	6,5	6,1	6,4
Revenus du travail	3,7	3,9	4,1	n.	3,0	2,7
Revenus des placements et investissements	1,0	0,3	2,0	n.	3,1	3,7
Transferts courants	-5,2	-5,1	-5,3	-5,7	-4,3	-4,7
Transferts des administrations publiques ...	-3,8	-3,8	-4,3	n.	-3,6	-3,6
Transferts des autres secteurs	-1,4	-1,3	-1,1	n.	-0,7	-1,1
2. Compte de capital	-0,4	-0,7	-0,3	-0,7	-0,5	-0,6
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)	9,8	7,1	8,1	8,1	6,0	7,6
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB</i>	3,4	2,4	2,6	2,4	2,5	3,1
<i>Capacité de financement des secteurs intérieurs, pourcentages du PIB</i>	3,8	2,9	3,4	3,1		

Sources: ICN, BNB.

PAC en 2003, les aides directes aux producteurs tendent à gagner en importance par rapport aux aides de marché, rendant l'ensemble des transferts moins sensibles aux fluctuations de prix sur les marchés mondiaux.

Après avoir bénéficié de la vente des terrains de l'ambassade de Tokyo en 2006, le compte de capital s'est soldé par un déficit de 0,7 milliard, soit le même montant qu'en 2005. Tout comme l'année précédente, il a subi en 2007 l'influence du système d'échanges de quotas d'émission de gaz à effet de serre établi par l'UE dans le cadre des accords de Kyoto. En effet, en termes nets, les sociétés belges achètent plus de droits d'émission qu'elles n'en vendent.

Au total, le prêt net de la Belgique au reste du monde qui, selon les concepts de la balance des paiements, correspond à la somme des soldes des comptes courant et de capital, s'est maintenu à 8,1 milliards. Cette évolution correspond à une diminution en pourcentage du PIB de 0,2 point, le prêt net revenant de 2,6 p.c. en 2006 à 2,4 p.c.

3.4 Développements structurels

La globalisation croissante de l'économie mondiale, caractérisée par une concurrence accrue de pays émergents à bas salaires, impose aux économies anciennement industrialisées de trouver d'autres voies pour préserver et améliorer leur compétitivité globale, limiter leurs pertes de parts de marché et, ainsi, tirer parti de l'élévation du niveau moyen de développement dans le monde. En tant que petite économie ouverte spécialisée dans les produits intermédiaires, la Belgique est particulièrement concernée. Pour répondre à ce défi, l'innovation et l'esprit d'entreprise constituent deux éléments-clés d'une politique structurelle appropriée devant permettre et faciliter l'adaptation de l'économie et sa réorientation vers des activités nouvelles.

L'innovation et l'esprit d'entreprise sont d'ailleurs au centre des préoccupations politiques à tous les niveaux de pouvoir: régional, national et supranational. À ce dernier niveau, l'UE et l'OCDE ont adopté des démarches similaires. À partir d'indicateurs structurels couvrant un large éventail de domaines (innovation, esprit d'entreprise, emploi, réforme économique, etc.), elles opèrent un *benchmarking* visant à mettre en exergue les forces et faiblesses des différents États membres. Cette identification des points saillants leur permet ensuite de formuler des recommandations, dont la mise en œuvre fait l'objet d'un suivi régulier.

Vue d'ensemble de l'innovation

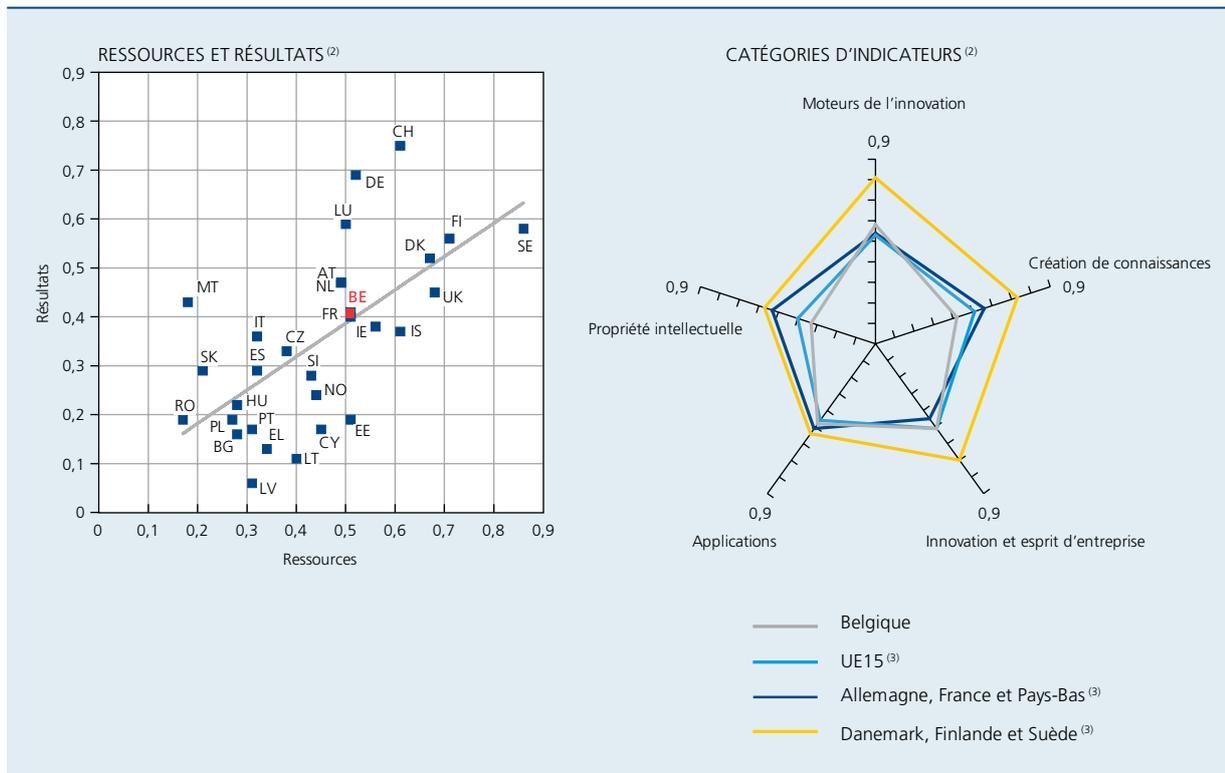
L'innovation est le fruit de relations complexes et plurivoques entre de multiples acteurs (enseignants, chercheurs scientifiques, entreprises, pouvoirs publics, consommateurs) interagissant au sein d'un système. La performance innovatrice d'une économie se révèle dès lors malaisée à évaluer, et a fortiori délicate à synthétiser en un seul indicateur. Dans cette optique, le tableau de bord européen de l'innovation (TBEI), mis au point par la CE, présente un faisceau d'indicateurs permettant d'appréhender les différentes dimensions de l'innovation et de positionner la Belgique sur le plan européen. Il compile vingt-cinq indicateurs regroupés en cinq thèmes, eux-mêmes subdivisés en deux groupes, l'un de ressources de l'innovation, l'autre de résultats. Sont repris comme ressources les moteurs de l'innovation, la création de connaissances et l'innovation et esprit d'entreprise, et comme résultats les applications et la propriété intellectuelle.

Avec toutes les précautions d'usage, entre autres quant au caractère «ressource» ou «résultat» d'un indicateur, les performances en termes d'innovation apparaissent dépendre dans une certaine mesure des moyens mis en œuvre. Parmi les trente pays européens considérés, à savoir les États membres de l'UE, l'Islande, la Norvège et la Suisse, la Belgique occupe une position intermédiaire, à l'instar de la France et des Pays-Bas. En dépit d'un niveau de ressources comparable, l'Allemagne affiche la meilleure performance de l'UE, ce qui traduit une efficacité innovatrice remarquable. Les trois pays nordiques de l'UE recueillent aussi des résultats plus élevés, en affectant davantage de ressources à l'innovation.

Les cinq thèmes abordés par le TBEI constituent autant de facettes de l'innovation. En premier lieu, la capacité innovatrice d'une économie repose sur les moteurs de l'innovation. Sur la base des indicateurs retenus par le TBEI, portant presque exclusivement sur la formation, c'est dans ce domaine que la Belgique obtient son score relatif le plus élevé, supérieur en particulier au score moyen non pondéré de ses trois principaux voisins. Cette image globalement positive, partiellement due au taux élevé de diplômés de l'enseignement supérieur, masque cependant des carences, à savoir les niveaux insuffisants de diplômés scientifiques et ingénieurs et de la formation continue. En 2005, la Belgique comptait ainsi 10,9 diplômés scientifiques et ingénieurs pour mille habitants âgés de vingt à vingt-neuf ans, contre un taux de 12,9 pour mille dans l'UE. En 2006, 7,5 p.c. de la population âgée de vingt-cinq à soixante-quatre ans avaient récemment suivi une formation continue, contre 9,6 p.c. dans l'UE et 11,1 p.c. dans l'UE15.

GRAPHIQUE 33 INDICATEURS DE L'INNOVATION

(moyennes d'indicateurs normalisés ⁽¹⁾)



Source : CE (Tableau de bord européen de l'innovation 2007).

(1) Le score de chaque pays pour chacun des vingt-cinq indicateurs est obtenu par la normalisation suivante : (indicateur pays – minimum (trente pays)) / (maximum (trente pays) – minimum (trente pays)). Il est dès lors compris entre 0 et 1. Son calcul ne tient pas compte des valeurs extrêmes. Les scores par catégorie, ainsi que pour les ressources et résultats, sont obtenus par moyenne non pondérée.

(2) Les moteurs de l'innovation, la création de connaissances et l'innovation et esprit d'entreprise sont les ressources de l'innovation ; les applications et la propriété intellectuelle sont les résultats de l'innovation.

(3) Moyenne non pondérée.

Le système d'innovation belge affiche ses moins bons scores relatifs dans les domaines relevant plus directement de la connaissance proprement dite, que ce soit sur le plan des ressources (création de connaissances, essentiellement R&D) ou sur celui des résultats sous la forme de dépôts ou d'enregistrements liés à la propriété intellectuelle. En 2005, le niveau des dépenses de R&D en Belgique s'élevait à 1,8 p.c. du PIB, soit un niveau comparable à la moyenne de l'UE, après qu'il eut atteint un sommet de 2,1 p.c. du PIB en 2001. Il se situait de la sorte bien en deçà de l'objectif de 3 p.c. que l'UE s'est fixé à l'horizon 2010 dans le cadre de la stratégie de Lisbonne et que la Belgique a confirmé pour elle-même dans son Programme national de réforme 2005-2008. La Belgique se distingue par la contribution relativement faible du financement public alors que, dans la majorité des pays européens, c'est davantage le financement privé qui est à la traîne. En Belgique, ce dernier est, en outre, caractérisé par une forte concentration des dépenses et une dépendance extérieure, des facteurs qui sont sources d'une plus grande volatilité de l'activité de R&D.

Au-delà des brevets et autres dépôts de marques, l'innovation doit déboucher sur des applications économiques, génératrices d'activité, d'emplois et de revenus. À cet égard, la Belgique accuse aussi un retard par rapport aux trois pays voisins et aux pays nordiques de l'UE, en particulier au niveau des exportations de haute technologie et des ventes de produits nouveaux pour le marché.

La dernière catégorie abordée par le TBEI, intitulée « innovation et esprit d'entreprise », cerne avant tout l'effort d'innovation au niveau de l'entreprise, notamment pour les PME. La Belgique se positionne favorablement pour l'ensemble de ce thème, en particulier mieux que la moyenne des trois pays voisins, en raison du comportement innovateur que les PME y révèlent par voie d'enquête.

Comportement innovateur et esprit d'entreprise

Dans les faits, l'innovation est largement mise en œuvre par les entreprises. À ce titre, elle va de pair avec le développement d'un esprit entrepreneurial.

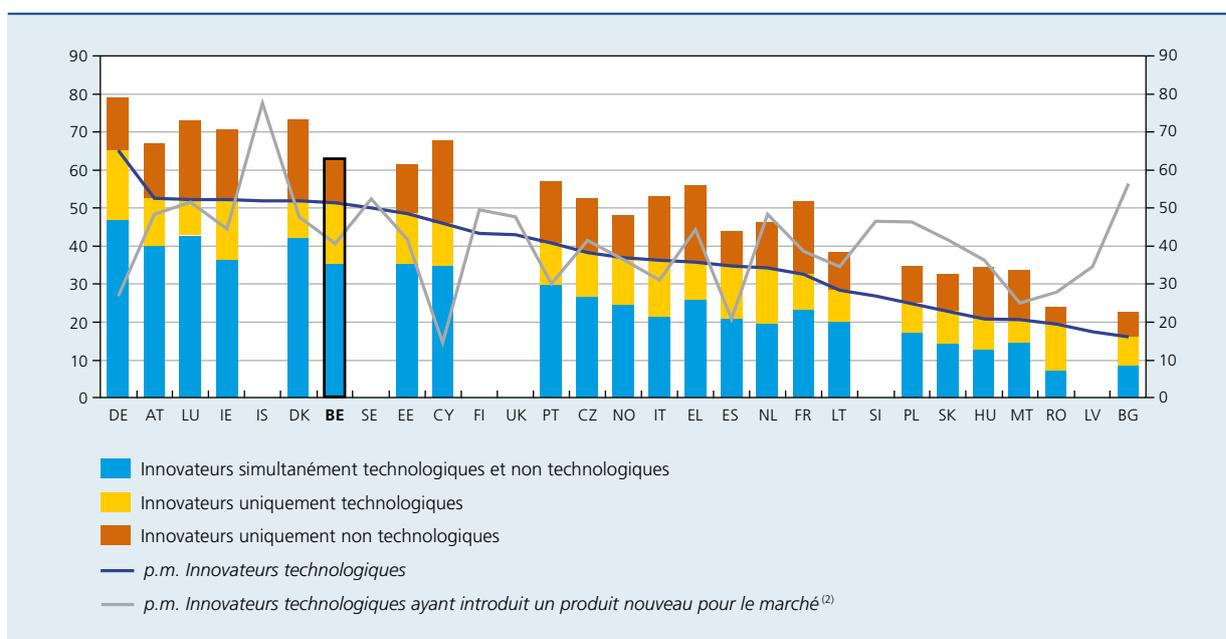
Selon l'enquête communautaire sur l'innovation (ECI), dont sont issus plusieurs indicateurs du TBEI, et dont la dernière édition date de 2004, la Belgique occupe le 7^e rang en matière d'innovation technologique sur un total de vingt-neuf pays européens. 51,3 p.c. des entreprises de toutes tailles y ont déclaré avoir, entre 2002 et 2004, introduit sur le marché un produit nouveau ou significativement amélioré ou mis en place au sein de la firme un processus nouveau ou significativement amélioré. Seule l'Allemagne, en 1^{ère} position, fait nettement mieux, avec un taux de 65,1 p.c. Les innovations de produits des entreprises belges semblent cependant traduire davantage un comportement d'adaptation aux technologies existantes. En effet, la Belgique n'occupe que la 17^e position en termes de part des entreprises innovantes ayant introduit un produit qui soit nouveau non seulement pour elles-mêmes mais aussi pour le marché.

Une innovation n'est toutefois pas nécessairement de nature technologique. D'après l'ECI, les innovations technologiques et non technologiques vont le plus souvent de pair, en particulier dans les pays les mieux classés. La mise sur le marché d'un nouveau produit peut, en effet, s'accompagner d'une refonte du marketing, de même que l'introduction d'un nouveau processus de production amène à reconsidérer l'organisation de l'entreprise. La proportion de sociétés mettant uniquement en place des innovations non technologiques n'est toutefois pas négligeable, y compris dans les pays où l'innovation technologique concerne plus de 50 p.c. des entreprises. Dans ce groupe dont elle fait partie, la Belgique se situe en retrait, ne comptant que 11,5 p.c. de firmes innovant uniquement sur le plan non technologique.

À l'instar de l'innovation, l'esprit d'entreprise est un concept difficile à mesurer. Il est dès lors fait usage d'approximations, telles que le nombre de créations et de destructions d'entreprises ou le nombre d'indépendants, ou de résultats d'enquêtes, parmi lesquelles les plus connues sont celle du Global Entrepreneurship Monitor (GEM) et le Flash Eurobaromètre établi à la demande de la CE. Ces deux enquêtes s'adressent à la population en âge de travailler, la première dans quarante-deux pays du monde entier, ne couvrant cependant pas tous les pays de l'UE,

GRAPHIQUE 34 ENTREPRISES INNOVANTES ⁽¹⁾

(de 2002 à 2004 ; pourcentages du nombre total d'entreprises, sauf mention contraire)

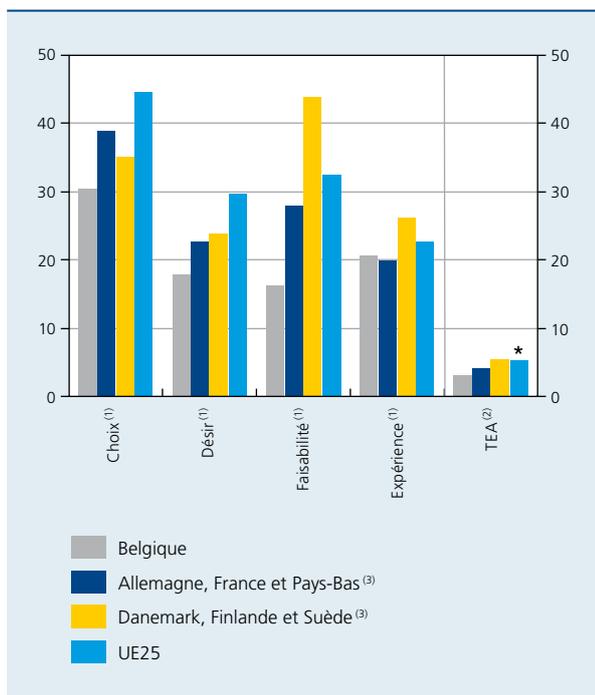


Source : CE (ECI 4, 2004).

(1) L'ECI 4 porte sur les vingt-sept pays de l'UE, ainsi que sur l'Islande et la Norvège. La distinction entre les innovations technologiques et non technologiques n'est toutefois disponible que pour vingt-trois de ces pays.

(2) Pourcentages du nombre d'entreprises innovantes sur le plan technologique.

GRAPHIQUE 35 ENTREPRENEURIAT
(pourcentages de la population visée)



Sources : Flash Eurobaromètre 2007, Global Entrepreneurship Monitor 2007.

(1) Les questions de l'Eurobaromètre, posées à des personnes de quinze ans et plus, portent successivement sur le choix du statut d'indépendant dans l'absolu ; sur le désir et la faisabilité de devenir indépendant dans les cinq ans à venir, pour les non-indépendants uniquement ; sur l'expérience présente ou passée de la création d'entreprise.

(2) Taux d'activité entrepreneuriale total (*Total Entrepreneurial Activity*) : personnes entre dix-huit et soixante-quatre ans ayant exercé une activité entrepreneuriale depuis plus de trois mois mais moins de quarante-deux mois ou ayant entrepris des démarches pour créer une société au cours de l'année écoulée. Le GEM n'ayant pas publié de donnée pour l'Allemagne en 2007, on a repris pour ce pays celle de 2006.

(3) Moyenne non pondérée.

* Moyenne non pondérée des TEA des seize pays de l'UE25 repris dans le GEM de 2007 et de celui de l'Allemagne dans le GEM de 2006.

la seconde pour les pays de l'UE25 ainsi que l'Islande et la Norvège.

Si l'on se réfère aux questions-clés de ces enquêtes, la Belgique est souvent classée à la dernière ou à l'avant-dernière place parmi les pays de l'UE25. Ainsi, selon l'Eurobaromètre, le Belge a une préférence particulièrement forte pour le statut de salarié par rapport à celui d'indépendant. Parmi ceux qui ne sont pas indépendants, très rares sont les Belges trouvant désirable ou faisable de le devenir. Sur la base des données du GEM, le taux d'activité entrepreneuriale total, à savoir la part de la population en âge de travailler ayant récemment démarré une activité entrepreneuriale ou se préparant à le faire, est le plus bas en Belgique, hormis l'Autriche : il n'est que de 3,2 p.c., contre 5,4 p.c. en moyenne pour les pays de l'UE25 considérés. L'écart est moindre pour les individus se trouvant au stade des démarches, ce qui pourrait influencer favorablement

les taux d'entrepreneuriat effectifs futurs. Par ailleurs, en dépit d'une amélioration récente, la Belgique se distingue aussi par des résultats inférieurs à la moyenne européenne sur le plan de l'entrepreneuriat à haut potentiel, notamment quant à la volonté de développer l'entreprise au point de compter au moins vingt travailleurs dans les cinq ans.

Le GEM et l'Eurobaromètre indiquent que le Belge devient « entreprenant » avant tout pour saisir une opportunité, mais rarement par nécessité. La Belgique ne présente pas, par rapport aux autres pays, de problèmes spécifiques de financement, que ce soit sous la forme de capital-risque ou sous d'autres formes. L'explication de la faiblesse de l'entrepreneuriat semble dès lors tenir davantage à des facteurs culturels et sociétaux, que ce soit par le biais d'une moindre valorisation du statut d'entrepreneur ou par celui de la perception de la protection sociale et des formalités administratives.

Politiques structurelles

Depuis 2004, un certain nombre de mesures ont été adoptées par les autorités belges afin d'améliorer le cadre structurel de l'activité économique et d'accroître son potentiel. Plus particulièrement, afin de stimuler la recherche et l'innovation, diverses mesures fiscales ont été prises au niveau fédéral pour abaisser le coût de la R&D et en rendre les retombées financières plus attractives. Les gouvernements régionaux ont, pour leur part, principalement mis en place des pôles de compétitivité ou de compétence couvrant des domaines d'activité spécifiques. Ces pôles visent à favoriser les collaborations entre les entreprises, les centres de formation et les centres de recherche publics et privés.

De nombreux efforts ont aussi été consentis à tous les niveaux de pouvoir en vue de la simplification administrative. Relevant des compétences fédérales, le temps nécessaire à la création d'une société a été progressivement réduit, entre autres via l'octroi d'un numéro d'entreprise unique, pour être abaissé, dans certaines conditions, à trois jours en 2007. L'entrepreneuriat devrait aussi être stimulé par diverses améliorations apportées au statut social des indépendants. Par ailleurs, de nouvelles législations ont facilité la création de nouveaux magasins, plus spécialement de grandes surfaces, et rendu plus flexibles les heures et jours d'ouverture des commerces.

En dépit de ces réformes, la CE et l'OCDE encouragent la Belgique, comme les autres pays de l'UE, à poursuivre les efforts en vue d'une économie de la connaissance plus compétitive. Même si la plupart des recommandations

en matière de politiques structurelles, et certainement les plus significatives, adressées à la Belgique visent le marché du travail, un certain nombre d'entre elles concernent aussi le marché des produits. Ainsi, les instances internationales ont pointé, dans la plupart des pays, dont la Belgique, le manque de concurrence dans les services, en particulier les services professionnels et le commerce de détail, et dans les industries de réseau. Dans le cas de l'électricité et du gaz, les autorités belges sont invitées à renforcer les conditions de la concurrence, notamment par le biais de régulateurs indépendants et efficaces, et d'une diminution de l'influence des opérateurs historiques de transmission et de distribution. Le régulateur fédéral en matière de télécommunications est, pour sa part, encouragé à progresser dans l'analyse du marché de la transmission à large bande.

Dans le domaine de l'innovation, la CE a indiqué que nombre de pays n'atteindraient pas l'objectif qu'ils s'étaient fixé en termes de dépenses de R&D à l'horizon 2010. Tel devrait être le cas de la Belgique, dont le ratio de dépenses de R&D en proportion du PIB a accusé la baisse quasiment la plus importante de l'UE entre 2000 et 2005. À cet égard, les points d'attention relevés par la CE portent sur la nécessité d'augmenter le niveau et l'impact du financement public et d'accroître la coordination entre les entités fédérale et fédérées. Les moyens dévolus à la recherche et à l'innovation sont de fait éparpillés sur un nombre élevé d'institutions et d'instruments. Par ailleurs, en dehors de mesures relatives aux brevets, la CE n'a cité la Belgique de manière favorable ni pour l'amélioration des conditions cadres, dont font aussi partie les initiatives pour attirer du personnel hautement qualifié et l'encouragement de l'innovation via les commandes publiques, ni pour les politiques spécifiques bénéficiant aux PME. Quant à l'esprit d'entreprise, il pourrait être davantage développé, entre autres par le biais de l'enseignement.



Marché du travail et coûts salariaux

4.

4.1 Marché du travail

Emploi et durée du travail

Dans la foulée de la croissance soutenue de l'activité économique en 2006 et au début de 2007, l'emploi a sensiblement progressé au cours de l'année sous revue. Depuis le début de 2003, abstraction faite d'une interruption brève et de faible ampleur en 2005, la variation annuelle de l'emploi a augmenté de trimestre en trimestre, jusqu'à atteindre un sommet au troisième trimestre de 2007. Durant celui-ci, l'on a compté 72.000 postes de travail de plus qu'un an auparavant. Si un certain infléchissement s'est fait jour par la suite, suivant en cela avec le décalage habituel de deux à trois trimestres le tassement du rythme d'expansion du PIB, la hausse de l'emploi s'est néanmoins maintenue à un niveau élevé, ce qui a permis l'embauche

de 71.000 personnes de plus en moyenne en 2007, soit une augmentation de 1,6 p.c. Durant la décennie écoulée, la création d'emplois n'a été supérieure qu'en 2000, lorsque 80.000 personnes supplémentaires avaient été engagées, ce qui représentait une hausse de 2 p.c., mais la croissance du PIB avait également été plus élevée, à presque 4 p.c. Depuis 2003, l'emploi intérieur s'est accru au total d'environ 200.000 postes de travail.

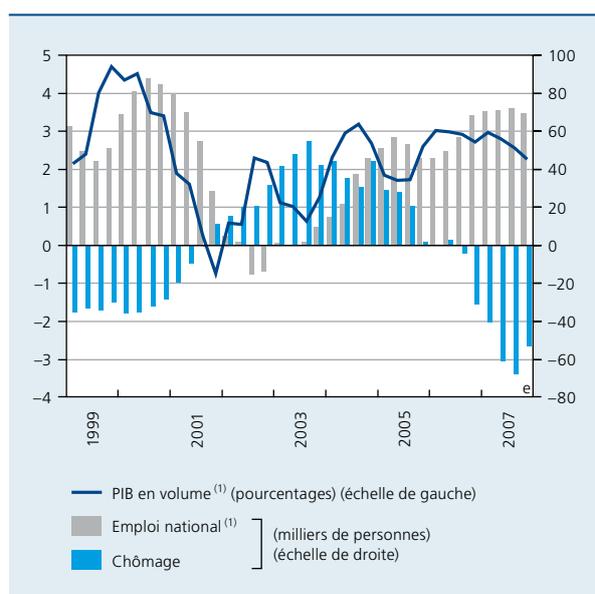
La forte augmentation du nombre de postes de travail observée ces dernières années est principalement le fait du secteur privé. En 2006 et en 2007, l'effectif des administrations et de l'enseignement est, en effet, demeuré quasiment stable. L'incidence des pouvoirs publics sur l'emploi ne se limite évidemment pas à leur personnel propre. Par leur politique d'abaissements de charges et de subventions notamment, ils soutiennent la création et le maintien de l'emploi dans le secteur privé. Ce soutien est globalement limité, mais il s'avère déterminant pour le développement de certaines activités, comme dans la branche de la santé et de l'action sociale, où l'emploi est le plus généralement subventionné. Ainsi, dans le secteur privé non marchand, qui pour l'essentiel correspond à cette branche, le nombre de salariés se serait accru en 2007 à un rythme soutenu, comme depuis plusieurs années, soit de 10.000 unités. De même, le subventionnement dont bénéficie le système des titres-services explique dans une large mesure son succès: selon les estimations, en moyenne quelque 13.000 nouveaux emplois auraient été créés au sein des services marchands dans le cadre de ce dispositif en 2007.

Dans les branches où l'activité est largement déterminée par la conjoncture économique, la progression du nombre de salariés s'est encore notablement accélérée. L'effectif y a augmenté, en moyenne, de quelque 46.000 unités, soit 14.000 de plus qu'en 2006. Alors que l'emploi salarié a poursuivi son recul dans l'industrie, un grand nombre de postes ont été créés dans la construction et, surtout, dans les branches de services.

Quant aux indépendants, leur nombre a augmenté de 14.000 unités alors que, après une longue période ininterrompue de déclin ou de stagnation, de 1997 à 2004,

GRAPHIQUE 36 ACTIVITÉ ET MARCHÉ DU TRAVAIL

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



Sources : ICN, ONEM, BNB.

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

la hausse avait été de 8.000 unités en moyenne par an en 2005 et 2006. Une part substantielle des nouveaux indépendants serait originaire des pays de l'Europe de l'Est qui ont adhéré récemment à l'UE. Même si les restrictions imposées aux ressortissants de ces pays désireux d'exercer une activité professionnelle en tant que salarié en Belgique ont été assouplies en 2006, un grand nombre d'Européens de l'Est, essentiellement des Polonais et des Roumains, ont continué à se faire inscrire comme indépendant en Belgique. Selon les données de l'INASTI, ils ont représenté environ la moitié de l'augmentation observée entre le 1^{er} janvier et le 31 décembre 2006.

La tertiarisation croissante de l'économie est allée structurellement de pair avec une tendance du marché du travail à se féminiser davantage. Les activités de services occupent, en effet, relativement plus de femmes, qui travaillent proportionnellement plus souvent à temps partiel. Depuis plusieurs années, l'accroissement de l'emploi est soutenu par le développement de ce régime de travail. Le recours à ce dernier permet une organisation plus souple du temps de travail et, le cas échéant, de développer de nouvelles activités. En répartissant un volume de travail donné entre un plus grand nombre de personnes, il contribue aussi à une plus large participation au marché du travail. Dans la mesure où il permet de mieux concilier vies professionnelle et privée, ce régime de travail permet d'élargir l'offre de main-d'œuvre, y compris des personnes

plus âgées, qui peuvent ainsi prolonger leur carrière, tout en réduisant leur activité. Pour autant, il convient de noter qu'il ne correspond pas toujours au souhait effectif du travailleur concerné.

Selon les enquêtes sur les forces de travail, en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2007, plus d'un cinquième des travailleurs étaient occupés à temps partiel, ce qui représente une augmentation de près de 5 points de pourcentage depuis 2000, nonobstant le palier observé par rapport à 2006 parallèlement à une stabilisation apparente de la proportion de femmes au travail. Au début des années 1990, le régime de travail à temps partiel ne concernait encore qu'une personne sur dix. La progression a été observée dans toutes les branches d'activité, mais dans des proportions variables, très largement fonction de la concentration de l'emploi féminin dans ces branches. Ainsi, dans les entreprises appartenant à la branche des « autres services » – où la grande majorité des personnes occupées sont des femmes –, plus d'une personne sur trois est occupée à temps réduit. En particulier, dans les entreprises appartenant à la branche des services domestiques et à celle de la santé et de l'action sociale, respectivement 84 et 43 p.c. des emplois étaient exercés à temps partiel au cours des trois premiers trimestres de 2007. Ce régime de travail est, en revanche, relativement peu répandu dans l'industrie et, surtout, dans la construction, des branches d'activité majoritairement masculines.

TABLEAU 18 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

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

	2003	2004	2005	2006	2007 e	p.m. 2006, niveau ⁽¹⁾
Population en âge de travailler ⁽²⁾	30	30	44	63	56	6.942
Population active	50	68	71	47	15	4.922
Emploi national	3	30	52	55	71	4.334
Travailleurs frontaliers	1	2	1	3	2	56
Emploi intérieur	2	28	51	53	69	4.278
Indépendants	-4	0	8	8	14	695
Salariés	6	28	43	45	55	3.583
Branches sensibles à la conjoncture ⁽³⁾ . .	-21	8	23	32	46	2.246
Administration publique et éducation . .	9	10	11	3	0	758
Autres services non marchands ⁽⁴⁾	18	10	10	9	10	578
Chômage ⁽⁵⁾	47	38	20	-8	-56	588

Sources: DGSIE, ICN, ONEM, BNB.

(1) Milliers de personnes.

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

(3) 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 ».

(4) Soit les branches « santé et action sociale », « services collectifs, sociaux et personnels » et « services domestiques ».

(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.

TABLEAU 19 ÉVOLUTION DU TAUX DE TRAVAIL À TEMPS PARTIEL
(pourcentages de l'emploi total)

	Taux de travail à temps partiel ⁽¹⁾			<i>p.m.</i> <i>Part des femmes</i> <i>dans l'emploi</i>
	2000	2006	2007	2006 ⁽²⁾
Par branche d'activité⁽³⁾				
Industrie	6,0	10,5	9,7	23,7
Construction	3,9	5,8	5,3	7,3
Commerce, transports et communications	17,2	22,6	22,7	40,3
Services financiers, immobiliers et aux entreprises	15,2	19,6	22,2	44,7
Administration publique	20,0	22,8	22,3	46,7
Autres services	32,5	36,7	36,1	70,6
Total	17,5	22,3	22,2	43,9
Par sexe				
Hommes	4,8	7,4	7,5	
Femmes	35,1	41,2	41,0	

Source : CE.

(1) Moyenne des trois premiers trimestres.

(2) Moyenne annuelle.

(3) Les résultats relatifs à l'agriculture ne sont pas présentés en raison d'un manque de représentativité statistique des données dans les enquêtes sur les forces de travail.

Le travail à temps partiel demeure un phénomène essentiellement féminin, même si sa diffusion s'est étendue dans la population masculine. Le taux de travail à temps partiel des femmes est, en effet, passé de 35,1 p.c. en 2000 à 41 p.c. et de 4,8 à 7,5 p.c. pour les hommes. L'expansion est encore plus marquée par rapport au début des années 1990, lorsque les taux de travail à temps partiel féminin et masculin s'élevaient à respectivement 28 et 2 p.c.

La durée habituelle d'un emploi à temps plein est restée stable depuis le début des années 1990, à près de 41 heures par semaine en moyenne (y compris les heures supplémentaires normalement prestées). Par contre, celle d'un emploi à temps partiel – c'est-à-dire dont le régime de travail est contractuellement inférieur à 100 p.c. de la durée conventionnelle normale de travail – a affiché une tendance à la hausse, passant de 21 heures pendant la première moitié des années 1990, à 23 heures et demie pendant les trois premiers trimestres de 2007. L'allongement de la durée est observé tant pour les hommes que pour les femmes. Alors que pour les travailleurs occupés à temps plein, les hommes travaillent en moyenne 2 heures de plus que les femmes, l'écart de durée habituellement prestée entre temps partiels féminin et masculin est plus limité, en l'occurrence moins d'une heure. La durée moyenne d'un travail à temps partiel

varie selon les branches d'activité, mais d'une manière générale, les contrats inférieurs à un mi-temps sont les moins répandus. Sur la base des statistiques de l'ONSS relatives à l'emploi salarié, les contrats à temps partiel longs, c'est-à-dire supérieurs à un trois quarts temps, sont les plus fréquents dans l'industrie et les administrations publiques. Dans la construction, ils concernent environ 40 p.c. des postes à temps partiel. Dans les services, ce sont les contrats à mi-temps et jusqu'à 75 p.c. qui sont les plus nombreux.

En ligne avec les évolutions observées pour l'ensemble de la population en emploi, le niveau de qualification et l'âge moyen des travailleurs à temps partiel ont aussi augmenté. Alors qu'au début des années 1990, les personnes faiblement qualifiées représentaient la plus grande partie de l'emploi à temps partiel, leur part a diminué depuis, revenant de 38,7 p.c. en 1992 à 28 p.c. pendant les trois premiers trimestres de 2007. Désormais, un travailleur à temps partiel sur trois est titulaire d'un diplôme de l'enseignement supérieur. En outre, bénéficiant de mesures d'aménagement du temps de travail en fin de carrière, davantage de personnes âgées optent pour un régime de travail à temps réduit. Un quart des emplois à temps partiel sont actuellement occupés par des personnes âgées de cinquante à soixante-quatre ans, alors qu'il ne s'agissait encore que d'une sur dix en 1992.

Taux d'emploi et population en âge de travailler

Parallèlement à la vive augmentation du nombre de postes de travail, le taux d'emploi harmonisé s'est sensiblement accru. Selon les estimations, en moyenne 62 p.c. de la population en âge de travailler étaient occupés en 2007, contre 61 p.c. en 2006. En 2000, lors de la précédente période de haute conjoncture, le taux d'emploi était plus faible, à 60,5 p.c. Depuis 2000, la progression du nombre d'emplois a, en effet, été notablement supérieure à celle de la population âgée de quinze à soixante-quatre ans.

La composition de cette dernière s'est, en outre, considérablement modifiée: la part des personnes peu qualifiées a vivement reculé au profit de celle des personnes qualifiées et il s'est opéré un glissement de la part des vingt-cinq à cinquante-quatre ans, vers celle des cinquante-cinq ans et plus, marquant un vieillissement relatif de la population en âge de travailler. Dans la mesure où l'on constate que, structurellement, le taux d'emploi est positivement corrélé avec le niveau de formation, d'une part, et diminue sensiblement à partir de cinquante-cinq ans, d'autre part, des modifications dans la composition de la population en âge de travailler exercent, toutes autres choses restant égales par ailleurs, une incidence sur le taux d'emploi total enregistré. Dans les trois régions, l'effet haussier dû au niveau de formation plus élevé au cours de la période comprise entre 2000 et 2007 a été supérieur à l'incidence baissière liée à l'âge moyen. Pour la Belgique dans son ensemble, la modification de la composition de la population en âge de travailler explique la plus grande partie de l'augmentation observée du taux d'emploi: cela a été particulièrement le cas en Wallonie, tandis qu'en Flandre l'impact a été plus limité. À Bruxelles, par contre, le taux

d'emploi a légèrement diminué entre 2000 et 2007, en dépit d'un substantiel effet de structure positif. Corrigé de la structure de la population, le taux d'emploi y présente donc, contrairement aux deux autres régions, une tendance à se réduire.

Tout comme en 2006, la population en âge de travailler s'est considérablement élargie: le nombre d'habitants âgés de quinze à soixante-quatre ans a en moyenne progressé les deux dernières années de quelque 60.000 personnes par an, soit deux fois plus qu'au début de la décennie et beaucoup plus que l'augmentation de la population active. L'accélération de la croissance de l'offre de main-d'œuvre potentielle découle, pour l'essentiel, de la hausse de l'immigration en Belgique. Entre le début et la fin de 2006, la population a augmenté de 73.000 personnes, parmi lesquelles 51.000 entrées nettes représentaient le solde des flux entrant et sortant vis-à-vis de l'étranger. La population de Bruxelles et celle de Flandre ont ainsi augmenté chacune d'environ 20.000 personnes, tandis que l'immigration nette était deux fois moins importante en Wallonie, à hauteur de 9.000 personnes. Au total, l'on a enregistré 56.000 non-Belges de plus – dont 31.000 provenant d'autres pays de l'UE – tandis que, conformément à sa tendance structurelle, le solde migratoire des Belges demeurait négatif. Parmi cette nouvelle population, appartenant majoritairement à la classe d'âge des vingt à trente-quatre ans, les proportions d'hommes et de femmes ont été plus ou moins égales.

Les modalités d'accès au marché belge du travail dépendent notamment de la nationalité de la personne et du type d'activité à exercer. Pour être occupée comme travailleur salarié sur le territoire belge par un employeur

TABEAU 20 ÉVOLUTION DE LA POPULATION EN BELGIQUE ET IMMIGRATION EN 2006
(milliers de personnes)

	Bruxelles	Flandre	Wallonie	Belgique
Variation entre le 1 ^{er} janvier et le 31 décembre	12	39	22	73
dont:				
Solde migratoire	21	20	9	51
dont:				
Hommes	10	10	4	24
Femmes	11	10	5	26
Belges	-1	-3	-2	-6
Non-Belges	22	23	12	56
<i>p.m. Population au 31 décembre 2006</i>	<i>1.031</i>	<i>6.117</i>	<i>3.436</i>	<i>10.585</i>

Source: DGSIE.

TABLEAU 21 TAUX D'EMPLOI HARMONISÉS EN BELGIQUE ET DANS L'UE

(moyennes annuelles, sauf mention contraire; pourcentages de la population correspondante)

	Population âgée de 15 à 64 ans			Femmes âgées de 15 à 64 ans			Population âgée de 55 à 64 ans		
	2000	2006	2007 ⁽¹⁾	2000	2006	2007 ⁽¹⁾	2000	2006	2007 ⁽¹⁾
Belgique	60,5	61,0	61,8	51,5	54,0	54,9	26,3	32,0	34,1
Bruxelles	55,0	53,4	54,6	48,9	46,6	48,3	34,5	36,9	39,9
Flandre	63,9	65,0	65,9	54,7	58,3	59,5	25,6	31,4	33,9
Wallonie	55,9	56,1	56,7	46,4	48,6	48,9	25,5	31,9	33,1
UE ⁽²⁾	62,1	64,5	65,3	53,6	57,3	58,2	36,8	43,6	44,6
<i>p.m. Objectifs 2010</i>									
<i>pour l'UE</i>		70			60			50	

Sources: CE, DGSIE.

(1) Moyenne des trois premiers trimestres.

(2) Pour l'année 2000, seules les données relatives au deuxième trimestre sont disponibles pour l'UE.

belge ou étranger, une personne qui n'a pas la nationalité belge doit obtenir un permis de travail, sauf si elle est ressortissante de l'Espace économique européen. Transitoirement, cette autorisation est également requise pour les citoyens des nouveaux États membres de l'UE, à l'exception de Malte et de Chypre. Dans la grande majorité des cas, il s'agit de permis de travail de type B, valables pour un an, renouvelables, et accordés pour un contrat de travail avec un employeur ayant préalablement obtenu une autorisation d'occupation. Celle-ci n'est octroyée que s'il est démontré qu'il n'y a pas de candidats belges ou européens (de l'UE15 pendant la période transitoire) disponibles. En 2007, quelque 39.000 permis B ont été délivrés, dont 31.400 en Flandre, 5.400 à Bruxelles et 2.300 en Wallonie. Près de 26.000 ont été attribués à des ressortissants polonais et roumains, ce qui représente un doublement par rapport à l'année précédente. Cette progression s'explique, en partie, par le fait que, depuis le 1^{er} juin 2006, la délivrance des permis aux travailleurs des nouveaux États membres est automatique et plus rapide pour les professions figurant sur les listes de fonctions critiques établies au niveau des régions.

Des étrangers peuvent aussi être amenés à effectuer temporairement des prestations en Belgique alors qu'ils sont habituellement occupés, ou ont été engagés, dans un autre pays. La relation contractuelle entre l'employeur étranger et le travailleur détaché est maintenue et ce dernier est soumis au système de sécurité sociale du pays d'origine. C'est cependant la législation belge, en matière notamment de conditions de travail et de rémunération, qui est applicable aux travailleurs qui font l'objet de détachements de ce type pour leurs prestations en

Belgique. Dans le cadre du projet « LIMOSA », depuis le 1^{er} avril 2007, une déclaration auprès de la sécurité sociale doit être effectuée non seulement pour les travailleurs salariés et les stagiaires détachés, mais aussi pour les indépendants étrangers. Sur la base des informations disponibles pour les onze premiers mois de l'année sous revue, plus de 138.000 personnes avaient ainsi été enregistrées. Dans l'état actuel du projet LIMOSA, il n'est cependant pas possible d'éliminer les comptages multiples liés à la répétition de contrats de courte durée, qui peuvent faire l'objet de plusieurs déclarations. Les entreprises déclarantes sont principalement établies dans les pays voisins (Pays-Bas, Allemagne et France, par ordre décroissant d'importance) et en Pologne, ce qui ne signifie pas pour autant que les travailleurs détachés en Belgique soient des ressortissants de ces pays.

En dépit de la hausse marquée de l'emploi en 2007, la proportion des personnes âgées de quinze à soixante-quatre ans qui exercent une activité professionnelle rémunérée est demeurée encore largement inférieure en Belgique à la moyenne européenne et plus encore à l'objectif de 70 p.c. fixé pour l'UE dans son ensemble à l'horizon de 2010. Ce niveau est pourtant largement dépassé dans certains pays, comme le Danemark, où près de 80 p.c. de la population en âge de travailler a un emploi. En outre, entre 2000 et 2007, le taux d'emploi total a progressé plus lentement en Belgique qu'en moyenne dans l'UE. Une telle disparité s'observe également entre les trois régions du pays. En effet, avec près de deux personnes sur trois en âge de travailler occupées, le taux d'emploi en Flandre excède non seulement d'environ 10 points de pourcentage celui des deux autres régions, mais il a enregistré la progression la plus importante depuis la fin du siècle dernier.

Les résultats de la Belgique sont aussi inférieurs à la moyenne de l'UE pour le groupe des femmes et celui des personnes âgées, pour lesquels des objectifs d'emploi chiffrés ont également été fixés au niveau européen. Le taux d'emploi des femmes, à 54,9 p.c. en moyenne pour les trois premiers trimestres de 2007, a progressé nettement plus rapidement que celui des hommes, mais il reste en deçà du niveau européen, sauf en Flandre où il est d'ores et déjà très proche de l'objectif de 60 p.c. à atteindre pour 2010 à l'échelle européenne. Dans les deux autres régions, un peu moins de la moitié des femmes travaillent et à Bruxelles, le taux d'emploi de ce groupe a baissé par rapport au début de la décennie. S'agissant des personnes âgées de cinquante-cinq à soixante-quatre ans, la Belgique se caractérise par un taux d'emploi particulièrement faible, même s'il faut bien noter que, avec une progression de 26,3 p.c. en 2000 à 34,1 p.c. pour les trois premiers trimestres de 2007, l'augmentation de celui-ci a été beaucoup plus importante que pour les autres groupes cibles. La situation des personnes âgées de cinquante-cinq ans et plus est relativement plus favorable à Bruxelles, où quelque 40 p.c. d'entre elles travaillaient en 2007, contre un tiers seulement en Flandre et en Wallonie. La progression du taux d'emploi des aînés se reflète dans le relèvement de l'âge effectif moyen de sortie du marché du travail, qui a augmenté de près de quatre ans de 2001 à 2005, à 60,6 ans.

L'accroissement du nombre de travailleurs âgés s'explique tant par des facteurs démographiques – effet de cohorte lié à la participation plus grande des femmes – et économiques – augmentation relative de l'emploi dans le secteur tertiaire – que par la mise en œuvre des dernières années de politiques spécifiques. Outre le relèvement progressif pour les femmes depuis juillet 1997 de l'âge de la pension légale en vue de l'aligner sur celui des hommes, ces politiques visent, d'une part, à limiter les possibilités de départ anticipé du marché du travail (réforme du système des chômeurs âgés et du dispositif de prépension), d'autre part, à favoriser le maintien en emploi des personnes en fin de carrière au travers, notamment, de

réductions ciblées de charges sociales pour les entreprises qui occupent ou embauchent des seniors, de garanties de revenu en matière de calcul des droits à la pension, ou du droit à l'« outplacement ». Par ailleurs, des mesures telles que le régime de l'interruption de carrière, remplacé dans le secteur privé par celui du crédit-temps en 2002, qui permettent aux salariés d'interrompre temporairement leur carrière ou de réduire leur temps de travail tout en percevant une allocation des administrations publiques, peuvent contribuer à allonger la période d'activité professionnelle de leurs bénéficiaires. En outre, le travailleur qui reste actif après soixante-deux ans – ou après une carrière de quarante-quatre ans au moins – peut compter depuis 2007 sur un bonus pour le calcul de sa pension.

La mise à niveau des compétences est une condition importante de l'amélioration des perspectives d'emploi des seniors. En général, les groupes âgés ont un niveau de formation initiale inférieur à celui des plus jeunes et bénéficient d'un accès moins aisé à la formation continue. Celle-ci est importante non seulement pour les demandeurs d'emploi, mais aussi pour les personnes occupées qui doivent veiller à préserver, voire à relever, leur employabilité. En cette matière, les initiatives personnelles sont importantes, mais le rôle des entreprises est déterminant. Celui-ci a été souligné à plusieurs reprises par les partenaires sociaux et par les pouvoirs publics, notamment dans le cadre du pacte de solidarité entre les générations. Un bilan de la formation professionnelle en entreprise est présenté dans l'encadré 8. Le taux de participation de la population âgée de vingt-cinq à soixante-quatre ans à l'éducation et à la formation tout au long de la vie (qui couvre l'ensemble des formations possibles, qu'elles soient liées ou non à un cadre professionnel) a atteint 7,5 p.c. en 2006 et révèle un retard par rapport à l'UE dans son ensemble, où ce taux s'établissait à 9,6 p.c. Au niveau des régions, c'est à Bruxelles que le taux de participation était le plus élevé, soit 10,4 p.c. En Wallonie, en revanche, seul un adulte sur vingt avait suivi une formation en 2006; en Flandre, la proportion était de 8,4 p.c.

Encadré 8 – Formation professionnelle en entreprise

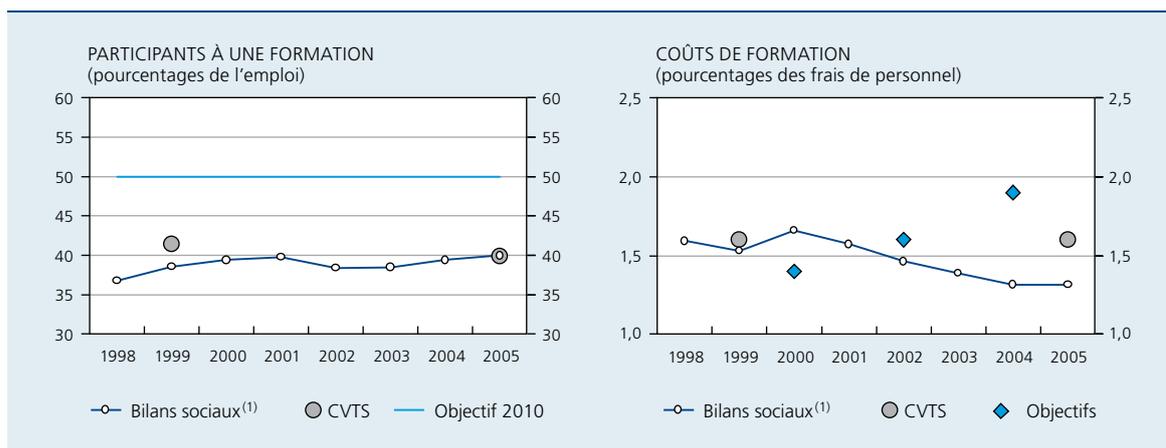
La politique de formation des entreprises du secteur privé en Belgique doit, en principe, tenir compte d'objectifs chiffrés convenus entre les partenaires sociaux au niveau interprofessionnel, que ce soit du point de vue financier ou par rapport au degré de participation des travailleurs. L'accord interprofessionnel portant sur la période 1999-2000 prévoyait que le budget de formation de l'ensemble des sociétés du secteur privé devrait représenter 1,9 p.c. des coûts salariaux en 2004. Des paliers intermédiaires avaient été fixés pour 2000 et 2002, de respectivement

1,4 et 1,6 p.c. Un objectif en matière de participation des travailleurs avait été ajouté lors de la conférence pour l'emploi de 2003 : à l'horizon de 2010, chaque année, un travailleur sur deux devra avoir accès à la formation. Ces objectifs stratégiques ont été repris dans le pacte de solidarité entre les générations en 2005. Compte tenu du retard constaté dans la mise en œuvre des accords, il était toutefois prévu que l'objectif de 1,9 p.c. devrait être atteint en 2006, et qu'il pourrait ensuite être revu à la hausse chaque année. Les partenaires sociaux étaient également appelés à définir un sentier de croissance pour les dépenses de formation, y compris au niveau sectoriel. Enfin, des cotisations majorées en faveur du régime du « congé éducation » seront imposées aux secteurs dont les efforts seraient jugés insuffisants.

Les bilans sociaux déposés par les entreprises permettent d'évaluer, chaque année, l'effort effectué en matière de formation. Ainsi, pour le budget à allouer à celle-ci, la première étape intermédiaire avait été rencontrée en 2000, dans un climat de haute conjoncture il est vrai, puisque 1,42 p.c. des frais de personnel était mobilisé à cet effet. Depuis, le niveau de cet indicateur n'a cessé de diminuer, pour atteindre 1,13 p.c. en 2005. Contrairement à l'indicateur financier, le taux de participation à la formation a légèrement progressé, puisqu'il est passé de 35,1 p.c. en 2000 à 36 p.c. en 2005. Pour 2006, les évolutions mesurées à partir d'une population réduite d'entreprises font état d'un certain accroissement de ces deux indicateurs, dont le niveau aurait atteint respectivement 1,2 et 36,4 p.c.

Les enquêtes harmonisées de la CE sur la formation continue en entreprise (*Continuing Vocational Training Survey – CVTS*) permettent périodiquement – 1993, 1999 et 2005 – d'évaluer la position de la Belgique et de la comparer à celle de ses partenaires européens. La population d'entreprises couverte est plus restreinte que celle déposant un bilan social, puisque l'enquête CVTS se limite aux entreprises qui occupent au moins dix salariés et dont le champ d'activité est répertorié dans les branches C à K de la nomenclature NACE-Bel⁽¹⁾. L'enquête repose par ailleurs sur les informations obtenues pour un échantillon de 2.953 sociétés en 2005, alors que la population correspondante déposant un bilan social en compte près de 18.000.

OBJECTIFS DE FORMATION ET RÉALISATIONS SELON LES BILANS SOCIAUX ET LES ENQUÊTES CVTS



Sources : DGSIE, BNB.

(1) Population d'entreprises compatible avec la méthodologie CVTS.

(1) Soit les branches C : industries extractives ; D : industrie manufacturière ; E : production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau ; F : construction ; G : commerce de gros et de détail, et réparation de véhicules et d'articles domestiques ; H : hôtels et restaurants ; I : transports et communications ; J : activités financières, et K : immobilier, location et services aux entreprises.

Selon l'enquête, le taux de participation des travailleurs à la formation, de l'ordre de 40 p.c., est resté stable par rapport à 1999. La Belgique occupe ainsi une position intermédiaire par rapport aux pays voisins, puisque respectivement 30 et 34 p.c. des travailleurs ont eu accès à la formation en Allemagne et aux Pays-Bas, tandis qu'en France, cette proportion s'élevait à 46 p.c.

Il est à noter que des différences importantes d'accès à la formation en fonction du profil par âge des travailleurs sont relevées dans de nombreux pays, en particulier au détriment des groupes ayant *a priori* le plus besoin de compétences complémentaires pour développer leur employabilité et/ou leur capacité à absorber les changements. Ainsi, ce sont généralement les travailleurs âgés de vingt-cinq à cinquante-quatre ans qui bénéficient le plus largement des initiatives de formation. En Belgique, le taux de participation des jeunes de moins de vingt-cinq ans est inférieur de 5 points de pourcentage à la moyenne et l'écart est encore plus important – près de 12 points de pourcentage – pour les travailleurs âgés de cinquante-cinq ans et plus.

Contrairement aux résultats enregistrés sur la base des bilans sociaux, l'indicateur financier mesuré sur la base des enquêtes CVTS n'indique pas de recul de 1999 à 2005. Il s'est établi les deux années à 1,6 p.c. des frais de personnel. Cette stabilité est à mettre en regard des résultats provisoires enregistrés dans les pays voisins, qui font état d'un léger tassement en Allemagne (de 1,5 à 1,4 p.c.) et d'une baisse sensible – au départ il est vrai d'un niveau nettement plus élevé – aux Pays-Bas (de 2,8 à 2,2 p.c.) et en France (de 2,4 à 1,7 p.c.).

Le niveau plus faible de l'indicateur calculé sur la base des bilans sociaux reflète sans doute un enregistrement incomplet des efforts de formation par les entreprises. En particulier, les cotisations spécifiques versées à la sécurité sociale ou à des fonds sectoriels ne semblent que partiellement prises en compte. L'introduction du nouveau formulaire du bilan social, dont le tableau relatif à la formation a été remodelé pour faire clairement apparaître les différents éléments du calcul des frais, devrait remédier à ce problème pour les comptes clôturés à partir du 31 décembre 2008.

Chômage

La vive progression de l'emploi observée au cours de l'année sous revue a entraîné un net recul du chômage. On a dénombré en moyenne 56.000 demandeurs d'emploi inoccupés de moins que l'année précédente; il s'agit là de la plus forte contraction jamais enregistrée depuis le début des années 1980. À titre de comparaison, lors de la précédente année de haute conjoncture, en 2000, le chômage avait diminué de 33.000 personnes. Le taux de chômage harmonisé est ainsi revenu de 8,3 p.c. en 2006 à 7,6 p.c.

En 2007, le chômage a en moyenne reculé de respectivement 36.000, 16.000 et 3.000 personnes en Flandre, en Wallonie et à Bruxelles. En termes relatifs, c'est en Flandre que la baisse a été la plus prononcée: le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés y a diminué de 17 p.c., contre 6 et 4 p.c. respectivement en Wallonie et à Bruxelles. À la fin de 2007, les trois régions comptaient respectivement quelque 171.000, 248.000 et 95.000 demandeurs d'emploi inoccupés.

La baisse du chômage a été assez généralisée, indépendamment du sexe, de l'âge, du niveau de formation et de la durée du chômage. Les aînés constituent une notable exception: le nombre de chômeurs de cinquante-cinq ans et plus s'est accru en 2007 dans les trois régions. Il s'agit toutefois d'un groupe très réduit, de sorte qu'une légère augmentation en termes absolus implique une hausse relative substantielle. À Bruxelles, on a par ailleurs également observé une progression du nombre de personnes qui sont au chômage depuis plus de deux ans. L'évolution du chômage y a été la plus favorable pour les chômeurs de courte durée. De fait, les chances de (ré)insertion sur le marché du travail sont, en général, inversement proportionnelles à la durée du chômage. On peut expliquer cette situation par un effet de découragement de la part des demandeurs d'emploi et par l'attitude des employeurs potentiels, qui peuvent notamment considérer que les chômeurs de longue durée, en n'étant plus en contact avec le marché du travail depuis longtemps, ont perdu une partie des compétences nécessaires pour trouver un emploi et le conserver. À Bruxelles et en Wallonie, les personnes qui sont au chômage depuis plus de deux ans représentaient près de 45 p.c. de la population totale des

TABLEAU 22 DEMANDEURS D'EMPLOI INOCCUPÉS EN 2007⁽¹⁾
(moyennes annuelles, milliers de personnes; entre parenthèses, pourcentages de variation par rapport à 2006)

	Bruxelles		Flandre		Wallonie		Belgique	
Total	94	(-3,5)	180	(-16,8)	258	(-5,8)	532	(-9,5)
Hommes	48	(-3,2)	84	(-16,6)	121	(-5,6)	253	(-9,2)
Femmes	46	(-3,9)	96	(-16,9)	137	(-6,0)	279	(-9,8)
Âgés de moins de 25 ans	15	(-7,4)	37	(-22,2)	59	(-6,7)	110	(-12,6)
Âgés de 25 à 54 ans	74	(-3,8)	127	(-17,4)	185	(-7,2)	387	(-10,2)
Âgés de 55 ans et plus	5	(18,1)	16	(6,0)	15	(21,5)	35	(13,6)
Faiblement qualifiés	14	(-5,3)	52	(-16,6)	66	(-5,6)	131	(-10,2)
Moyennement qualifiés	38	(-3,5)	102	(-17,3)	161	(-6,1)	302	(-9,9)
Hautement qualifiés	12	(-4,9)	27	(-15,4)	30	(-4,4)	68	(-9,0)
Depuis moins de six mois	21	(-9,9)	69	(-10,9)	64	(-4,6)	154	(-8,2)
Entre six mois et deux ans	30	(-6,8)	54	(-30,4)	79	(-7,1)	163	(-16,3)
Depuis plus de deux ans	43	(2,4)	58	(-7,3)	115	(-5,6)	216	(-4,6)

Source: ONEM.

(1) La ventilation par niveau de qualification ne prend pas en compte la catégorie moins importante – sauf à Bruxelles – des « autres études », qui reprend les chômeurs titulaires d'un diplôme non reconnu en Belgique et ceux dont le niveau de formation est inconnu. La catégorie « moyennement qualifiés » inclut également les détenteurs d'un certificat d'apprentissage.

demandeurs d'emploi; cette proportion était beaucoup plus faible en Flandre, où elle s'élevait à 32 p.c. Dans cette dernière région, on a également observé, outre un net recul des chômeurs de courte durée, une forte diminution du nombre de personnes qui sont au chômage depuis une période comprise entre six mois et deux ans.

Certaines catégories de personnes éprouvent davantage de difficultés d'insertion sur le marché du travail que d'autres. Le niveau du taux de chômage de certains groupes par rapport à celui de la moyenne de la population en est un indice. Pour les jeunes de quinze à vingt-quatre ans, il est ainsi, avec un taux de 19,3 p.c. pour la moyenne des trois premiers trimestres de 2007, plus de deux fois supérieur à celui de la population totale. Le taux de chômage des ressortissants hors UE s'est établi à 30,2 p.c. pour la même période, un ratio quatre fois supérieur à celui des personnes de nationalité belge. La probabilité d'insertion sur le marché du travail est positivement corrélée au niveau d'éducation, comme en témoigne le fait que la proportion de demandeurs d'emploi parmi les actifs diplômés de l'enseignement supérieur est le tiers de celle des personnes faiblement qualifiées.

Les disparités observées entre régions en matière d'emploi se reflètent au niveau des statistiques de chômage. Les taux de chômage sont les plus élevés à Bruxelles, quelle

que soit la catégorie de la population active considérée, à l'exception du groupe des ressortissants d'autres pays que ceux de l'UE, pour lesquels c'est en Wallonie que la situation est la moins favorable. À Bruxelles, les différences sont surtout marquées chez les jeunes et les personnes faiblement qualifiées, dont le taux de chômage est supérieur à la moyenne nationale de près de 20 points de pourcentage. En Flandre, les écarts sont sensiblement plus faibles, en particulier pour les personnes de moins de vingt-cinq ans et pour les étrangers (hors UE), le taux de chômage de ces derniers atteignant toutefois 21,9 p.c., soit cinq fois plus que le taux observé pour les Belges. Si, en Flandre et en Wallonie, la proportion de ressortissants extra-européens dans la population en âge de travailler est relativement faible, de l'ordre de 2 p.c., celle-ci est significativement plus importante à Bruxelles, où elle s'élève à plus de 10 p.c. des personnes âgées de quinze à soixante-quatre ans.

C'est dans ce contexte que les services publics régionaux de l'emploi et de la formation ont entrepris de renforcer leur collaboration. L'accord de coopération concernant la mobilité interrégionale conclu en 2005 a ainsi débouché sur un échange systématique des offres d'emploi, pour autant que celles-ci concernent une entreprise qui recrute pour un siège d'exploitation situé dans une autre région que celle du service de l'emploi, ou lorsqu'elles

TABLEAU 23 TAUX DE CHÔMAGE HARMONISÉS EN 2007

(moyenne des trois premiers trimestres, pourcentages de la population active correspondante)

	Bruxelles	Flandre	Wallonie	Belgique
Population totale âgée de 15 à 64 ans	17,5	4,5	10,6	7,6
Âgés de 15 à 24 ans	35,9	12,2	27,9	19,3
Âgés de 25 à 54 ans	16,6	3,7	9,3	6,7
Âgés de 55 à 64 ans	9,7	3,9	3,8	4,4
Faiblement qualifiés	30,5	7,1	17,4	13,0
Moyennement qualifiés	18,6	4,7	11,5	7,7
Hautement qualifiés	9,0	2,6	4,5	3,9
Belges	16,5	4,1	10,1	6,9
Autres ressortissants UE	12,0	6,6	11,0	9,8
Ressortissants hors UE	34,2	21,9	38,0	30,2

Source : DGSIE.

concernent des fonctions critiques. Leur collaboration s'étend également à d'autres domaines, comme l'apprentissage des langues et la formation professionnelle. Ces dimensions sont complémentaires. En effet, la formation des demandeurs d'emploi leur permet d'acquérir des compétences nouvelles correspondant aux besoins des entreprises et contribue à accroître leur mobilité dans la mesure où la valorisation salariale de ces acquis compense et au-delà les frais et inconvénients liés à l'acceptation d'un emploi éloigné de leur domicile. La mobilité géographique sur le marché du travail est, en effet, positivement corrélée au niveau de qualification des personnes, celui-ci étant un indicateur de leur niveau de rémunération. En septembre 2007, des bourses pour l'emploi ont été organisées en Flandre par le VDAB en collaboration avec des services publics en charge des politiques de l'emploi et de la formation des autres régions. L'objectif était d'orienter autant que possible les demandeurs d'emploi bruxellois, wallons et germanophones vers les postes pour lesquels il existe une pénurie de main-d'œuvre en Flandre.

L'accompagnement des jeunes, qui, après leurs études, éprouvent des difficultés à s'intégrer sur le marché du travail, a été récemment renforcé en Flandre et en Wallonie. Les services régionaux de l'emploi inscrivent les plus faiblement qualifiés d'entre eux dans un parcours d'insertion destiné à leur fournir les mesures adéquates d'accompagnement et ce, dès le premier jour de chômage. En Flandre, compte tenu de l'expérience acquise dans le cadre du plan d'action spécifique qui avait été lancé en 2006 dans treize villes et communes,

il a été décidé pour l'ensemble de la région que, à compter du 1^{er} janvier 2008, tous les demandeurs d'emploi âgés de moins de vingt-cinq ans sont concernés par ces dispositifs. En Wallonie, l'accompagnement des jeunes chômeurs s'opère dans le cadre du plan « job tonic » mis en place en juillet 2007. À Bruxelles, les jeunes demandeurs d'emploi ont, s'ils le souhaitent, l'opportunité de participer immédiatement à un tel parcours d'insertion (le « contrat de projet professionnel »). D'une manière générale, la transition de l'école vers l'emploi est particulièrement problématique pour les jeunes faiblement qualifiés: c'est le cas notamment de ceux qui quittent prématurément l'école, c'est-à-dire sans disposer de l'équivalent du diplôme de l'enseignement secondaire. Ce groupe est loin d'être négligeable puisque 14 p.c. des jeunes âgés de dix-huit à vingt-quatre ans étaient dans cette situation en 2006. La Flandre a enregistré la moins mauvaise performance avec un ratio de 11 p.c. tandis que, en Wallonie et à Bruxelles, respectivement 17 et 22 p.c. des jeunes étaient ainsi confrontés au problème de la sous-qualification.

En 2007, près de 60 p.c. des demandeurs d'emploi étaient, en revanche, diplômés de l'enseignement secondaire supérieur, ce qui les place dans la catégorie des personnes moyennement qualifiées. Ils constituent une importante réserve de main-d'œuvre, susceptible de bénéficier plus rapidement et plus efficacement des dispositifs d'accompagnement et de formation mis en place par les services publics de l'emploi pour pallier les pénuries de main-d'œuvre.

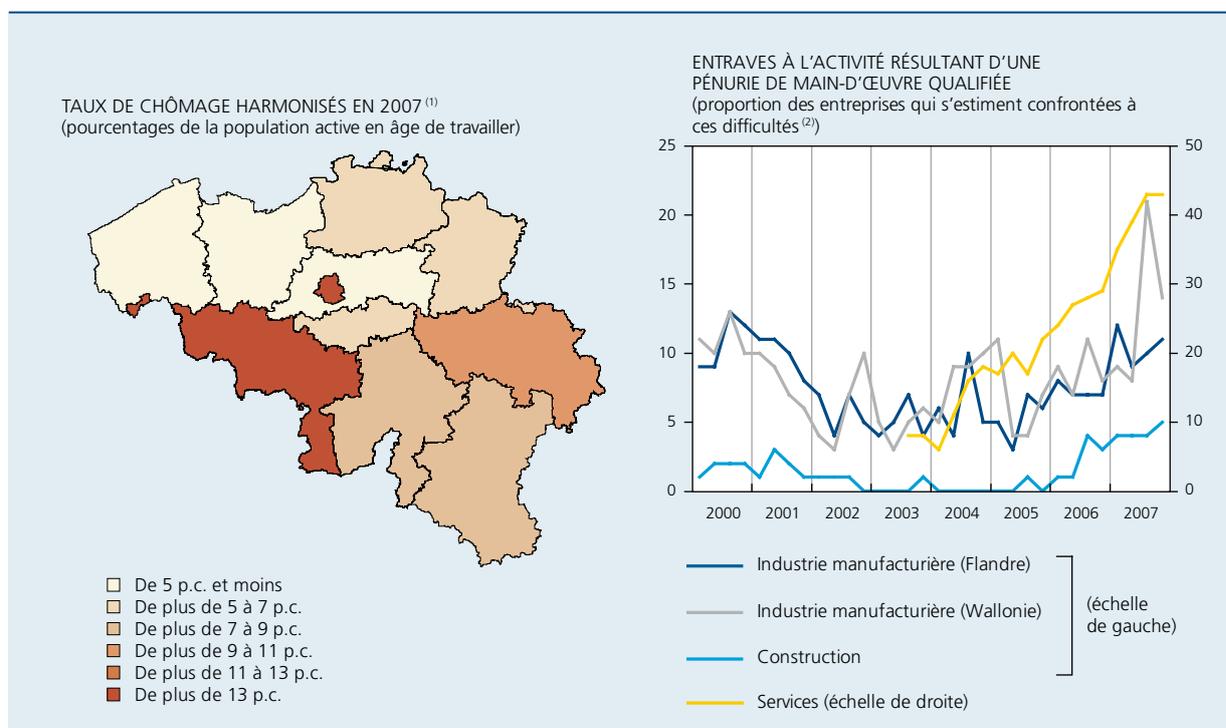
Le programme d'activation du comportement de recherche d'emploi, lancé en juillet 2004, qui associe l'accompagnement à la recherche d'un emploi et le contrôle du respect des critères qui ouvrent le droit à l'indemnisation de l'assurance-chômage, concerne depuis juillet 2006 tous les chômeurs complets indemnisés de moins de cinquante ans. Les mesures d'accompagnement mises sur pied par les communautés et régions sont complétées par des entretiens périodiques de suivi organisés par l'ONEM. Selon les statistiques disponibles au 31 décembre 2007, sur les 135.077 demandeurs d'emploi interrogés lors d'un premier entretien, 43,4 p.c. faisaient des efforts suffisants pour trouver un emploi. Cette proportion diffère légèrement d'une région à l'autre: elle a atteint 39,6 p.c. en Flandre, 46 p.c. en Wallonie, et 41,4 p.c. à Bruxelles. Les démarches des autres ont été jugées insuffisantes et un plan d'action personnel a été conclu. Le pourcentage de personnes satisfaisant d'emblée les critères de l'ONEM est en recul constant depuis le lancement du programme: au terme de la première année, il était de 70 p.c. Ce déclin s'explique, en partie, par la plus grande hétérogénéité, notamment liée à l'âge, des demandeurs d'emploi interrogés au fur et à mesure que le phasage du programme se réalisait. Au total, depuis la mise en place du système en

juillet 2004, 11.620 personnes ont été sanctionnées d'une privation partielle de leur droit aux allocations à la suite de leur second entretien, dont 3.543 en Flandre, 6.291 en Wallonie et 1.786 à Bruxelles. Par ailleurs, quelque 7.000 demandeurs d'emploi – à raison de 2.623, 3.023 et 1.411 selon la région – ont été sanctionnés pour absence injustifiée aux entretiens d'évaluation. Enfin, 3.415 demandeurs d'emploi ont fait l'objet d'une exclusion définitive du système d'assurance-chômage, dont 987 en Flandre, 1.908 en Wallonie et 520 à Bruxelles.

Pénuries de main-d'œuvre et inactivité

La progression de l'emploi et le repli du chômage ont témoigné d'une évolution favorable du marché du travail dans un contexte de croissance soutenue de l'activité économique. L'augmentation de la demande de main-d'œuvre a cependant été telle que des pénuries semblent avoir affecté certaines régions et professions. Les statistiques disponibles concernant le nombre d'offres d'emploi non satisfaites ne permettent toutefois pas d'estimer correctement et directement l'ampleur de ce phénomène, étant donné qu'une offre d'emploi – tant au sein d'une même

GRAPHIQUE 37 INDICATEURS DE PÉNURIE SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL



Sources: DGSIE, BNB.

(1) Moyenne des trois premiers trimestres.

(2) Pondérée en fonction de l'importance relative des entreprises, mesurée à l'aide du chiffre d'affaires ou de l'emploi.

région que pour l'ensemble du pays – peut être comptabilisée plusieurs fois.

Selon les résultats des enquêtes sur les forces de travail, le risque de tensions n'est pas négligeable, essentiellement en Flandre et, plus généralement, pour les travailleurs hautement qualifiés. Par ailleurs, les résultats des enquêtes de conjoncture de la Banque révèlent que le déficit de main-d'œuvre qualifiée a été de plus en plus marqué en 2007 dans l'industrie manufacturière, la construction et les services. Sur un marché du travail où des emplois sont constamment créés et supprimés, il est normal qu'un certain temps s'écoule avant que l'offre et la demande de travail puissent être appariées. Il en résulte un niveau minimum de chômage dit frictionnel, qui existerait même sur un marché du travail exempt d'inadéquations régionales ou fonctionnelles. Pour l'ensemble de la Belgique, le taux de chômage harmonisé des travailleurs hautement qualifiés a été d'environ 4 p.c. en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2007. Un niveau plus bas encore, de l'ordre de 3 p.c., a même été enregistré pour l'ensemble des demandeurs d'emploi en moyenne en Flandre occidentale et dans le Brabant flamand et le taux de chômage des travailleurs hautement qualifiés en Flandre n'était plus que de 2,6 p.c. Ceci traduit une situation de quasi plein emploi et même de pénurie, susceptible à la fois de peser sur la croissance de l'économie et d'exercer des pressions à la hausse sur les salaires.

Le fait que, à Bruxelles et en Wallonie, le taux de chômage moyen soit plus élevé, ne signifie pas que le risque de pénurie susceptible d'affecter certaines fonctions et branches d'activité soit inexistant. Ainsi, dans l'industrie manufacturière, qui est la seule branche d'activité pour laquelle des données régionales sont disponibles, pour la Flandre et la Wallonie uniquement, ce sont surtout les entreprises wallonnes qui ont signalé une aggravation de leur difficulté à engager le personnel nécessaire au développement de leurs activités au second semestre de 2007.

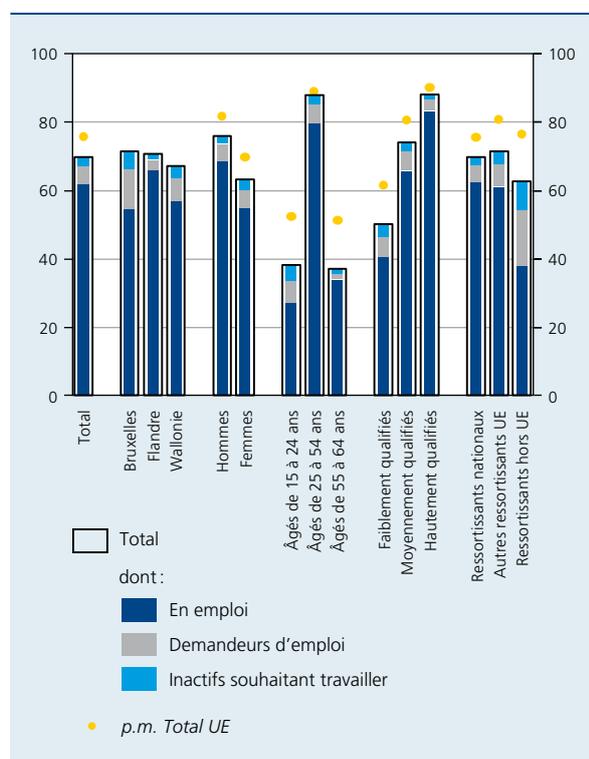
Le problème de l'offre limitée de main-d'œuvre se pose de manière aiguë en Belgique. Le taux d'activité y est nettement inférieur à la moyenne de l'UE, tout comme le taux d'emploi : pendant les trois premiers trimestres de 2007, quelque 67 p.c. des personnes âgées de quinze à soixante-quatre ans avaient un travail ou en cherchaient un, contre un peu plus de 70 p.c. en moyenne dans l'UE. L'écart s'élargit encore s'il est également tenu compte des personnes inactives qui seraient néanmoins disposées à travailler. Bien que, contrairement aux demandeurs d'emploi, celles-ci ne soient pas immédiatement mobilisables, elles sont susceptibles, à terme, de renforcer l'offre de travail. En Belgique, elles représentaient environ 3 p.c. de la

population en âge de travailler. Ainsi, au total, sept Belges âgés de quinze à soixante-quatre ans sur dix travaillaient ou souhaitaient le faire. Autrement dit, quelque 30 p.c. de la population potentiellement active n'est pas disposée à travailler, contre moins d'un quart en moyenne dans l'UE. À l'échelle de la Belgique, cette différence par rapport à l'UE représente une offre potentielle supplémentaire de main-d'œuvre de quelque 400.000 personnes. Au niveau régional, bien que le taux d'emploi y soit le plus faible, c'est à Bruxelles que l'offre (potentielle) de main-d'œuvre est proportionnellement la plus élevée, soit 72 p.c. de la population en âge de travailler contre, respectivement, 71 et 67 p.c. en Flandre et en Wallonie.

Afin de pallier les déséquilibres survenant déjà actuellement et qui se poseront avec plus d'acuité encore à l'avenir, en raison du vieillissement démographique qui conduira, à terme, à une contraction de la population en âge de travailler, la mobilisation effective d'une plus grande part de l'offre de travail potentielle apparaît comme une nécessité. Il ressort de la comparaison avec la moyenne européenne que la Belgique dispose pour ce faire d'une marge significative, et ce indépendamment du

GRAPHIQUE 38 EMPLOI ET RÉSERVE DE MAIN-D'ŒUVRE EN BELGIQUE EN 2007

(moyenne des trois premiers trimestres, pourcentages de la population correspondante en âge de travailler)



Sources : CE, DGSIE.

sexe, de l'âge, du niveau de formation et de la nationalité. Ce n'est que pour les travailleurs hautement qualifiés et ceux âgés de vingt-cinq à cinquante-quatre ans que l'offre de travail est comparable au niveau moyen de l'UE.

Bien qu'une proportion importante des jeunes, des personnes peu qualifiées et des ressortissants hors UE, dont le taux d'emploi est particulièrement faible, témoigne

d'une volonté de travailler, une différence marquée existe par rapport à l'ensemble de l'UE. Cet écart est également important pour les personnes âgées de cinquante-cinq ans et plus: celles-ci sont proportionnellement moins nombreuses à travailler et peu d'entre elles souhaitent encore le faire. Les motivations pour ne pas participer au marché du travail sont diverses et dépendent des caractéristiques des personnes inactives, comme le montre l'encadré 9.

Encadré 9 – Raisons de l'inactivité en Belgique

En Belgique, un tiers des personnes en âge de travailler étaient inactives en 2006, c'est-à-dire qu'elles n'avaient pas d'emploi et n'en cherchaient pas activement ou qu'elles n'étaient pas disponibles à court terme pour travailler. À Bruxelles et en Wallonie, le taux d'inactivité était de 35,1 et 36,4 p.c. respectivement; il était plus faible en Flandre, à 31,6 p.c. Dans la population âgée de quinze à vingt-quatre ans, deux jeunes sur trois étaient inactifs; cette proportion était la même parmi les personnes âgées de cinquante-cinq à soixante-quatre ans. En revanche, le taux d'inactivité n'était que de 15,5 p.c. pour le groupe des vingt-cinq à cinquante-quatre ans.

Les motifs pour ne pas chercher d'emploi diffèrent selon l'âge et le sexe des personnes considérées. Aussi, si l'on analyse les raisons de l'inactivité pour la population totale de quinze à soixante-quatre ans, sur la base des enquêtes sur les forces de travail, les résultats sont-ils influencés par l'importante proportion de jeunes recensés comme inactifs, qui suivent encore une formation et ne recherchent pas d'emploi pour cette raison. D'autre part, parmi les personnes âgées inactives qui ne recherchent pas d'emploi, la moitié environ sont retraitées ou invoquent des responsabilités personnelles ou familiales.

RAISONS INVOQUÉES PAR LA POPULATION INACTIVE ÂGÉE DE VINGT-CINQ À CINQUANTE-QUATRE ANS EN 2006 POUR NE PAS CHERCHER D'EMPLOI

(pourcentages du total de la population correspondante)

	Un adulte sans enfant	Famille monoparentale avec au moins un enfant de moins de 15 ans	Famille monoparentale avec au moins un enfant de 15 à 24 ans	Couple ⁽¹⁾ sans enfant	Couple ⁽¹⁾ avec au moins un enfant de moins de 15 ans	Couple ⁽¹⁾ avec au moins un enfant de 15 à 24 ans	Total
Responsabilités personnelles ou familiales	7,3	29,7	– ⁽²⁾	29,6	57,6	45,9	37,6
En formation	9,8	13,1	– ⁽²⁾	6,2	4,3	– ⁽²⁾	6,2
Maladie ou invalidité	44,5	28,7	35,4	26,8	15,0	15,0	24,1
Pense qu'il n'y a pas d'emploi disponible	7,4	– ⁽²⁾	– ⁽²⁾	7,9	3,9	8,9	6,6
Autres raisons	31,0	24,1	34,4	29,5	19,2	25,0	25,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>p.m. Pourcentages du total ..</i>	<i>12,8</i>	<i>5,2</i>	<i>2,2</i>	<i>34,9</i>	<i>32,2</i>	<i>12,7</i>	<i>100,0</i>

Source: CE.

(1) Il peut également s'agir de deux adultes (sans être un couple au sens légal) ou plus.

(2) Le résultat n'est pas présenté en raison d'un manque de représentativité statistique des données dans les enquêtes sur les forces de travail.

Au sein de la population inactive âgée de vingt-cinq à cinquante-quatre ans, les femmes sont trois fois plus nombreuses que les hommes à ne pas chercher de travail. Les raisons invoquées pour justifier l'absence d'une démarche de recherche d'emploi varient selon la composition du ménage. Dans près de la moitié des cas, un adulte sans enfant ne recherche pas d'emploi pour cause de maladie ou d'invalidité. Au sein des couples ayant au moins un enfant, les responsabilités personnelles ou familiales prennent le dessus, surtout lorsque l'enfant a moins de quinze ans: dans ce cas, un adulte sur trois invoque la garde de l'enfant, dont la cause est, dans la moitié des cas, indépendante des structures d'accueil, et dans l'autre moitié, liée à des services inaccessibles ou indisponibles. Dans le domaine des infrastructures d'accueil, la Belgique enregistre des résultats relativement satisfaisants selon les critères européens en la matière, puisque les infrastructures scolaires permettent d'accueillir tous les enfants ayant entre trois ans et l'âge de la scolarité obligatoire et les services de garderie couvrent 30,5 p.c. des enfants de moins de trois ans. Mais, tout autant que la disponibilité des places, ce sont les coûts financiers et les modes d'organisation de celles-ci, d'une part, et du travail, d'autre part, qui peuvent empêcher de concilier harmonieusement vies familiale et professionnelle. Les raisons pour ne pas rechercher d'emploi sont plus diversifiées dans le cas d'une personne inactive au sein d'un couple sans enfants, mais les responsabilités personnelles ou familiales et les raisons médicales demeurent les plus importantes. Dans les familles monoparentales avec au moins un enfant de moins de quinze ans, les responsabilités familiales, le plus souvent en raison de la garde de l'enfant, et la maladie ou l'invalidité dominent.

4.2 Coûts salariaux dans le secteur privé

En 2007, les coûts salariaux horaires dans le secteur privé ont affiché une progression de 2,9 p.c., comme en 2006. Le ralentissement de la croissance des salaires conventionnels – tant les adaptations conventionnelles réelles que les indexations automatiques – a, en effet, été compensé par une contribution accrue des hausses nettes de traitements consenties en dehors du cadre convenu au niveau interprofessionnel ou sectoriel, regroupées sous le vocable de « glissement des salaires ». L'influence des cotisations sociales patronales sur l'évolution des coûts salariaux a été neutre.

Les hausses salariales réelles convenues en commissions paritaires sont demeurées limitées à 0,2 p.c. en 2007, un pourcentage en retrait par rapport à celui enregistré les deux années précédentes. Au cours du cycle bisannuel des accords salariaux, les augmentations de la première année sont le plus souvent inférieures, compte tenu des délais nécessaires à la conclusion et à la mise en œuvre des accords au sein des commissions paritaires.

Après avoir avoisiné les 2 p.c. en moyenne au cours des deux années précédentes, l'augmentation des salaires découlant du mécanisme de liaison automatique aux prix à la consommation est revenue à 1,6 p.c. en 2007. Ce ralentissement est le reflet de l'évolution de l'indice-santé, c'est-à-dire l'indice des prix à la consommation national à l'exclusion du tabac, des boissons alcoolisées,

de l'essence et du diesel, en particulier sous l'effet de sa décélération sensible de mai à septembre 2007. La forte accélération de l'inflation dans les mois qui ont suivi n'a pas eu de répercussions significatives sur les salaires au cours de l'année sous revue. Leur adaptation à l'évolution de l'indice-santé n'est, en effet, pas immédiate, dans la mesure où elle met en œuvre des procédures variables selon les commissions paritaires, mais qui reposent toutes sur l'évolution d'une moyenne quadrimestrielle mobile de l'indice. L'accélération susvisée devrait néanmoins contribuer à une indexation des salaires sensiblement plus élevée en 2008, de sorte que, pour la période 2007-2008, les prévisions sur lesquelles se fondaient en la matière les accords salariaux seront dépassées.

Ce dépassement pourra être tempéré dans une certaine mesure par l'activation de clauses *all-in* que plusieurs commissions paritaires ont insérées dans leur convention sectorielle. Selon les informations du Service public fédéral Emploi, Travail et Concertation sociale relatives aux accords sectoriels conclus en 2007, seuls un quart environ des travailleurs du secteur privé relèveraient d'une convention collective de travail (CCT) comprenant une clause *all-in*, comme lors de la période conventionnelle précédente. Le recours à de telles conventions est nettement plus fréquent dans les commissions paritaires compétentes pour les ouvriers, puisque plus de deux cinquièmes d'entre eux sont concernés alors que, pour les employés, cette proportion est de un pour vingt environ. La plupart des clauses *all-in* subordonnent l'ampleur des augmentations conventionnelles réelles aux indexations salariales effectives.

TABLEAU 24 COÛTS SALARIAUX DANS LE SECTEUR PRIVÉ

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

	2003	2004	2005	2006	2007 e
Salaires bruts par heure prestée	1,5	2,4	2,6	3,0	2,9
Salaires conventionnels ⁽¹⁾	1,8	2,3	2,5	2,3	1,9
Adaptations conventionnelles réelles	0,4	1,0	0,4	0,5	0,2
Indexations	1,4	1,4	2,1	1,8	1,6
Glissement des salaires ⁽²⁾	-0,3	0,1	0,1	0,7	1,0
Cotisations sociales des employeurs ⁽³⁾	0,1	-0,4	-0,3	-0,2	0,0
Sécurité sociale	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1
dont: incidence des réductions de cotisations	-0,2	-0,5	-0,3	0,0	-0,1
Autres cotisations ⁽⁴⁾	0,1	-0,3	-0,1	-0,2	0,1
Coûts salariaux par heure prestée	1,6	2,1	2,3	2,9	2,9
<i>p.m. Y compris les effets des réductions du précompte professionnel⁽⁵⁾</i>	<i>1,6</i>	<i>2,1</i>	<i>2,2</i>	<i>2,7</i>	<i>2,7</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 et cotisations imputées.

(5) Il s'agit de la partie des réductions du précompte professionnel accordée 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.

Si ces dernières s'avèrent supérieures à celles fondées sur les prévisions d'inflation faites lors de la préparation de l'accord salarial, la différence est déduite, selon les cas, en tout ou en partie des augmentations attribuées au cours de la deuxième année – 2008 donc, pour les conventions conclues en 2007 – ou durant la période conventionnelle suivante.

À l'instar des mécanismes d'indexation, les clauses *all-in* varient fortement d'une commission à l'autre. Elles peuvent prendre plusieurs formes. Dans le cas de figure le plus répandu, l'on vérifie, au moment de l'octroi de la dernière hausse réelle de la période bisannuelle, si les indexations effectives ont été supérieures aux prévisions émises lors des négociations sectorielles. Si celles-ci l'ont été, la différence est portée en déduction de la hausse réelle, étant entendu que celle-ci ne peut être négative. Dans d'autres cas de figure, l'on considère par exemple la norme sectorielle nominale comme un maximum absolu et l'on contrôle à l'occasion de chaque hausse intermédiaire si celle-ci a été dépassée ou non. Si la norme est épuisée, aucune augmentation réelle n'est plus accordée et l'indexation n'est que partiellement appliquée, voire pas du tout. Ces clauses ont, notamment, été reprises dans les CCT conclues au sein des commissions paritaires de la construction, de l'industrie alimentaire et des garages.

Le ralentissement des adaptations salariales conventionnelles s'est accompagné en 2007 d'une contribution accrue du glissement des salaires à la hausse des coûts salariaux horaires, à savoir 1 point de pourcentage contre 0,7 en 2006. Cette accélération tient, pour partie, à un facteur comptable non récurrent, à savoir l'avancement dans le temps de la déclaration du pécule de vacances à l'ONSS à la fin d'un contrat de travail. La pression accrue du glissement des salaires sur les coûts salariaux, déjà nettement perceptible en 2006, peut cependant aussi s'expliquer par les tensions enregistrées sur le marché du travail.

Des adaptations rapides des coûts salariaux à l'activité économique sont possibles via les conventions conclues au niveau des entreprises, qui supplémentent les conventions sectorielles, au moyen notamment de l'octroi de primes et de boni extraconventionnels, ou encore, du paiement de sursalaires dans le cadre de la prestation d'heures supplémentaires. Abstraction faite de ces éléments, le glissement des salaires est aussi déterminé par les modifications de la structure de l'emploi. Celles-ci peuvent exercer une influence tantôt négative tantôt positive. Une incidence baissière découle, par exemple, de la participation accrue des femmes au marché du travail, car ces dernières demeurent en moyenne moins bien rémunérées que les hommes, même après correction

pour tenir compte de la durée du travail, de la branche d'activité, de l'âge, de l'ancienneté ou de la fonction. En revanche, la participation croissante des travailleurs âgés exerce une pression haussière, étant donné que le coût salarial des aînés est plus élevé en raison de l'application dans nombre de commissions paritaires, surtout destinées aux employés, de barèmes liés à l'âge et/ou l'ancienneté. La transposition en droit belge de la directive 2000/78/CE portant création d'un cadre général en faveur de l'égalité de traitement en matière d'emploi et de travail devrait mettre un terme à la discrimination basée sur l'âge. Des dispositions en la matière ont été reprises dans les points d'ancrage de l'accord interprofessionnel 2007-2008. Il a ainsi été convenu que les partenaires sociaux prendraient les mesures nécessaires lors des négociations sectorielles ou, au plus tard, au début de 2009, pour satisfaire les critères de cette directive. En pratique, le caractère obligatoire des CCT a été subordonné par le gouvernement à la suppression des systèmes de barèmes salariaux liés à l'âge ou, à défaut de telles dispositions, à une justification objective précisant pourquoi tel n'avait pas encore été le cas, ainsi qu'à l'engagement de se conformer à ce nouveau cadre pour la fin de 2008.

L'accord interprofessionnel a également mis l'accent sur l'intérêt de développer un système de bonus lié aux résultats pour insuffler une plus grande souplesse à la politique

salariale via l'introduction d'une composante variable plus significative dans les salaires. Un tel dispositif est de nature à influencer l'évolution des coûts salariaux et plus précisément le glissement des salaires. Des mécanismes d'intéressement existent déjà, mais les partenaires sociaux ont constaté que ces instruments étaient peu utilisés. Sur la base de données partielles, les comptes nationaux ne recensaient, en effet, pour 2005 qu'un montant de 160 millions d'euros au titre de participations aux bénéfices, soit seulement 0,1 p.c. de la masse salariale. Les partenaires sociaux ont donc souhaité leur donner un élan supplémentaire. À cette fin, en décembre 2007, ils ont conclu, au sein du Conseil national du travail, une convention collective relative à l'octroi d'un bonus aux travailleurs. Ce nouveau régime d'avantage financier lié aux résultats des entreprises est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2008. L'octroi du bonus est soumis à la réalisation d'objectifs concrets fixés préalablement. Ces boni ne peuvent être considérés comme une rémunération ordinaire et leur attribution ne peut donc avoir un caractère récurrent et automatique. Les objectifs à atteindre peuvent concerner un groupe de travailleurs ou l'ensemble du personnel. Ils peuvent être de nature financière, mais aussi viser, par exemple, une réduction du nombre d'accidents de travail ou du taux d'absentéisme. Les boni ne peuvent pas dépasser un montant net maximal de 2.200 euros par an et par travailleur. Un prélèvement à la source définitif de

TABLEAU 25 RÉDUCTIONS DE CHARGES SALARIALES ACCORDÉES AUX ENTREPRISES
(encours, millions d'euros)

	2003	2004	2005	2006	2007 e
Réductions des cotisations patronales à la sécurité sociale	3.451	4.063	4.544	4.731	5.067
dont:					
Réductions structurelles	2.944	3.420	3.822	3.898	4.005
Groupes cibles	0	220	364	492	730
dont:					
Jeunes travailleurs	0	24	48	112	190
Travailleurs âgés	0	98	105	116	236
<i>p.m. Pourcentages de la masse salariale du secteur privé</i>	<i>3,2</i>	<i>3,6</i>	<i>3,9</i>	<i>3,9</i>	<i>4,0</i>
Réductions du précompte professionnel ⁽¹⁾	8	25	110	409	730
dont:					
Recherche scientifique et innovation	8	0	4	47	64
Travail en équipe et de nuit	0	25	95	328	554
Heures supplémentaires	0	0	11	23	32
Réduction générale	0	0	0	0	45
<i>p.m. Pourcentages de la masse salariale du secteur privé</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,3</i>	<i>0,6</i>

Sources: Exposé général du budget, ICN, ONSS, BNB.

(1) À l'exception des réductions accordées aux universités, hautes écoles ou autres institutions publiques.

33 p.c. est calculé sur ce montant et versé à l'ONSS. L'employeur peut déduire le coût total de ces primes de l'impôt sur les sociétés.

L'influence des cotisations sociales des employeurs sur les coûts salariaux a été neutre au cours de l'année sous revue. Les réductions de cotisations à la sécurité sociale ont exercé un effet modérateur à concurrence de 0,1 point de pourcentage. Elles sont passées de 4,7 milliards d'euros en 2006 à plus de 5,1 milliards en 2007, soit 4 p.c. de la masse salariale du secteur privé. Leur hausse est principalement attribuable aux mesures en faveur de groupes cibles sur le marché du travail, plus particulièrement les jeunes et les travailleurs âgés. L'embauche de travailleurs de moins de trente ans faiblement qualifiés est encouragée par l'introduction depuis 2006 d'une réduction spécifique tandis que, pour les travailleurs âgés de cinquante ans et plus, une réduction supplémentaire, décidée dans le cadre du pacte de solidarité entre les générations, est entrée en vigueur en 2007.

D'autres formes de réduction des charges sur le travail ont récemment gagné en importance. Il s'agit de diminutions du précompte professionnel. Ces dispositions, dont l'effet est comptabilisé dans les comptes nationaux comme un subside et non comme une réduction directe des coûts salariaux, visaient initialement à favoriser la recherche, l'innovation et des formes de travail spécifiques, comme le travail en équipe et de nuit, ainsi que les heures supplémentaires. Ce régime de subventions salariales a été étendu en 2007. Ainsi, depuis avril, le pourcentage de réduction a été majoré pour les heures supplémentaires, ainsi que pour le travail en équipe et de nuit et, depuis octobre, toutes les entreprises bénéficient d'une subvention salariale, à savoir la réduction structurelle des charges de 0,15 p.c. des coûts salariaux décidée dans le cadre de l'accord interprofessionnel 2007-2008. Celle-ci prend la forme d'un non-versement d'une partie du précompte professionnel, à concurrence de 0,25 p.c. du salaire brut. En 2007, cette nouvelle mesure s'est traduite par une diminution de charges salariales de 45 millions d'euros. Au total, le montant du soutien au secteur privé sous la forme de réductions du précompte professionnel s'est élevé à 730 millions d'euros en 2007, soit 0,6 p.c. de la masse salariale. Si cette forme de réduction de charges était prise en compte dans le calcul des coûts salariaux par heure prestée, leur progression aurait été freinée à concurrence de 0,2 point de pourcentage, comme en 2006.

Alors que la réduction générale décidée dans le cadre de l'accord interprofessionnel bénéficie à toutes les entreprises, il n'en va pas de même pour les diminutions du précompte professionnel sur le travail en équipe et de nuit, qui bénéficient principalement aux firmes des branches

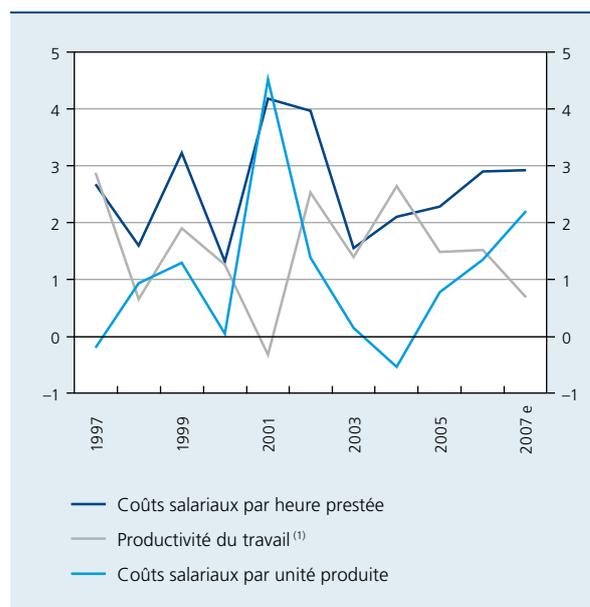
de l'industrie. En 2006, près de la moitié des salariés travaillant en équipe et le tiers environ de ceux effectuant un travail de nuit y étaient occupés. La distribution des heures supplémentaires et, en conséquence des réductions qui y sont associées, était, en revanche, mieux répartie entre les branches d'activité.

Au cours de l'année sous revue, les autres charges sociales patronales ont exercé une légère pression à la hausse sur les coûts salariaux, à concurrence de 0,1 point de pourcentage. Les indemnités de licenciement dans le cadre de la restructuration de Volkswagen Forest – qui dans le SEC 95 sont traitées comme cotisations imputées – ont, en effet, plus que contrebalancé la baisse générale de ces charges, qui comprennent notamment les autres cotisations sociales imputées et les versements effectués par les employeurs en faveur de leurs salariés dans le cadre d'un plan de pension complémentaire.

La stabilisation du rythme de croissance des coûts salariaux par heure prestée au cours de l'année sous revue est allée de pair avec une contraction cyclique des gains de productivité, un phénomène usuel lors d'un ralentissement de l'activité économique, compte tenu du fait que le rythme de création des emplois ne s'en ressent qu'avec un certain retard. La hausse des coûts salariaux par unité produite s'est donc accélérée pour atteindre 2,2 p.c.

GRAPHIQUE 39 COÛTS SALARIAUX ET PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL DANS LE SECTEUR PRIVÉ

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

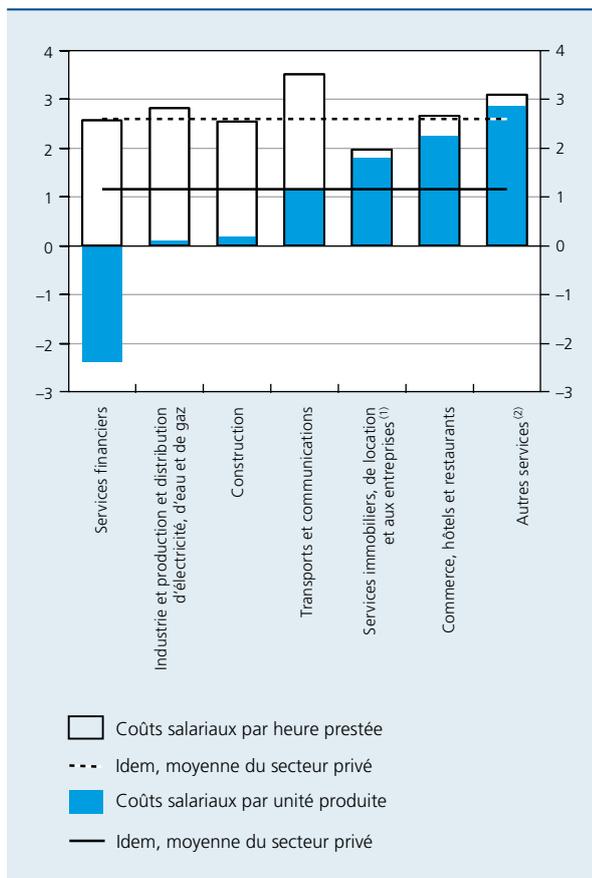


Sources : ICN, BNB.

(1) Valeur ajoutée en volume, par heure prestée pour les travailleurs salariés et les indépendants.

GRAPHIQUE 40 COÛTS SALARIAUX DANS LES BRANCHES D'ACTIVITÉ DE 1996 À 2006

(moyenne des pourcentages de variation annuelle)



Sources : ICN, BNB.

(1) À l'exclusion, dans le calcul de la valeur ajoutée, des services de logements.

(2) Soit les branches « santé et action sociale », « services collectifs, sociaux et personnels » et « services domestiques ».

Bien que le mécanisme de négociation salariale se base sur une norme unique, définie dans le cadre d'accords interprofessionnels conclus au niveau national, il permet une certaine différenciation dans l'évolution des salaires entre les secteurs. De fait, si l'augmentation des coûts salariaux horaires dans le secteur privé s'est établie à 2,6 p.c. en moyenne par an au cours de la période 1996-2006, elle a oscillé entre 2 p.c. dans les « services immobiliers, de location et aux entreprises » et 3,5 p.c. dans les « transports et communications ». Nonobstant l'accroissement modéré du salaire horaire, les coûts salariaux par unité produite ont augmenté plus que la moyenne dans les « services immobiliers, de location et aux entreprises », en raison de l'évolution défavorable de la productivité. Certaines branches, comme l'industrie et les transports et communications, qui ont affiché une hausse plus forte que la moyenne des coûts horaires, ont pour leur part enregistré des gains de productivité plus importants, de sorte que la progression de leurs coûts salariaux par unité produite a été inférieure ou à tout le moins équivalente à la moyenne du secteur privé. Cette compensation n'a, en revanche, été possible ni dans la branche des « autres services », ni dans celle des « commerce, hôtels et restaurants », où l'expansion plus rapide des coûts salariaux par heure prestée n'a pas été soutenue par une croissance plus vive de la productivité. Enfin, dans les services financiers, les coûts salariaux par unité produite ont nettement reculé, compte tenu des importants gains de productivité accumulés au cours de la période sous revue, alors que les salaires horaires ont augmenté au même rythme que la moyenne du secteur privé.

Malgré cette grande diversité, la spécialisation relative dans l'une ou l'autre activité n'explique que partiellement les écarts de salaire observés entre régions. L'encadré 10 examine les différences salariales régionales à la lumière des données individuelles tirées des bilans sociaux des entreprises pour l'année 2005.

Encadré 10 – Frais de personnel par heure prestée dans les régions

Les bilans sociaux déposés par les entreprises du secteur privé permettent d'identifier les frais de personnel et le volume de travail presté. Le concept de frais diffère cependant de celui de coût salarial des comptes nationaux. En particulier, il ne comprend ni les paiements effectués au personnel retraité, qui n'est plus inscrit au registre du personnel, ni certains coûts comptabilisés au bilan des entreprises au titre de frais exceptionnels, en cas de restructuration notamment.



Au total, en 2005 – dernier exercice pour lequel on dispose de la population complète des entreprises⁽¹⁾ –, le coût d'une heure de travail était en moyenne de 31 euros. Il était plus faible dans les entreprises dites unirégionales, c'est-à-dire celles dont le siège social et/ou les sièges d'exploitation se situent dans la même région, que dans celles implantées dans plusieurs régions, soit respectivement 29 et 36,7 euros.

La différence s'explique, notamment, par le type d'activité et la taille des firmes concernées. Leur spécialisation est très différente : les entreprises unirégionales sont davantage concentrées dans les secteurs secondaire et non marchand, et les sociétés multirégionales dans le secteur des services marchands. Certaines activités s'appuient sur du personnel plus qualifié, sont plus exposées à la concurrence nationale et/ou internationale, offrent davantage de possibilités de gains de productivité ou dégagent des marges bénéficiaires plus importantes, ce qui est de nature à expliquer les différences salariales. La taille moyenne des entreprises joue également un rôle. Les entreprises unirégionales occupaient en moyenne 17 travailleurs, tandis que les entreprises multirégionales avaient un effectif moyen de 456 personnes. Or, les rapports de force entre employeurs et travailleurs varient selon la taille de l'entreprise et les économies d'échelle ne sont possibles qu'au-delà d'un certain seuil. Enfin, les conditions sur le marché local du travail, plus particulièrement les éventuelles pénuries pour certaines catégories de main-d'œuvre, influent également sur les conditions de rémunération.

Les entreprises unirégionales présentent une structure d'activité et de taille relativement plus homogène. On observe cependant de nettes différences dans les conditions salariales entre les régions. Les frais de personnel par heure prestée s'élevaient à 27 euros en Wallonie, à 29 euros en Flandre et à 33,8 euros à Bruxelles.

STRUCTURE DE L'EMPLOI RÉGIONAL PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ EN 2005

(pourcentages du total, sauf mention contraire)

	Entreprises unirégionales				Entreprises multirégionales		Total	
	Bruxelles	Flandre	Wallonie	Total	Total	<i>p.m. Taille moyenne⁽¹⁾</i>		
Agriculture	0,1	0,8	0,7	0,7	7	0,0	0	0,5
Industrie	12,5	31,8	28,1	28,6	36	20,2	608	26,4
Construction	5,0	9,8	11,8	9,8	11	1,7	220	7,6
Commerce, transports et communications	29,8	28,5	25,2	27,8	11	44,6	403	32,3
Services financiers, immobiliers et aux entreprises	36,3	11,2	9,2	13,6	12	26,9	549	17,1
Autres services ⁽²⁾	16,4	17,9	25,1	19,5	51	6,7	359	16,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	17	100,0	456	100,0
<i>p.m. Nombre d'entreprises</i>	9.115	46.994	20.093	76.202	–	1.016	–	77.218
<i>Effectif de ces entreprises (milliers de personnes occupées)</i>	148,0	823,0	323,4	1.294,4	–	463,7	–	1.758,1

Source : BNB (bilans sociaux).

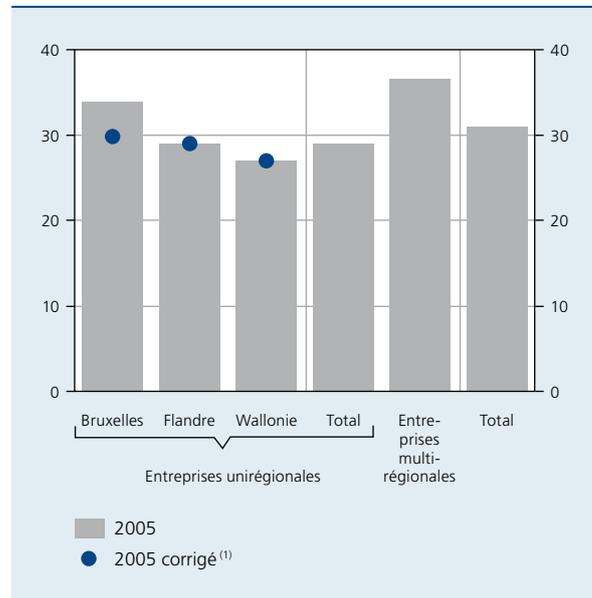
(1) Nombre moyen de personnes occupées par entreprise.

(2) Soit les branches « santé et action sociale » et « services collectifs, sociaux et personnels ».

(1) Population corrigée selon les principes méthodologiques figurant à l'annexe 1 de l'article *Le bilan social 2006*, Revue économique, BNB, décembre 2007.

FRAIS DE PERSONNEL PAR HEURE PRESTÉE : INFLUENCE DE LA STRUCTURE D'ACTIVITÉ SUR LES RÉSULTATS RÉGIONAUX

(euros)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) Pondération en fonction de la répartition, par division d'activité NACE-Bel à deux chiffres, des heures de travail prestées dans l'ensemble des entreprises unirrégionales.

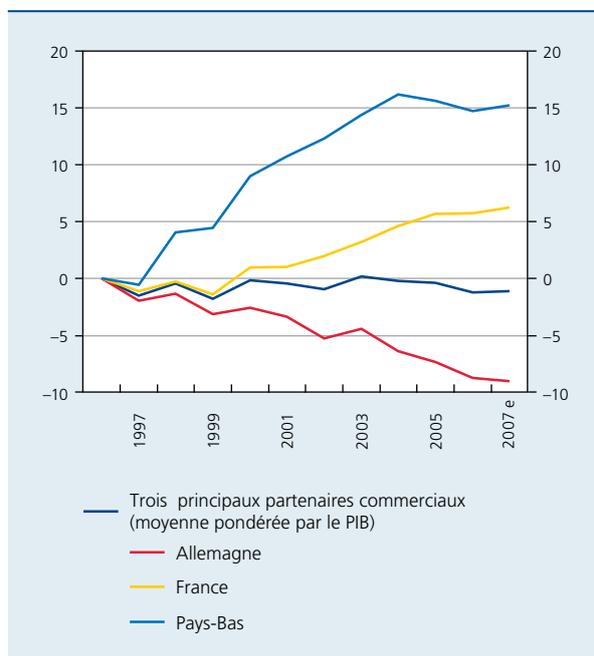
Un examen détaillé de la spécialisation des entreprises fait apparaître des spécificités plus marquées entre les trois régions. Pour tenter d'en mesurer l'impact, les frais de personnel par heure prestée calculés à un niveau de détail plus fin ont reçu une pondération uniforme, correspondant à la structure d'activité de l'ensemble des entreprises unirrégionales. Cette correction n'exerce toutefois un effet significatif que pour les entreprises unirrégionales implantées à Bruxelles – proportionnellement plus spécialisées dans les services aux entreprises, financiers et d'assurance –, où les frais horaires sont ramenés en 2005 de 33,8 à 29,8 euros. Dans les deux autres régions, la correction n'a pas d'incidence notable au niveau global. Un exercice similaire visant à identifier l'influence de la taille des entreprises ne met pas non plus en évidence d'impact significatif. Les écarts de salaire observés entre les entreprises unirrégionales implantées en Flandre et en Wallonie ne s'expliquent donc que marginalement par des différences dans la structure d'activité ou de taille de ces firmes, mais reflètent un ensemble de caractéristiques propres en matière notamment de profitabilité, de productivité, d'âge et de qualification du personnel.

Pour une petite économie ouverte, l'analyse de l'évolution des coûts salariaux ne saurait être complète sans une évaluation de l'impact de celle-ci sur la position compétitive des entreprises belges vis-à-vis des firmes étrangères concurrentes. La loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité se réfère pour ce faire à la hausse moyenne des coûts salariaux horaires chez les trois principaux partenaires commerciaux, à savoir l'Allemagne, la France et les

Pays-Bas. Sur la base des données nationales concernant l'évolution des coûts salariaux par personne occupée et des résultats des enquêtes sur les forces de travail pour les changements dans la durée du travail, le Secrétariat du Conseil central de l'économie (CCE), qui a la responsabilité de cette évaluation, indique dans son dernier rapport technique, publié le 6 novembre 2007, que les coûts salariaux horaires auraient augmenté de 2,5 p.c. en moyenne dans les pays voisins au cours de l'année sous

GRAPHIQUE 41 COÛTS SALARIAUX PAR HEURE PRESTÉE
DANS LE SECTEUR PRIVÉ : ÉCART PAR RAPPORT
À LA BELGIQUE SELON LE CCE⁽¹⁾

(points de pourcentage, différences par rapport à l'indice
relatif à la Belgique, 1996 = 100)



Source : CCE.

(1) Données du CCE concernant les coûts salariaux par personne occupée et la durée du travail.

revue. Pour la Belgique, alors que la hausse des coûts salariaux horaires est estimée par la Banque dans le présent Rapport à 2,9 p.c., le Secrétariat l'estimait à 2,4 p.c. seulement, soit une progression légèrement inférieure à celle des trois pays voisins. De la sorte, le handicap salarial de la Belgique, mesuré comme l'écart de croissance cumulé des coûts salariaux horaires vis-à-vis des trois pays voisins depuis 1996, aurait quelque peu diminué selon le Secrétariat, pour s'établir à 1,1 point de pourcentage. Cette stabilité relative constitue un avantage considérable par rapport aux Pays-Bas et, dans une moindre mesure, à la France, alors que le handicap vis-à-vis de l'Allemagne s'est encore accentué. Sur la base des estimations de la Banque, le handicap de compétitivité-coût, qui s'était fait jour en 2004 et s'est creusé peu à peu par la suite, se serait à nouveau détérioré en 2007, pour s'élever au total à 1,6 point de pourcentage.



Prix

5.

5.1 Vue d'ensemble

Mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et calculée sur une base annuelle, l'inflation a reculé en Belgique, de 2,3 p.c. en 2006 à 1,8 p.c. La Belgique a ainsi affiché un taux d'inflation parmi les plus bas de l'union monétaire, où il s'est établi en moyenne à 2,1 p.c. en 2007. Ce rythme relativement faible d'augmentation des prix masque toutefois des mouvements divergents, tant en ce qui concerne l'évolution mensuelle que celle observée pour les différentes composantes de l'IPCH.

Au cours des huit premiers mois de l'année, l'inflation est ainsi revenue de 1,7 p.c. en janvier à 1,2 p.c. en août. Par contre, les derniers mois de 2007 ont été caractérisés par une très vive accélération, avec un sommet de 3,1 p.c. en décembre. Cette évolution en «V» est imputable dans

une large mesure aux développements observés pour la composante énergétique, alors que l'accroissement des prix des produits alimentaires a été prononcé durant toute l'année et qu'il s'est même encore accéléré au second semestre. Le rythme de progression des prix des biens industriels non énergétiques et des services est, par contre, demeuré modéré.

Comme dans d'autres pays avancés, les prix à la consommation en Belgique ont subi l'effet haussier des très vives fluctuations des prix du pétrole brut et des matières premières alimentaires sur les marchés internationaux, d'une part, et l'incidence modératrice de l'intensification de la concurrence internationale et du maintien de la modération salariale, d'autre part. Dans un passé récent, on avait déjà constaté que le processus de mondialisation influence l'inflation dans les deux sens et qu'il s'accompagne, dès lors, surtout d'importants changements de prix

TABLEAU 26 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ POUR LA BELGIQUE
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	Total							<i>p.m.</i> Indice-santé ⁽³⁾
		Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés ⁽¹⁾	Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾	Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	
2001	2,4	1,4	6,9	2,1	2,2	2,0	2,0	2,7
2002	1,6	-3,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,6	1,8
2003	1,5	0,2	1,7	1,7	2,8	1,0	1,9	1,5
2004	1,9	6,6	0,9	1,4	2,2	0,3	2,1	1,6
2005	2,5	12,7	1,7	1,4	2,0	0,3	2,1	2,2
2006	2,3	7,3	3,3	1,6	2,1	0,9	2,1	1,8
2007	1,8	0,2	3,0	1,9	4,7	0,9	1,9	1,8

Sources: CE, DGSIE, BNB.

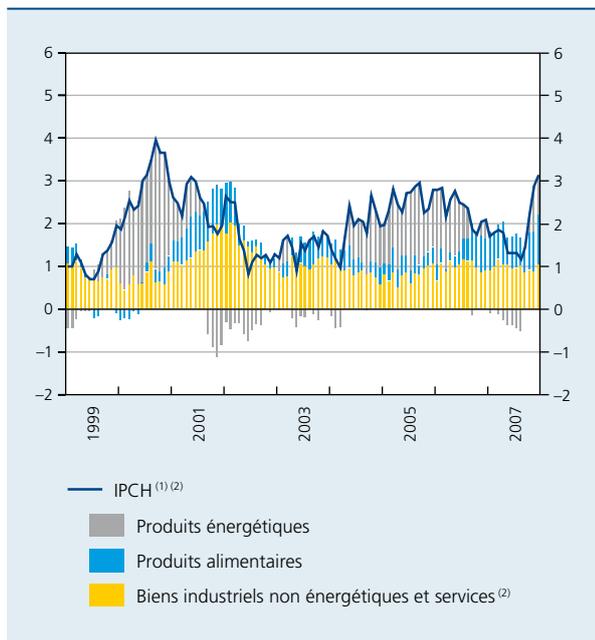
(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

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

(3) 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.

GRAPHIQUE 42 INFLATION EN BELGIQUE

(contribution à l'inflation, points de pourcentage, sauf mention contraire)



Sources : CE, BNB.

(1) Pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente.

(2) À l'exclusion de l'effet estimé, en janvier et juillet 2000, de la prise en compte à partir de 2000 des soldes dans l'IPCH.

relatifs, tandis que l'impact net sur l'inflation est plutôt limité. L'importance relative de ces deux facteurs peut néanmoins varier dans le temps : au cours de la seconde moitié de l'année sous revue, la poussée exercée par le premier d'entre eux s'est très clairement renforcée. En Belgique, comme dans les autres pays de la zone euro, l'accélération de l'inflation a cependant été freinée par l'appréciation de l'euro. Les répercussions de l'évolution du cours de change sont considérables et elles se manifestent quasi immédiatement dans le cas des produits énergétiques, alors qu'elles sont relativement limitées et ne se font ressentir qu'avec un certain délai en ce qui concerne les autres composantes de l'IPCH.

En Belgique, le recul de l'inflation au premier semestre et son envolée à la fin de l'année ont encore été intensifiés par l'évolution spécifique du prix à la consommation du gaz. Le relèvement des accises sur les produits du tabac et sur l'essence et l'introduction d'une taxe environnementale ont, pour leur part, contribué à l'inflation à hauteur de 0,15 point de pourcentage environ.

5.2 Incidence directe du renchérissement des matières premières

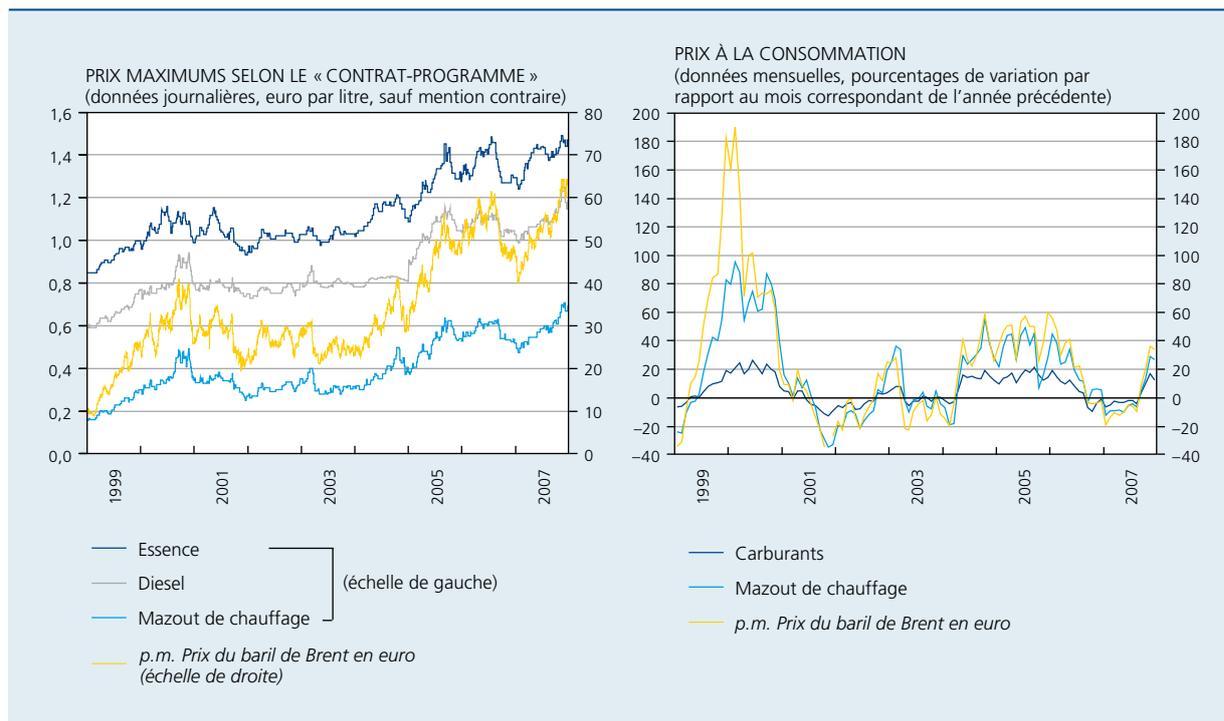
Produits énergétiques

En 2007, les produits énergétiques n'ont, en moyenne, guère exercé de pressions sur l'inflation, ce qui contraste nettement avec les trois années précédentes où des accroissements de prix très élevés avaient été enregistrés pour ces produits. Cette moyenne masque toutefois des évolutions très divergentes tout au long de l'année : les prix de l'énergie ont été inférieurs à ceux de l'année précédente jusqu'en septembre, alors que de nettes augmentations ont été observées à la fin de l'année.

L'évolution des prix des carburants est principalement déterminée par celle du cours du pétrole brut exprimé en euro, par les marges de raffinage, de transport et de distribution et par les éventuelles modifications des taxes dues sur ces produits. En 2006, sous l'effet du renchérissement du pétrole brut, les prix maximums des carburants fixés par le « contrat-programme » avaient enregistré à la fin de l'été des sommets encore jamais atteints ; ils avaient cependant ensuite fortement reculé au cours des quatre derniers mois. Dès lors, bien que le cours du pétrole brut ait augmenté pendant toute l'année – une évolution néanmoins adoucie par l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis –, les prix des carburants ont été inférieurs durant la majeure partie de 2007 au niveau qu'ils avaient affiché pendant la période correspondante de 2006. Cela n'a plus été le cas à partir de septembre : qu'il s'agisse du diesel, de l'essence ou du mazout de chauffage, les prix maximums ont alors égalé les cotations records enregistrées l'année précédente et les ont même dépassées par la suite. Ceux-ci ont ainsi été notablement supérieurs à leur niveau observé à la fin de 2006. Au terme de l'année sous revue, les prix des carburants pour automobiles étaient 12,3 p.c. plus élevés qu'un an auparavant, tandis que le mazout de chauffage avait augmenté de 26,6 p.c. Ce dernier produit est plus sensible aux fluctuations du cours du pétrole brut parce que, contrairement à l'essence et au diesel, il est peu soumis à des taxes forfaitaires.

Dans la pratique, les prix à la consommation sont inférieurs aux prix maximums fixés dans le « contrat-programme » puisque des remises sont accordées par les distributeurs de produits pétroliers. En 2007, les prix à la consommation moyens de l'essence, du diesel et du mazout de chauffage repris dans l'IPCH se sont ainsi établis sous les prix maximums officiels à concurrence de respectivement 6,3, 5,8 et 1,4 cents d'euro par litre, des montants

GRAPHIQUE 43 PRIX À LA CONSOMMATION DES PRODUITS PÉTROLIERS



Sources : CE, Thomson Financial Datastream, DGE, BNB.

similaires aux rabais qui avaient été accordés en 2006. Ces remises n'ont, en d'autres termes, plus freiné le rythme de hausse des prix de ces produits, comme ce fut le cas entre 2002 et 2006, période au cours de laquelle elles avaient constamment augmenté d'une année à l'autre.

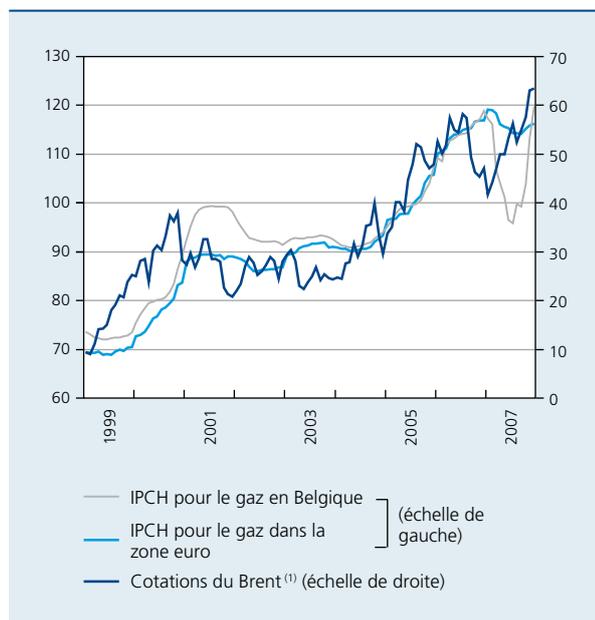
Conformément aux dispositions de la loi du 10 juin 2006 concernant les biocarburants, le gouvernement fédéral a relevé d'environ 3 cents d'euro par litre, à partir du 1^{er} octobre 2007, les accises sur l'essence non mélangée à des carburants d'origine renouvelable. En effet, comme le prix de revient des carburants d'origine renouvelable, c'est-à-dire la partie « bio » des biocarburants, est nettement supérieur à celui des carburants d'origine fossile uniquement, seul un taux d'accises différencié permet aux premiers de concurrencer les seconds sur un pied d'égalité. En novembre 2006, les accises sur le diesel non mélangé avaient, à cet effet, déjà été majorées de 1 cent d'euro par litre. Par ailleurs, en vertu de la loi-programme du 11 juillet 2005, le pourcentage d'incorporation de biodiesel estérifié au diesel mélangé est passé de 3,37 à 4,29 p.c., avant d'être porté à 5 p.c. Dès lors, le prix du diesel non mélangé a dû être encore quelque peu augmenté au moyen d'une nouvelle adaptation des accises. L'incidence de cette dernière mesure sur le prix du diesel a toutefois été négligeable.

De plus, le gouvernement a décidé de réactiver le système de cliquet inversé. En vertu de ce dispositif, qui a été introduit en mai 2005, chaque augmentation des recettes de TVA générée par une hausse de prix découlant du « contrat-programme » est entièrement compensée par une baisse des accises, pour autant que les prix fixés par le « contrat-programme » dépassent les seuils de 1,1 euro par litre pour le diesel et de 1,5 euro par litre pour l'essence. Par ce mécanisme, les accises sur le diesel avaient déjà été allégées d'environ 5 cents d'euro par litre de juillet 2005 à août 2006, leur niveau s'étant ainsi rapproché du seuil minimum de 30,2 cents d'euro par litre fixé par la CE. Elles ont à nouveau été abaissées, d'environ 1,5 cent d'euro par litre, le 5 décembre 2007, de sorte que le seuil minimum a été atteint pour le diesel mélangé. Abstraction faite de leur incidence budgétaire, de telles mesures présentent l'inconvénient d'affaiblir le signal que ces prix peuvent donner en vue d'encourager une réduction de la consommation d'énergie. En outre, le seuil d'activation pour l'essence n'ayant jamais été dépassé, le système de cliquet inversé a accru l'écart entre le prix du diesel et celui de l'essence.

Par ailleurs, d'autres facteurs spécifiques à la Belgique ont également exercé une influence non négligeable sur l'évolution des prix à la consommation de l'énergie.

GRAPHIQUE 44 PRIX À LA CONSOMMATION POUR LE GAZ ET COTATIONS DU PÉTROLE DE TYPE BRENT

(indices 2005 = 100, sauf mention contraire)



Sources : CE, Thomson Financial Datastream, BNB.
(1) Prix du Brent en euro.

Il s'agit plus particulièrement des conséquences, directes et indirectes, de la libéralisation, au 1^{er} janvier 2007, des marchés du gaz et de l'électricité pour l'ensemble de la Belgique: à cette date, l'ouverture des marchés résidentiels en Wallonie et à Bruxelles est venue compléter le processus de libéralisation engagé en Flandre depuis juillet 2003. L'évolution a surtout été très prononcée pour le gaz, avec un important effet baissier dès les premiers mois de l'année. Les prix du gaz en Belgique ont, en effet, décliné de manière beaucoup plus prononcée que dans la zone euro dans son ensemble, avant de remonter au cours des derniers mois de 2007. Outre une légère diminution de la cotisation énergie et l'incidence à la baisse d'une probable concurrence accrue sur les prix à la suite de la libéralisation, ce profil reflète surtout les conséquences indirectes de la libéralisation, qui ont touché les trois régions du pays.

Tout d'abord, la formule d'un des paramètres utilisés par les fournisseurs de gaz pour indexer leurs tarifs a été modifiée. Les prix du gaz sont, en effet, largement déterminés par l'évolution des prix de l'énergie sur les marchés internationaux. Ainsi, les tarifs pour le gaz sont traditionnellement adaptés en partie en fonction de l'évolution – retardée de quelques mois – des cotations internationales des produits pétroliers exprimées en euro, elles-mêmes fortement corrélées à l'évolution du cours du baril de

Brent. Étant donné le délai dans lequel cette adaptation est effectuée, la transmission des prix du Brent a donc exercé, au début de 2007, d'abord un effet à la baisse sur les prix du gaz en Belgique, avant de les influencer progressivement à la hausse à partir du milieu de l'année. Ce profil a cependant été exacerbé à la suite de la libéralisation. En effet, depuis le début de l'année sous revue, les prix de référence du gaz naturel à Zeebrugge (appelé *Zeebrugge Hub*) constituent un second déterminant pour l'indexation des tarifs du gaz, à côté des cotations du mazout. La quasi-totalité des fournisseurs actifs sur le marché belge ont choisi d'utiliser ces deux déterminants, mais dans des proportions qui peuvent différer selon les formules qu'ils ont retenues pour déterminer l'indexation de leurs tarifs. En 2007, les deux déterminants ont été orientés à la baisse puis à la hausse de manière presque simultanée, ce qui a accentué les mouvements en cours d'année. De plus, le mouvement haussier à la fin de l'année a encore été renforcé à la suite du changement, en octobre, de la formule d'indexation évoquée ci-dessus par le principal fournisseur de gaz aux ménages. Les effets de cette modification sont ressortis pleinement dans l'IPCH à partir de novembre.

En outre, la libéralisation des marchés du gaz et de l'électricité a induit des améliorations dans la méthode d'enregistrement des prix, à la fois pour s'adapter à la nouvelle structure de ces marchés et pour répondre aux normes communes édictées par Eurostat pour le calcul des IPCH, notamment la règle suivant laquelle il convient d'enregistrer les prix au plus près du moment où la consommation du produit commence. Il en découle que, depuis janvier, l'indice des prix reflète l'évolution des tarifs mensuels alors que, auparavant, il reflétait l'évolution des factures annuelles à mesure que celles-ci étaient censées être adressées aux ménages, ce qui en pratique était équivalent à une moyenne des tarifs des douze mois précédents. Une autre conséquence de cette adaptation méthodologique est que, comme les particuliers paient généralement chaque mois des factures intermédiaires d'un montant fixe, une certaine divergence peut apparaître entre l'appréciation par les ménages des modifications dans les tarifs facturés et l'évolution de l'indice des prix pour le gaz et l'électricité. Ce n'est, en effet, que lorsque ceux-ci reçoivent leur facture récapitulative annuelle qu'ils sont vraiment en mesure d'évaluer l'évolution moyenne des prix, pour autant qu'ils puissent également distinguer la part de la variation de la facture attribuable aux changements de prix de celle liée aux fluctuations de la consommation, dues par exemple à des conditions climatiques plus ou moins favorables. Cette difficulté à apprécier le mouvement des prix est également suggérée par une étude récente réalisée pour la Flandre par l'autorité de régulation régionale, la VREG. Ce phénomène

pourrait se traduire par un écart structurel entre inflation ressentie et inflation mesurée, et nécessite à ce titre un suivi spécifique.

Produits alimentaires

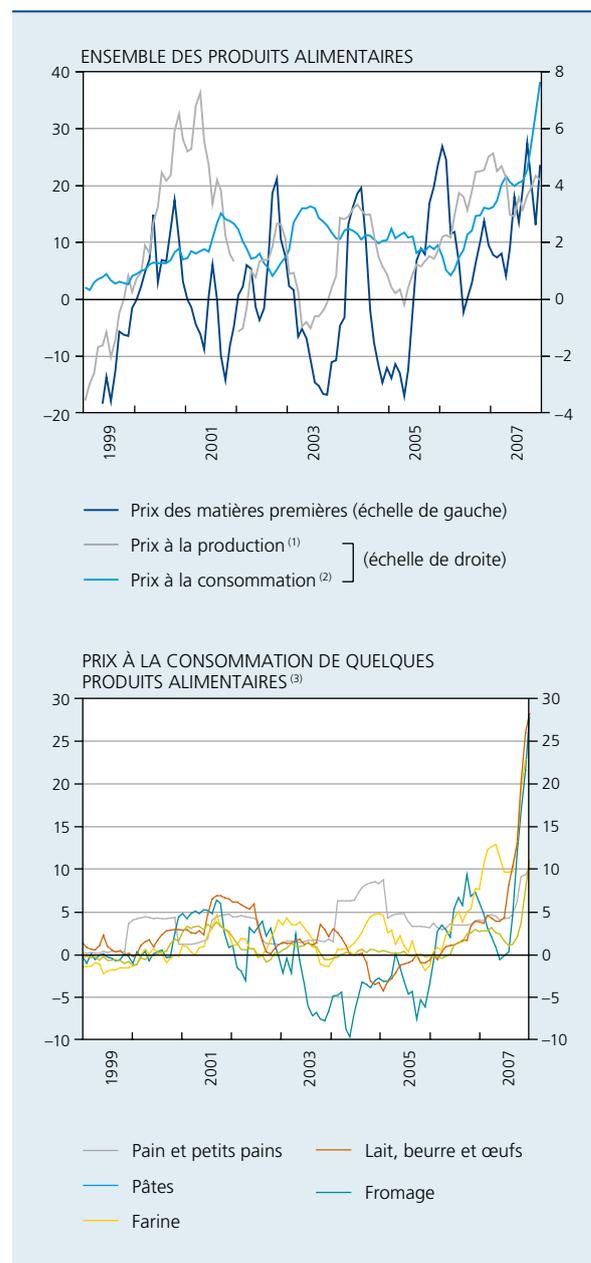
Au cours de l'année sous revue, les prix des produits alimentaires ont augmenté de 4 p.c. Si les prix des produits alimentaires non transformés, à savoir les légumes, les fruits, la viande et le poisson, ont crû à un rythme voisin de celui observé en 2006, de 3 p.c. contre 3,3 p.c., les produits alimentaires transformés ont, en revanche, renchéri dans une mesure beaucoup plus importante, leurs prix s'accroissant en moyenne de 4,7 p.c. contre 2,1 p.c. en 2006. En outre, la progression de ces prix s'est accélérée au deuxième semestre, pour atteindre 6,6 p.c. au dernier trimestre de 2007. L'augmentation des prix des matières premières alimentaires, ainsi que la répercussion de la hausse du coût de l'énergie, sont à l'origine de cette inflation inhabituellement élevée.

Les prix des matières premières alimentaires ont progressé tendanciellement depuis le début de 2002. À la suite de tensions entre l'offre et la demande, les hausses de prix se sont progressivement accélérées sur les marchés internationaux depuis la mi-2006. Les conditions de marché ont été encore plus rigoureuses au cours des derniers mois de 2007, entraînant un nouveau renchérissement sensible des matières premières alimentaires (pour de plus amples informations concernant les causes sous-jacentes, voir l'encadré 1 dans le chapitre 1 consacré à l'environnement international). Ainsi, l'indice des matières premières alimentaires HWWI, exprimé en dollar des États-Unis, a progressé de 24,8 p.c. en 2007, contre 8,5 p.c. en moyenne lors de la période 2002-2006. Un accroissement de 33,5 p.c. a même été enregistré au cours du dernier trimestre de 2007, par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Les plus fortes augmentations concernaient les céréales, les huiles et les graisses. Les chiffres de la FAO montrent que les produits laitiers, lesquels ne figurent pas dans l'indice HWWI, ont renchéri de près de 80 p.c. sur les marchés internationaux au cours de 2007. Toutefois, en raison de la dépréciation persistante du dollar, ces évolutions, lorsqu'elles sont exprimées en euro, ont été tempérées à concurrence de quelque 9 points de pourcentage en moyenne pour l'année 2007.

En ce qui concerne les prix à la consommation, les plus fortes progressions ont aussi été observées pour les produits laitiers, les œufs et les produits céréaliers: ainsi, par rapport à la fin de l'année précédente, le prix du lait était plus élevé de quelque 30 p.c. en décembre 2007 et celui des œufs et du beurre de près de 25 p.c., tandis que celui

GRAPHIQUE 45 TRANSMISSION DU RENCHÉRISSEMENT DES MATIÈRES PREMIÈRES ALIMENTAIRES

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



Sources : CE, HWWI, DGSIE, BNB.

(1) À la suite d'une modification de la méthodologie de l'indice des prix à la production pour le marché intérieur, la série est affectée par une rupture entre l'ancien indice (base 1980 = 100) et le nouvel indice (base 2000 = 100) entré en vigueur le 1^{er} janvier 2002.

(2) Prix des produits alimentaires transformés selon l'IPCH.

(3) IPCH.

de la farine l'était de 32 p.c., celui des pâtes de 28 p.c. et celui du pain de près de 10 p.c. Cependant, la hausse des prix à la consommation des produits alimentaires a été moins prononcée que celle des prix des matières premières, étant donné que ces derniers ne représentent

qu'une part limitée du prix à la consommation, lequel est également déterminé par le coût de la transformation, du transport et de la distribution.

Ainsi, selon le *United States Department of Agriculture* (USDA), le prix du produit agricole brut lorsque celui-ci quitte l'exploitation agricole représente environ 19 p.c. du prix que paie le consommateur pour un produit alimentaire. Le prix même du produit agricole comprend évidemment des inputs non agricoles, tels que les engrais, lesquels constituent aussi une des causes du renchérissement des produits agricoles, du fait de leur forte intensité énergétique. Cette proportion calculée par l'USDA est du même ordre de grandeur pour l'Allemagne, pour laquelle le Centre fédéral allemand de recherche agricole (*Bundesforschungsanstalt für Landwirtschaft* (FAL)) a calculé que la part du prix perçu par l'exploitant agricole dans le prix à la consommation s'élève à 25 p.c. environ. Les deux études indiquent qu'il existe de grandes disparités entre les différents produits. Ainsi, la part des céréales dans le prix d'un pain est très limitée, en partie parce que l'énergie est relativement importante dans les coûts de production. En ce qui concerne la viande, la valeur agricole représente de un à deux quarts du prix à la consommation. Pour les produits laitiers, cette proportion est proche de 35 p.c. La part du prix du produit agricole dans le prix à la consommation est, en revanche, plus élevée pour les œufs. La CE a émis des conclusions similaires

pour l'ensemble de l'UE, mais pour un nombre plus restreint de produits.

L'effet de la hausse des prix des matières premières alimentaires sur l'IPCH devrait être plus faible encore, étant donné que les produits alimentaires n'en représentent que quelque 20 p.c. En outre, les produits alimentaires ne constituent presque jamais un input intermédiaire pour la production d'autres biens et services, si bien qu'il n'y a que très peu de répercussions indirectes. Le secteur Horeca constitue toutefois une exception. Cependant, selon une analyse des tableaux entrées et sorties qui reflètent la structure de l'économie belge, le poids des produits alimentaires dans l'Horeca se limite à 9,4 p.c. et ce secteur ne représente, de surcroît, que 9 p.c. de l'IPCH, si bien que, par ce canal également, l'impact potentiel du renchérissement des matières premières alimentaires sur le niveau général des prix reste limité.

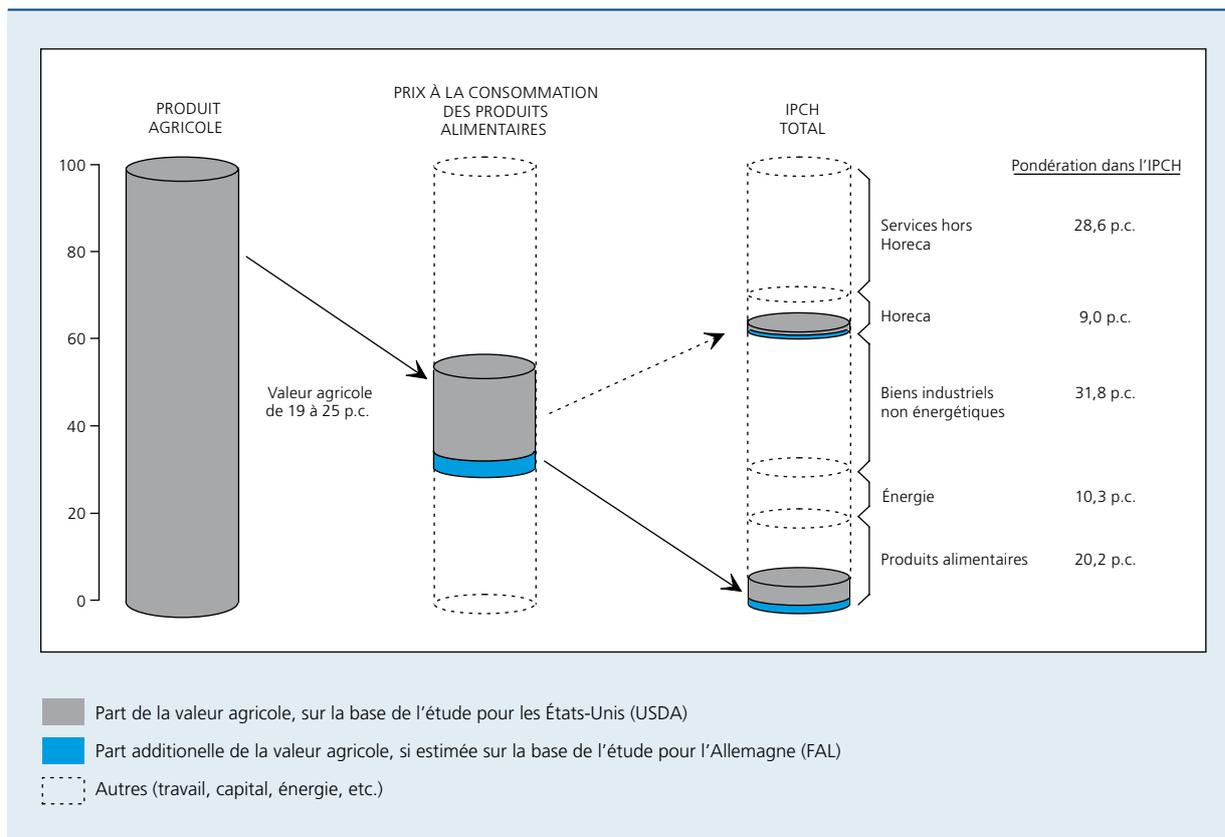
Étant donné ces constats, l'ampleur des hausses de prix enregistrées pour les produits alimentaires et, surtout, la vitesse à laquelle les augmentations des prix des matières premières alimentaires et des produits de base ont été répercutées au cours de l'année sous revue sont frappantes. Il ressort d'une recherche menée dans le cadre de l'*Eurosystem Inflation Persistence Network* (IPN) que, pour les produits alimentaires, plus de 20 p.c. des prix à la production changent chaque mois, contre 15 p.c. environ des prix à la consommation. Ces résultats s'appuient sur des banques de données microéconomiques que la Direction générale Statistique et information économique du SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie utilise pour établir l'indice des prix à la production et celui des prix à la consommation. Ils font, dans la mesure du possible, abstraction des variations de prix découlant de remises temporaires qui peuvent être importantes, principalement au niveau des prix à la consommation. De ce fait, la fréquence des changements de prix des produits alimentaires est certes inférieure à celle des produits pétroliers, dont il est apparu ci-dessus qu'ils réagissent très promptement aux impulsions du cours du pétrole brut, mais tout de même nettement supérieure à celle des biens industriels non énergétiques. Il s'écoule donc généralement un certain laps de temps avant que l'évolution des prix des matières premières alimentaires ne se reflète dans les prix à la production et que ceux-ci n'influencent, à leur tour, les prix à la consommation. Ce dernier constat est conforme à l'observation selon laquelle la fréquence des changements de prix pour les produits alimentaires tend à être plus élevée pour les prix à la production que pour les prix à la consommation. Au cours de l'année sous revue, la hausse des prix des matières premières s'est répercutée plus rapidement qu'à l'habitude. En outre, de manière tout aussi inhabituelle, la transmission aux prix à

TABLEAU 27 PART DE LA VALEUR AGRICOLE DANS LE PRIX À LA CONSOMMATION DES PRODUITS ALIMENTAIRES (pourcentages)

	UE	Allemagne	États-Unis
Pain	4	4	6
Viande		26	
Boeuf			45
Porc	50 – 70		33
Volaille	50 – 70		43
Produits laitiers		37	34
Œufs		67	36
Huiles et graisses			21
Pommes de terre		16	16
Sucre		38	20
Moyenne		25	19

Sources: CE, FAL, USDA.

GRAPHIQUE 46 TENTATIVE D'ESTIMATION DE LA PART DES MATIÈRES PREMIÈRES ALIMENTAIRES DANS L'IPCH



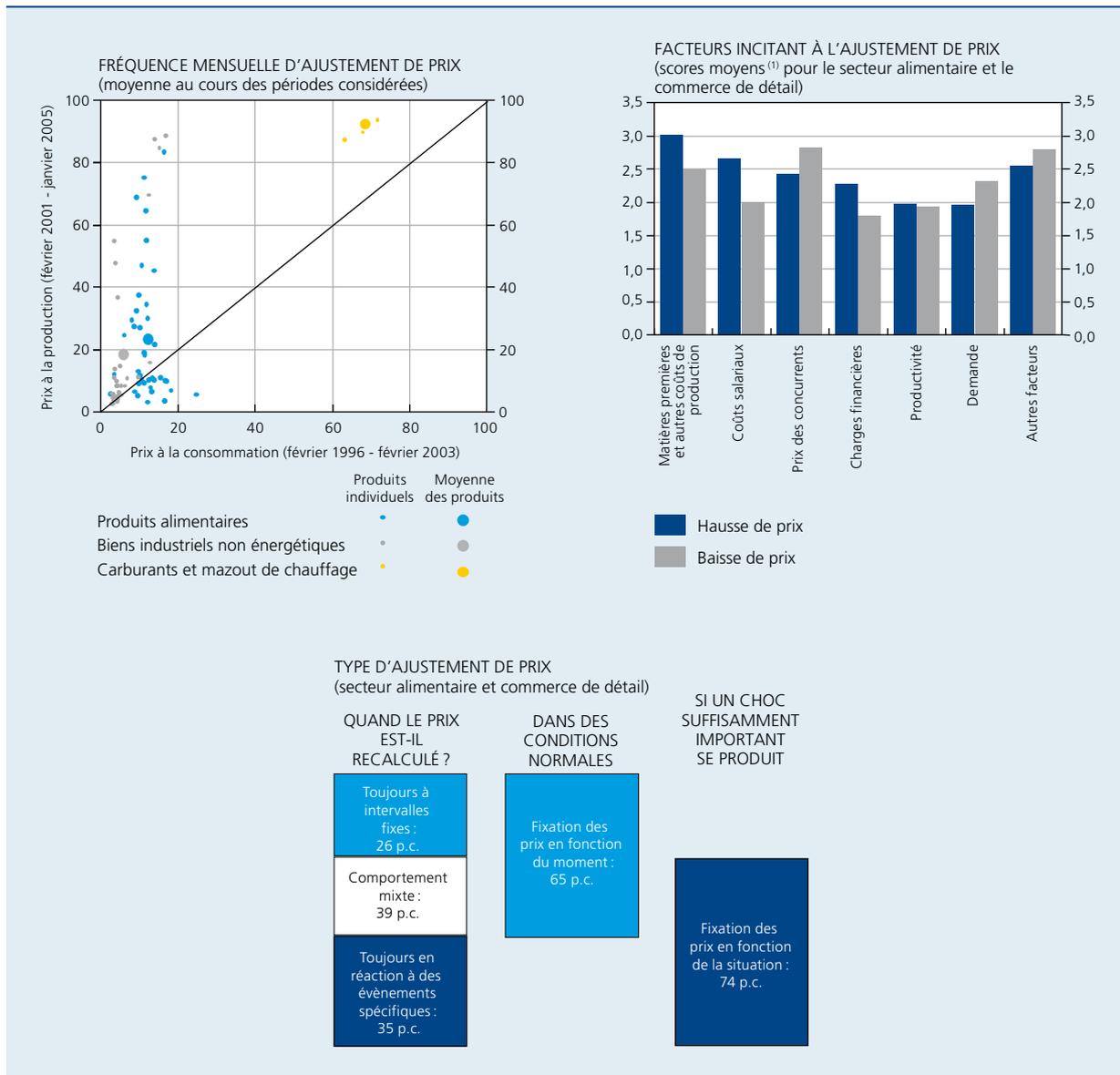
Sources : CE, FAL, USDA, BNB.

la production et aux prix à la consommation a quasiment été synchronisée.

Cette transmission accrue s'explique par certaines caractéristiques spécifiques du choc sur les prix alimentaires. Ainsi, il ressort de l'enquête *ad hoc* en matière de pratiques de fixation des prix par les entreprises que la Banque a menée en 2004, dans le cadre de l'IPN, que les prix réagissent de manière asymétrique aux chocs. Les facteurs de coûts sont plus importants pour les augmentations de prix que pour les baisses, tandis que l'évolution de la demande et les prix des concurrents sont, de leur côté, plus importants pour les réductions de prix que pour les hausses. Les accroissements de coûts, qui sont souvent universellement observables, peuvent en effet être relativement facilement invoqués pour justifier des majorations de prix. Ce constat confirme les observations réalisées au cours des derniers mois de 2007 : les élévations de prix ont été très clairement annoncées et motivées par l'accroissement des coûts. L'enquête susvisée a aussi démontré que l'ajustement des prix peut soudainement s'écarter de son schéma habituel de changements à intervalles fixes et se faire en réaction

à des événements spécifiques si un choc suffisamment important se produit. Or, le renchérissement actuel des matières premières de certains produits alimentaires peut être considéré comme un choc de grande ampleur, notamment parce que son incidence – compte tenu du niveau élevé des prix au niveau mondial – n'a plus été lissée par la politique agricole commune (pour plus de détails, voir l'encadré 11). Certaines informations anecdotiques confirment le passage, au cours de l'année sous revue, pour les produits alimentaires, d'un schéma de réévaluation des prix à intervalles fixes à un schéma de réévaluation en fonction de la situation. Le secteur agricole vend ainsi normalement la majeure partie de sa production à des prix contractuels négociés au préalable. Au cours de 2007, un grand nombre de contrats ont toutefois été résiliés, pour le lait en particulier, et d'importantes hausses de prix ont pu être négociées. Le choc sur les prix des matières premières a ainsi mené à une certaine synchronisation dans l'ajustement des prix par les entreprises individuelles, ce qui a facilité le renchérissement : ces dernières ont moins dû se soucier de leur position relative en matière de prix et, partant, de leur position concurrentielle.

GRAPHIQUE 47 CARACTÉRISTIQUES DE L'AJUSTEMENT DES PRIX



Sources : DGSIE, BNB.

(1) Les entreprises ont été invitées à indiquer l'importance d'une série de facteurs incitant respectivement à une hausse et à une baisse de prix; elles avaient le choix entre les options « 1 = sans importance », « 2 = peu important », « 3 = important » et « 4 = très important ».

5.3 Biens industriels non énergétiques, services et effets de second tour

Contrairement à ce qui est observé pour l'énergie et les produits alimentaires, l'inflation provenant des services et des biens industriels non énergétiques est restée contenue en 2007, à 1,4 p.c. La hausse des prix des matières premières a ainsi surtout donné lieu à d'importants changements de prix relatifs, dont l'effet net sur l'inflation est demeuré plutôt limité jusqu'à présent. Dans une perspective historique, l'ampleur des mouvements de prix relatifs

observée, non seulement en 2007, mais également pendant la période de 2004 à 2006, n'a pas été exceptionnelle. Toutefois, la situation récente diffère du passé dans la mesure où les hausses de prix des produits énergétiques et alimentaires n'ont pas causé de mouvement inflationniste plus généralisé, ce qui amène à s'interroger quant aux facteurs qui sont à l'origine de l'absence d'effets de contagion ou de second tour.

Encadré 11 – Le renchérissement des denrées alimentaires nécessite-t-il de nouvelles adaptations de la politique agricole commune de l'UE ?

Au cours de 2007, les prix sur le marché mondial de bon nombre de produits agricoles, tels que les céréales, le lait en poudre et le beurre, ont enregistré une progression sensible. Jusqu'il y a peu, la politique agricole commune (PAC) de l'UE prémunissait largement les prix sur le marché européen contre ce type de fluctuations, attendu que le prix garanti sur le marché intérieur était supérieur à celui sur le marché mondial. Cependant, du fait de la hausse des prix sur les marchés mondiaux en 2007 et du recul des prix garantis sur le marché intérieur en raison de la réforme de la PAC en 2003 (cf. ci-après), les hausses des prix sur les marchés mondiaux se sont plus que par le passé fait ressentir sur le marché européen. Par conséquent, une série de distorsions du mécanisme de fixation des prix se sont *de facto* atténuées. Il n'en reste pas moins que l'actuelle hausse des prix des denrées alimentaires sur les marchés mondiaux soulève des questions d'ordre plus général concernant l'incidence de la PAC et la nécessité éventuelle de nouvelles réformes.

C'est dans les années 1950 que l'idée de la PAC a germé. Les années de guerre n'avaient pas épargné l'agriculture européenne, qui n'était plus en mesure de pourvoir aux besoins alimentaires de la population. Aussi, la nécessité d'une politique agricole commune a-t-elle été inscrite dans l'article 33 du traité instituant la Communauté européenne. Cette politique avait pour objectifs : (i) d'accroître la productivité de l'agriculture, (ii) d'assurer un niveau de vie équitable à la population active dans le secteur, (iii) de stabiliser les marchés, (iv) de garantir la sécurité des approvisionnements et (v) d'assurer des prix raisonnables pour les consommateurs.

Au départ, la PAC soutenait le revenu des agriculteurs en leur garantissant un prix sur le marché intérieur qui était dans bon nombre de cas largement supérieur à celui sur le marché mondial. À cet effet, un système d'achats d'intervention, de prélèvements à l'importation et de subsides à l'exportation avait été mis au point. Ce mécanisme a entraîné une surproduction – les cas de la « montagne de beurre » et des excédents laitiers sont devenus légendaires – et un immense coût budgétaire. Un autre inconvénient notoire de la PAC est d'avoir nui au développement de l'agriculture dans d'autres régions du monde où ce secteur ne bénéficiait pas d'une aide structurelle aussi importante, en particulier les économies en voie de développement.

En 1980, la PAC représentait presque 70 p.c. du budget total de l'UE. Les critiques à son encontre se sont progressivement intensifiées et, au fil des ans, le soutien aux prix s'est quelque peu réduit, et de nouvelles mesures ont été introduites, notamment des quotas de production et une mise en jachère obligatoire, en vue de réduire la production excédentaire. En 2003, les ministres de l'agriculture européens se sont mis d'accord sur une réforme plus fondamentale de la PAC pour satisfaire aux exigences des accords commerciaux internationaux, poursuivre la réduction du budget de la PAC et accroître la compétitivité du secteur agricole. Pour ce faire, toute une série de mesures de soutien liées à la production ont été remplacées par un paiement unique par exploitation, indépendant du type de production, et il a été convenu d'abaisser graduellement les prix garantis pour certains produits, tels que le lait en poudre et le beurre. Pour d'autres produits, comme le sucre par exemple, cela a également été le cas ultérieurement dans le cadre de la poursuite des réformes de la PAC.

À la suite de ces mesures, le soutien au secteur agricole est désormais beaucoup moins lié à la production, et il perturbe dès lors moins qu'avant la formation des prix. Dans la pratique, la forte hausse des prix sur le marché mondial a récemment encore renforcé cette tendance. De plus, le coût budgétaire de la PAC a pu être sensiblement allégé; en 2007, il ne représentait déjà plus que 43 p.c. du budget total de l'UE, et d'ici 2013, la part de la PAC dans le budget devrait se réduire à 36 p.c. du total. La PAC génère néanmoins toujours des distorsions sur le marché, mais dans une moindre mesure que par le passé, et elle entraîne encore une différence entre le prix du marché intérieur et le prix du marché mondial pour certains produits agricoles, comme le lait, le beurre, la viande et le sucre. Par ailleurs, des mesures visant à limiter l'offre ne semblent plus indiquées, étant donné la forte hausse de la demande de produits alimentaires.



Dans le contexte des récentes évolutions de prix, la CE a tenté, au cours des derniers mois de l'année sous revue, d'alléger les pressions sur les prix en assouplissant temporairement certains instruments de la PAC destinés à limiter l'offre. Ainsi, le Conseil des ministres de l'agriculture a notamment décidé de supprimer le taux de mise en jachère obligatoire de 10 p.c. pour les semis de l'automne 2007 et ceux du printemps 2008. De plus, les droits à l'importation applicables à presque toutes les céréales, à l'exception de l'avoine, ont été suspendus pour la campagne de commercialisation en cours, qui s'achèvera le 30 juin 2008, à moins d'un changement radical de la situation du marché avant cette date, qui pourrait justifier leur réintroduction.

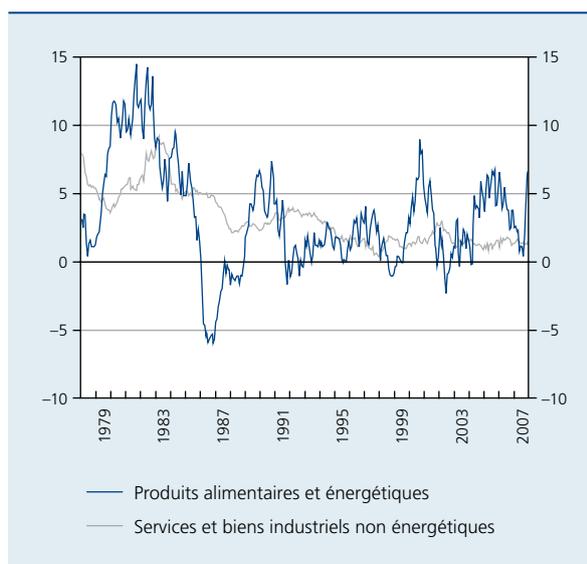
À la fin de l'année, la Commission a, en outre, lancé de nombreuses idées afin de continuer à réduire les aides agricoles et d'en accroître l'efficacité. Elle a, par ailleurs, jugé opportun, compte tenu des prix élevés des produits agricoles, d'accélérer l'abandon progressif du soutien aux prix et des quotas existants, ainsi que de pérenniser la suppression temporaire du taux de mise en jachère obligatoire. Des propositions concrètes ne seront toutefois soumises au Conseil des ministres de l'agriculture que dans le courant de 2008.

La poursuite des réformes de la PAC peut conduire à une amélioration de l'allocation des ressources et à une évolution des prix plus favorable pour le consommateur européen. L'incidence de celle-ci sur le pouvoir d'achat a un caractère progressif, dans le sens où elle touche davantage les ménages à bas revenus, parce que la part des produits alimentaires dans leur panier de consommation est plus élevée. Cependant, une réforme de la PAC n'est pas une condition suffisante pour garantir que les consommateurs puissent effectivement profiter de conditions plus avantageuses. Pour ce faire, il convient aussi de s'assurer que ces dernières soient effectivement transmises aux stades de transformations ultérieurs des produits agricoles, et qu'elles se répercutent aux prix de gros et de détail.

Ceci résulte, en partie, du fait que le renchérissement des matières premières n'est qu'une des deux facettes de la globalisation. En effet, le développement, dans les économies émergentes, d'une production à moindre coût exportée vers le reste du monde est allé de pair avec une demande plus importante de matières premières dont les prix ont alors augmenté et avec une concurrence accrue qui a tendu à limiter les hausses de prix pour les produits à forte intensité de main-d'œuvre. En outre, la politique monétaire de l'Eurosystème est calibrée de manière à éviter que des effets de second tour ne se manifestent, alors que les effets de premier tour du renchérissement des matières premières sont plus difficiles à neutraliser, étant donné les délais de transmission de la politique monétaire. C'est précisément la raison pour laquelle le Conseil des gouverneurs a défini la stabilité des prix – une augmentation de l'IPCH inférieure à, mais proche, de 2 p.c. – comme un objectif à moyen terme. L'absence d'effets de second tour dans la zone euro dans son ensemble contribue à empêcher l'émergence de tels phénomènes en Belgique, étant donné son degré d'ouverture élevé vis-à-vis des autres États membres de la zone. Finalement, l'évolution des salaires en Belgique a été jusqu'à présent modérée, en dépit du mécanisme d'indexation. Il n'empêche que la plupart des organismes internationaux, tels que le FMI, l'OCDE

GRAPHIQUE 48 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION

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



Sources : CE, BNB.

ou la BCE, préconisent d'éliminer toute forme d'indexation des salaires sur les prix. Celle-ci se justifie d'ailleurs moins que par le passé, dans la mesure où la politique monétaire délivre effectivement des taux d'inflation faibles. Dans de telles conditions, il y a, en effet, peu de différences entre une négociation portant sur des salaires nominaux, qui incorpore des attentes inflationnistes compatibles avec la définition de la stabilité des prix, et une négociation portant sur des salaires réels, qui sont ensuite indexés par l'inflation réalisée, mais corrigée afin de mitiger l'impact d'évènements inattendus, comme c'est le cas en Belgique, étant donné les modifications apportées au mode de formation des salaires depuis les années 1990.

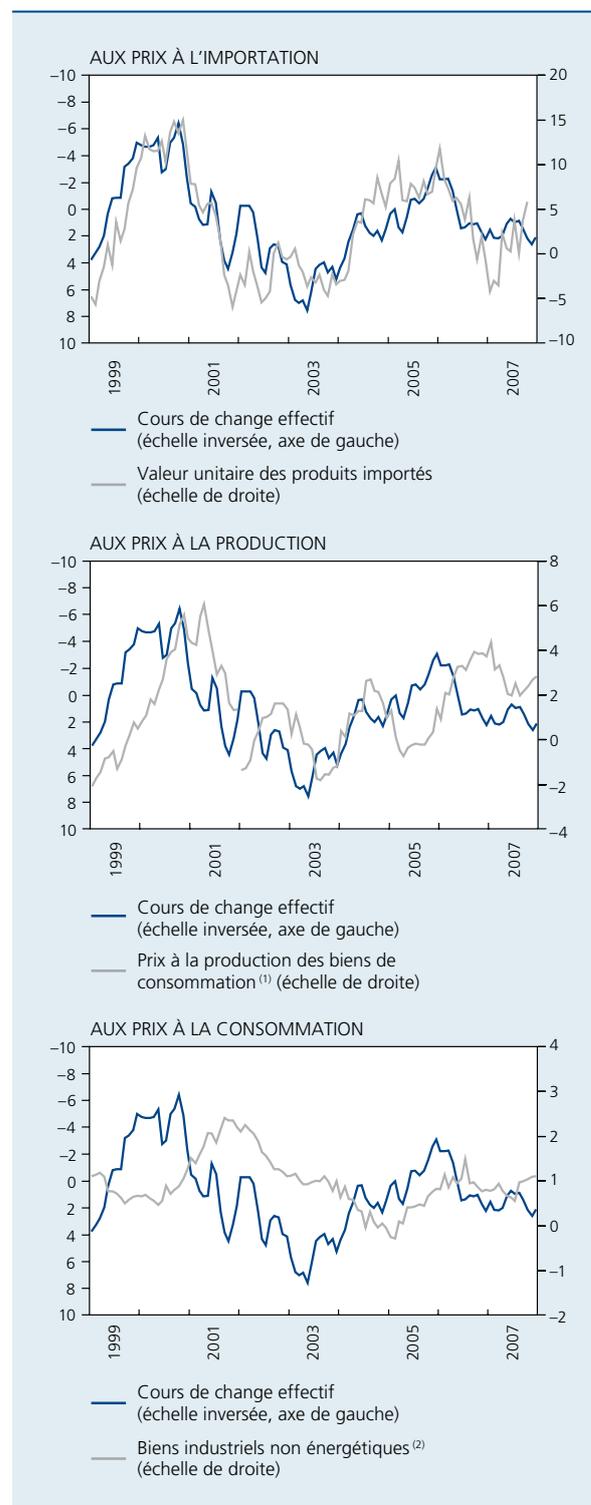
Biens industriels non énergétiques et services

En 2007, le taux de progression des prix des biens industriels non énergétiques est resté stable, à 0,9 p.c. ou 0,8 p.c. si l'on en exclut l'incidence de l'introduction, en juillet 2007, d'un prélèvement sur certains produits jetables. De plus, c'est parmi les biens industriels non énergétiques que les baisses de prix les plus importantes ont été relevées, pour les produits technologiques en particulier. Les biens industriels non énergétiques sont, en effet, la composante de l'IPCH où l'incidence à la baisse de la mondialisation est généralement assez marquée, via la concurrence accrue et les importations à bas prix.

L'appréciation de l'euro a également permis de tempérer les pressions d'origine extérieure sur les prix des biens industriels non énergétiques. Toutefois, à la différence des produits énergétiques, où la transmission des variations du cours de change aux prix à la consommation est particulièrement rapide, pour ne pas dire immédiate, la transmission est nettement plus lente et atténuée pour les autres produits. Au stade de l'importation, une synchronisation assez forte est observée entre les variations du cours de change et l'évolution des prix à l'importation. Les prix à la production, quant à eux, ne réagissent aux fluctuations du cours de change que de façon plus limitée et avec un certain retard. L'ampleur des variations initiales est quelque peu atténuée par le processus de production et de transformation, qui requiert l'utilisation d'autres intrants – c'est-à-dire d'autres produits intermédiaires, des salaires, des équipements, etc. Ce processus nécessite, par ailleurs, du temps. Mais davantage que le délai nécessaire à la production, ce sont probablement les politiques de fixation des prix, qui sont à la base du décalage temporel dans la transmission des mouvements de change. En effet, les entreprises tendent majoritairement à ne modifier leurs prix qu'à des moments bien spécifiques, sauf dans les cas où l'évolution exceptionnelle des coûts le justifie, que ce

GRAPHIQUE 49 TRANSMISSION DES FLUCTUATIONS DU COURS DE CHANGE

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



Sources : CE, DGSIE, BNB.

- (1) À la suite d'une modification de la méthodologie de l'indice des prix à la production pour le marché intérieur, la série est affectée par une rupture entre l'ancien indice (base 1980 = 100) et le nouvel indice (base 2000 = 100) entré en vigueur le 1^{er} janvier 2002.
- (2) À l'exclusion de l'effet estimé, en janvier et juillet 2000, de la prise en compte à partir de 2000 des soldes dans l'IPCH.

soit parce que l'ampleur de cette évolution est anormale ou parce que des variations de coûts initialement perçues comme temporaires finissent par être durables. De plus, les entreprises sont susceptibles de réagir de façon asymétrique aux fluctuations du cours de change et de répercuter dans une moindre mesure les modifications de coûts dans les prix dans le cas d'une appréciation, comme c'est le cas depuis la mi-2006 pour le cours de change de la monnaie unique par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux, que lors d'une dépréciation. L'ampleur de la transmission est d'autant plus réduite qu'il faut tenir compte de la valeur ajoutée et, partant, des coûts qui vont encore s'ajouter avant le stade final de la consommation, qu'il s'agisse des frais de transport ou de distribution. Son délai s'allonge également de ce fait, surtout si, de surcroît, des contrats à plus ou moins long terme lient les fournisseurs aux entreprises de distribution, notamment quant aux conditions de prix. La faiblesse et la lenteur de la transmission des impulsions de change aux prix à la consommation sont confirmées par une étude récente de la CE pour la zone euro dans son ensemble : à court terme, à peine 1 p.c. des fluctuations de cours de change serait ainsi reflété dans les prix à la production et à la consommation tandis que, à plus long terme, cette proportion grimpe à 23 p.c. pour les prix à la production, mais reste encore en deçà de 19 p.c. pour les prix à la consommation.

En ce qui concerne les pressions inflationnistes d'origine intérieure, celles-ci sont demeurées modestes en 2007. Ainsi, l'évolution des prix des services a été limitée à 1,9 p.c., soit le rythme de progression le plus bas depuis 2000 (à l'exception de l'année 2003, où les prix des services incluaient l'effet à la baisse de la suppression de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles). Bien que certains facteurs spécifiques aient contribué à ce taux relativement bas, comme la forte baisse des coûts des communications pour la téléphonie mobile, l'évolution des coûts salariaux, qui sont un déterminant traditionnellement important pour les prix des services, est restée

modérée ces dernières années, et n'a pas montré jusqu'à présent de signes d'effets de second tour.

Évolution de l'indice-santé et implications de l'indexation des salaires

Malgré une inflation modérée pour les biens industriels non énergétiques et les services, la forte accélération de l'inflation observée à la fin de 2007, sous l'impulsion des prix de l'énergie et des biens alimentaires, suscite des interrogations quant au risque d'effets de second tour. Au-delà des effets dits de premier tour sur les prix à la consommation, c'est-à-dire les effets directs et les effets indirects via la transmission des coûts de production des entreprises aux prix à la consommation, des effets de second tour apparaissent si l'ampleur des chocs initiaux est accentuée par une spirale prix-salaires. Celle-ci découle des augmentations salariales octroyées aux travailleurs afin de compenser la diminution de leur revenu réel occasionnée par des effets de premier tour. De tels effets de second tour sont généralement facilités par la présence d'un système d'indexation automatique des salaires. Bien qu'un tel système existe en Belgique, son fonctionnement est encadré par des dispositions permettant de mitiger ces effets indésirables et de le rendre plus compatible avec le fonctionnement de l'UEM.

Un premier facteur qui limite, bien que de manière partielle seulement, l'éventualité d'effets de second tour, est l'indice-santé, adopté en 1994, comme indice de référence pour la liaison des revenus à l'inflation. L'indice-santé exclut, en effet, de l'IPC national les produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel. Cet indice exclut donc les carburants automobiles et tempère, de la sorte, l'incidence d'un rebond des prix des produits pétroliers sur les salaires. L'introduction de l'indice-santé n'a néanmoins pas fourni une protection totale contre les effets de second tour d'un choc pétrolier dans la mesure où le mazout

TABLEAU 28 INFLATION ET INDICE-SANTÉ
(pourcentages de variation cumulés)

	1997-1998	1999-2003	2004-2007	1999-2007
Inflation totale (IPCH)	2,4	9,7	8,8	19,3
Indice-santé	2,6	9,1	7,5	17,3
Indice-santé, à l'exclusion des produits énergétiques ⁽¹⁾	2,8	9,0	6,4	16,0

Sources : CE, DGSIE, BNB.

(1) Tous les composants liés à l'évolution de prix des produits énergétiques sont exclus, y compris ceux d'origine intérieure.

de chauffage et le gaz, dont les prix sont sensibles aux variations des cours du pétrole, y sont toujours inclus. Les prix de l'électricité, qui fait également partie de cet indice, subissent aussi l'influence des développements enregistrés pour les prix des autres formes d'énergie. Concrètement, il ressort de l'évolution cumulée de l'indice-santé sur la période 1999-2007 que sa progression a été inférieure de 2 points de pourcentage à celle de l'indice harmonisé global, la première s'élevant au total à 17,3 p.c. contre 19,3 p.c. pour la seconde. L'indice-santé n'a permis de neutraliser l'incidence du renchérissement de l'énergie que pour les trois cinquièmes environ, puisqu'un indice expurgé de l'ensemble des produits énergétiques n'aurait enregistré dans l'intervalle qu'une hausse cumulée de 16 p.c. L'indice-santé joue également un rôle de tampon dans le cas d'une hausse de la fiscalité indirecte sur les produits qui sont exclus de son champ d'application, mais il n'amortit pas, en revanche, d'autres chocs, tels ceux résultant du renchérissement des matières premières alimentaires.

Si l'on compare les deux sous-périodes caractérisées par une hausse des prix du pétrole brut, soit les années 1999-2003 et 2004-2007, on observe que l'indice-santé a joué à chaque fois un rôle de tampon, son évolution s'inscrivant en retrait de l'inflation totale de, respectivement, 0,6 et 1,3 point de pourcentage. Alors que durant la seconde de ces sous-périodes, les produits énergétiques inclus dans l'indice-santé ont exercé un effet haussier de 1,1 point de pourcentage, leur incidence avait été négligeable pendant la première d'entre elles.

Une autre source de limitation du risque d'effets de second tour est constituée par les modifications apportées au système de formation des salaires en 1996, par la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité. De manière à déterminer la marge disponible pour les augmentations réelles de salaires, les partenaires sociaux prennent en compte l'évolution attendue de l'inflation lorsqu'ils négocient la norme d'augmentation nominale pour les deux années couvertes par un accord interprofessionnel conformément à ladite loi. Compte tenu du système d'indexation automatique, la hausse des salaires nominaux *ex post* est néanmoins susceptible de s'écarter de la progression initialement prévue si l'inflation réalisée diffère de l'inflation anticipée. Dans la pratique, toutefois, comme l'explique plus en détail le chapitre 4 relatif au marché du travail, on constate qu'un certain nombre de secteurs ont opté les dernières années pour des accords dits *all-in* (tout inclus), dont un des objectifs est de pouvoir réduire la croissance réelle négociée des salaires en cas d'indexation plus rapide que prévu lors de la conclusion des conventions collectives au niveau sectoriel. Un tel système permet de compenser l'effet de

surprise qui découle d'une inflation supérieure à celle anticipée au moment des négociations, mais en partie seulement en cas d'erreurs importantes dans les prévisions. Il limite, de la sorte, le risque d'effets de second tour pendant la période pour laquelle l'accord a été signé. Par contre, au moment où un nouveau cycle de négociation s'amorce, cette protection disparaît et il revient aux négociateurs de prendre en compte ce risque. Il s'indique, par ailleurs, de noter que dans le cas où l'indexation réalisée est inférieure à celle attendue, les accords *all-in* peuvent selon les cas avoir pour conséquence que la hausse des salaires nominaux initialement prévue soit effectivement accordée et que l'augmentation *ex post* des salaires réels soit alors supérieure à celle convenue à l'issue des négociations. Les accords *all-in* impliquent, dès lors, que la négociation porte *de facto* sur les salaires nominaux. La loi de 1996 prescrit, en outre, qu'un dérapage éventuel de l'augmentation salariale en Belgique par rapport aux trois pays voisins doit, de toute façon, être pris en compte au moment où les partenaires sociaux fixent la nouvelle marge pour la progression salariale lors des négociations de l'accord suivant.

Vu l'accélération substantielle de l'indice-santé à la fin de l'année 2007 – sa hausse à un an d'écart s'élevait à 2,6 p.c. en décembre – et l'effet de niveau qui en découle pour l'année suivante, il est très probable que l'incidence de l'indexation sur la progression des salaires en 2008 dépassera nettement l'incidence anticipée au moment des négociations interprofessionnelles et sectorielles. En effet, lors des négociations sectorielles au printemps de 2007, les prévisions d'inflation – y compris celles publiées par la Banque – étaient nettement plus favorables que ce qu'elles se sont avérées par la suite. Une indexation *ex post* plus élevée qu'anticipée au départ implique une croissance nominale des salaires plus rapide et, via ce canal, le risque de perspectives moins favorables quant à l'inflation future et à la position compétitive des entreprises belges.

La différence entre l'évolution de l'indice-santé et l'inflation totale, qui est justement un des mécanismes qui permet de limiter le risque d'effets de second tour en cas de hausse des prix de l'énergie ou de la fiscalité indirecte sur les produits exclus de l'indice, implique cependant aussi une certaine perte de pouvoir d'achat relatif, puisque le pouvoir d'achat augmente moins vite que dans une situation – hypothétique – où par exemple le prix du pétrole n'aurait pas augmenté. Cette perte de pouvoir d'achat relatif se justifie toutefois d'un point de vue macroéconomique, puisque la détérioration des termes de l'échange qui découle du renchérissement du pétrole implique un appauvrissement relatif de l'ensemble de l'économie domestique, qui doit être supporté par l'ensemble des agents économiques du pays. C'est

précisément le refus d'accepter le principe de cette répartition des pertes de pouvoir d'achat consécutives aux premiers chocs pétroliers, en les faisant supporter par les entreprises et l'État, qui a eu des conséquences désastreuses pour l'économie belge dans les années 1970 et au début des années 1980, conséquences qui n'ont pu être rectifiées par la suite qu'au prix d'un long et douloureux processus de redressement. Par ailleurs, la perte de pouvoir d'achat qui découle pour les particuliers du renchérissement du pétrole n'est que relative dans le contexte actuel, étant donné que leur revenu disponible continue à progresser en termes absolus, principalement sous l'effet de la création d'emplois, mais aussi parce que le salaire horaire a poursuivi sa hausse en termes réels.

Cependant, d'un point de vue social, il ne faut pas perdre de vue que des pertes de pouvoir d'achat en termes réels peuvent s'accumuler dans certaines circonstances, notamment pour les personnes dont la subsistance n'est assurée que par un revenu de remplacement qui ne bénéficie pas d'autres sources de revalorisation que l'indexation. De plus, l'inflation spécifique à laquelle certaines catégories de la population doivent faire face, compte tenu d'une structure de consommation qui diverge de la moyenne, peut aussi dans certaines conditions accentuer cette perte de pouvoir d'achat (pour plus de détails, voir l'encadré 12). Pour y remédier, la mise en œuvre le cas échéant de politiques sociales spécifiques constitue la voie appropriée.

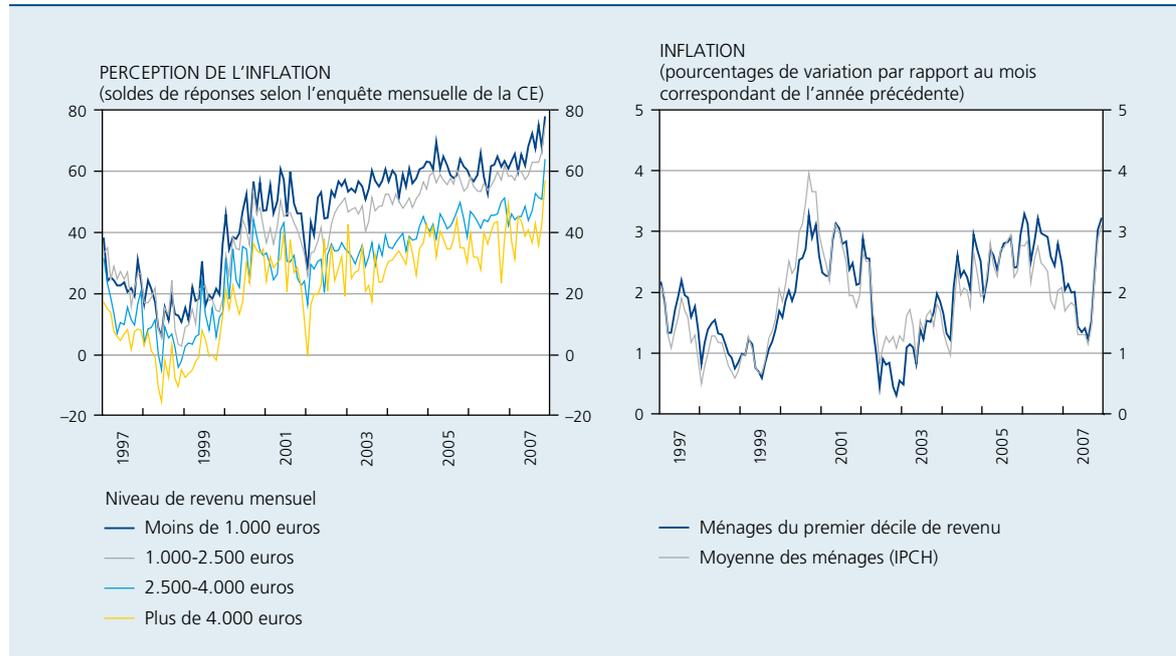
Encadré 12 – Perception de l'inflation et inflation effective

Dans un contexte de hausse sensible des prix des produits alimentaires et énergétiques, la question de la représentativité de l'indice des prix à la consommation prend une importance particulière. En effet, l'indice prend en compte la structure de consommation d'un ménage moyen, basée sur l'ensemble de la consommation des particuliers telle qu'elle ressort de l'enquête sur le budget des ménages. Dès lors, par définition, la structure de consommation de chaque ménage individuel n'est jamais strictement identique à cette moyenne. Dans l'hypothèse où, pour un type de ménage, cette structure diffère fortement de la moyenne, on pourrait craindre que l'indice des prix à la consommation perde une partie de sa représentativité et soit responsable de pertes ou de gains de pouvoir d'achat par rapport à la moyenne. En ce qui concerne la structure des dépenses, on constate, en effet, qu'au sein de chaque classe de revenu, les consommateurs ont des habitudes de dépenses spécifiques. Ainsi, les dépenses d'alimentation, de logement (y compris le chauffage, l'eau et l'électricité) et de santé représentent une part plus importante des dépenses des ménages peu aisés. En revanche, les dépenses d'habillement, de transport et de loisirs sont relativement plus substantielles chez les ménages aisés. Ces différences peuvent donner lieu à des différences subjectives quant à la perception de l'inflation selon le niveau de revenu, d'une part, et à des différences objectives quant à l'inflation spécifique à chaque groupe de revenu, d'autre part.

En ce qui concerne la perception de l'inflation, il est possible de ventiler les résultats tirés de l'enquête des consommateurs de la CE selon les caractéristiques socio-économiques des personnes interrogées. Les individus ayant un niveau de formation plus élevé, de hauts revenus et un métier en rapport (indépendants ou employés), actifs à temps plein, appartenant aux tranches d'âge les plus jeunes et de sexe masculin, ont en moyenne une perception de l'inflation plus basse que les catégories de revenus les plus faibles, les personnes peu qualifiées, les ouvriers, les personnes travaillant à temps partiel, les chômeurs, les personnes âgées et les femmes. Il apparaît, toutefois, que ces différences de perception sont plutôt de nature permanente. Par exemple, alors que l'introduction de l'euro en janvier 2002 a clairement provoqué une rupture dans la relation entre inflation observée et inflation perçue, les différences de perception par classe de revenu n'ont que faiblement été influencées même si, dans le cas de la Belgique, l'écart de perception entre la catégorie des revenus les plus faibles et celle des revenus les plus élevés s'est quelque peu creusé après le passage à l'euro. Les données de l'enquête des consommateurs de la CE indiquent donc que, en 2002, la perception de l'inflation de tous les groupes a augmenté de manière plus ou moins identique et a continué d'augmenter progressivement mais lentement, sans montrer d'évolution particulièrement différenciée selon le revenu. Au cours du dernier trimestre de 2007, la hausse est devenue plus marquée, à la suite des craintes suscitées par le renchérissement des matières premières énergétiques et alimentaires. Cette évolution a aussi été observée de façon relativement homogène.



INFLATION : RÉALITÉ ET PERCEPTION SELON LE NIVEAU DE REVENU EN BELGIQUE



Sources : CE, DGSIE, BNB.

Une question importante est de savoir si ces divergences persistantes de perception reposent effectivement sur des différences objectives en matière d'inflation, qui donneraient lieu à des pertes ou des gains de pouvoir d'achat systématiques. Pour ce faire, il faudrait pouvoir disposer d'indicateurs pour l'inflation spécifique aux différentes classes de consommateurs en Belgique. Aucun indicateur officiel de ce type n'est cependant publié. Néanmoins, comme les enquêtes sur le budget des ménages – qui sont à la base de la structure des pondérations de l'indice des prix à la consommation (IPC) – permettent de distinguer les consommateurs selon leur classe de revenus, il est possible de calculer des IPC spécifiques à chacune de ces classes. En guise d'approximation, des séries ont été calculées en adaptant les pondérations utilisées pour l'IPC national (l'indice base 1996 et le nouvel indice base 2004) aux différences observées dans l'enquête sur le budget des ménages de 2004 entre l'ensemble des ménages, d'une part, et chacune des différentes classes de ménages, d'autre part. Le calcul a été réalisé à un niveau assez détaillé, pour 115 produits ou groupes de produits. Étant donné qu'il n'existe pas de relevé de prix spécifique à chaque classe de ménages, il a été nécessaire de travailler avec l'hypothèse que les différentes classes sont précisément confrontées à la même évolution des prix pour chaque produit individuel. Il s'agit d'une hypothèse relativement contraignante, étant donné que pour certains types de dépenses, il y a de fortes présomptions que l'évolution des prix à laquelle font face, par exemple, les ménages les plus défavorisés, diffère de celle observée en moyenne. Il ressort ainsi de données de l'Observatoire des loyers de Bruxelles que les loyers des locataires les plus défavorisés avaient augmenté plus vite que la moyenne en 2006. La fréquentation ou non de supermarchés *discounts*, par exemple, peut aussi être la source d'une évolution des prix différente puisque, comme dans ces points de vente les marges sont comprimées, les variations des prix des fournisseurs sont probablement répercutées plus rapidement sur les prix affichés, ce qui conduit à une volatilité plus importante de ceux-ci, même si le niveau moyen des prix est plus bas que dans les autres points de ventes. Faute de données exhaustives, il n'est cependant pas possible de prendre en compte ces spécificités dans l'analyse présentée dans cet encadré.



Il ressort de cette analyse que les taux d'inflation des différentes classes de ménages diffèrent légèrement les uns des autres, ce qui peut à court terme, en fonction des circonstances, donner lieu à une évolution moins favorable du pouvoir d'achat des familles les plus démunies. Toutes autres choses restant égales par ailleurs, on constate, en effet, entre 2004 et 2006, une perte du pouvoir d'achat, par rapport à la moyenne des ménages, de ceux du premier décile de revenus (les 10 p.c. de ménages dont les revenus sont les plus bas). En 2007, cette perte ne s'est pas aggravée au cours des premiers mois de l'année, mais elle s'est accrue à nouveau à partir de septembre à la suite de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Au total, sur la période 2004-2007, la différence cumulée se monte à environ 1 point de pourcentage. Vue sur une période plus longue (par exemple, de 1996 à 2007), l'érosion du pouvoir d'achat des ménages du premier décile est cependant contrebalancée en grande partie par les gains enregistrés de 2002 à 2003, en raison notamment de la suppression de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles et de la réduction de celle-ci en Wallonie. À long terme, l'hétérogénéité est globalement assez limitée en Belgique : l'inflation n'est pas systématiquement plus élevée pour les bas revenus que pour les hauts revenus. L'absence de différences significatives entre catégories de revenus est également confirmée par une étude de Bodart et Hindriks (2006)⁽¹⁾.

Il n'est pas inutile de rappeler que l'objectif de l'indice des prix à la consommation est de mesurer l'évolution des prix à la consommation pour l'ensemble des ménages. La politique monétaire, en assurant la stabilité des prix à moyen terme, définie en fonction de l'indice des prix à la consommation au niveau agrégé, permet de protéger le pouvoir d'achat, en moyenne, d'un point de vue macroéconomique. Si les données détaillées de l'indice des prix à la consommation et de l'enquête sur le budget des ménages permettent d'attirer l'attention sur des inégalités sociales dans des circonstances spécifiques – malgré les limitations de ces indicateurs utilisés dans un but pour lequel ils n'ont pas été prévus –, il n'en demeure pas moins que ces aspects sociaux peuvent – le cas échéant – être appréhendés par des politiques sociales ciblées et adaptées. Ce type de constat ne remet cependant pas en cause la représentativité de l'indice des prix à la consommation d'un point de vue macroéconomique, ce qui est son rôle principal. Cette légitimité est, par ailleurs, renforcée par l'actualisation tous les deux ans, à partir de 2008, de l'échantillon des produits couverts par l'indice national et, partant, l'indice-santé.

(1) Bodart C. et J. Hindriks (2006), *Les Belges sont-ils tous égaux face à l'inflation ?*, Regards économiques, UCL (IRES), n° 46.

5.4 Écart d'inflation entre la Belgique et la zone euro

En tant que responsable de la politique monétaire commune, l'Eurosystème veille à maintenir la stabilité des prix dans la zone euro dans son ensemble, sans égard pour les écarts d'inflation qui pourraient survenir entre pays membres. L'Eurosystème ne dispose, en effet, d'aucun instrument susceptible d'infléchir les différentiels éventuels. Il appartient, donc, aux États membres dont l'évolution des prix s'écarte significativement de la moyenne de la zone d'identifier les différentiels d'inflation indésirables et de réagir en conséquence. Une telle analyse est essentielle pour une petite économie ouverte comme la Belgique, compte tenu du fait que tout écart d'inflation positif se traduit par une appréciation réelle vis-à-vis du reste de la zone et, par conséquent, en règle générale, par une perte de compétitivité. En dépit du caractère symétrique, au sein de la zone, des chocs observés sur les marchés des matières premières, l'incidence de ceux-ci sur l'économie

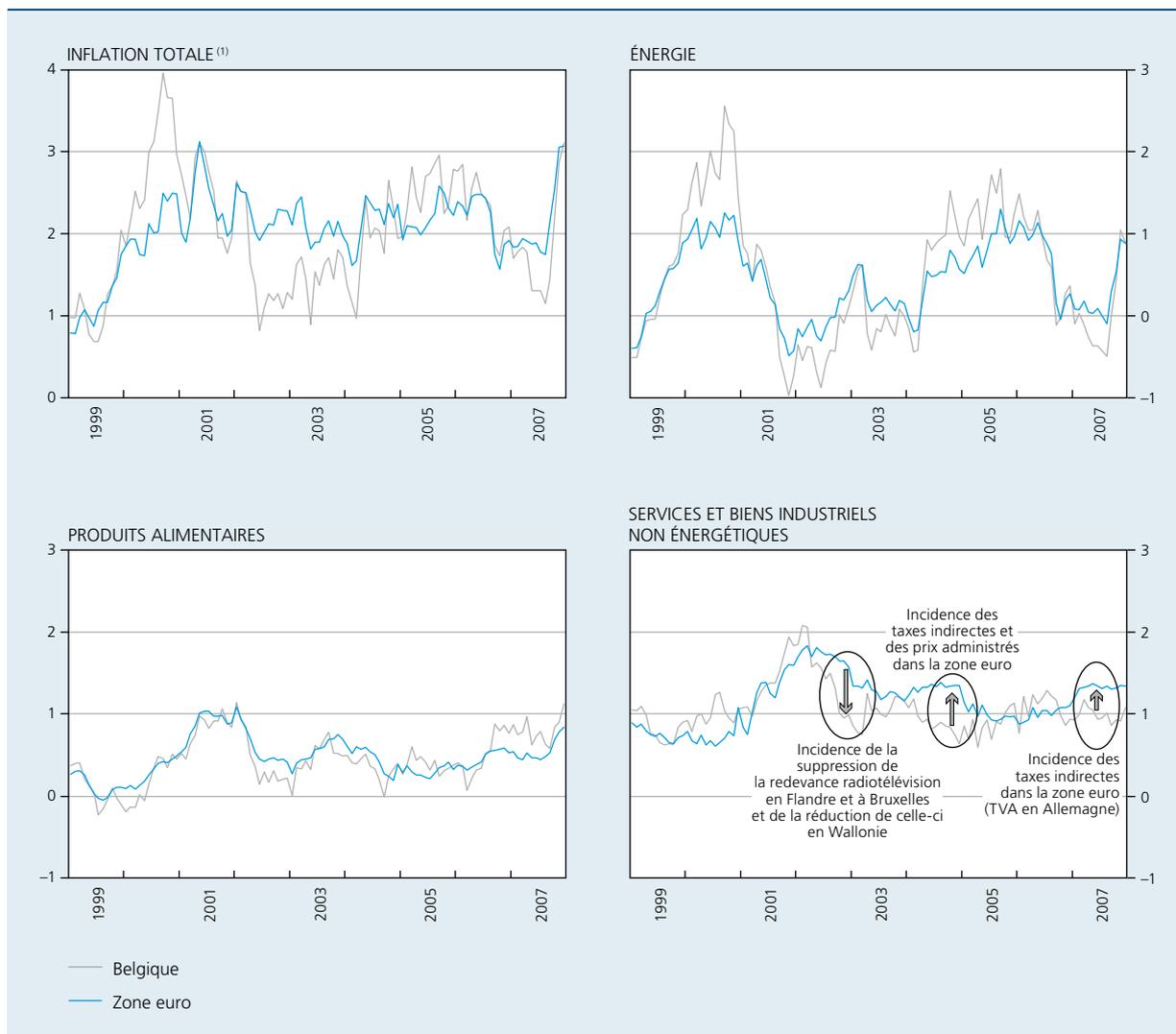
belge a différé partiellement de ce qui a été constaté pour l'union monétaire dans son ensemble.

Globalement, l'inflation présente en Belgique un profil largement comparable à celui observé pour la zone dans son ensemble. Le différentiel d'inflation négatif qui est apparu en 2007 résulte d'une augmentation des prix moins prononcée tant pour les produits énergétiques que pour les biens industriels non énergétiques et les services. L'incidence de ces facteurs n'a été contrecarrée que partiellement par les biens alimentaires dont les prix se sont accrus plus rapidement que dans la zone à partir du dernier trimestre de 2006.

En ce qui concerne les prix des produits énergétiques, les divergences observées sont essentiellement engendrées par des caractéristiques spécifiques de l'économie belge, qui font que les fluctuations du prix du pétrole – tant à la hausse qu'à la baisse – affectent, à court terme, l'inflation en Belgique de manière plus significative que

GRAPHIQUE 50 INFLATION EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO

(contribution à l'inflation, sauf mention contraire)



Sources : CE, BNB.

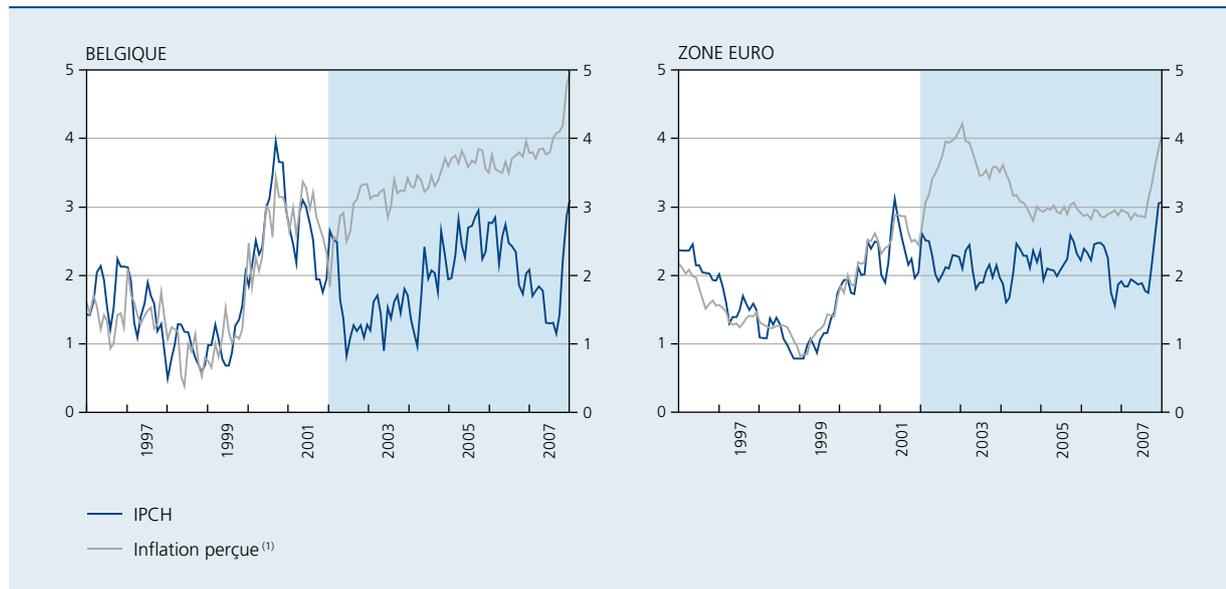
(1) Pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente.

dans la zone. Cette plus grande sensibilité, à court terme, de l'IPCH belge aux variations des cours du baril résulte, tout d'abord, de la pondération plus élevée des produits énergétiques dans le panier de consommation sous-jacent à l'IPCH en Belgique. Elle est renforcée par un niveau plus faible des accises prélevées sur les produits pétroliers. Les accises tempèrent, en effet, par leur nature forfaitaire, l'impact des variations des cours du pétrole. En outre, pour les raisons mentionnées ci-avant, les prix du gaz en 2007 ont baissé plus en Belgique que dans la zone euro, avant d'y augmenter à nouveau plus en fin d'année.

Par ailleurs, le différentiel observé en 2007 pour les services et les biens industriels non énergétiques est pour une grande partie attribuable à une accélération de l'inflation pour ces produits dans la zone euro, à la suite du relèvement de la TVA qui a eu lieu en janvier 2007 en Allemagne. En Belgique, par contre, l'incidence des taxes indirectes a été limitée pour ces catégories de produits durant l'année sous revue. Au niveau de ces dernières, l'incidence des taxes indirectes et des prix administrés a été par le passé également la principale source de divergence en matière d'inflation. Cela fut notamment le cas en 2002-2003, à la suite de l'abolition de la redevance radiotélévision en Flandre et à Bruxelles et de sa réduction en Wallonie, ainsi qu'en 2004, quand les variations de

GRAPHIQUE 51 INFLATION : RÉALITÉ ET PERCEPTION ⁽¹⁾

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



Sources : CE, BNB.

(1) Solde des réponses de l'enquête de la CE, converti en un indicateur d'inflation comparable à l'IPCH suivant la procédure de standardisation décrite dans Aucremanne L., M. Collin et T. Stragier (2007), *Assessing the gap between observed and perceived inflation in the euro area: is the credibility of the HICP at stake?*, BNB, Working Paper 112.

prix de nature administrative avaient affecté à la hausse l'inflation dans la zone euro.

Au total, il ne semble donc pas y avoir de raison de penser que l'inflation en Belgique diffère de manière fondamentale et systématique de celle de la zone euro. Seuls des facteurs de nature temporaire semblent faire dévier l'inflation belge de la moyenne de la zone. Cette situation résulte essentiellement de la mise en œuvre de politiques économiques compatibles avec le fonctionnement actuel de l'UEM.

En ce qui concerne la perception de l'inflation par les ménages, celle-ci reste relativement élevée en Belgique depuis 2006, alors que l'inflation totale a eu tendance à ralentir jusqu'au milieu de l'année 2007, suivant en cela le profil des prix de l'énergie. Apparemment, les ménages n'ont pas intégré ces baisses de prix dans leur perception, probablement parce que le niveau de prix des produits énergétiques est resté historiquement élevé, d'une part, et parce que leur perception peut être déconnectée des évolutions de prix mensuelles pour des produits comme le gaz et l'électricité dont les factures sont établies annuellement, d'autre part. En principe, on aurait pu s'attendre à ce que la hausse soudaine de

l'inflation, en octobre et novembre 2007, ne donne pas lieu à un effet de la même ampleur sur la perception puisque, pour une partie, elle compensait en fait des baisses observées plus tôt dans l'année qui ont pu ne pas être intégrées dans l'opinion que les ménages se faisaient de l'évolution des prix. En pratique, on observe cependant une forte accélération de l'inflation perçue au cours du dernier trimestre. Il en va de même dans la zone euro où cette perception s'est détériorée nettement dès octobre 2007 mais, dans les deux cas, cette évolution ne semble pas disproportionnée par rapport à l'accélération de l'inflation mesurée, liée aux majorations de prix relevées pour les produits tant énergétiques qu'alimentaires.

L'écart de perception qui s'est creusé au moment du passage à l'euro ne s'est dès lors réduit au cours de l'année sous revue, ni en Belgique, ni dans la zone euro dans son ensemble. Dans cette dernière, cet écart s'était toutefois amenuisé en 2003 et 2004, principalement sous l'impulsion de l'évolution de la perception de l'inflation en Allemagne et aux Pays-Bas. La Belgique se trouve, comme l'Autriche, la France ou l'Espagne, parmi les pays où cet écart est très persistant.



Finances publiques

6.

6.1 Recettes, dépenses et solde de financement

Les comptes des administrations publiques se sont clôturés en très léger déficit au terme de l'année sous revue. L'objectif d'un excédent budgétaire de 0,3 p.c. du PIB, fixé dans le programme de stabilité de décembre 2006, n'a dès lors pas été atteint, bien que la croissance économique effective (2,7 p.c.) ait dépassé de presque 0,5 point de pourcentage celle prévue (2,2 p.c.) lors de l'établissement dudit programme. Cette contre-performance est en partie imputable à la non-exécution de certaines mesures non récurrentes, qui avaient été annoncées dans le budget, telles que de nouvelles ventes d'actifs immobiliers et des reprises de fonds de pension.

Dans la déclaration faite le 21 décembre 2007 devant la Chambre des représentants, le gouvernement a fait part de son objectif de résorber le déficit budgétaire prévu, à politique inchangée, pour 2008, ainsi que de

son intention de faire revenir, dans les plus brefs délais, le solde de financement des administrations publiques sur la trajectoire fixée dans le programme de stabilité. Compte tenu du niveau toujours élevé de la dette publique et de l'incidence future du vieillissement démographique, un retour rapide à cette trajectoire est, en effet, indispensable, pour rendre soutenables les finances publiques, comme le montre l'encadré 13.

Recettes

En 2007, les recettes fiscales et parafiscales des administrations publiques ont reculé de 0,2 point de pourcentage, pour s'établir à 43,8 p.c. du PIB. Les recettes non fiscales et non parafiscales sont, quant à elles, restées stables, à 4,8 p.c. du PIB. Le fléchissement de la pression fiscale et parafiscale résulte de la disparition de l'incidence d'un certain nombre de mesures non récurrentes qui avaient fortement gonflé en 2006 les impôts sur les bénéfices des

TABLEAU 29 NORMES RELATIVES AU BESOIN (-) OU À LA CAPACITÉ DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES BELGES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Programme de stabilité et mises à jour successives									
Novembre 2002	0,0	0,0	0,3	0,5					
Novembre 2003		0,2	0,0	0,0	0,0	0,3			
Décembre 2004			0,0	0,0	0,0	0,3	0,6		
Décembre 2005				0,0	0,0	0,3	0,5	0,7	
Décembre 2006					0,0	0,3	0,5	0,7	0,9
<i>p.m. Réalisations</i>									
<i>Selon l'optique d'Eurostat⁽²⁾ ..</i>	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,4	-0,1 e			
<i>Selon l'optique de l'ICN⁽²⁾</i>	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,2 e			

Sources: CE, ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Selon la méthodologie utilisée dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP). Cette méthodologie diffère de celle du SEC 95, qui 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 à garantie de taux (*FRA*). La méthodologie EDP est également utilisée dans les autres tableaux et graphiques du présent chapitre.

(2) Selon l'optique de l'ICN, le Fonds de l'infrastructure ferroviaire (FIF), créé le 1^{er} janvier 2005 dans le contexte de la restructuration de la SNCB, relève du secteur des sociétés non financières. Selon l'optique d'Eurostat, ce Fonds est classé dans le secteur des administrations publiques et la reprise de dette de la SNCB auquel il a procédé doit être enregistrée comme un transfert en capital de ce secteur vers celui des sociétés non financières. Sauf mention contraire, l'optique d'Eurostat est utilisée dans les autres tableaux et graphiques du présent chapitre.

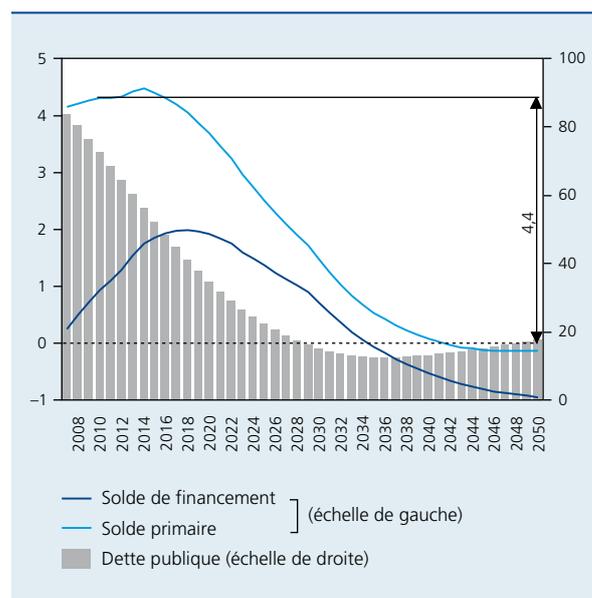
Encadré 13 – Trajectoire budgétaire préconisée par le Conseil supérieur des finances

Le Conseil supérieur des finances est un organe consultatif de premier plan en Belgique. Sa section « Besoins de financement des pouvoirs publics » analyse la politique budgétaire et formule des recommandations en la matière. Les avis de la Section ont généralement sous-tendu par le passé les programmes budgétaires à moyen terme, ainsi que les accords y afférents conclus par le gouvernement fédéral et les gouvernements communautaires et régionaux.

La Section a rédigé un nouveau rapport en mars 2007, pour la première fois depuis 2004. Elle s'est appuyée pour ce faire sur les conclusions du Comité d'étude sur le vieillissement concernant l'impact budgétaire des évolutions démographiques. Selon l'estimation la plus récente de ce Comité, les dépenses publiques de pensions et de soins de santé s'accroîtront de quelque 8 points de pourcentage du PIB de 2006 à 2050. Toutefois, étant donné que les allocations de chômage et les dépenses en matière d'allocations familiales, d'incapacité de travail et de prépension devraient dans ce contexte diminuer, l'augmentation nette des dépenses publiques liées à l'évolution de la démographie au cours de cette période est estimée à 6,2 points de pourcentage du PIB.

TRAJECTOIRE BUDGÉTAIRE RECOMMANDÉE PAR LE CONSEIL SUPÉRIEUR DES FINANCES

(pourcentages du PIB)



Source : CSF.

Deux considérations-clés ont guidé la Section dans le choix de la trajectoire à recommander au gouvernement pour l'évolution du solde de financement de l'ensemble des administrations publiques. Premièrement, cette trajectoire doit être soutenable, en ce sens que la dette publique doit tendre à long terme vers un niveau bas et stable. Deuxièmement, elle doit assurer au maximum la neutralité intertemporelle de la politique des finances publiques, ce qui implique que le poids des ajustements budgétaires éventuellement nécessaires pour garantir cette soutenabilité ne peut être reporté sur les générations futures.



En formulant son avis, la Section n'a pas retenu deux scénarios extrêmes, celui d'un préfinancement intégral et celui d'un simple maintien de l'équilibre budgétaire. Un préfinancement complet dès 2010 de l'ensemble des coûts budgétaires du vieillissement de la population estimés jusqu'en 2050 aurait exigé un effort budgétaire considérable – d'au moins 2 p.c. du PIB –, dont la totalité serait à consentir lors de la législature fédérale 2007-2011. Selon la Section, un tel effort aurait engendré une rupture dans la continuité de la politique budgétaire et comporté le risque que trop peu de moyens ne subsistent pour poursuivre une politique active de l'emploi et soutenir le potentiel de croissance, alors que ces objectifs font aussi partie de la stratégie globale qui s'avère nécessaire pour faire face aux conséquences du vieillissement démographique. Dans le cadre d'un scénario qui reposerait uniquement sur le maintien permanent de l'équilibre des finances publiques, la pression budgétaire engendrée par le vieillissement aurait nécessité à terme une augmentation considérable des prélèvements obligatoires ou une réduction drastique des dépenses publiques. Ce scénario n'a pas été jugé souhaitable non plus, puisqu'il ne respectait pas le principe de neutralité intertemporelle.

Selon la trajectoire préconisée par la Section, qui tablait sur un excédent budgétaire structurel de 0,3 p.c. du PIB en 2007, le solde de financement des administrations publiques devrait connaître une progression annuelle de 0,2 point de pourcentage du PIB pour atteindre 1,3 p.c. du PIB en 2012. Ce scénario est conforme aux objectifs budgétaires fixés dans le programme de stabilité de la Belgique de décembre 2006. Ces objectifs ont, en outre, été inclus, depuis 2005, dans la loi du 5 septembre 2001 portant garantie d'une réduction continue de la dette publique et création d'un Fonds de vieillissement. La Section a souligné, toutefois, qu'il convient de considérer cette trajectoire à moyen terme comme un effort minimal. L'excédent budgétaire devrait poursuivre sa progression au-delà de 2012, pour s'élever à quelque 2 p.c. du PIB pendant la période 2017-2019. Ensuite, il devrait se réduire graduellement, pour revenir à un équilibre budgétaire en 2035 et se muer en un déficit d'un peu moins de 1 p.c. du PIB en 2050.

D'après ce scénario, les coûts budgétaires du vieillissement au cours de la période 2010-2050 seraient en grande partie, mais pas totalement, préfinancés. En effet, les quatre cinquièmes de l'augmentation des dépenses publiques liée à l'évolution démographique pendant cette période, soit 4,4 p.c. du PIB, pourraient être compensés, d'une part, par la contraction des charges d'intérêts due à la réduction de la dette publique, d'autre part, par la diminution progressive du surplus budgétaire et, enfin, sa mutation en une impasse modérée. Dans l'hypothèse technique d'une pression fiscale et parafiscale inchangée, le financement du cinquième restant ne pourra être assuré que si le rythme de progression des dépenses publiques non liées à l'évolution de la démographie est limité après 2010 à un niveau nettement inférieur au taux de croissance du PIB en volume.

sociétés et ceux prélevés sur les biens et services. En outre, les mesures fiscales et parafiscales à caractère permanent ont également exercé un effet négatif sur les recettes. La réduction des recettes se situe presque exclusivement au niveau du pouvoir fédéral. Dans les autres sous-secteurs, les recettes, à l'exclusion de celles résultant de transferts croisés entre niveaux de pouvoir, n'ont pas varié en pourcentage du PIB.

Exprimés en pourcentage du PIB, les prélèvements sur les revenus du travail sont demeurés pratiquement inchangés durant l'année sous revue, une évolution qui contraste avec leur diminution ininterrompue depuis 2003. Cette relative stabilité a résulté d'une diminution des recettes provenant de l'impôt des personnes physiques, d'une part, et d'une augmentation des rentrées au titre de

cotisations sociales, d'autre part. La part des revenus du travail – rémunération des travailleurs et revenu mixte brut, hors cotisations imputées – dans le PIB a augmenté en 2007 de 0,1 point, alors qu'elle avait affiché une baisse continue à partir de 2002.

La réforme de l'impôt des personnes physiques décidée en 2001 a encore exercé une incidence légèrement négative sur les enrôlements en 2007, estimée à 133 millions d'euros. De la sorte, la totalité de l'impact de cette réforme est désormais intégrée dans les recettes. Par ailleurs, le gouvernement fédéral a étendu la déductibilité forfaitaire des frais professionnels en relevant les pourcentages et les plafonds applicables, ce qui a pesé sur le rendement de l'impôt à raison de 77 millions. En outre, la Région flamande a octroyé une réduction forfaitaire du

TABLEAU 30 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2003	2004 ⁽²⁾	2005	2006	2007 e ⁽²⁾
Recettes fiscales et parafiscales	44,2	44,4	44,3	44,0	43,8
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	26,8	26,3	25,9	25,2	25,3
Impôts des personnes physiques ⁽³⁾	12,3	12,0	11,9	11,4	11,3
Cotisations sociales ⁽⁴⁾	14,6	14,3	14,0	13,9	14,0
Impôts sur les bénéfices des sociétés ⁽⁵⁾	2,9	3,2	3,4	3,7	3,7
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ⁽⁶⁾	3,5	3,6	3,7	3,6	3,6
Impôts sur les biens et services	11,0	11,3	11,3	11,4	11,2
dont:					
TVA	6,6	6,8	6,9	7,1	7,2
Accises	2,3	2,4	2,4	2,2	2,2
Recettes non fiscales et non parafiscales ⁽⁷⁾	6,9	4,7	5,1	4,8	4,8
Recettes totales	51,1	49,1	49,4	48,8	48,6
<i>p.m. Entité I⁽⁸⁾</i>	43,2	41,4	41,6	41,0	40,7
<i>Pouvoir fédéral⁽⁸⁾</i>	28,8	27,2	27,7	27,3	27,0
<i>dont: transferts aux communautés et régions⁽⁹⁾</i>	9,9	9,7	9,8	9,7	9,7
<i>Sécurité sociale⁽⁸⁾</i>	14,5	14,3	14,0	13,8	13,9
<i>Entité II⁽⁸⁾</i>	7,9	7,7	7,8	7,8	7,9
<i>Communautés et régions⁽⁸⁾</i>	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5
<i>Pouvoirs locaux⁽⁸⁾</i>	3,7	3,4	3,4	3,4	3,4

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) L'évolution des recettes fiscales et parafiscales en 2004 a été gonflée, à concurrence d'environ 0,1 p.c. du PIB, par le glissement entre TVA et ressource RNB consacré à la réforme du financement de l'UE. En 2007, la réforme du mode de paiement des pensions des anciens membres du personnel du Groupe SNCB a induit un accroissement des recettes parafiscales de l'ordre de 0,05 p.c. du PIB. Ces facteurs ont exercé un effet à la hausse à la fois sur les recettes et les dépenses, sans incidence significative sur le solde de financement.

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

(4) Ensemble des cotisations sociales, y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.

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

(6) 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.

(7) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital provenant des autres secteurs et ventes de biens et services produits.

(8) Les recettes des sous-secteurs des administrations publiques n'incluent pas les transferts qu'ils reçoivent des autres sous-secteurs.

(9) Il s'agit essentiellement des recettes provenant de l'impôt sur les personnes physiques et de la TVA, qui sont transférées dans le cadre de la loi spéciale de financement.

précompte professionnel de maximum 125 euros par an à ses habitants, limitée en 2007 à ceux dont le revenu professionnel n'excédait pas 22.250 euros. Le coût de cette disposition s'est élevé à 107 millions d'euros.

Au contraire de la pression fiscale, la pression parafiscale sur le travail s'est légèrement accrue au cours de l'année sous revue. La croissance des cotisations patronales a été freinée par l'introduction de deux nouvelles réductions structurelles de cotisations, décidées dans le cadre du pacte de solidarité entre les générations. L'entrée en vigueur, le 1^{er} juillet 2006, d'une diminution des cotisations patronales pour les jeunes travailleurs à faibles revenus et, le 1^{er} avril 2007, d'une nouvelle réduction des cotisations patronales pour les travailleurs âgés de cinquante ans et plus, a ralenti la hausse des recettes de respectivement 125 et 118 millions d'euros. Par ailleurs, le climat conjoncturel

favorable des dernières années a permis aux sociétés de réduire leurs cotisations au Fonds de fermeture d'entreprises. Ces diminutions de charges ont été compensées par le fait que, depuis le 1^{er} janvier 2007, le pécule de vacances anticipé versé par l'employeur au terme d'un contrat de travail est directement soumis aux cotisations sociales, ce qui a généré une rentrée complémentaire non récurrente de 233 millions d'euros. De plus, les cotisations sociales ont été gonflées par une modification du mode de financement des pensions des anciens membres du personnel du Groupe SNCB. Depuis 2007, ces pensions sont payées par le service des pensions des administrations publiques fédérales, alors qu'elles l'étaient auparavant par la SNCB elle-même. Subséquemment, les cotisations sociales pour les travailleurs du Groupe SNCB sont désormais versées aux administrations publiques. La neutralité budgétaire de ce changement de régime a été, en pratique, assurée par

TABLEAU 31 PRINCIPALES MESURES FISCALES ET PARAFISCALES ⁽¹⁾

(millions d'euros, variation par rapport à l'année précédente)

	2005	2006	2007
Mesures fiscales structurelles	-25	-1.244	-575
Pouvoir fédéral et sécurité sociale	-10	-1.123	-376
Impôts des personnes physiques	-486	-1.336	-352
Réforme de l'impôt des personnes physiques	-464	-1.245	-133
Autres	-22	-91	-220
Impôts sur les bénéfices des sociétés ⁽²⁾	89	-149	-45
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ..	-56	516	30
Impôts sur les biens et services	442	-155	-9
Communautés et régions ⁽³⁾	-50	-50	-187
Pouvoirs locaux	35	-71	-11
Mesures parafiscales structurelles	-420	-464	-219
Cotisations patronales	-371	-112	-409
Cotisations personnelles	-49	-352	-6
Cotisations sociales du Groupe SNCB	0	0	197
Mesures non récurrentes	-38	764	-1.330
Incidence des opérations de titrisation	439	-106	-783
Enrôlements de l'impôt des sociétés	0	900	-900
Réserves immunisées	0	0	245
Cotisations sociales dues au terme d'un contrat de travail ...	0	0	233
Autres ⁽⁴⁾	-477	-30	-125
Total	-484	-944	-2.124
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,6</i>

Sources: documents budgétaires, BNB.

(1) Il s'agit généralement de l'incidence des mesures telle que présumée dans les documents budgétaires. Celle-ci peut différer de l'impact final. Il n'est pas tenu compte des mesures de lutte contre la fraude et en faveur d'une meilleure perception des prélèvements.

(2) L'impact de la déduction fiscale pour capital à risque en application depuis 2006 n'est pas repris dans ce tableau, eu égard aux incertitudes quant à ses implications budgétaires.

(3) En 2005 et 2006, les taxes sur l'eau en Région flamande ont été supprimées à la suite de la modification du financement d'Aquafin.

(4) En 2007, il s'agit principalement de la fin du financement du Fonds social Mazout par Electrabel et Distrigaz et de la disparition des recettes que la revalorisation des stocks du secteur du diamant avait générée en 2006.

un abaissement de la dotation octroyée par l'État fédéral au Groupe SNCB.

Les impôts sur les bénéfices des sociétés ont progressé à un rythme légèrement inférieur à celui du PIB nominal. Cette évolution découle, pour l'essentiel, de l'impact plus limité des mesures non récurrentes. Les recettes n'ont plus été gonflées comme en 2006 par l'accélération une fois pour toute du rythme de perception des enrôlements de l'impôt des sociétés, dont l'incidence s'était élevée à 900 millions d'euros. La disparition de ce facteur n'a été contrebalancée qu'en partie par les rentrées exceptionnelles occasionnées par la possibilité pour les sociétés de distribuer ou investir à un taux réduit certaines de leurs réserves immunisées figurant à leur bilan, faculté dont le bénéfice pour le Trésor a été chiffré à 245 millions. Les mesures à caractère structurel en matière d'impôt des sociétés ont été à peu près neutres. La subordination,

depuis le 1^{er} avril 2007, de la déductibilité des frais liés aux nouvelles voitures de société à leurs émissions de CO₂ a, certes, engendré une augmentation des recettes, mais son incidence a été intégralement compensée par la hausse du pourcentage – lié au taux d'intérêt des OLO – utilisé pour calculer la déduction pour capital à risque, plus connue sous l'appellation de déduction des intérêts notionnels.

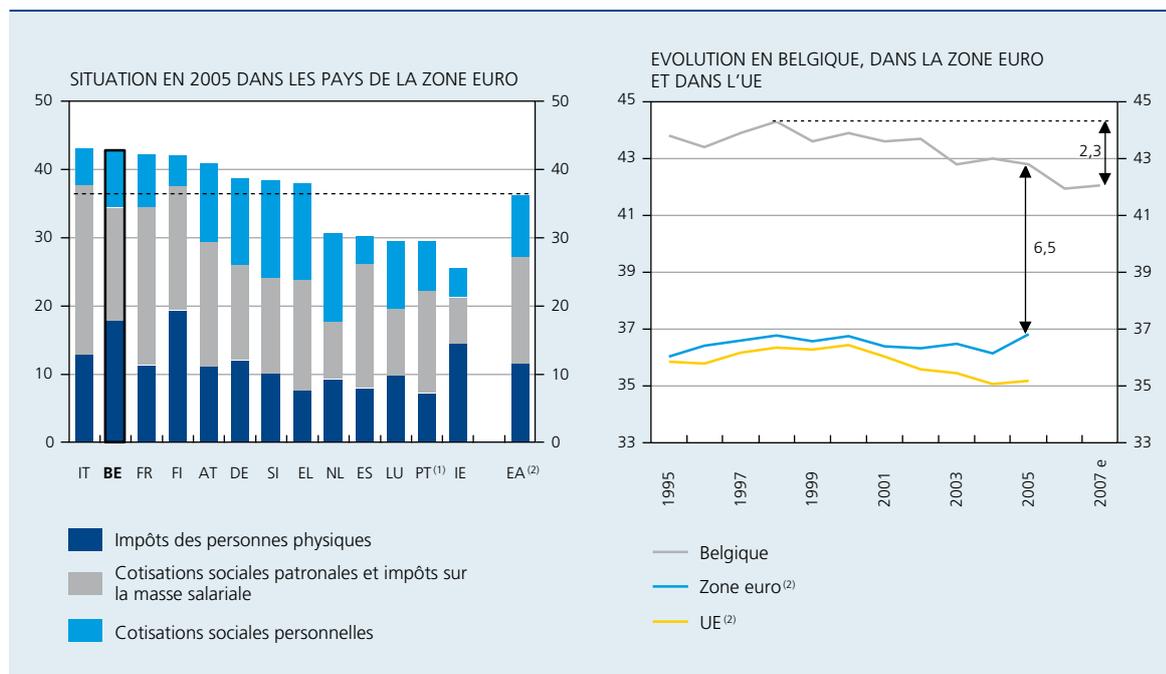
Les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine se sont pratiquement stabilisés en pourcentage du PIB. Le relèvement de la taxe d'abonnement sur les organismes de placement collectif a été à l'origine d'une recette additionnelle, mais la suppression des droits de succession sur le logement personnel entre époux en Région flamande et la diminution de l'impôt forfaitaire supporté par les chefs de ménage dans la Région de Bruxelles-Capitale ont, pour leur part, pesé sur les recettes.

Encadré 14 – Prélèvements fiscaux et parafiscaux sur le travail en Belgique

La Belgique fait partie du groupe des pays européens où les prélèvements sur le travail sont les plus élevés. Il ressort, en effet, des derniers chiffres disponibles publiés par la CE que le taux de prélèvement implicite sur les revenus du travail – c'est-à-dire l'ensemble des prélèvements sur les revenus du travail salarié exprimé en pourcentage de la masse salariale telle que calculée sur la base des comptes nationaux – a été supérieur en Belgique de pas moins de 6,5 points de pourcentage à la moyenne non pondérée de la zone euro en 2005. Ce taux de prélèvement a été relativement comparable à celui observé en Italie, en France et en Finlande, mais plus élevé, et même souvent beaucoup plus, que dans les autres pays. C'est là principalement une conséquence de l'impôt des personnes physiques, dont le taux de prélèvement implicite a excédé de 6,3 points la moyenne non pondérée de la zone euro. La pression implicite exercée par les cotisations sociales personnelles s'est située en Belgique 0,6 point de pourcentage en deçà de la moyenne non pondérée de la zone, tandis que celle des cotisations patronales l'a dépassée de 0,9 point.

TAUX DE PRÉLÈVEMENT IMPLICITE SUR LES REVENUS DU TRAVAIL

(pourcentages du coût salarial)



Sources : CE, BNB.

(1) 2004.

(2) Moyenne non pondérée.

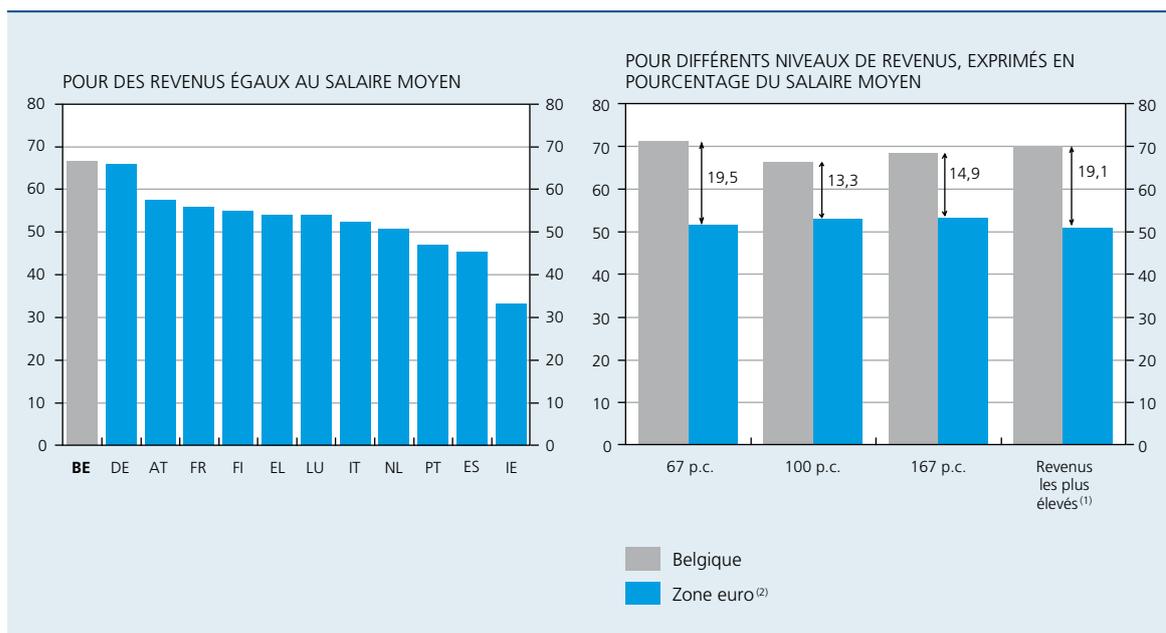
Si ces prélèvements substantiels sur les revenus du travail permettent de financer notamment la protection sociale, ils exercent indéniablement une influence démotivante sur l'offre et la demande de main-d'œuvre. En vue de remédier à cet état de chose, le gouvernement belge tente depuis plusieurs années d'abaisser les prélèvements sur le travail, tout en se tournant – en raison des restrictions budgétaires – vers d'autres sources de taxation. Depuis le changement de siècle, le taux de prélèvement implicite sur les revenus du travail a progressivement reculé. C'est là essentiellement une conséquence de la réforme de l'impôt des personnes physiques décidée en 2001 et dont l'incidence budgétaire s'est manifestée entre 2002 et 2007. D'importantes réductions des cotisations

sociales ont été également consenties. L'allègement structurel des cotisations patronales a été fortement accru en 2000, avant d'être encore amplifié en 2004 et 2005. De nouvelles baisses des cotisations patronales ont été accordées pour certains groupes cibles présents sur le marché du travail, comme les travailleurs de moins de trente ans à faibles revenus ou ceux de cinquante ans et plus. En outre, le bonus à l'emploi a permis de réduire les cotisations personnelles de sécurité sociale des travailleurs à faibles revenus et de certains travailleurs victimes d'une restructuration d'entreprise. Tous ces éléments ont contribué au recul du taux de prélèvement implicite sur les revenus du travail à 42 p.c. en Belgique en 2007, soit 2,3 points de pourcentage de moins que le sommet atteint en 1998. La Belgique est parvenue de la sorte à réduire l'écart vis-à-vis de la moyenne des pays de la zone euro, même si celui-ci est toujours très large.

Outre le niveau moyen de la pression implicite sur le travail, le taux marginal d'imposition joue aussi un rôle très important dans l'offre et la demande de main-d'œuvre: il détermine, en effet, l'avantage net, pour les contribuables, d'un apport supplémentaire de travail. Environ les deux tiers d'une hausse du coût salarial sont absorbés, en Belgique, par les prélèvements fiscaux et parafiscaux, et ce quel que soit le niveau de revenus individuels. Des données de l'OCDE, il ressort que les taux marginaux y sont supérieurs de 13 à 20 points de pourcentage à la moyenne de la zone euro, selon le niveau de revenus.

TAUX MARGINAUX DE PRÉLÈVEMENT FISCAL ET PARAFISCAL SUR LE TRAVAIL POUR UN TRAVAILLEUR CÉLIBATAIRE SANS ENFANT À CHARGE

(pourcentages du coût salarial, janvier 2006)



Sources : OCDE, BNB.

(1) Il s'agit des taux qui s'appliquent aux montants situés dans la dernière tranche de revenu, dont le seuil varie d'un pays à l'autre.

(2) Moyenne non pondérée, à l'exclusion de la Slovaquie.

Le niveau des taux marginaux dépend à la fois de ceux de l'impôt des personnes physiques et des taux des cotisations sociales. Pour ces dernières, il y a dans de nombreux pays un plafond de revenus au-delà duquel le prélèvement devient nul, alors que ce n'est pas le cas en Belgique. Cette différence explique, en partie, pourquoi le taux marginal sur les revenus les plus élevés y est supérieur de près de 20 points de pourcentage à la moyenne

des pays de la zone euro. Par ailleurs, il est remarquable que, en Belgique, le taux marginal soit plus haut pour un niveau de revenus correspondant à 67 p.c. du salaire moyen que pour les autres niveaux de revenus, nonobstant les taux marginaux croissants de l'impôt des personnes physiques en fonction du niveau de revenus. Ceci est dû au fait que le taux de la cotisation spéciale de sécurité sociale est plus élevé pour ce niveau de revenus. Les mesures d'encouragement de l'emploi ciblées sur les travailleurs faiblement qualifiés ou à bas salaires sont elles aussi susceptibles d'impliquer des hausses substantielles des taux marginaux, lorsque les revenus atteignent le seuil à partir duquel elles ne sont plus d'application.

Les impôts sur les biens et services ont fortement diminué, à hauteur de 0,2 point de pourcentage du PIB, à la suite principalement de la disparition de l'incidence des mesures qui avaient temporairement dopé les recettes en 2006, l'une d'entre elles ayant consisté en une opération de titrisation d'arriérés fiscaux. À cet égard, il convient de noter qu'Eurostat a adopté, le 25 juin 2007, une décision en vertu de laquelle ce type d'opération ne peut plus être comptabilisé comme une recette à compter des statistiques portant sur 2007. Les opérations de titrisation menées par le pouvoir fédéral en 2005 et 2006 sont, dès lors, toujours prises en compte, au même titre que les remboursements auxquels elles donnent lieu, notamment au cours de l'année sous revue. Par ailleurs, les recettes n'ont plus bénéficié comme en 2006 du paiement de 100 millions d'euros effectué par Electrabel et Distrigaz pour financer le Fonds social Mazout. Les mesures dont le rendement a un caractère permanent pour les recettes d'impôts indirects se sont, par contre, neutralisées.

Le fonctionnement du système de cliquet inversé sur le diesel et la suppression progressive de la taxe compensatoire d'accises ont, certes, pesé sur les recettes, mais leur incidence a été largement contrebalancée par l'augmentation des accises sur le tabac et, dans une moindre mesure, par l'introduction, le 1^{er} juillet 2007, d'une écotaxe sur certains produits spécifiques, tels que les films d'emballage en aluminium ou en plastique, les sachets et les couverts jetables.

Dépenses primaires

Les dépenses primaires des administrations publiques, c'est-à-dire leurs dépenses à l'exclusion des charges d'intérêts, ont accusé une progression par rapport à 2006, passant de 44,5 à 44,9 p.c. du PIB, après avoir plafonné à 47,5 p.c. en 2005. Ces fluctuations ne sont toutefois pas représentatives de l'évolution structurelle de

TABLEAU 32 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

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

	2003	2004	2005	2006	2007 e	Moyenne 1996-2007 e
Niveau observé ⁽¹⁾	45,8	44,4	47,5	44,5	44,9	44,1
Croissance réelle observée	5,1	0,3	8,7	-4,0	3,5	2,5
Influence des facteurs non récurrents ou budgétairement neutres ⁽²⁾	1,7	-2,2	6,9	-5,9	1,2	0,2
Influence des facteurs conjoncturels ⁽²⁾	0,3	0,2	0,1	-0,1	-0,3	0,0
Effet de l'indexation ⁽²⁾⁽³⁾	-0,1	-0,4	-0,1	-0,5	-0,2	-0,1
Croissance réelle corrigée de l'influence des facteurs conjoncturels et non récurrents ou budgétairement neutres et des effets de l'indexation	3,2	2,7	1,9	2,4	2,8	2,5

Sources: CE, 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 salaires publics et des prestations sociales, d'une part, et l'augmentation de l'IPCH, d'autre part.

cette catégorie de dépenses, puisqu'elles sont fortement brouillées par un ensemble d'éléments dont il convient d'éliminer l'influence pour se faire une idée plus exacte de la tendance fondamentale. Parmi ces éléments figurent des facteurs temporaires, des opérations gonflant à la fois les recettes et les dépenses tout en étant neutres sur le plan budgétaire, 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 ou prestations sociales de l'indexation aux prix à la consommation.

En 2007, l'incidence des facteurs temporaires ou budgétairement neutres a contribué à la croissance du volume des dépenses primaires pour 1,2 point de pourcentage, alors que leur effet l'année précédente avait été de modérer le rythme de progression à concurrence de 5,9 points, compte tenu du fait que les dépenses avaient été enflées en 2005 par la reprise de la dette de la SNCB, pour un montant correspondant à 2,5 p.c. du PIB.

Les opérations non récurrentes liées spécifiquement à l'année sous revue ont été le fait principalement du pouvoir fédéral, pour lequel elles se sont surtout composées de remboursements de taxes, pour près de 500 millions d'euros – 210 millions à destination de compagnies d'assurances à la suite d'une décision de justice, 99 millions à une banque et 177 millions à un énergéticien –, ainsi que d'annulations de dettes de pays en voie de développement, pour une centaine de millions d'euros. En outre, la Flandre a de nouveau procédé à des versements de subsides exceptionnels en faveur des sociétés distributrices d'eau et à Aquafin, pour quelque 150 millions de plus au total qu'en 2006. Contrairement aux six années précédentes, il n'y a pas eu, par contre, d'opérations importantes de ventes de bâtiments ou de terrains. Bien que

neutre sur le plan budgétaire, comme expliqué plus haut, la prise en charge par le pouvoir fédéral du paiement des pensions des anciens agents du Groupe SNCB a affecté les dépenses primaires à hauteur de près de 200 millions d'euros.

Le rythme de croissance des dépenses primaires est, en outre, soumis aux variations conjoncturelles par le biais de l'évolution des allocations liées au chômage qui suit le cycle économique avec un certain retard. Ainsi, la reprise conjoncturelle opérée depuis 2004 a permis, dans un premier temps, de réduire l'impact à la hausse que ces prestations avaient exercé sur les dépenses, puis même de contribuer à la modération de leur croissance réelle en 2006. En 2007, cet effet modérateur s'est renforcé grâce à la poursuite d'une croissance soutenue de l'activité, pour atteindre 0,3 point de pourcentage. En effet, les dépenses de chômage, qui avaient déjà diminué de 2,9 p.c. en termes réels en 2006, se sont encore réduites de 5,6 p.c. en 2007.

Le mécanisme d'indexation des prestations sociales et des rémunérations de la fonction publique constitue un troisième facteur externe qui influence l'évolution réelle des dépenses primaires. Ainsi, les allocations sociales et les salaires, qui constituent plus de 60 p.c. des dépenses primaires des administrations publiques, sont liés à l'évolution de l'indice-santé des prix à la consommation. En 2007, la différence entre l'évolution de celui-ci et l'IPCH, utilisé pour déflater les dépenses, a cependant été plus limitée que l'année précédente. Le mécanisme d'indexation n'a, dès lors, contribué à contenir l'expansion des dépenses en termes réels qu'à concurrence de 0,2 point de pourcentage, au contraire de 2006, où son effet de freinage s'était chiffré à 0,5 point, essentiellement en

TABLEAU 33 DÉPENSES PRIMAIRES CORRIGÉES PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾⁽²⁾
(déflatées par l'IPCH, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

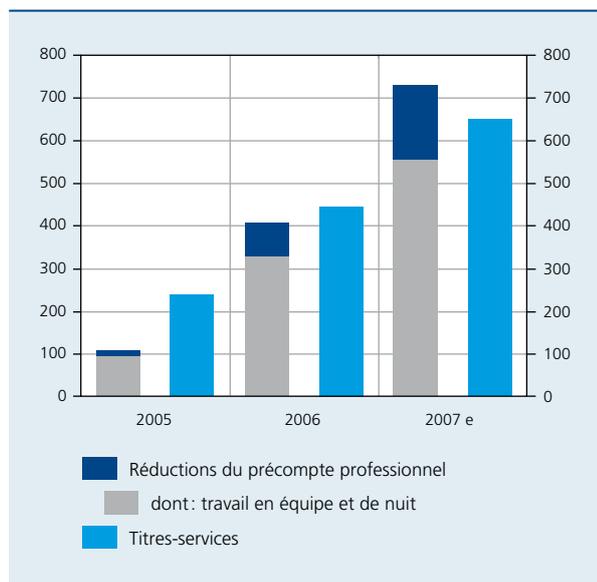
	2003	2004	2005	2006	2007 e	Moyenne 1996-2007 e
Pouvoir fédéral	1,9	3,2	1,8	1,8	3,2	2,1
Sécurité sociale	4,0	2,8	1,5	1,6	3,5	2,4
<i>p.m. Entité I</i>	3,4	2,9	1,6	1,7	3,4	2,3
Communautés et régions	2,5	3,8	0,8	3,5	3,7	2,7
Pouvoirs locaux	3,6	0,2	4,7	4,0	-1,1	2,9
<i>p.m. Entité II</i>	2,9	2,4	2,3	3,7	1,7	2,8

Sources: 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 et non récurrents ou budgétairement neutres et des effets de l'indexation.

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



Sources : documents budgétaires, ICN, BNB.

raison de l'introduction d'un nouvel indice pour l'indice national et l'indice-santé des prix à la consommation (pour plus de détails, voir l'encadré 12 du Rapport 2006).

Corrigées de l'impact de ces différents éléments, les dépenses primaires se sont accrues de 2,8 p.c. en 2007, soit un rythme supérieur non seulement à leur progression moyenne depuis 1996, mais aussi à la croissance tendancielle du PIB.

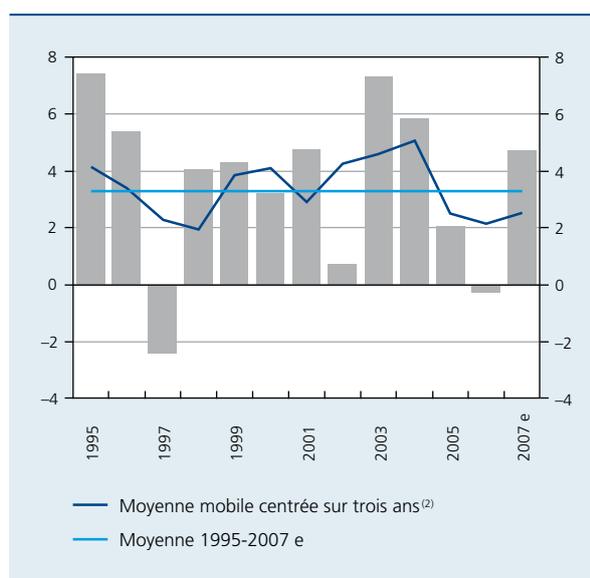
L'évolution des dépenses primaires de l'ensemble des administrations publiques ainsi corrigées a été relativement homogène selon les sous-secteurs qui le composent, abstraction faite des pouvoirs locaux. Si les débours effectués par ces derniers ont régressé par rapport à 2006, ceux des autres niveaux de pouvoir se sont accélérés, pour s'échelonner de 3,2 à 3,7 p.c., des cadences excédant très largement la croissance tendancielle de l'économie.

Les dépenses primaires corrigées du pouvoir fédéral ont progressé en 2007 de 3,2 p.c. en termes réels, contre 1,8 p.c. l'année précédente. Cet emballement trouve son origine dans l'augmentation de la plupart des catégories de dépenses. Ainsi, les achats de biens et services, qui avaient diminué en 2006 en raison d'une application particulièrement stricte du mécanisme dit d'ancrage des dépenses des départements – soit le contrôle mensuel du rythme des dépenses afin de les limiter à un niveau inférieur au budget –, ont augmenté largement en 2007

du fait à la fois du report de paiements de 2006 et d'un ancrage moins fort à la fin de l'année. Les réductions de précompte professionnel, enregistrées comme des subsides aux entreprises conformément au SEC 95, se sont encore fortement accrues. Ces réductions visent certaines catégories de travailleurs et ont pour objectif de favoriser l'emploi de chercheurs, le travail en équipe, les innovations et, par le truchement d'un traitement fiscal plus favorable des heures supplémentaires, la flexibilité du travail. Elles ont été complétées, depuis le 1^{er} octobre 2007, par une réduction générale du précompte professionnel. Ces subsides ont contribué pour environ 300 millions d'euros – soit 1,1 point de pourcentage – à la croissance des dépenses fédérales.

La croissance en volume des dépenses corrigées de la sécurité sociale s'est nettement accélérée en 2007, pour atteindre 3,5 p.c. Cette évolution découle principalement d'un retour à une expansion soutenue des dépenses de soins de santé, de 4,7 p.c., alors que ces dernières s'étaient inscrites en recul en 2006. De par leur importance – plus du tiers du total des prestations sociales – et leurs mouvements erratiques, ces dépenses exercent, en effet, généralement une influence déterminante sur l'évolution des dépenses de la sécurité sociale. Le calcul d'une moyenne mobile, qui permet d'atténuer la part

GRAPHIQUE 53 DÉPENSES PUBLIQUES DE SOINS DE SANTÉ⁽¹⁾
(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 et d'invalidité, des indemnités aux handicapés, des transferts vers les institutions chargées des soins aux handicapés, ainsi que des dépenses d'assurance-dépendance.

(2) Pour 2008, on a supposé que la croissance réelle serait égale à la moyenne observée de 1995 à 2007.

des fluctuations dues à des glissements, des retards comptables ou des mesures à court terme, indique que la progression réelle des dépenses de soins de santé est répartie à la hausse.

Pratiquement toutes les autres catégories de prestations sociales ont également enregistré une croissance réelle – corrigée – plus vive qu'en 2006. Pour partie, cette accélération résulte de dispositions sociales qui ont été plus importantes en 2007 que les trois années précédentes. En effet, de nouvelles mesures sont entrées en application en faveur des pensions, pour un montant de quelque 200 millions. Il s'agit principalement d'adaptations au bien-être des pensions les plus anciennes, dont l'objectif est de contrer la régression spontanée de la prospérité relative des pensionnés plus âgés, d'augmentations des pensions d'indépendants, singulièrement des pensions minimales qui leur sont garanties, et d'autres mesures plus limitées prises dans le cadre du pacte de solidarité entre les générations. Les quelques mesures en faveur des autres catégories de revenus de remplacement entrées en application en 2007 n'ont eu qu'un impact budgétaire limité

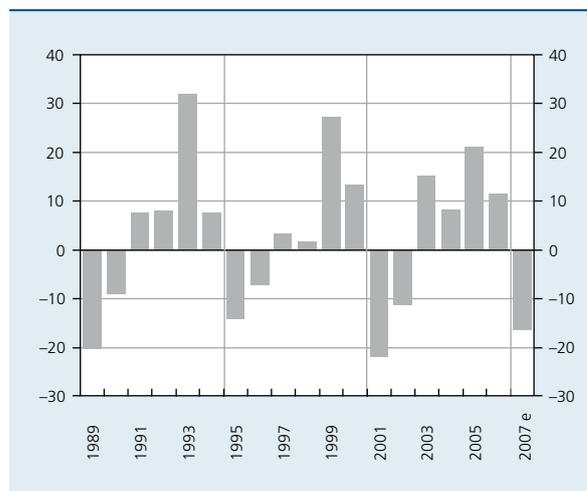
Enfin, les subsides versés par la sécurité sociale aux entreprises ont à nouveau largement augmenté, principalement en conséquence de l'activité liée aux titres-services. Malgré la réduction de l'intervention des pouvoirs publics d'un euro par titre-service utilisé, l'enveloppe totale qui leur est destinée a enflé de plus de 200 millions d'euros, à 650 millions. Ce montant ne tient pas compte des déductions fiscales dont bénéficient, en outre, les utilisateurs de ces titres.

Après avoir été relativement soutenue en 2006, la croissance du volume des dépenses primaires corrigées des communautés et régions est encore devenue plus vigoureuse en 2007, à 3,7 p.c. Cet emballement résulte notamment d'un retour à une croissance positive des investissements, qui s'étaient tassés les deux années précédentes. Elle est également la conséquence des marges budgétaires dont dispose la Flandre, en particulier.

L'évolution des dépenses primaires réelles des pouvoirs locaux relève, quant à elle, largement de l'influence qu'exerce le cycle électoral sur leurs investissements. La croissance de ces derniers est ainsi généralement particulièrement prononcée à l'approche d'élections communales, comme en 2005 et 2006. Au contraire, ils diminuent considérablement l'année qui suit ces scrutins. Ces changements de rythme se sont reflétés dans le total des dépenses primaires locales, qui ont diminué de 1,1 p.c. en 2007.

GRAPHIQUE 54 INFLUENCE DU CYCLE ÉLECTORAL SUR LA FORMATION BRUTE DE CAPITAL FIXE DES ADMINISTRATIONS LOCALES ⁽¹⁾⁽²⁾

(pourcentages de variation en volume par rapport à l'année précédente, hors ventes d'actifs immobiliers)



Sources : ICN, BNB.

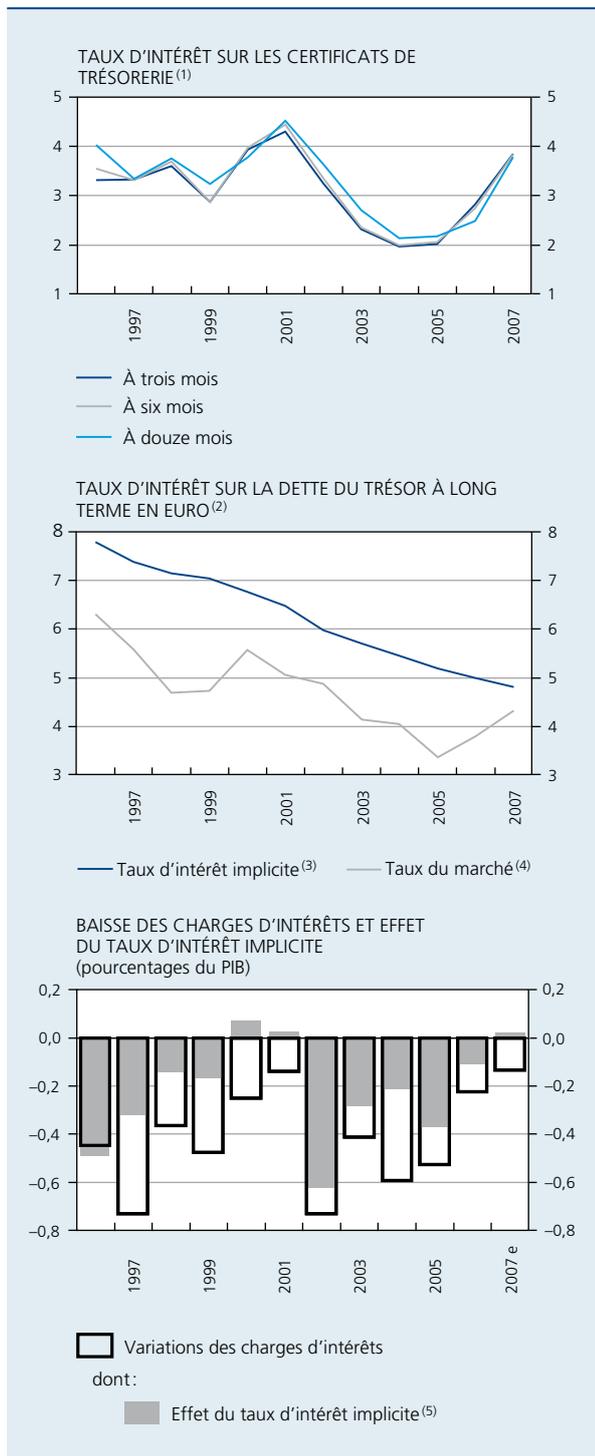
- (1) Les lignes grises verticales indiquent le terme des législatures communales.
 (2) Déflatée par les prix de la formation brute de capital fixe de l'ensemble des administrations publiques.

Charges d'intérêts des administrations publiques

Depuis leur sommet, atteint en 1990, les charges d'intérêts de l'ensemble des administrations publiques ont décliné à un rythme moyen annuel de 0,5 point de pourcentage du PIB. Cette évolution est le résultat combiné de la baisse systématique du taux d'endettement depuis son niveau record de 1993, et de la contraction du taux d'intérêt implicite de la dette publique, de 10 p.c. en 1990 à 4,7 p.c. en 2007.

Depuis 2006, le rythme de baisse des charges d'intérêts s'est fortement ralenti, leur diminution annuelle ne représentant plus que 0,1 point de pourcentage du PIB pour l'année sous revue. La raison tient essentiellement à l'évolution du taux d'intérêt implicite qui, pour la première fois depuis 2002, n'a plus diminué, augmentant même de manière très marginale. Cette rupture de tendance s'explique par le relèvement des taux à court terme, un mouvement amorcé en 2006. Ainsi, le taux d'intérêt moyen sur les certificats de trésorerie à douze mois est passé de 2,5 p.c. en 2006 à 3,8 p.c. en 2007. Cette évolution est le reflet du resserrement monétaire qui a vu le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème passer progressivement de 2 p.c. à la fin de l'année 2005 à 4 p.c. à partir du mois de juin de l'année sous revue.

GRAPHIQUE 55 DÉCOMPOSITION DE LA VARIATION DES CHARGES D'INTÉRÊTS



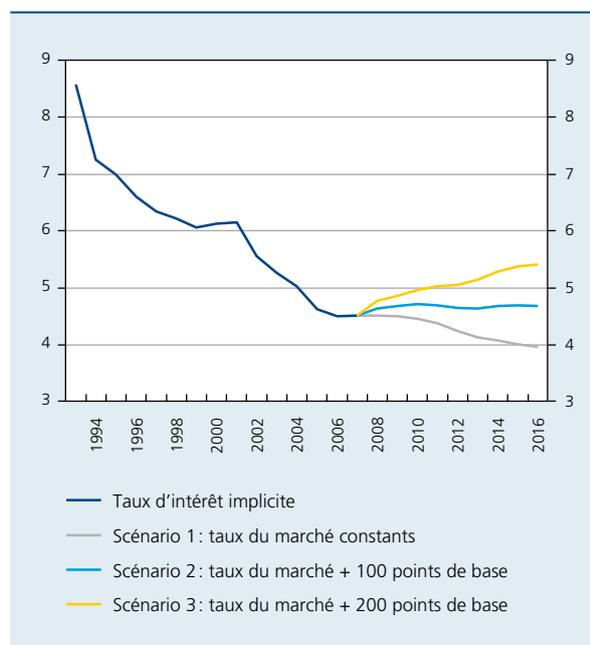
Sources : CE, ICN, SPF Finances, BNB.

- (1) Taux moyen implicite sur les certificats de trésorerie.
- (2) À l'exclusion des emprunts émis, avant le 1^{er} janvier 1999, dans d'autres monnaies que le franc belge et à l'exclusion des OLO à taux variable dont le taux fluctue comme les taux d'intérêt à court terme.
- (3) Rapport entre les charges d'intérêts (y compris les primes d'émission) et l'encours mensuel moyen de la dette.
- (4) Taux d'intérêt moyen des emprunts publics à dix ans.
- (5) Rapport entre les charges d'intérêts de l'année en cours et l'endettement à la fin de l'année précédente. Un ajustement a été apporté pour l'évaluation du taux implicite en 2005, afin de tenir compte de l'incidence de l'incorporation du FIF dans les administrations publiques à partir du 1^{er} janvier 2005.

Toutefois, la part des titres de la dette à court terme dans l'endettement global est très faible. L'incidence de la remontée des taux d'intérêt à court terme a ainsi pu être amortie par les évolutions favorables qui ont affecté la dette à long terme. En effet, les engagements à long terme ont continué à être refinancés à des taux moins élevés : le différentiel entre le taux d'intérêt sur les émissions de titres à long terme et celui payé sur les titres venant à échéance dans l'année est demeuré favorable, malgré la hausse de quelque 50 points de base des taux d'intérêt à dix ans pour la seconde année consécutive. En l'absence de variation significative du taux d'intérêt implicite, le fléchissement des charges d'intérêts en 2007 s'explique au total exclusivement par la réduction progressive de la dette publique en pourcentage du PIB.

À partir de 2008, les anciennes lignes d'emprunts à long terme émises à des taux d'intérêt élevés s'épuiseront graduellement de sorte que, à taux d'intérêt de marché constants, le taux implicite sur l'ensemble de la dette ne devrait plus baisser aussi sensiblement qu'il ne l'a fait les deux dernières décennies. Une remontée des taux d'intérêt de marché provoquerait même une augmentation du

GRAPHIQUE 56 TAUX IMPLICITE DE LA DETTE PUBLIQUE⁽¹⁾⁽²⁾ (pourcentages)



Sources : ICN, SPF Finances, BNB.

- (1) Rapport entre les charges d'intérêts de l'année en cours et l'endettement à la fin de l'année précédente. Une correction a été apportée pour l'évaluation du taux implicite en 2005, afin de tenir compte de l'incidence de la réorganisation de la SNCB sur les charges d'intérêts et la dette des administrations publiques.
- (2) Les trois scénarios illustratifs ont été calculés dans l'hypothèse technique d'un niveau de l'endettement stabilisé en euro et d'une structure de la dette inchangée, et par rapport aux taux de marché moyens en 2007 qui ont servi de référence.

taux implicite, ainsi que le montrent les différents tests de sensibilité au graphique 56.

Solde de financement des sous-secteurs des administrations publiques

L'évolution du solde budgétaire de l'ensemble des administrations publiques est le résultat d'évolutions différentes selon les sous-secteurs. La légère impasse enregistrée durant l'année sous revue découle d'un déficit dans l'Entité I, qui se compose du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale, et d'un excédent dans l'Entité II, dans laquelle sont regroupés les communautés et régions, ainsi que les pouvoirs locaux.

Le pouvoir fédéral, qui avait enregistré un léger surplus en 2006, a vu son solde se dégrader et se muer en un déficit de 0,9 p.c. du PIB, en dépit d'une diminution des charges d'intérêts à hauteur de 0,1 point de pourcentage. Le recul de 1,1 point de son solde primaire est notamment la conséquence de la disparition d'un certain nombre de mesures non récurrentes et de la hausse des transferts aux autres sous-secteurs. Les dépenses du pouvoir fédéral ont, par ailleurs, augmenté légèrement par rapport au PIB.

La sécurité sociale est parvenue à faire passer son excédent à 0,5 p.c. du PIB, ce qui représente une progression de 0,2 point de pourcentage par rapport à l'année précédente. Ses recettes se sont accrues de 0,2 point à la suite de la hausse des rentrées sous forme de cotisations sociales et des transferts en provenance du pouvoir fédéral au titre du « financement alternatif », lequel est fondé sur une répartition avec la sécurité sociale des recettes fiscales perçues par le Trésor. Les dépenses de la sécurité sociale ont diminué de 0,1 point de pourcentage, notamment grâce à l'évolution favorable des dépenses de chômage, qui sont étroitement liées à la conjoncture. Les dépenses de soins de santé, par contre, ont augmenté plus vivement que le PIB.

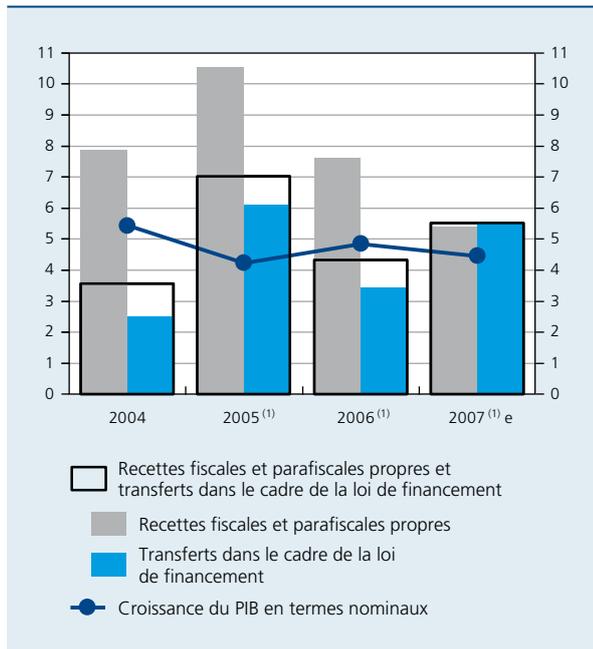
Le surplus des communautés et régions s'est quelque peu élargi, à 0,3 p.c. du PIB., la hausse de leurs recettes ayant dépassé celle de leurs débours. Les impôts régionaux ont enregistré une croissance moins vive que l'année précédente, notamment en raison de la réduction de l'impôt des personnes physiques accordée par la Région flamande. Cette baisse a toutefois été compensée par la vive progression des parties de l'impôt des personnes physiques et de la TVA qui leur sont attribuées par le pouvoir fédéral dans le cadre de la loi

TABLEAU 34 SOLDE DE FINANCEMENT POUR L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PAR SOUS-SECTEUR
(pourcentages du PIB)

	2003	2004	2005	2006	2007 e
Solde primaire	5,3	4,7	1,9	4,3	3,7
Entité I	4,9	4,3	1,5	4,1	3,2
Pouvoir fédéral	5,3	4,3	1,6	3,9	2,8
Sécurité sociale	-0,3	0,1	0,0	0,3	0,5
Entité II	0,4	0,5	0,5	0,2	0,5
Communautés et régions	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4
Pouvoirs locaux	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,2
Charges d'intérêts	5,3	4,7	4,2	4,0	3,8
Solde de financement	0,0	0,0	-2,3	0,4	-0,1
Entité I	0,1	-0,1	-2,4	0,4	-0,4
Pouvoir fédéral	0,3	-0,1	-2,4	0,1	-0,9
Sécurité sociale	-0,3	0,1	0,0	0,3	0,5
Entité II	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,3
Communautés et régions	0,0	0,2	0,3	0,2	0,3
Pouvoirs locaux	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,0

Sources: CE, ICN, BNB.

GRAPHIQUE 57 RECETTES DES COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

(1) Les données sont corrigées pour tenir compte de la modification du financement d'Aquafin, qui ne repose plus sur les moyens générés par des taxes sur les eaux, mais sur les rétributions qui lui sont octroyées par les sociétés de distribution d'eau en Région flamande.

de financement. Depuis 2007, les ressources qui sont octroyées aux communautés sous la forme de recettes de TVA sont adaptées non seulement à l'indice des prix à la consommation mais également, à hauteur de 91 p.c., à la croissance réelle du PIB. En outre, de 2007 à 2011, les recettes au titre de la TVA augmentent chaque année forfaitairement de 25 millions d'euros. C'est toutefois principalement l'apurement du décompte fait pour l'année 2006, à l'occasion du recalcul des moyens à attribuer aux communautés et aux régions sur la base des paramètres définitifs à appliquer en vertu de la loi susvisée, qui est à l'origine de la vive expansion des moyens financiers transférés aux entités fédérées. Le solde positif laissé par ce décompte résulte du fait que l'expansion de l'activité économique, qui détermine dans une large mesure le volume de ces ressources, a été beaucoup plus importante en 2006 que ce qui avait été prévu au début de cette année-là.

Les comptes des pouvoirs locaux se sont clôturés en équilibre. L'amélioration de leur solde par rapport à l'année précédente est la conséquence d'une décreue de leurs dépenses à hauteur de 0,2 point de pourcentage du PIB, tandis que leurs recettes n'ont guère varié par rapport au PIB. Cette baisse de leurs dépenses par rapport à 2006

s'inscrit dans le profil habituel à l'issue d'une année de scrutin électoral au niveau local.

6.2 Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles et soldes budgétaires structurels

Une analyse de l'orientation de la politique budgétaire ne peut se fonder exclusivement sur l'évolution apparente des agrégats budgétaires. Il convient de la corriger de l'effet des stabilisateurs automatiques de l'économie, ainsi que de l'impact de facteurs temporaires. Dans le cadre du SEBC, il est utilisé, à cette fin, une méthode de correction qui permet d'établir quels sont le niveau et l'évolution du solde de financement structurel des administrations publiques.

Ce concept doit être manié avec une certaine prudence dans la mesure où, pour la période récente, les données sont susceptibles de révisions parfois importantes. Il s'agit là d'une faiblesse inhérente à toutes les méthodes connues visant à établir l'état structurel de l'économie ou d'une de ses composantes. De l'expérience, il ressort néanmoins que l'incertitude porte principalement sur le niveau. C'est donc surtout l'évolution des indicateurs structurels qu'il convient d'examiner.

Selon les indicateurs construits d'après la méthodologie utilisée par le SEBC, la détérioration du solde de financement au cours de l'année sous revue ne peut être attribuée à la conjoncture économique, étant donné que celle-ci en a amélioré l'évolution à hauteur de 0,4 point de pourcentage du PIB. La croissance de l'activité a été largement supérieure à son rythme tendanciel, une situation qui a été renforcée par des effets de composition favorables aux finances publiques. En effet, la progression de certaines des composantes des revenus et des dépenses qui, comme le revenu du travail et la consommation privée, ont une incidence importante sur le compte des administrations publiques, a dépassé plus fortement encore leur rythme de croissance tendanciel.

Néanmoins, l'effet favorable de la conjoncture sur les soldes budgétaires a été plus que compensé par le revirement de l'incidence des facteurs non récurrents. Celle-ci a, en effet, varié négativement de 0,9 point de pourcentage du PIB : alors que ces facteurs avaient encore flatté le compte des administrations publiques de 0,7 p.c. du PIB en 2006, ils l'ont détérioré de plus de 0,1 p.c. Certes, la mesure rendant momentanément plus avantageux pour les sociétés de distribuer ou d'investir à un taux d'imposition réduit certaines réserves immunisées et l'avancement du moment de la perception des cotisations sociales sur

TABLEAU 35 ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE STRUCTURELLE ⁽¹⁾

(variation par rapport à l'année précédente, points de pourcentage du PIB, sauf mention contraire)

	1999-2003	2004	2005	2006	2007 e
Solde de financement observé	0,8	0,0	-2,3	2,6	-0,5
Composante conjoncturelle ⁽²⁾	0,1	0,0	-0,5	0,4	0,4
Facteurs non récurrents	1,4	-0,4	-2,8	2,7	-0,9
Solde de financement structurel	-0,8	0,4	1,0	-0,5	0,0
<i>p.m. Niveau du solde de financement structurel</i> ⁽³⁾					
<i>Selon la méthodologie de la BNB</i>		-0,6	0,4	-0,1	-0,1
<i>Selon la méthodologie de la CE</i>		-0,8	0,0	-0,3	-0,2
Charges d'intérêts	-2,0	-0,6	-0,5	-0,2	-0,1
Solde primaire structurel	-2,8	-0,2	0,5	-0,7	-0,2

Sources: CE, ICN, BNB.

(1) Corrigée de l'incidence de la conjoncture et des facteurs non récurrents. Selon la méthodologie décrite dans Kremer J., C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano et M. Spolander (2006), *A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*, BCE, Working paper 579. Cette méthodologie est décrite dans l'encadré 15 du Rapport 2006 de la BNB (Tome 1), pp. 125-126.

(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*, BCE, Working paper 77. Une explication plus didactique de cette méthodologie est présentée dans l'encadré 6 intitulé *Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles: méthode de calcul utilisée dans le cadre du SEBC* du Rapport 2003 de la BNB (Tome 1), pp. 90-91.

(3) Pourcentages du PIB.

le pécule de vacances au terme d'un contrat de travail ont eu une incidence favorable sur le solde des administrations publiques. Celle-ci se serait cependant avérée trop limitée pour faire contrepoids aux retombées négatives provenant de remboursements exceptionnels d'impôts en vertu de décisions de justice et d'arrangements conclus par l'administration fiscale avec des sociétés, d'une part, et du contrecoup de la titrisation des arriérés fiscaux effectuée au cours des années précédentes, d'autre part.

Lors de la réforme du pacte de stabilité et de croissance de 2005, les soldes budgétaires structurels ont gagné en importance pour l'évaluation de la politique budgétaire dans les procédures de surveillance européenne. Le pacte réformé stipule, en effet, que les résultats budgétaires doivent être corrigés de l'influence des facteurs cycliques et temporaires lorsqu'ils sont confrontés à l'objectif à moyen terme visé pour les finances publiques et à la trajectoire budgétaire requise pour l'atteindre. Dans le cadre de l'application des règles budgétaires européennes, l'on recourt à une méthode de correction des variations conjoncturelles différente de celle utilisée par le SEBC: cette méthode, qui est celle employée par la CE, se fonde sur le concept de PIB potentiel plutôt que tendanciel et fait abstraction sur une base annuelle des effets de composition de la croissance économique; en outre, les mesures non récurrentes prises en considération dans les deux méthodes de correction ne sont pas nécessairement identiques. Nonobstant ces différences méthodologiques,

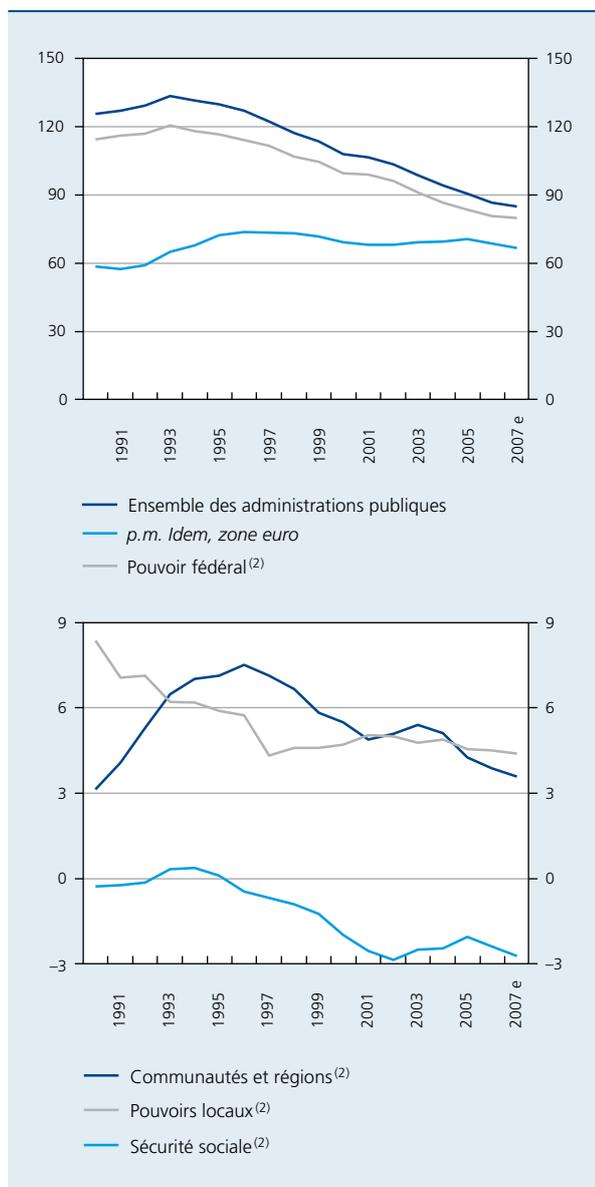
l'appréciation par la CE du solde de financement structurel ne s'écarte que légèrement de l'estimation de la Banque: selon la CE également, l'année sous revue se serait clôturée par un déficit structurel de 0,2 p.c. du PIB. D'après les deux estimations, l'objectif à moyen terme, qui correspond pour la Belgique à un excédent structurel de 0,5 p.c. du PIB, n'a donc toujours pas été atteint. La recommandation formulée dans le pacte réformé, à savoir améliorer le solde structurel de 0,5 point de pourcentage du PIB par an tant que cet objectif n'est pas réalisé, n'a pas davantage été satisfaite, d'autant moins que, comme le préconise ledit pacte, la conjoncture favorable aurait pu être mise à profit pour aller au-delà de cette balise.

Comme les charges d'intérêts ont continué à diminuer, la légère dégradation du solde de financement structurel est à imputer exclusivement au recul de l'excédent primaire structurel, du moins selon l'estimation de la Banque.

6.3 Dette des administrations publiques

En 2007, l'endettement brut consolidé de l'ensemble des administrations publiques a atteint 85,1 p.c. du PIB. Cela représente une baisse de 3,1 points de pourcentage du PIB par rapport à l'année précédente, un résultat qui se situe légèrement sous la moyenne des diminutions enregistrées depuis 1993, quand l'endettement avait plafonné à 133,5 p.c. du PIB.

GRAPHIQUE 58 CONTRIBUTION DES SOUS-SECTEURS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES À LA DETTE PUBLIQUE BRUTE CONSOLIDÉE⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, 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 la procédure concernant les déficits publics excessifs annexé au traité instituant la Communauté européenne.

(2) Dette brute consolidée du sous-secteur, diminuée de la dette des autres sous-secteurs des administrations publiques que celui-ci détient.

Ce nouveau recul s'explique, pour l'essentiel, par la croissance du PIB en termes nominaux, en fonction duquel la dette publique est mesurée. Exprimée en euro, celle-ci n'a, en effet, augmenté que de façon relativement marginale, eu égard à l'impasse limitée sur les comptes de l'année écoulée. Du reste, le risque d'un effet boule de neige était écarté dès lors que, comme en 2006, le taux d'intérêt implicite était inférieur au rythme d'expansion du PIB nominal.

Depuis son sommet de 1993, la dette de l'ensemble des administrations publiques en pourcentage du PIB a diminué de plus d'un tiers. Au sein de celle-ci, la dette fédérale a baissé dans une proportion relativement comparable, pour représenter 79,9 p.c. du PIB en 2007. La dette des communautés et régions a augmenté jusqu'à 7,5 p.c. du PIB en 1996, mais a baissé depuis lors, atteignant 3,6 p.c. en 2007. Les pouvoirs locaux ont vu leur endettement brut consolidé revenir de 8,4 p.c. du PIB en 1990 à 4,3 p.c. en 1997. Depuis cette forte contraction, leur dette a oscillé autour de ce niveau, pour s'établir à 4,4 p.c. en 2007. Quant à la sécurité sociale, depuis le milieu des années 1990, sa dette brute s'est réduite tant en niveau absolu qu'en termes relatifs par rapport à l'ensemble de la dette publique. Elle est devenue nulle en 2001, à la suite de sa reprise par le pouvoir fédéral. Dans le même laps de temps, la sécurité sociale a accumulé des actifs sur le pouvoir fédéral et les autres sous-secteurs des administrations publiques, de sorte qu'elle affiche une position nette créditrice depuis 1996. En 2007, cette position s'est encore élargie, pour atteindre 2,7 p.c. du PIB.



Comptes et marchés financiers

7.

7.1 Structure des financements et des placements dans l'économie belge

Le secteur des particuliers, qui disposait d'un patrimoine financier net estimé à quelque 670 milliards d'euros à la fin de 2006, 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. Les sociétés non financières constituaient au 31 décembre 2006 le secteur débiteur le plus important: bien que détentrices d'avoirs financiers supérieurs à ceux des ménages, elles présentaient un passif financier encore plus élevé, leurs engagements financiers nets se chiffrant à 307 milliards environ. L'endettement net des administrations publiques s'élevait à près de 238 milliards d'euros à la fin de 2006. En conséquence des conventions statistiques régissant l'établissement des comptes financiers, le secteur des sociétés financières présentait une position financière quasiment équilibrée.

À la fin de 2006, l'endettement net du reste du monde se montait à près de 119 milliards d'euros. Cette position extérieure nette positive de la Belgique est en

majeure partie le résultat de l'accumulation des surplus courants antérieurs. Elle se situe auprès des particuliers et des sociétés financières dont les actifs financiers nets vis-à-vis du reste du monde s'élevaient à la fin de 2006 à respectivement 144,3 et 227,1 milliards. Les sociétés non financières et les administrations publiques enregistraient, en revanche, des engagements financiers nets vis-à-vis de l'étranger à hauteur de respectivement 119,8 et 132,8 milliards. La position extérieure nette de la Belgique, traditionnellement positive, avait fortement fléchi au début des années 1980 en raison de la sensible détérioration des comptes extérieurs de la Belgique. Après le rétablissement du solde courant de la balance des paiements, elle a crû de nouveau pour atteindre 62 p.c. du PIB en 1999. À la suite de l'éclatement de la bulle financière qui a induit de fortes baisses de prix des actifs nets, elle a diminué jusqu'à 36 p.c. du PIB en 2002, pour se stabiliser ensuite.

Une comparaison avec d'autres pays européens, notamment les pays limitrophes, fait ressortir le caractère largement positif de la position extérieure nette belge. En 2006, seuls les actifs financiers nets de la Suisse, de la

TABLEAU 36 ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS PAR SECTEUR
(encours à la fin de 2006, milliards d'euros)

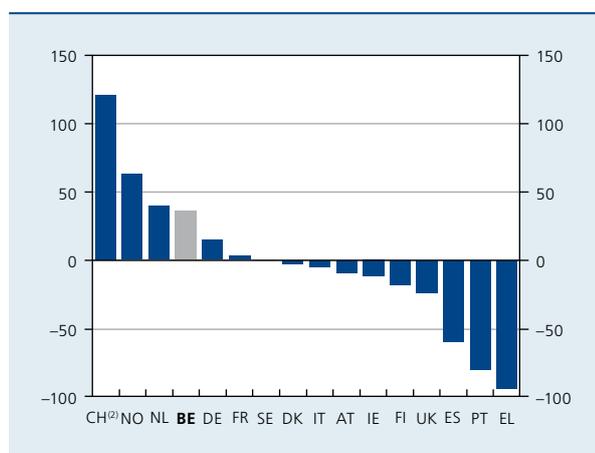
	Actifs financiers					Total des engagements financiers
	Particuliers	Sociétés non financières	Administrations publiques	Sociétés financières ⁽¹⁾	Reste du monde	
Engagements financiers						
Particuliers	–	–	6,9	145,4	–	152,3
Sociétés non financières	130,4	507,7	18,9	123,2	483,4	1.263,7
Administrations publiques	13,8	7,4	33,7	128,9	135,5	319,2
Sociétés financières ⁽¹⁾	533,4	77,5	19,6	389,5	721,1	1.741,0
Reste du monde	144,3	363,6	2,7	948,2	–	1.458,8
Total des actifs financiers	822,0	956,3	81,8	1.735,1	1.339,9	4.935,1
Actifs financiers nets	669,7	–307,4	–237,5	–5,9	–118,9	

Source : BNB.

(1) Les sociétés financières comprennent principalement la BNB, les établissements de crédit et les investisseurs institutionnels. La BNB et les établissements de crédits sont traités, dans les comptes financiers, comme de purs intermédiaires financiers dont les actifs et engagements financiers s'égalisent.

GRAPHIQUE 59 POSITION EXTÉRIÈRE NETTE DE LA BELGIQUE RELATIVEMENT À D'AUTRES PAYS EUROPÉENS ⁽¹⁾

(pourcentages du PIB ; données à la fin de 2006, sauf mention contraire)



Source : CE.

(1) Aucune donnée n'est disponible pour le Luxembourg.

(2) À la fin de 2005 pour la Suisse.

Norvège et des Pays-Bas étaient supérieurs. L'Allemagne et la France avaient également des actifs financiers nets vis-à-vis du reste du monde, tandis que la position extérieure nette des autres pays était débitrice. L'Espagne, le Portugal et la Grèce présentaient les endettements nets les plus importants.

Au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, la formation d'actifs financiers par les ménages belges a une nouvelle fois excédé leur prise de nouveaux engagements. Sur cette période, le patrimoine financier net des particuliers s'est ainsi accru de 9,1 milliards d'euros, s'il est fait abstraction de l'effet des variations de cours de bourse ou de change sur la valorisation de leurs actifs ou engagements financiers. Dans le même temps, les sociétés non financières, désignées dans la suite du commentaire indifféremment sous les vocables de sociétés ou d'entreprises, ont dégagé un solde financier positif de près de 0,5 milliard d'euros, leur permettant de réduire à nouveau quelque peu le niveau de leurs engagements nets. Au contraire, les opérations financières des administrations publiques se sont soldées par un déficit de 4,7 milliards d'euros durant la période considérée, situation habituelle à cette période de l'année.

TABEAU 37 STRUCTURE DES ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SECTEURS NON FINANCIERS RÉSIDENTS

(milliards d'euros)

	Particuliers		Sociétés non financières		Administrations publiques	
	Encours à la fin de 2006	Flux des neuf premiers mois de 2007	Encours à la fin de 2006	Flux des neuf premiers mois de 2007	Encours à la fin de 2006	Flux des neuf premiers mois de 2007
Actifs financiers ⁽¹⁾	822,0	17,0	956,3	53,6	81,8	9,5
dont :						
Billets, pièces et dépôts	232,9	4,8	101,5	7,4	4,9	7,7
Titres à revenu fixe	75,2	-0,9	13,5	0,6	13,9	2,1
Parts d'OPC	137,2	0,3	0,1	0,0	1,4	2,8
Actions et autres participations	197,5	1,0	492,5	24,9	22,3	0,2
Provisions techniques d'assurance	189,9	9,8	6,7	-0,2	-	-
Crédits	-	-	362,8	7,9	22,5	-1,4
Engagements financiers	152,3	8,0	1.263,7	53,1	319,2	14,2
dont :						
Billets, pièces et dépôts	-	-	-	-	1,0	0,1
Titres à revenu fixe	-	-	32,8	0,9	257,8	17,8
Actions et autres participations	-	-	812,8	28,3	-	-
Crédits	143,8	9,3	407,2	26,3	48,1	-0,3
Solde financier	669,7	9,1	-307,4	0,5	-237,5	-4,7

Source : BNB.

(1) Outre les catégories principales d'instruments financiers présentées dans le tableau et divers actifs mineurs qui n'y sont pas nommément repris, cette rubrique recouvre également les erreurs et omissions du compte financier de la Belgique à l'égard du reste du monde, assimilées traditionnellement à des mouvements de capitaux non recensés. Lorsque les flux cumulés de ces erreurs et omissions s'avèrent négatifs, la somme des encours des catégories principales d'instruments reprises dans le tableau peut excéder le montant total des actifs financiers.

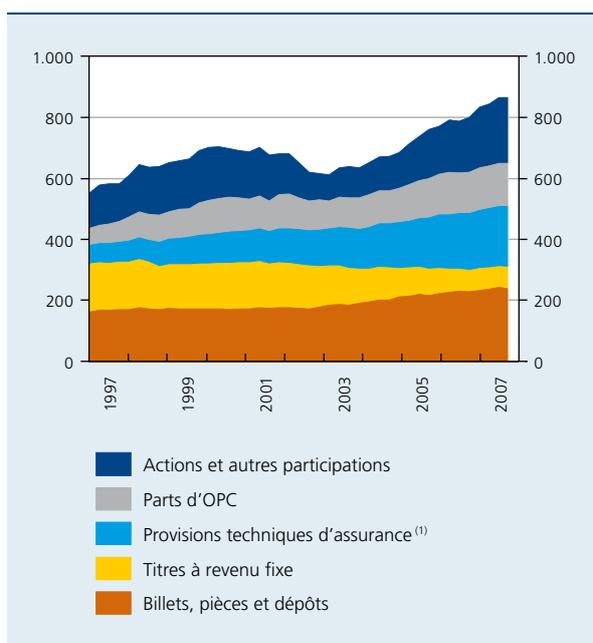
7.2 Particuliers

Formation d'actifs financiers

Les particuliers ont constitué pour 17 milliards d'euros d'actifs financiers au cours des neuf premiers mois de l'année écoulée, contre 10,3 milliards durant la période correspondante de 2006. Conjuguées aux effets de valorisation, ces transactions ont porté l'encours total des actifs financiers des ménages à 855 milliards d'euros au 30 septembre de l'année sous revue. Les billets, pièces et dépôts, qui ont toujours occupé une place prépondérante dans le portefeuille des ménages, représentaient 27,7 p.c. de ce montant, soit 237 milliards. À la même date, les actions et autres participations constituaient 25,3 p.c. du patrimoine financier des particuliers (216 milliards). Leur part, dont l'ampleur est largement déterminée par les cours des actions cotées, aura toutefois vraisemblablement reflué par la suite, compte tenu de la contraction boursière observée au quatrième trimestre de 2007. L'encours total des investissements en parts d'organismes de placement collectif (OPC), dont la valeur est affectée par les cours observés tant sur les marchés obligataires que sur les marchés d'actions, représentait 15,9 p.c. (136 milliards) de l'actif financier des ménages. La partie de leur patrimoine

GRAPHIQUE 60 ACTIFS FINANCIERS DÉTENUS PAR LES PARTICULIERS

(encours à fin de trimestre, milliards d'euros)

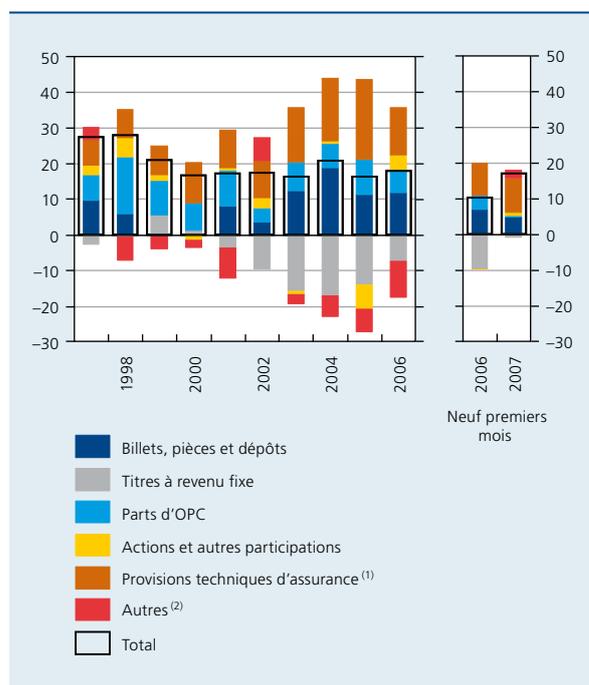


Source : BNB.

(1) Cette rubrique comprend, essentiellement, les droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension.

GRAPHIQUE 61 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.

(2) Cette rubrique comprend, dans la mesure où ils ont pu être recensés, les produits financiers dérivés et divers actifs sur les institutions financières, dont font notamment partie les intérêts courus et non échus, ainsi que la part attribuée aux particuliers des erreurs et omissions du compte financier de la Belgique à l'égard du reste du monde.

qui est détenue de manière directe sous la forme de titres à revenu fixe n'a cessé de baisser au cours des cinq dernières années, affectée principalement par l'ampleur des désinvestissements obligataires, pour ne plus s'élever qu'à 8,7 p.c. (74 milliards). Ce repli a bénéficié aux réserves constituées auprès des compagnies d'assurances et des fonds de pension. Cette catégorie, qui affiche une croissance soutenue quelle que soit la conjoncture, mobilisait 23,4 p.c. de l'actif financier des particuliers au 30 septembre de l'année écoulée, soit 200 milliards d'euros.

S'agissant des transactions réalisées sur les neuf premiers mois de 2007, les particuliers ont investi davantage en actifs à moyen ou à long terme (10,6 milliards) qu'en actifs à court terme (4,3 milliards). Cette préférence s'est reflétée dans la hiérarchie des instruments de placement des ménages, les provisions techniques d'assurance s'imposant une nouvelle fois.

Le niveau des taux offerts sur les comptes d'épargne détenus auprès des grandes banques, qui dominent encore largement ce segment du marché, n'a que peu augmenté au cours de l'année sous revue. Ce rendement peu attractif semble avoir incité de nombreux ménages à placer leurs économies dans d'autres instruments. Parmi ceux-ci, on retrouve le dépôt à terme, un produit certes moins liquide mais tout aussi sûr que le dépôt d'épargne réglementé. Surtout, les comptes à terme offrent, depuis le début de 2005, des taux d'intérêt en moyenne supérieurs à ceux en vigueur pour l'épargne réglementée, même après déduction du précompte mobilier – qui leur est applicable dès le premier cent d'intérêt versé. Ils ont ainsi directement bénéficié de la poursuite du resserrement des taux directeurs de l'Eurosystème. Dans ce contexte, les dépôts à terme ont enregistré un afflux de 13,9 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2007, alors que les dépôts d'épargne, dont la rémunération est moins sensible à l'évolution des taux sur le marché monétaire, se voyaient amputés de 9,5 milliards sur la même période. En définitive, seules les banques proposant de meilleures conditions en vue de gagner des parts de marché ont enregistré une progression des dépôts d'épargne. Au 30 septembre de l'année sous revue, les dépôts d'épargne réglementés et les dépôts à terme détenus

par les ménages représentaient respectivement 140,8 et 42,7 milliards d'euros.

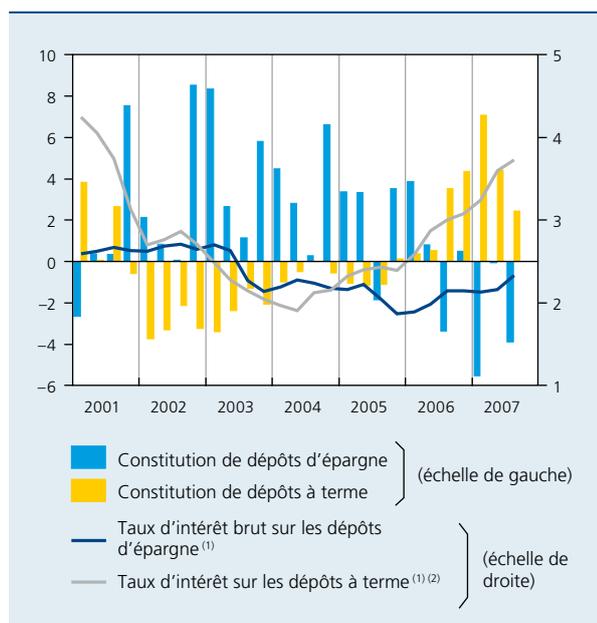
Les titres à revenu fixe semblent avoir aussi bénéficié du reflux des dépôts d'épargne. Les cessions nettes de ce type d'instruments, qui avaient atteint 9,5 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2006, ont considérablement diminué pour s'établir à 0,9 milliard pendant la période correspondante de l'année écoulée. En d'autres termes, les achats et souscriptions ont quasiment égalé les ventes et remboursements, ce qui n'était plus arrivé depuis l'an 2000. La hausse très nette des taux d'intérêt, observée durant la première partie de l'année sous revue, a incontestablement joué un rôle à cet égard, offrant un incitant à souscrire de nouvelles émissions obligataires. Dans la seconde moitié de l'année, cependant, la recherche de placements de qualité résultant de l'incertitude entourant les conséquences de la crise du crédit a quelque peu tempéré l'évolution des taux sur le marché des emprunts d'État, considérés comme des valeurs refuge. *A contrario*, les taux offerts sur les obligations plus risquées ont poursuivi leur mouvement de hausse en réaction à l'assèchement de la demande de ce type de produits.

Les particuliers ont acquis davantage d'actions et autres participations qu'ils n'en ont cédées, la différence se montant à 1 milliard d'euros au cours des neuf premiers mois de 2007. Sur la période correspondante de l'année précédente, les cessions nettes d'actions non cotées avaient annihilé la contribution positive des montants investis en actions cotées. En 2007, en revanche, ces deux catégories ont drainé des flux de placements positifs, quoique très limités. Le ralentissement des investissements en actions cotées s'est inscrit dans un climat économique marqué par des incertitudes croissantes après plusieurs années de hausse sur les marchés boursiers. La progression des actions non cotées est, pour sa part, attribuable à plusieurs facteurs qui sont exposés à la section 7.3.

Les ménages ont, par ailleurs, considérablement réduit le montant de leurs investissements en parts d'OPC : l'acquisition nette de ce type d'actifs s'est élevée à 0,3 milliard d'euros sur les neuf premiers mois de l'année sous revue, contre 3,9 milliards au cours de la période correspondante de 2006. Les fonds obligataires ont notamment donné lieu à davantage de remboursements que de souscriptions. La perspective – depuis lors confirmée – d'un élargissement, en date du 1^{er} janvier 2008, de l'assiette du précompte mobilier à l'intégralité des plus-values réalisées – et non plus limitée à la seule composante d'intérêts – sur le volet obligataire des OPC de capitalisation possédant un passeport européen qui investissent pour au moins 40 p.c. en valeurs à revenu fixe, a pu freiner les flux de

GRAPHIQUE 62 DÉPÔTS D'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉS ET DÉPÔTS À TERME DES PARTICULIERS

(milliards d'euros, sauf mention contraire)



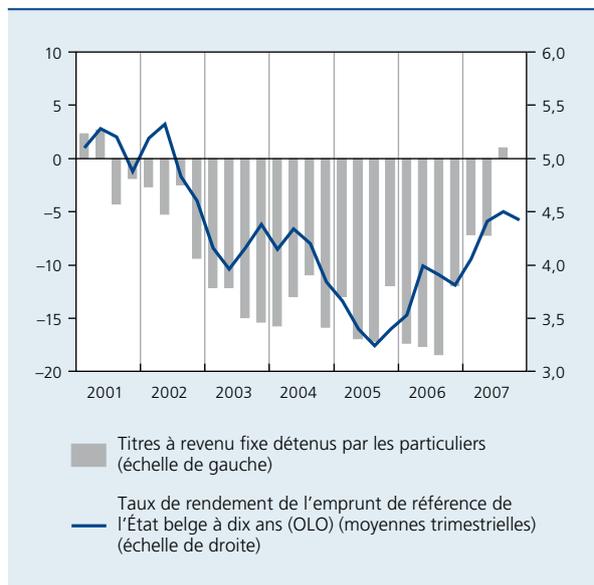
Source : BNB.

(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.

GRAPHIQUE 63 TITRES À REVENU FIXE DÉTENUS PAR LES PARTICULIERS ET TAUX DE RENDEMENT À LONG TERME

(pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, sauf pour le taux de rendement)



Source : BNB.

placements des ménages dans ce type de produits. Il ressort, en effet, d'un sondage commandité en 2007 par les quotidiens L'Écho et De Tijd que la fiscalité joue un rôle déterminant dans le choix d'un produit d'investissement pour un Belge sur deux.

Malgré certaines incertitudes d'ordre fiscal, l'éventail des fonds proposés aux particuliers continue de s'élargir. Ainsi, au 30 septembre 2007, les OPC en investissements socialement responsables et durables (ISR/D) représentaient 4,1 p.c. du total du marché des fonds en Belgique, d'après l'Association belge des *asset managers* (BEAMA). Le vocable ISR/D désigne les fonds dont la part du portefeuille détenue en actions et en obligations est intégralement contrôlée selon plusieurs critères extra-financiers de natures sociale, écologique, sociétale et éthique. Ces placements doivent, en outre, représenter au moins 90 p.c. des actifs sous gestion. Les fonds socialement responsables et durables, dont la part sur le marché des OPC dépassait à peine 1 p.c. au début de l'année 2004, affichent ces dernières années un rythme de croissance particulièrement soutenu.

Les fonds indiciels cotés, également appelés *trackers* ou *Exchange-Traded Funds* (ETF), enregistrent également un essor considérable. Négociables en bourse aussi facilement que des actions, ces fonds se bornent à répliquer

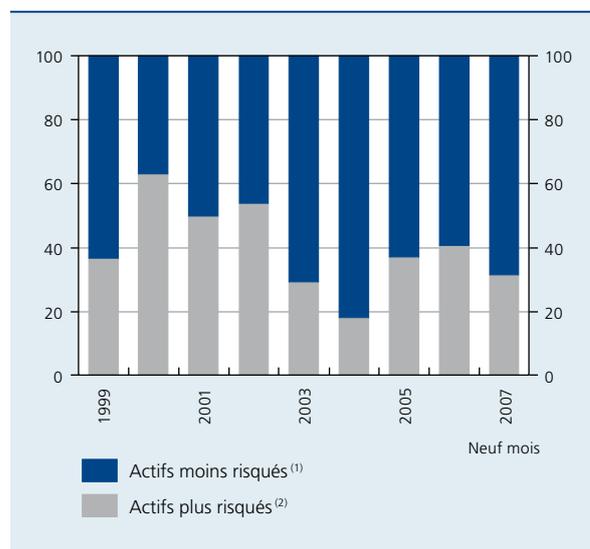
fidèlement un indice boursier spécifique en vue de présenter une évolution identique. Le nombre de ces fonds cotés sur Euronext est passé de 160 à la fin de 2006 à 228 un an plus tard.

La constitution de réserves auprès des compagnies d'assurances et des fonds de pension a drainé une grande partie de l'épargne constituée par les ménages, à concurrence de 9,8 milliards d'euros pour les neuf premiers mois de 2007, contre 9,1 milliards sur la période correspondante de l'année précédente au cours de laquelle un ralentissement avait été observé à la suite de l'introduction d'une taxe de 1,1 p.c. sur les primes versées dans le cadre d'une assurance-vie individuelle.

Outre la fiscalité applicable, deux critères déterminent prioritairement les choix de portefeuille: le rendement brut attendu et le niveau du risque que l'épargnant estime supportable. À cet égard, la répartition des flux de placements entre actifs plus ou moins risqués révèle l'incidence des soubresauts boursiers dans la composition du patrimoine financier des ménages. La part des investissements en actifs plus risqués a, par exemple, culminé à 63 p.c. en 2000, avant de s'effondrer dans le sillage de l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques, pour s'établir

GRAPHIQUE 64 CONSTITUTION D'ACTIFS FINANCIERS SELON LE RISQUE ENCOURU

(pourcentages des flux totaux)



Source : BNB.

- (1) Cette catégorie regroupe les billets, pièces et dépôts, les titres à revenu fixe, les parts d'OPC avec protection du capital et les provisions techniques d'assurance hors branche 23. Il s'agit donc de l'ensemble des instruments garantissant, pour autant qu'ils soient conservés jusqu'à leur terme et que leur débiteur honore ses engagements, un rendement nominal positif ou nul dans leur devise de référence. Cette distinction demeure donc arbitraire dans la mesure où elle néglige, faute d'informations, le risque inhérent à la devise ou à la contrepartie du placement.
- (2) Cette catégorie regroupe les instruments financiers ne proposant pas la garantie exposée ci-dessus, à savoir les actions et autres participations, les parts d'OPC sans protection du capital et les provisions techniques d'assurance de la branche 23.

à 18 p.c. seulement en 2004. Ce ratio est ensuite remonté en flèche, les particuliers étant vraisemblablement stimulés par la progression soutenue des cours boursiers jusqu'au début de l'année sous revue. Ces évolutions montrent à quel point les performances observées orientent les décisions en matière de placements. L'année écoulée a été marquée par un revirement des préférences des ménages en faveur des actifs réputés plus sûrs : au cours des neuf premiers mois de 2007, les placements plus risqués n'ont représenté que 31 p.c. de leur formation d'actifs financiers. Les particuliers pourraient avoir retenu les leçons de la crise boursière précédente en engrangeant pour partie leur bénéfice sans attendre une surchauffe des marchés. Les turbulences sur les marchés financiers apparues à partir de l'été et leurs répercussions sur les marchés boursiers auront vraisemblablement renforcé cette aversion témoignée par les particuliers à l'égard du risque.

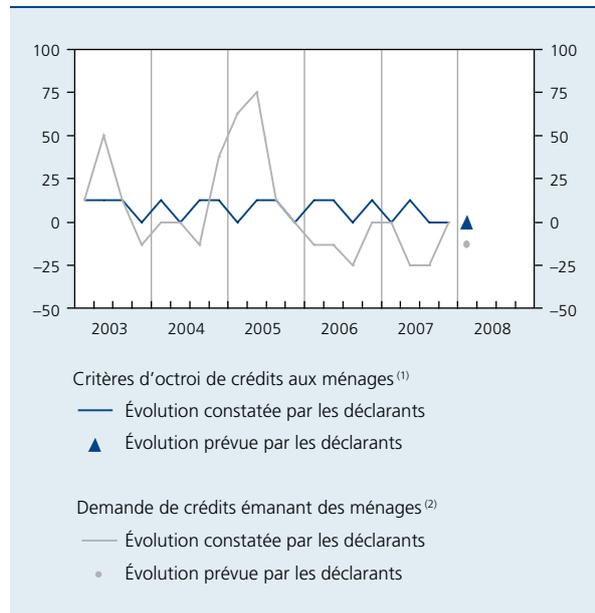
Encore faut-il que l'épargnant soit correctement informé des risques encourus en souscrivant tel ou tel produit financier. Sur ce plan, l'entrée en vigueur de la législation transposant en droit belge la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MiFID), le 1^{er} novembre 2007, a consacré plusieurs mesures de nature à améliorer l'information des investisseurs particuliers. La nouveauté la plus notable concerne l'obligation, pour toute institution financière, de s'assurer que son client possède la connaissance, l'expérience et le profil adéquat, avant de lui conseiller un produit d'investissement à risque.

Nouveaux engagements financiers

Au cours des neuf premiers mois de 2007, les ménages belges ont contracté de nouveaux engagements financiers pour un montant de 8 milliards d'euros, contre 8,3 milliards pendant la période correspondante de l'année précédente. La souscription nette d'emprunts hypothécaires a égalé, par son ampleur, ces nouveaux engagements : les crédits octroyés ont dépassé de 8 milliards les remboursements, un solde à peine supérieur à celui observé durant la période correspondante de 2006. Cette stabilisation relative est attribuable à l'affaiblissement de la demande de crédits au logement, puisqu'un assouplissement des conditions d'octroi a été relevé dans le chef des établissements prêteurs.

À l'instar des prix enregistrés sur le marché de l'immobilier résidentiel, le montant moyen des crédits octroyés a affiché une nouvelle progression. L'accroissement a toutefois été modeste comparé aux rythmes de croissance observés ces six dernières années. D'autre part, la durée moyenne des crédits a une nouvelle fois augmenté au cours de l'année sous revue, à la suite de l'essor des emprunts à très

GRAPHIQUE 65 RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE DE L'EUROSISTÈME SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE : OFFRE ET DEMANDE DE CRÉDITS AU LOGEMENT EN BELGIQUE



Source : BNB.

(1) Solde en pourcentage des réponses pondérées 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.

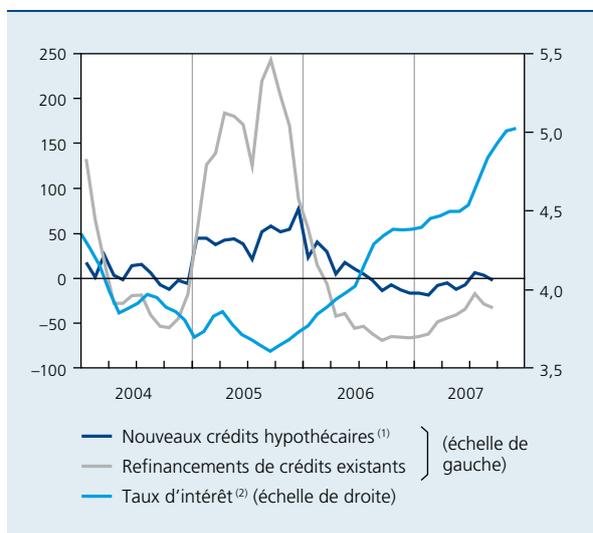
(2) Solde en pourcentage des réponses pondérées des établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit, indiquant le degré d'accroissement ou d'affaiblissement (-) de la demande de crédits.

long terme proposés par un nombre croissant d'établissements bancaires. Ces deux éléments, qui sont intimement liés, ont partiellement compensé l'effet de la hausse des taux d'intérêt observée depuis la mi-2005 sur l'octroi de nouveaux crédits. Au vu de la nouvelle montée du taux moyen appliqué aux crédits hypothécaires, enregistrée dans la seconde moitié de 2007, il est toutefois probable que les crédits se soient inscrits en recul plus net à la fin de l'année. Les refinancements de crédits existants, particulièrement sensibles à l'évolution des taux, ont en tout cas, pour la deuxième année consécutive, largement reflué en 2007.

Depuis deux ans, la réduction de l'écart entre les taux d'intérêt fixe et variable a incité les emprunteurs à préférer les crédits à taux fixe : cette formule a concerné 87 p.c. des contrats signés au mois de septembre de l'année sous revue. Cependant, les formules à taux variable, qui répercutent périodiquement les mouvements des taux du marché sur les intérêts à payer, ont été massivement octroyées entre 2000 et 2005 et ont donc encore représenté une part non négligeable des crédits en cours. La hausse des taux d'intérêt ne semble toutefois pas menacer la capacité des ménages à honorer leurs mensualités.

GRAPHIQUE 66 NOUVEAUX CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES AUX PARTICULIERS, REFINANCEMENTS ET TAUX D'INTÉRÊT

(pourcentages de variation par rapport aux montants octroyés au cours du mois correspondant de l'année précédente, sauf pour le taux d'intérêt)



Sources : UPC, BNB.

(1) À l'exclusion de ceux portant sur le refinancement de crédits existants.

(2) Moyenne des taux appliqués aux principales catégories de crédits hypothécaires, pondérée par les montants des nouveaux emprunts contractés dans chacune de ces catégories.

À la fin de décembre 2007, la Centrale des crédits aux particuliers recensait 24.364 crédits défaillants non régularisés, soit 1,1 p.c. à peine du nombre total de crédits enregistrés. Au terme de 2003, ce ratio s'élevait encore à 1,8 p.c.

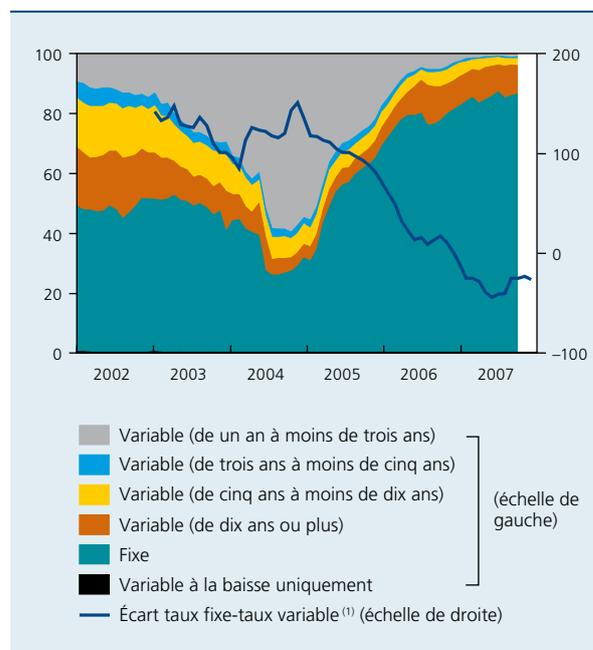
Le législateur a, il est vrai, introduit des garde-fous destinés à faciliter les remboursements quelles que soient les circonstances. Ainsi, la variation du taux d'intérêt par rapport à sa valeur initiale doit être limitée, tant à la hausse qu'à la baisse, par des bornes déterminées contractuellement. Dans tous les cas, l'augmentation du taux initial est plafonnée légalement à 1 point de pourcentage la deuxième année et à 2 points de pourcentage la troisième année, pour autant que la première période de fixité du taux soit inférieure à trois ans. Par ailleurs, le législateur a choisi les taux de rendement des fonds publics comme référence pour l'ajustement périodique des emprunts à taux variable. Comme ces taux de rendement ont été nettement moins volatils que les taux interbancaires, les taux des emprunts hypothécaires sont restés à l'abri des turbulences qui ont affecté le marché monétaire en 2007. Ceci est d'autant plus vrai que, en Belgique, la durée minimale de fixité des taux variables est de un an. Enfin, les entreprises hypothécaires sont tenues de consulter les renseignements consignés à la Centrale des crédits aux

particuliers pour s'assurer de la solvabilité du candidat emprunteur avant de lui accorder un prêt. Ce dispositif, destiné à prévenir le surendettement, apparaît plus que jamais justifié au regard des conséquences de la crise née de l'octroi intempestif de crédits hypothécaires aux ménages américains peu solvables.

La Centrale des crédits collecte également les données relatives aux contrats de crédit à la consommation. Ce segment présente lui aussi un recul du nombre de contrats défaillants non régularisés. On en dénombrait 387.051 au 31 décembre 2007, contre 388.719 un an plus tôt. Cette diminution est d'autant plus significative que le nombre total de contrats en cours n'a cessé d'augmenter, malgré la hausse des taux d'intérêt. Aussi, rapporté au total des crédits en cours, le nombre de crédits défaillants s'établissait, au 31 décembre 2007, à 10,7 p.c. pour les prêts à tempérament, à 10,2 p.c. pour les ventes à tempérament et à 5,4 p.c. pour les ouvertures de crédit. Ces ratios, même s'ils demeurent nettement supérieurs au taux de défaut enregistré sur les crédits hypothécaires, ont néanmoins affiché une tendance à la baisse au cours des dernières années. Instauré en 2003, l'enregistrement

GRAPHIQUE 67 ÉCART DE TAUX⁽¹⁾ ET RÉPARTITION DES NOUVEAUX CONTRATS HYPOTHÉCAIRES SELON LE TYPE DE TAUX⁽²⁾

(données mensuelles, pourcentages du total, sauf pour l'écart de taux)



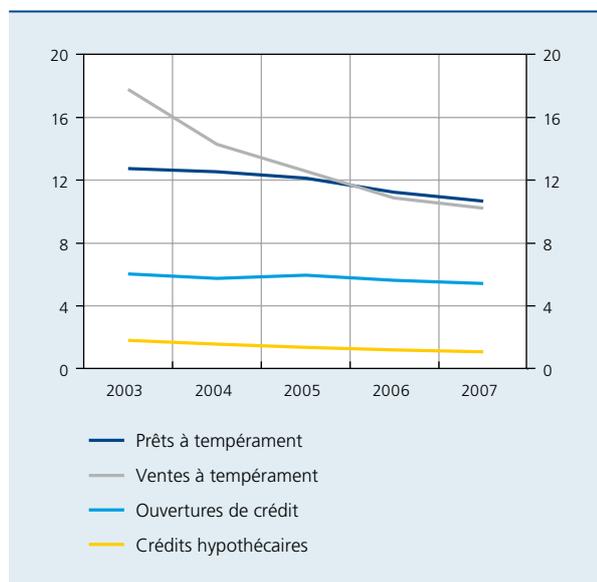
Sources : UPC, BNB.

(1) 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.

(2) Les mentions entre parenthèses renvoient à la période de fixité initiale du taux.

GRAPHIQUE 68 NOMBRE DE CRÉDITS DÉFAILLANTS NON RÉGULARISÉS RAPPORTÉ AU TOTAL DES CRÉDITS EN COURS

(données au 31 décembre, pourcentages)



Source : BNB.

par la Centrale des crédits aux particuliers de l'ensemble des crédits contractés, et plus uniquement de ceux présentant un défaut de paiement, a pu jouer un rôle dans cette diminution.

L'évolution des taux d'intérêt a donné lieu, en date du 1^{er} décembre de l'année sous revue, à une nouvelle augmentation des valeurs maximales du TAEG (taux annuel effectif global) autorisées pour chaque type de crédit à la consommation. Il s'agit déjà de la seconde application d'un arrêté royal entré en vigueur le 1^{er} février 2007, qui instaure un mécanisme d'adaptation automatique de ces maxima en fonction de l'évolution d'indices de référence reflétant le coût du crédit pour les établissements prêteurs (pour plus de détails, voir à ce sujet l'encadré 16 du Rapport 2006).

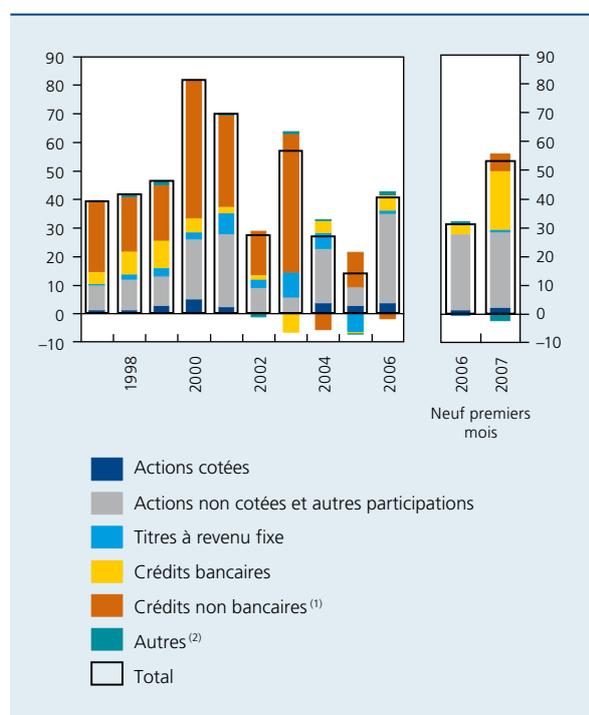
7.3 Sociétés non financières

Au cours des neuf premiers mois de 2007, les entreprises ont contracté de nouveaux engagements financiers à hauteur de 53,1 milliards d'euros, un montant largement supérieur aux 31,2 milliards récoltés au cours de la période correspondante de 2006. Dans une perspective de plus long terme, les nouveaux besoins financiers des entreprises exprimés au cours des trois premiers trimestres de 2007 ont été très élevés. Ils ont servi à financer

la croissance soutenue des investissements physiques des sociétés non financières, leur formation brute de capital fixe ayant atteint 39,7 milliards d'euros en 2007, soit une hausse à prix courants de 6,3 p.c. par rapport à 2006. D'autre part, comme traditionnellement observé dans notre pays, la croissance des nouveaux engagements financiers s'est accompagnée d'une constitution importante d'actifs financiers par les entreprises, de l'ordre de 53,6 milliards. Une frange importante de ces opérations présente un caractère international et reflète la fonction de transit assurée par les centres de coordination établis en Belgique. Par ailleurs, au troisième trimestre, une opération de rachat d'entreprise au sein du groupe Suez est à l'origine d'une constitution d'actifs sous la forme d'actions non cotées d'un montant de 18,2 milliards.

Comme l'année précédente, les émissions d'actions non cotées et d'autres participations ont constitué la première source de financement des entreprises, totalisant quelque 26,1 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2007. Le recours au marché boursier, via l'émission d'actions cotées, a progressé, enregistrant des flux cumulés

GRAPHIQUE 69 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 fonds de pension non autonomes et des postes transitoires.

de 2,2 milliards d'euros. Mettant fin à une longue période de faible croissance sur ce segment, les entreprises ont largement fait appel au crédit bancaire pour couvrir leurs besoins de financement : au cours des neuf premiers mois de 2007, elles ont contracté pour plus de 20 milliards d'euros de nouveaux crédits bancaires, dont près des trois quarts ont été octroyés par des banques belges. Les émissions nettes de titres à revenu fixe se sont chiffrées à un peu moins de 1 milliard d'euros, alors que des remboursements nets d'un montant équivalent avaient été enregistrés au cours de la période correspondante de 2006. Finalement, le financement via les crédits non bancaires, essentiellement interentreprises, en nette décélération depuis quelques années, a drainé 5,9 milliards d'euros au cours de l'année écoulée.

Conditions financières

Les entreprises belges ont fait face à un renchérissement généralisé des sources de financement externe en 2007. Amorcé à la fin de l'année 2005, le mouvement de hausse des taux d'intérêt sur les différentes catégories de prêts aux entreprises s'est poursuivi tout au long de l'année écoulée, en conséquence des relèvements successifs des taux directeurs de l'Eurosystème et, à partir de l'été, des tensions sur les marchés financiers liées à la crise du marché des crédits hypothécaires à haut risque aux États-Unis, dit du *subprime*. Le taux moyen pondéré par les flux respectifs des différentes catégories de prêts aux entreprises – hors découvert bancaire – accordés par les banques belges a crû de 52 points de base, entre décembre 2006 et novembre 2007. Ceci représente toutefois une augmentation de nettement moindre importance que celle observée en 2006, où ce même indice avait progressé de 137 points de base, dans un contexte de resserrement monétaire certes bien plus prononcé.

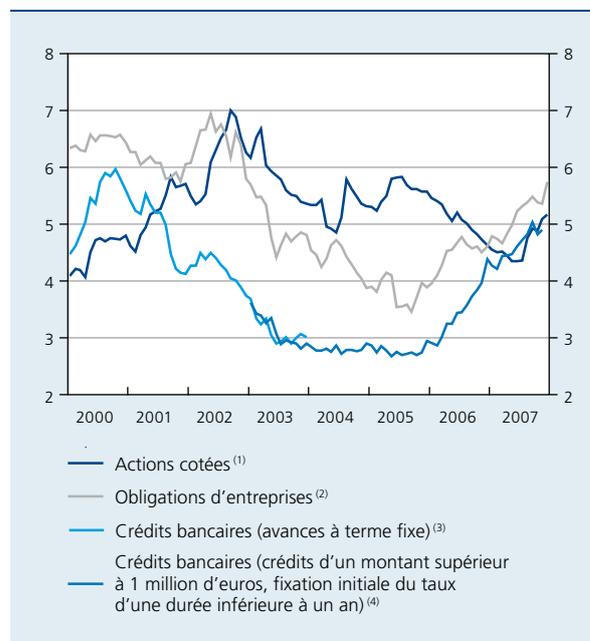
La transmission des hausses successives des taux directeurs aux taux débiteurs des banques belges a été quasiment complète en ce qui concerne les crédits à court terme, définis ici comme les crédits assortis d'une période de fixité initiale du taux inférieure ou égale à un an. Entre septembre 2005 et juillet 2007, les tarifs à court terme appliqués aux entreprises ont enregistré une progression de respectivement 186 et 197 points de base selon que la valeur des crédits était inférieure ou supérieure à 1 million d'euros, tandis que les taux à trois mois du marché interbancaire, qui font office de taux de référence, augmentaient de 208 points de base. Les crédits assortis de taux à plus long terme ont proportionnellement moins renchéri sur la même période : ainsi, ceux d'une valeur inférieure à 1 million d'euros dont le taux est fixé pour une période de plus de cinq ans n'ont vu celui-ci augmenter que de

86 points de base. Ceci traduit l'accroissement plus limité des taux sans risque à long terme et les délais de transmission plus longs sur les longues échéances des crédits bancaires. Le renforcement de la concurrence entre banques, qui exerce une pression à la baisse sur leurs marges, y a aussi contribué. Par conséquent, l'écart entre les tarifs à long et court termes proposés par les banques belges, qui était devenu négatif dès octobre 2006, s'est creusé pratiquement tout au long de l'année sous revue.

Dès l'éclatement de la crise du *subprime*, dans le courant de l'été, des craintes ont vu le jour quant à un resserrement potentiel des standards de crédits. Pourtant, de juillet à novembre 2007, les tarifs à court terme pratiqués par les banques belges n'ont que modérément augmenté en dépit des fortes tensions sur les marchés monétaires. Les tarifs à plus long terme sont, quant à eux, demeurés pratiquement inchangés, et n'ont donc pas profité de la détente des taux sans risque à long terme.

En termes nominaux, le coût de l'endettement par émission de titres des sociétés non financières a continué à augmenter en 2007, mais est resté inférieur aux sommets

GRAPHIQUE 70 COÛTS DE FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN BELGIQUE (pourcentages)



Sources : Thomson Financial Datastream, BNB.

(1) Estimation sur la base d'un modèle d'actualisation des dividendes, moyennes mensuelles.

(2) Rendement d'une obligation de notation BBB libellée en euro, maturité de cinq à sept ans, moyennes mensuelles.

(3) Données de l'enquête mensuelle RIR.

(4) Données de l'enquête mensuelle MIR, pour les nouveaux crédits contractés.

atteints durant les années précédentes, particulièrement au cours de l'année 2002. Les écarts vis-à-vis des taux sans risque correspondants se sont fortement élargis à partir du troisième trimestre, sous l'effet de la réévaluation générale des risques liée aux turbulences suscitées sur les marchés financiers par la crise du *subprime*. Les catégories d'emprunteurs aux profils les plus faibles ont été les plus affectées. Ainsi, l'écart entre le taux sur une obligation d'entreprise de notation BBB, libellée en euro, d'une maturité de cinq à sept ans et celui des titres de la dette publique d'une maturité comparable, s'est élargi de 90 points de base entre juin et décembre 2007. Une obligation de qualité supérieure, de *rating* AAA, n'a vu son écart augmenter que de 22 points de base sur la même période.

Le coût du financement par actions cotées est resté orienté à la baisse jusqu'en juillet, porté par l'évolution favorable des cours boursiers, eux-mêmes largement déterminés par les bons résultats réalisés et attendus des sociétés belges cotées en bourse. Comme détaillé dans l'encadré 19 du Rapport 2005, le coût associé à l'émission d'actions tel que commenté dans ces lignes a été élaboré selon un modèle d'actualisation des dividendes: il augmente en réponse à un accroissement des dividendes (réellement payés et/ou attendus) et diminue à la suite d'une hausse des cours boursiers. Ainsi, la correction brutale subie par les principaux marchés boursiers en août, consécutive aux turbulences provoquées par l'éclatement de la crise du *subprime*, a engendré une forte élévation du coût de financement par actions, qui s'est toutefois ralentie dans les derniers mois de l'année. En moyenne, sur l'ensemble de 2007, le coût de ce mode de financement est néanmoins demeuré plus attractif qu'en 2006 et que durant la majeure partie des années 2000.

Pour conclure, l'année écoulée a été caractérisée par un renchérissement proportionnellement plus important du financement par endettement – qu'il prenne la forme de crédit bancaire ou d'émission d'obligations – que du financement par actions. Il n'y a pas lieu de comparer, dans le graphique 70, les niveaux respectifs des diverses sources de financement mais bien d'analyser leur évolution au fil du temps. D'une part, le niveau du coût de financement par actions dépend largement de l'hypothèse faite sur le taux de croissance réel à long terme des dividendes. D'autre part, les distorsions introduites par la fiscalité ne sont pas prises en considération. À cet égard, l'entrée en vigueur, au 1^{er} janvier 2006, de la législation sur la déduction pour capital à risque, plus connue sous l'appellation de déduction des intérêts notionnels, a contribué à réduire le coût réel du financement par actions en harmonisant le traitement fiscal des fonds propres et celui de l'endettement.

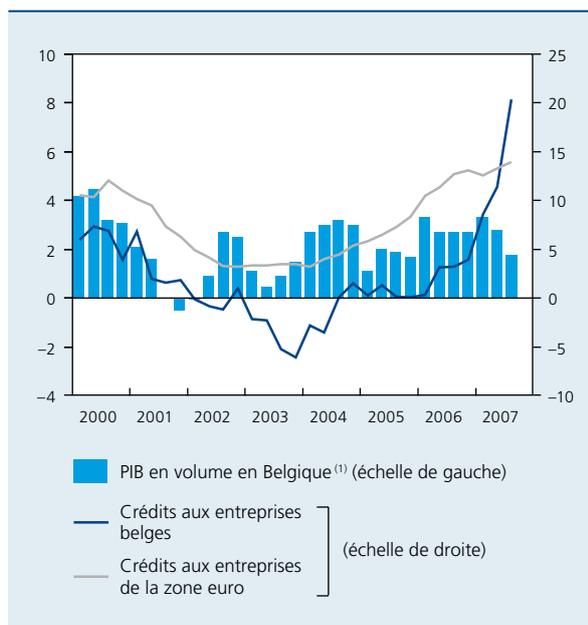
Crédit bancaire

Au cours des neuf premiers mois de 2007, les flux de crédits bancaires aux entreprises se sont nettement accrus, s'élevant à 20,4 milliards d'euros contre 3,4 milliards pour la période correspondante de 2006. Il s'agit d'une progression spectaculaire puisque les volumes octroyés au cours des trois premiers trimestres de l'année écoulée dépassent très largement ceux atteints annuellement dans les années les plus dynamiques, comme à la fin des années 1990. Cette évolution trouve sa justification dans le maintien d'une croissance économique élevée, en ce compris la poursuite de l'expansion rapide de la formation brute de capital fixe des entreprises. Il se peut aussi qu'un certain rattrapage se soit opéré en 2006 et 2007, après que le crédit bancaire aux entreprises eut connu une période prolongée de faible croissance, et même de recul de 2002 à 2004.

Cette période avait été caractérisée par la volonté, de la part des entreprises de la zone euro – et notamment des plus grandes d'entre elles – d'assainir leur bilan, notamment via la réduction sensible de leur endettement. En Belgique, la formation brute de capital fixe des entreprises avait été particulièrement faible de 2001 à 2003 en raison de l'incertitude conjoncturelle et de capacités

GRAPHIQUE 71 CRÉDITS OCTROYÉS PAR LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO ET ÉVOLUTION CONJONCTURELLE EN BELGIQUE

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



Sources : BCE, BNB.

(1) Données trimestrielles brutes.

de production toujours excédentaires. Ainsi, c'est principalement la faiblesse de la demande exprimée par les entreprises belges durant cette période qui explique que l'évolution du crédit se soit inscrite en net retrait des développements observés dans l'ensemble de la zone euro, les banques belges n'ayant pas adopté un comportement plus restrictif que leurs consocérateurs de la zone.

La Centrale des crédits gérée par la Banque permet une ventilation de l'évolution des crédits octroyés par taille d'entreprise. Les données de la Centrale ne sont toutefois pas totalement comparables aux données issues des comptes financiers commentées par ailleurs, notamment en raison de leur couverture limitée aux crédits consentis par les banques belges et d'une valeur individuelle supérieure à 25.000 euros.

Selon les données de la Centrale, l'ensemble des entreprises, quelle que soit leur taille, ont fourni une contribution positive à la croissance globale du crédit bancaire en 2007. Ceci contraste avec les développements de l'année précédente où les grandes entreprises avaient apporté

une contribution négative à l'octroi de crédits bancaires. Au troisième trimestre de 2007, le taux de croissance à un an d'écart de l'encours des crédits bancaires s'établissait à 7,9 p.c. pour les petites entreprises, à 4,9 p.c. pour les moyennes et à 9,3 p.c. pour les grandes.

Les enquêtes successives sur la distribution du crédit bancaire réalisées en 2007 confirment un net renforcement de la demande de crédits bancaires, de façon plus prononcée de la part des grandes entreprises (pour plus de détails, voir l'encadré 15). Si le dynamisme des opérations de fusions et acquisitions y a largement contribué en début d'année, les banques belges affirment avoir rencontré, au fil de l'année écoulée, un regain de demande de crédits liés à tous les types d'investissements, en particulier l'investissement en capital fixe.

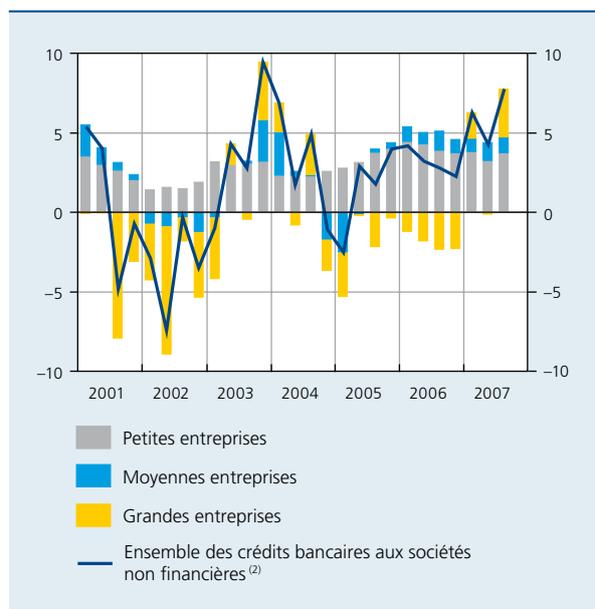
La demande de crédits des entreprises a rencontré une offre abondante. En effet, en dépit du contexte de hausse continue des tarifs bancaires, il ressort des enquêtes qualitatives que les banques belges n'ont, dans un premier temps, pas procédé à un resserrement de leurs conditions d'octroi, les maintenant globalement inchangées jusqu'au deuxième trimestre de 2007. Le développement favorable de la conjoncture, de même que l'excellente santé financière des entreprises, en sont certainement les principaux facteurs explicatifs. L'augmentation des prix des actifs peut aussi avoir exercé une incidence positive sur la valeur nette des entreprises ou sur la valeur des garanties qu'elles peuvent apporter, ce qui a amélioré leur accès au financement bancaire.

L'enquête réalisée par le CeFiP (Centre de connaissances du financement des PME) auprès d'un échantillon représentatif de PME belges, au cours du deuxième trimestre de 2007, indiquait aussi une amélioration de l'accès au crédit par rapport à l'année précédente. Ainsi, seuls 10,1 p.c. des répondants ont dit avoir fait face à beaucoup, voire énormément, de problèmes dans le cadre du financement de leurs projets, contre 13 p.c. un an auparavant. Et la part des répondants ayant rencontré peu ou très peu de problèmes dans ce cadre est tombée à 29,5 p.c. en 2007, contre 40,4 p.c. en 2006.

En revanche, l'enquête de la Banque sur les investissements des entreprises de l'industrie manufacturière, réalisée plus tard dans l'année, en novembre, indiquait un net recul dans l'appréciation par les sociétés interrogées des conditions d'accès au crédit bancaire: alors qu'en 2006, encore 35 p.c. des entreprises interrogées considéraient les conditions courantes d'accès à de nouveaux prêts ou à de nouvelles lignes de crédit comme favorables, elles n'étaient plus que 22 p.c. à le faire en 2007. Le durcissement se serait matérialisé au niveau de l'ensemble des

GRAPHIQUE 72 CRÉDITS OCTROYÉS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES, VENTILÉES SELON LEUR TAILLE ⁽¹⁾ D'APRÈS LA CENTRALE DES CRÉDITS

(contribution à la variation du crédit bancaire aux sociétés non financières, points de pourcentage, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Sont considérées comme petites entreprises celles qui ont déposé un schéma abrégé des comptes annuels. Celles qui ont déposé un schéma complet sont considérées comme grandes ou moyennes selon que leur chiffre d'affaires a été supérieur ou non à 37,2 millions d'euros deux années d'affilée.

(2) Données à fin de trimestre corrigées pour l'effet des variations de cours de change et des reclassements sectoriels; pourcentages de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.

critères d'octroi (taux d'intérêt, volumes octroyés, garanties exigées et autres frais).

À partir du troisième trimestre, les banques belges ont en effet procédé à un durcissement de leurs conditions d'octroi de crédits, dans le sillage des turbulences provoquées

sur les marchés financiers par la crise du *subprime* aux États-Unis et de l'évaluation beaucoup plus prudente des risques qui en a découlé, en particulier le risque de liquidité et le risque de crédit (pour plus de détails, voir l'encadré 15).

Encadré 15 – Offre et demande de crédits bancaires aux entreprises en Belgique

Selon les comptes financiers, les flux de crédits bancaires aux entreprises belges ont enregistré une nette accélération en 2006 et 2007, après une assez longue période de très faible croissance de 2001 jusqu'à 2005. Cet encadré explore les évolutions respectives de l'offre et de la demande de crédits au cours de ces deux dernières années, sur la base des réponses détaillées d'un certain nombre d'établissements de crédit belges à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. Il examine ensuite les retombées possibles des turbulences financières provoquées par la crise du *subprime* aux États-Unis sur les conditions d'octroi de crédits, en exploitant les questions spécifiques des deux dernières enquêtes.

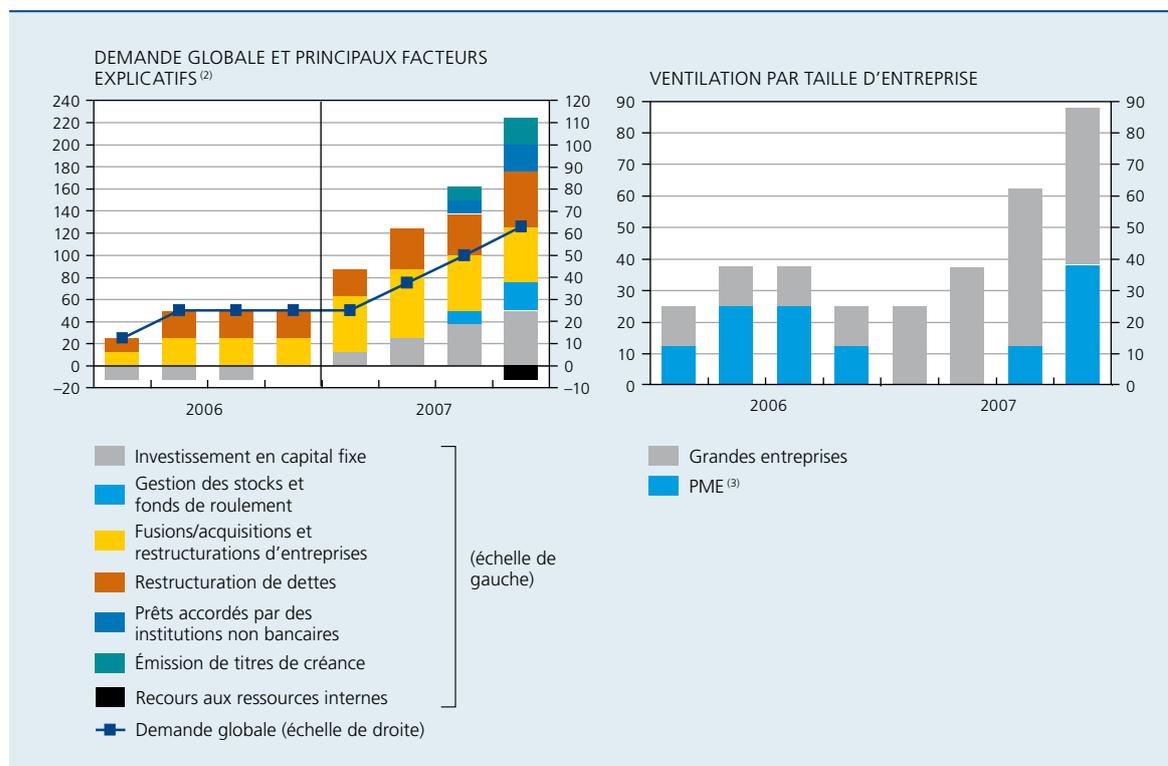
L'enquête trimestrielle de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, baptisée *Bank Lending Survey*, est une enquête de type qualitatif qui collecte les opinions des principaux établissements de crédit de la zone euro quant aux évolutions récentes et futures dans la zone euro des critères d'octroi de crédits, ainsi que de la demande de crédits. L'échantillon belge comprend quatre banques dont les crédits au secteur privé représentent environ 70 p.c. de ceux octroyés par l'ensemble des établissements de crédit belges. Afin de mesurer plus précisément les effets des turbulences financières provoquées par la crise du *subprime*, une série de questions spécifiques, traitant des tensions sur les marchés financiers et de leur incidence possible en matière de conditions d'octroi, a été ajoutée dans les enquêtes d'octobre 2007 et de janvier 2008.

Les valeurs présentées dans les deux premiers jeux de graphiques ci-après correspondent à des « pourcentages nets » cumulés. Le concept de pourcentage net se définit comme la différence de pourcentages de réponses entre les banques interrogées indiquant une évolution dans un sens déterminé (en l'occurrence, un accroissement de la demande de crédits ou un assouplissement des conditions d'octroi de crédits) et celles signalant un développement en sens opposé (affaiblissement de la demande ou durcissement des conditions d'octroi). Les réponses sont pondérées en fonction de l'éloignement par rapport à la réponse « neutre » : ainsi, la mention d'un accroissement (affaiblissement) « sensible » de la demande se voit attribuer un poids deux fois plus grand que la mention d'un accroissement (affaiblissement) « léger ». Les réponses sont cumulées, à partir du premier trimestre de 2006, ce qui permet une représentation visuelle aisée des évolutions rapportées sur l'ensemble de la période. Le fait de cumuler les réponses appelle toutefois une interprétation prudente : en particulier, les erreurs éventuellement observées lors de chaque enquête peuvent se cumuler sur l'ensemble de la période sous revue, augmentant le risque de biais des résultats.

Alors que, en 2006, la croissance des prêts aux entreprises avait été largement influencée par ceux octroyés aux PME, ce sont les grandes entreprises qui lui ont apporté la contribution la plus significative en 2007. Le financement d'opérations de fusions et acquisitions et les restructurations de dettes sont restés d'importants facteurs à l'origine de la hausse de la demande durant l'année sous revue. Comparativement à la vague de fusions à la fin des années 1990, dont une fraction importante avait été financée par échanges d'actions, les rachats d'entreprises enregistrés au cours des dernières années ont été réglés, pour l'essentiel, en numéraire ou par endettement (via les LBO notamment). La contribution positive de l'investissement en capital fixe à la demande globale s'est renforcée tout au long de 2007. Enfin, le financement des stocks et des fonds de roulement a généré une demande supplémentaire de crédits au second semestre de 2007.



DEMANDE DE CRÉDITS BANCAIRES DES ENTREPRISES

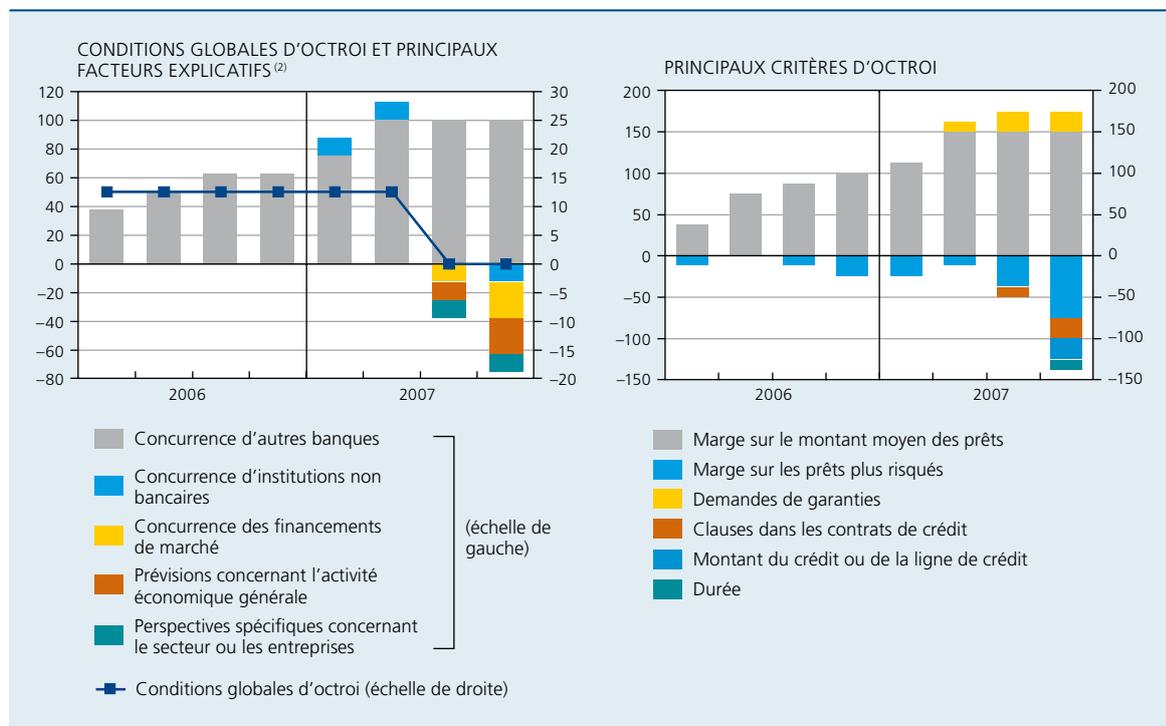
(soldes de réponses ⁽¹⁾ en pourcentages nets cumulés à partir du 1^{er} trimestre de 2006)

En dehors des facteurs positifs favorisant la demande de crédits, les entreprises peuvent aussi se tourner davantage vers les banques parce qu'elles éprouvent des difficultés à trouver des fonds via d'autres canaux. Ainsi, dans la seconde partie de l'année, les problèmes rencontrés pour lever des fonds sur le marché de la dette des entreprises, faisant probablement suite aux tensions sur les marchés internationaux du crédit, de même que la réduction des prêts accordés par des institutions non bancaires, ont contribué à la hausse de la demande de crédits auprès des banques. Au quatrième trimestre, la croissance toujours positive de la demande de crédits a été légèrement affectée à la baisse par un recours accru des entreprises à leurs ressources internes.

Face à une demande en forte progression, les banques belges ont maintenu des conditions financières relativement favorables. Si la hausse des taux sur les marchés monétaires et des capitaux s'est répercutée raisonnablement sur les tarifs moyens, les banques belges semblent avoir abandonné une partie de leurs marges, afin de maintenir des conditions globales quasiment inchangées, jusqu'au deuxième trimestre de 2007 inclus. Elles ont également affirmé avoir assoupli leurs exigences en matière de garanties. L'intensification de la concurrence entre banques, ainsi que vis-à-vis d'institutions non bancaires, explique que les premières ont adopté un comportement globalement peu restrictif à l'égard des emprunteurs. Il s'avère néanmoins que les emprunteurs présentant un profil de risque élevé ont davantage pâti de la hausse des taux, et ce, dès avant l'éclatement de la crise du *subprime*. La mise en

OFFRE DE CRÉDITS BANCAIRES AUX ENTREPRISES

(soldes de réponses⁽¹⁾ en pourcentages nets cumulés à partir du 1^{er} trimestre de 2006)



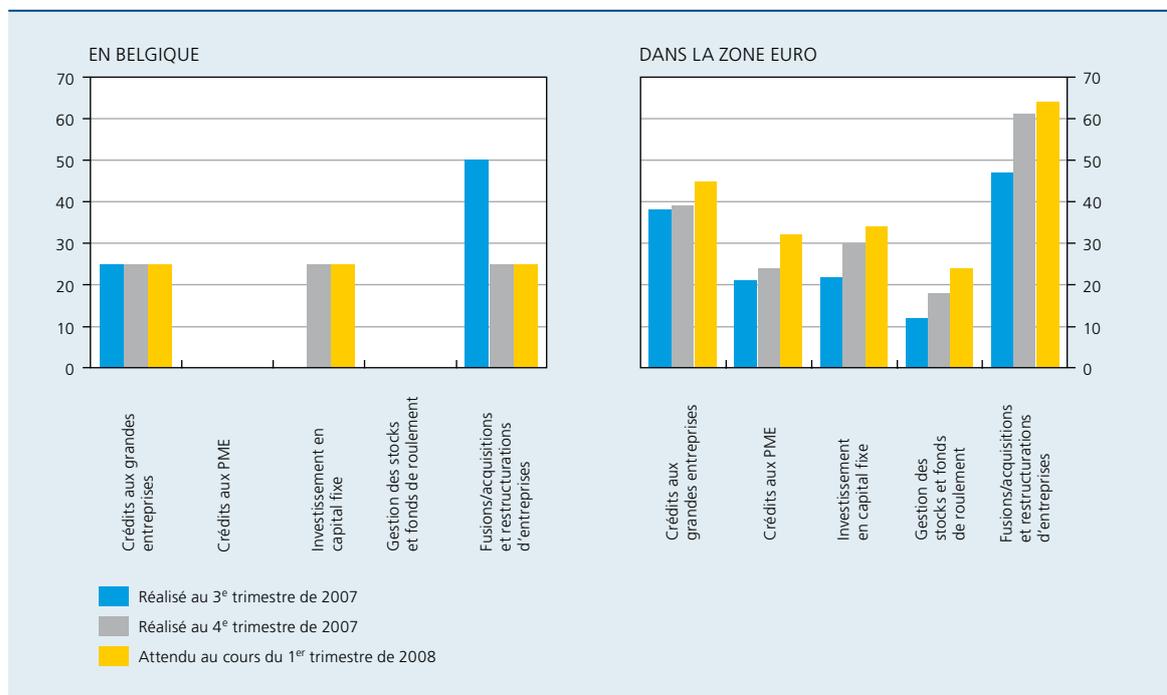
œuvre, au 1^{er} janvier 2007, de la directive sur l'adéquation des fonds propres des établissements de crédit afin de les rendre compatibles avec le nouvel accord du Comité de Bâle sur les fonds propres, dit Bâle II, qui module les exigences de fonds propres en fonction du profil de risque de l'entreprise débitrice, n'est sans doute pas étrangère à cette évolution.

Les standards de crédit ont été modifiés dans la seconde partie de l'année, dans le sillage de la crise financière initiée sur le segment des crédits hypothécaires *subprime* aux États-Unis et de sa propagation à une large frange des marchés du crédit dans le monde. Au troisième trimestre, les banques belges interrogées ont indiqué un resserrement, toutefois relativement faible, des standards de crédits, puis un *statu quo* de ceux-ci au quatrième. Elles prévoient un durcissement complémentaire modéré pour le premier trimestre de 2008. En plus d'un relèvement assez prononcé des marges sur les crédits les plus risqués, les banques belges ont déclaré avoir procédé à une réévaluation des conditions d'octroi autres que les taux d'intérêt, indiquant avoir réduit quelque peu le volume ou la durée des emprunts ou avoir modifié les clauses des contrats de crédits.

Les effets à court terme des turbulences financières associées à la crise du *subprime*, mesurés aux troisième et quatrième trimestres de 2007, sur les conditions d'octroi de crédits aux entreprises ont semblé moins prononcés en Belgique que dans la zone euro. Par rapport aux résultats agrégés pour la zone, les banques belges ont rapporté une moindre hausse de leurs coûts de financement et c'est donc essentiellement la dégradation de leur perception

IMPACT RÉALISÉ OU ATTENDU DES TURBULENCES FINANCIÈRES SUSCITÉES PAR LA CRISE DU *SUBPRIME* SUR LES CONDITIONS D'OCTROI DE CRÉDITS AUX ENTREPRISES

(pourcentages de banques ayant rapporté un resserrement modéré ou significatif des conditions d'octroi, ventilation selon la taille de l'emprunteur et la finalité du prêt)



Sources : BCE, BNB.

des risques liés tant à l'activité économique générale qu'aux perspectives dans les différents secteurs ou firmes qui a engendré un durcissement modéré de leurs conditions d'octroi de crédits. Le relâchement de la concurrence émanant d'institutions non bancaires ou du financement par le marché y a également contribué.

Tant en Belgique que dans la zone euro, la crise a eu un impact différencié selon la taille des emprunteurs, le crédit aux grandes entreprises étant proportionnellement plus affecté que celui aux PME. Les banques belges n'ont d'ailleurs rapporté aucun effet restrictif, ni réalisé ni attendu, des turbulences financières sur le crédit aux PME, sans toutefois exclure la possibilité d'un léger resserrement à l'encontre de ces dernières si les perspectives économiques devaient continuer à se dégrader en 2008. Les banques de la zone euro ont, quant à elles, modifié dès le départ les conditions d'octroi de crédits aux PME et le durcissement à leur égard a eu tendance à s'aggraver au fil des mois.

Dans un premier temps, les prêts liés à des opérations de fusions et acquisitions ont été les principaux visés par le resserrement des conditions financières. Mais à mesure que les turbulences financières perduraient, les banques ont indiqué un durcissement de leur politique vis-à-vis de l'ensemble des prêts, y compris ceux liés aux investissements en capital fixe.

Titres à revenu fixe

Les entreprises belges ont émis des titres à revenu fixe à concurrence de 0,9 milliard d'euros au cours des neuf premiers mois de 2007. Ce chiffre global, peu élevé dans une perspective historique, dissimule des évolutions différenciées selon qu'il s'agit de titres à court ou à long terme. Ainsi, les émissions nettes de titres à court terme sous la forme de billets de trésorerie se sont chiffrées à 3,7 milliards d'euros; elles ont essentiellement émané de centres de coordination de grands groupes multinationaux, affichant des notations élevées. Les principaux souscripteurs à ces émissions qui sont relativement liquides ont été des investisseurs institutionnels belges et étrangers. En revanche, les titres à long terme ont fait l'objet de remboursements nets au cours de l'année écoulée.

Actions

Au cours des neuf premiers mois de 2007, les émissions d'actions non cotées et d'autres participations se sont élevées à 26,1 milliards d'euros. Si l'on ne prend pas en considération l'opération de rachat par Electrabel de Suez-Tractebel, d'un montant de 18,2 milliards d'euros, sans influence sur le volume d'émissions nettes mais qui affecte uniquement les secteurs de contrepartie, environ 60 p.c. de ces émissions ont été souscrits par des investisseurs étrangers. L'essentiel de ces flux a consisté en des investissements directs, en provenance de sociétés non bancaires situées à l'étranger, liées ou possédant un lien de participation avec leurs homologues belges. Les centres de coordination établis sur notre territoire ont, de la sorte, récolté à l'étranger 2,7 milliards d'euros.

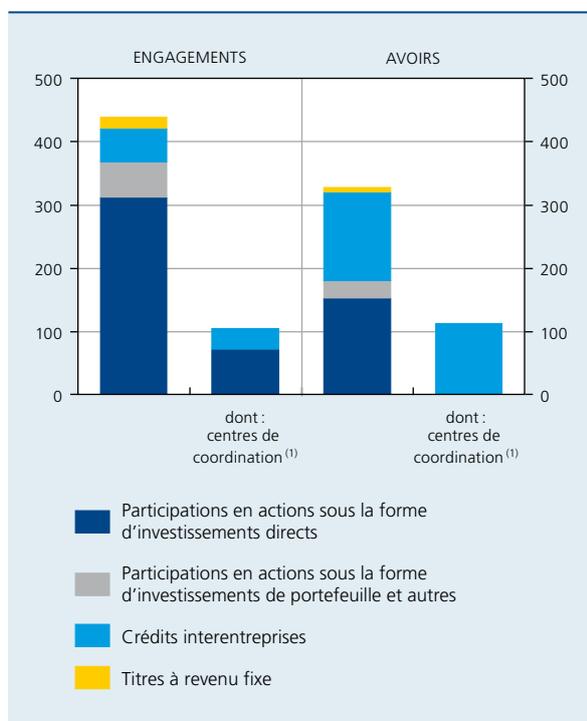
Ces entités, qui bénéficient historiquement d'un régime fiscal favorable, assument généralement le rôle de banquier interne d'un groupe multinational. Les entreprises du groupe prennent des participations dans leur centre de coordination et en reçoivent des dividendes presque intégralement exonérés d'impôts. Quand elles ont besoin de nouveaux fonds, elles empruntent auprès du centre, contre des intérêts qui sont déductibles au titre de charges. Par conséquent, la présence sur notre territoire de centres de coordination rattachés à des groupes étrangers est à la source à la fois d'entrées et de sorties de capitaux significatives, dont les montants ont toutefois tendance à globalement s'équilibrer, limitant ainsi leur impact sur la position extérieure nette des entreprises belges. Les entrées consistent principalement en des injections de capital, tandis que les sorties prennent plus largement la forme de prêts interentreprises.

Ainsi, au 31 décembre 2006, l'encours des participations et autres créances détenues par des entreprises étrangères sur les centres de coordination était estimé à 105,1 milliards, soit environ 24 p.c. du total des engagements non bancaires des entreprises belges à l'étranger. Les centres de coordination détenaient un stock de créances sur des sociétés étrangères d'une valeur de 113,2 milliards d'euros, ce qui représentait 35 p.c. de l'ensemble des avoirs non bancaires des sociétés belges à l'étranger.

Répertorié comme mesure fiscale dommageable par le Conseil Ecofin dès la fin des années 1990 et jugé incompatible avec les règles applicables en matière d'aide d'État par la CE en 2003, le régime des centres de coordination est en voie de disparition, la validité des derniers agréments devant expirer au plus tard en 2010. La déduction des intérêts notionnels, d'application depuis le 1^{er} janvier 2006, assure la transition vers une fiscalité attractive, permettant à toute entreprise résidente d'alléger son imposition effective via l'augmentation de ses fonds propres.

GRAPHIQUE 73 RÔLE DES CENTRES DE COORDINATION DANS LES AVOIRS ET ENGAGEMENTS NON BANCAIRES DES ENTREPRISES BELGES À L'ÉTRANGER

(encours à la fin de 2006, milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Les données sur les centres de coordination sont estimées sur la base de l'enquête sur les investissements directs, menée par la Banque.

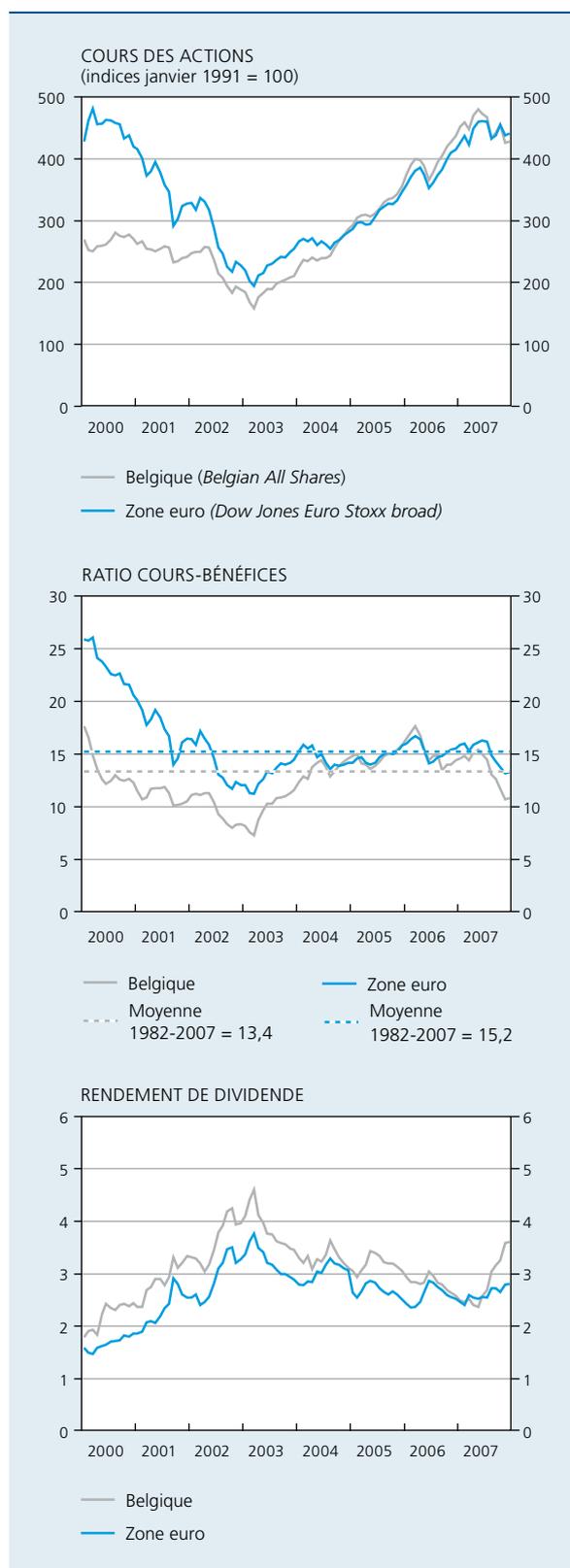
Cette mesure a été à l'origine, dès 2006, d'un engouement marqué des sociétés belges, surtout les plus grandes d'entre elles, pour l'émission d'actions. Même épurées des émissions propres aux centres de coordination, les volumes d'actions non cotées émises par les sociétés belges en 2007 ont été très élevés dans une perspective historique, comme cela avait déjà été le cas en 2006. Il semble que les entreprises de plus petite taille entendent tirer profit de la récente mesure fiscale via une plus grande mise en réserve de leurs bénéfices.

Les émissions d'actions cotées ont, quant à elles, atteint 2,2 milliards au cours des neuf premiers mois de 2007, en progression par rapport à la période correspondante de 2006 (1,3 milliard d'euros). En plus de l'incitant fiscal lié à la déduction des intérêts notionnels, l'année écoulée a été caractérisée par une évolution plus favorable du coût de financement par actions relativement au coût de l'endettement.

La progression des cours boursiers a marqué le pas en 2007, tant en Belgique que dans la zone euro. Si, sur l'ensemble de l'année, l'indice large des valeurs belges a progressé en moyenne de 16,2 p.c., il a clôturé l'année 2007 en baisse de 2,1 p.c. par rapport à la fin de 2006, tandis que son homologue au niveau de la zone euro enregistrait une hausse de 6,4 p.c. dans cette entrefaite. Jusqu'à la fin du mois de mai, les bourses européennes ont pourtant évolué favorablement, portées par des résultats d'entreprises supérieurs aux estimations des analystes et par l'effervescence suscitée par les spéculations et les annonces de fusions et acquisitions. Seul un court épisode de baisse fut enregistré entre la fin du mois de février et le début du mois de mars, à la suite de turbulences émanant du marché chinois. Mais dès les prémices de la crise du *subprime*, la volatilité des marchés d'actions a augmenté et les cours se sont tassés avant d'essuyer des pertes non négligeables en raison de la baisse d'appétence pour le risque des investisseurs internationaux. L'indice belge, qui comporte une proportion élevée de sociétés financières, a davantage souffert que son homologue de la zone euro. Ceci étant, le sentiment toujours positif des analystes de marché quant aux résultats des entreprises à moyen terme, ainsi que le repli des rendements obligataires à long terme, qui font office de taux d'actualisation pour les futurs résultats d'entreprises, ont limité la baisse des cours jusqu'à la fin de 2007.

Jusqu'à l'été 2007, le ratio cours-bénéfices des sociétés belges a continué d'osciller autour d'un niveau légèrement supérieur à sa moyenne de long terme, prolongeant la tendance observée depuis la fin de 2004. Comme les turbulences financières ont surtout freiné la demande de titres risqués, tels que les actions, sans porter directement

GRAPHIQUE 74 COURS BOURSISERS, RATIO COURS-BÉNÉFICES ET RENDEMENT DE DIVIDENDE EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO
(moyennes mensuelles)



Sources : Thomson Financial Datastream, Euronext Brussels.

atteinte aux fondamentaux de la croissance des entreprises, le ratio cours-bénéfices a fortement chuté, pour s'afficher en fin d'année à 10,8, un niveau inférieur de 2,6 points de pourcentage à la moyenne calculée sur les vingt-cinq dernières années. Une évolution similaire, mais d'ampleur moindre, a été observée au niveau des actions de la zone euro, qui ont clôturé l'année 2007 avec un ratio cours-bénéfices de 13,3, un niveau inférieur de 1,9 point de pourcentage à la moyenne historique. Les actions belges ont offert en moyenne sur l'année 2007 un rendement de dividende supérieur à celui des actions de la zone. Quant au taux de rémunération des actionnaires, mesuré par le ratio des dividendes aux bénéfices, il a été quasiment équivalent en Belgique et dans la zone, s'élevant à respectivement 38 et 39 p.c.

Les introductions en bourse de sociétés belges se sont succédé à un rythme soutenu tout au long de l'année écoulée. Au total, sur l'ensemble des marchés d'Euronext Brussels, dix-huit introductions ont été recensées en 2007, ce qui, compte tenu des sociétés radiées de la cote, a porté à 163 le nombre de sociétés belges – y compris les sociétés financières – émettant des actions cotées au 31 décembre 2007. Neuf introductions ont pris place sur le marché réglementé d'Euronext Brussels, dont la plus médiatisée fut certainement celle de Nyrstar, qui a levé pour l'occasion 2 milliards d'euros. Six entreprises d'une taille beaucoup plus modeste ont fait leur apparition sur le Marché Libre – segment non réglementé de la place de Bruxelles –, en récoltant en moyenne 1,7 million par offre publique initiale. Enfin, trois sociétés belges ont été introduites sur Alternext – compartiment spécialisé dans la cotation d'entreprises de taille intermédiaire –, où elles ont levé en moyenne 12,6 millions. La taille moyenne des sociétés nouvellement cotées et des capitaux levés à l'introduction témoigne de la complémentarité des trois marchés mentionnés ci-dessus, focalisés sur des entreprises aux besoins spécifiques.

Deux évolutions méritent d'être mentionnées comme pouvant faciliter l'accès des sociétés belges au marché boursier dans le futur. D'une part, il existe maintenant la possibilité pour les entreprises candidates à l'introduction en bourse de communiquer sur l'offre publique initiale sans devoir attendre l'approbation de leur prospectus par la CBFA. L'allongement de la période entre la recherche d'investisseurs potentiels et le lancement officiel de l'offre constitue un atout supplémentaire pour assurer le placement de celle-ci.

D'autre part, le rapprochement du New York Stock Exchange (NYSE) et d'Euronext a donné naissance, le 4 avril 2007, au NYSE Euronext, qui rassemble ainsi douze marchés (six au comptant et six de dérivés), et peut, dès

lors, offrir à ses participants un large choix de produits aisément disponibles grâce à la liquidité et à la profondeur de ses marchés. Pour le moment, les marchés boursiers des deux continents fonctionnent comme deux entités distinctes et il n'existe pas de plate-forme commune de négociation ni d'interconnexion entre Euronext et NYSE. Les sociétés ne peuvent être cotées systématiquement sur une liste commune dans la mesure où la fusion a eu lieu entre deux régions dotées de cadres juridique et réglementaire différents. Néanmoins, la création de produits et services transfrontaliers est prévue, de même qu'une cote internationale dans de nombreuses devises et couvrant plusieurs fuseaux horaires. La visibilité accrue des entreprises belges dans ce contexte devrait leur permettre des levées de fonds de plus grande ampleur, comme a déjà pu en témoigner l'augmentation de capital de Fortis au quatrième trimestre de 2007. Avoisinant les 13,4 milliards d'euros, il s'agit de loin de la plus grande opération jamais réalisée sur le marché primaire des actions à Bruxelles.

7.4 Administrations publiques

Au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, les comptes financiers des administrations publiques se sont détériorés. Leur déficit est passé de 3,8 milliards d'euros pendant la période correspondante de 2006 à 4,7 milliards. Cette dégradation se reflète principalement dans l'évolution des engagements financiers, lesquels ont augmenté de 14,2 milliards d'euros, contre 3,5 milliards en 2006. Compte tenu de l'émission par le Trésor d'emprunts visant essentiellement à assurer le financement d'échéances de remboursement proches, les actifs financiers ont toutefois connu une forte hausse, de 9,5 milliards d'euros, alors qu'ils n'avaient guère varié en 2006.

Nouvelles émissions du Trésor

Les émissions nettes de titres en euro par le Trésor ont représenté la majeure partie des nouveaux engagements financiers des administrations publiques: ces émissions ont atteint un montant cumulé de 19,5 milliards d'euros à la fin de septembre 2007, contre 1,5 milliard un an plus tôt.

Dans le segment du moyen et du long terme, le Trésor a émis deux nouveaux emprunts de référence, et ce par le biais d'une syndication. Au début de l'année, comme de coutume, un nouvel emprunt de référence à dix ans a été placé, suivi en avril d'un emprunt de référence à cinq ans. En outre, une nouvelle obligation assortie d'un terme de quatre ans a également été émise, pour un montant de 3 milliards d'euros, au moyen d'une syndication en juin.

TABLEAU 38 ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(milliards d'euros)

	2002	2003	2004	2005 ⁽²⁾	2006	2007	Neuf premiers mois	
							2006	2007
Formation d'actifs financiers ⁽¹⁾	4,4	-4,1	4,0	2,7	1,5	n.	-0,3	9,5
Nouveaux engagements financiers	5,7	-4,7	3,9	2,5	0,8	n.	3,5	14,2
Titres en euro	5,8	-2,0	-1,6	2,4	-1,2	n.	2,1	17,8
dont :								
Trésor	5,4	-0,9	-1,6	3,1	-0,8	12,6	1,5	19,5
À un an au plus	-0,5	-0,3	-0,2	0,8	0,1	4,1	3,4	9,2
À plus d'un an	5,9	-0,6	-1,4	2,3	-0,9	8,4	-1,9	10,4
Autres engagements en euro ⁽¹⁾	1,1	-1,3	6,9	0,8	2,1	n.	0,4	-3,6
Engagements en devises du Trésor	-1,2	-1,3	-1,4	-0,7	-0,2	-0,5	1,0	0,0
Solde financier	-1,2	0,6	0,1	0,2	0,7	n.	-3,8	-4,7

Source : BNB.

(1) Y compris les « bons du Trésor – Fonds de vieillissement ».

(2) Données établies selon l'optique de l'ICN dans laquelle le FIF est traité comme une société non financière plutôt que comme une administration publique, comme dans l'optique d'Eurostat. En 2005, tant la formation d'actifs financiers que les nouveaux engagements financiers ont été influencés par des opérations liées à la reprise de la dette de la SNCB par le FIF. Celles-ci ont consisté en un refinancement par l'État d'une partie de la dette, à hauteur de 1,9 milliard d'euros, et en l'inscription d'une créance sur le FIF, pour un montant équivalent. Il n'y a, par conséquent, pas eu d'effet sur le solde financier.

Cette nouvelle obligation linéaire (OLO) présente la particularité d'être à taux flottant : elle porte un intérêt variable lié à l'Euribor à trois mois.

L'alimentation des lignes d'OLO existantes s'est faite dans le courant de l'année par le biais de quatre adjudications. Sur le plan du long terme, l'emprunt de référence à quinze ans, émis en 2006, a à nouveau été proposé, de même qu'un titre venant à échéance en 2028. Ces lignes ont rencontré l'intérêt des investisseurs institutionnels, qui y ont souscrit pour un montant de près de 4,3 milliards d'euros.

Au total, le Trésor a procédé, en 2007, à l'émission d'OLO pour un montant de 27,9 milliards d'euros, contre 20,8 milliards en 2006.

Par ailleurs, en octobre, étant donné la volatilité accrue du marché et afin d'éviter de dépendre uniquement du financement en OLO, le Trésor qui, en outre, se voyait confronté à un certain risque de refinancement, a émis un produit structuré nommé LOBO (*Lender's Option Borrower's Option*) pour un montant de 1 milliard d'euros, placé auprès d'investisseurs institutionnels. Ce produit, d'une échéance de trente ans, se caractérise par le fait que tant les prêteurs que l'emprunteur ont la possibilité, moyennant certaines conditions, d'en demander le remboursement anticipé ou de modifier le rendement. En principe, pour le Trésor, le coût de financement

d'un LOBO est moins élevé que celui d'une OLO classique, du moins durant les premières années. L'émission de ce produit a permis de profiter de circonstances exceptionnelles sur le marché en 2007. Dans le futur, l'usage de produits structurés n'est pas à exclure, tout en n'occupant toujours qu'une place secondaire parmi les émissions du Trésor.

Les émissions de bons d'État, instruments de la dette publique destinés aux investisseurs non professionnels, sont habituellement plus réduites. En 2007, le Trésor a emprunté pour 0,5 milliard d'euros via cet instrument, contre 0,7 milliard l'année précédente. Il s'agissait de bons d'État à trois, cinq et huit ans. En mars, les derniers bons d'État sous forme matérielle – en l'occurrence à cinq ans – ont été émis. Désormais, depuis l'émission de juin 2007, les bons d'État sont uniquement représentés par des inscriptions nominatives dans le Grand livre de la dette publique de l'État ou par des titres dématérialisés, exclusivement inscrits en compte.

Gestion de la dette du Trésor

Tout comme en 2006, les opérations budgétaires du Trésor au cours de l'année sous revue se sont soldées par un déficit, avec pour conséquence une augmentation du solde brut à financer. Les émissions à moyen et à long termes n'ont pas été suffisantes pour le couvrir, ce qui

TABLEAU 39 BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT FÉDÉRAL

(milliards d'euros)

	2006	2007
Solde brut à financer	25,7	29,6
Besoins bruts de financement . .	23,2	24,5
Déficit ou excédent (–) budgétaire ⁽¹⁾	3,5	3,6
Dettes à moyen et à long termes échéant dans l'année	19,7	20,9
En euro	19,6	20,9
En devises	0,1	0,0
Rachats et échanges (titres échéant l'année suivante ou ultérieurement)	2,5	4,9
Autres besoins de financement	0,1	0,2
Moyens de financement ⁽²⁾	21,5	29,4
Émissions à moyen et à long termes en euro	21,5	29,4
Obligations linéaires (OLO) ⁽³⁾ . .	20,8	28,9
Bons d'État	0,7	0,5
Émissions à moyen et à long termes en devises	0,0	0,0
Variation nette de la dette à court terme en devises	–0,1	–0,5
Variation nette de la dette à court terme en euro et des actifs financiers	4,3	0,6

Source : SPF Finances.

(1) À l'exclusion des transferts au Fonds de vieillissement. Le solde budgétaire est calculé 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, conformément au SEC 95, le calcul s'effectue en principe sur la base des transactions.

(2) À l'exclusion des émissions de « bons du Trésor – Fonds de vieillissement ».

(3) Y compris les produits structurés.

s'est traduit par une augmentation de la dette à court terme.

Le Trésor a consacré un volume plus élevé qu'en 2006 au rachat ou au remboursement des emprunts arrivés à échéance dans le courant de l'année sous revue. De même, le volume des rachats de titres échéant en 2008 ou ultérieurement a été plus important.

Une gestion efficace de la dette publique passe par la maîtrise des risques liés aux opérations d'emprunt; elle doit également permettre d'assurer la liquidité des titres émis. Pour accroître cette dernière, le Trésor a conclu, depuis quelques années, des contrats avec des *primary dealers* et des *recognized dealers* qui sont chargés de promouvoir les titres de la dette publique belge et d'animer les marchés tant primaire que secondaire (pour plus de détails, voir l'encadré 16).

Ainsi, grâce à l'action des *primary dealers* et des *recognized dealers*, la diversification des détenteurs de la dette publique belge est importante; elle permet d'assurer un bon degré de liquidité des titres. La proportion d'OLO détenues à l'étranger a atteint, à la fin septembre de 2007, 54,3 p.c., tandis que la part des certificats de trésorerie détenus par le reste du monde s'établissait, à la même période, à 81,6 p.c. Cette situation reflète la forte demande de l'étranger induite par la rareté relative de titres publics en euro à court terme obtenant un bon *rating* auprès des agences de notation.

Encadré 16 – *Primary dealers* et *recognized dealers*

Le corps de *primary dealers* a été établi lors de la réforme du marché des titres publics en janvier 1991. Ce sont des intermédiaires financiers liés au Trésor par un cahier des charges en vue d'animer le marché primaire des OLO et des certificats de trésorerie, de favoriser le démembrement (*stripping*) des OLO, d'assurer la liquidité de tous ces titres sur le marché secondaire ainsi que de promouvoir les instruments de financement de la dette belge. Les *primary dealers* doivent participer régulièrement et de manière significative – part de marché d'au moins 2 p.c. du total des offres compétitives en moyenne – aux adjudications d'OLO et de certificats de trésorerie. Ils doivent aussi apporter une contribution substantielle à la liquidité du marché secondaire hors bourse des OLO, des titres scindés et des certificats de trésorerie. Ici aussi, une part de marché d'au moins 2 p.c. du total des achats et ventes déclarés par l'ensemble des *primary dealers* est demandée. Dans ce marché de gré à gré, les *primary dealers* remplissent le rôle de teneur de marché en cotant des taux ou des prix fermes à l'achat et à la vente.

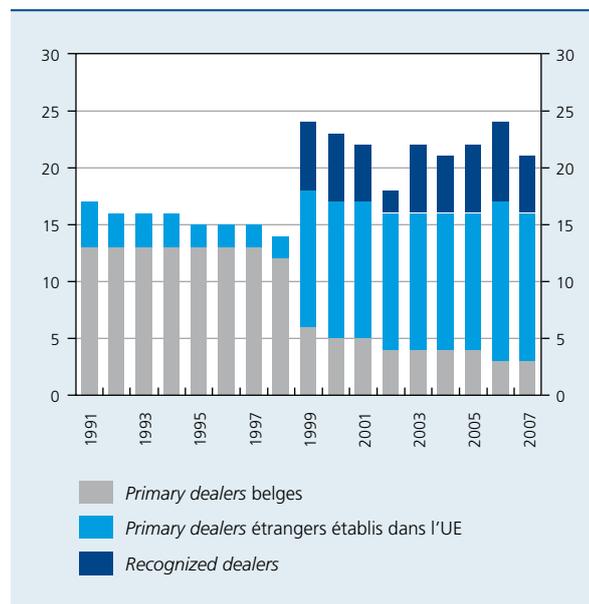


Le corps de *recognized dealers* a pour mission spécifique de promouvoir le placement des valeurs du Trésor, en particulier sur des marchés où la demande pour les titres du Trésor belge est faible ou inexistante ou sur des marchés où le potentiel de placement n'est pas totalement exploité. Leurs obligations de promotion des valeurs du Trésor passent notamment par la publication de recherches économiques et d'analyses de marché et par l'organisation de rencontres avec les investisseurs. Ils sont également tenus d'être actifs sur les marchés tant primaire que secondaire des titres de la dette publique mais, contrairement aux *primary dealers*, ils ne doivent pas réaliser des parts de marché minimales.

En contrepartie de leurs engagements, les *primary dealers* disposent de certains droits exclusifs, notamment celui d'introduire, après l'adjudication des fonds publics, des souscriptions non compétitives. Ils sont aussi les contreparties privilégiées du Trésor dans ses opérations de gestion financière. Les *primary dealers* ainsi que les *recognized dealers* sont les seuls intermédiaires à pouvoir prendre part aux adjudications de titres publics, demander la scission et la reconstitution d'OLO, participer aux rachats organisés par le Trésor et utiliser une *repo facility* offerte par le Trésor. Dans le cadre de cette facilité, qui s'adresse toutefois aussi à d'autres teneurs de marché, le Trésor livre, via une opération de cession-rétrocession, des titres manquants lorsque se pose un problème de livraison sur le système électronique de courtier entre *dealers*.

Leur nombre n'est pas immuable. Le ministre des Finances peut retirer ce statut à tout *primary dealer* ou *recognized dealer* manquant gravement à ses obligations ou l'attribuer à d'autres intermédiaires financiers, tout comme chaque *primary dealer* ou *recognized dealer* peut décider, moyennant préavis, de renoncer à ce statut. Le nombre de *primary dealers* a fluctué, notamment en raison des fusions dans le monde financier et du passage à l'euro.

NOMBRE DE PRIMARY ET RECOGNIZED DEALERS



Source : SPF Finances.

Ainsi, le passage à la monnaie unique fut un énorme défi pour le Trésor belge. Auparavant, les titres de la dette publique constituaient des actifs incontournables sur les marchés financiers en franc belge. Après le 1^{er} janvier 1999, ce ne fut plus le cas puisque, à partir de ce moment, les titres du Trésor sont entrés en concurrence avec d'autres titres publics en euro. Comme les résidents belges peuvent, depuis lors, sans risque de change, souscrire

à ces titres, il était impératif pour le Trésor de convaincre les investisseurs étrangers d'acheter ses titres. À cette fin, il a fondamentalement adapté la composition de ses contreparties sur le marché : sept nouveaux *primary dealers* et six *recognized dealers*, tous d'origine étrangère, ont été désignés en 1999. Le nombre de *primary dealers* belges a diminué à la suite de fusions et du déplacement de l'activité de *primary dealers* d'origine étrangère, de leur filiale belge vers le siège central européen (Londres, Paris, Francfort, Amsterdam). En 2007, seize *primary dealers* et cinq *recognized dealers* étaient actifs. Le corps est bien diversifié : les principales institutions européennes et anglo-saxonnes, et même une banque d'affaires japonaise (à chaque fois via une filiale dans l'UE) forment le complément indispensable aux trois *primary dealers* belges pour assurer un réseau global de négoce et d'investissement en titres publics belges.

Les risques financiers associés à l'émission de titres de la dette publique belge sont le risque de change, le risque de refinancement, le risque de refixation du taux et le risque de crédit.

Le risque de change a pratiquement disparu. En effet, la part de la dette en monnaies étrangères est devenue minimale au cours des dernières années. Au terme de 2007, la dette en devises ne représentait plus que 0,33 p.c. de la dette totale, contre 0,52 p.c. à la fin de 2006.

Le risque de refinancement et le risque de refixation du taux sont suivis au moyen de quatre indicateurs. Depuis 2005, ceux-ci sont calculés sur la base d'une moyenne sur six mois, afin d'aplanir les modifications soudaines dans les indicateurs lorsque celles-ci ne sont pas dues à une augmentation du risque.

Le risque de refinancement est défini par le Trésor comme la possibilité que les coûts en intérêts soient plus élevés que prévu en raison de besoins de financement trop importants dans une période de temps limitée. Pour ce risque, le montant devant être refinancé dans les douze mois est limité à 22,5 p.c. du portefeuille et dans les cinq ans à 60 p.c. Dans la seconde partie de 2007, le montant à refinancer dans les douze mois a souvent été proche de sa limite à la suite d'un recours accru au financement par certificats de trésorerie consécutif à des déficits plus élevés que prévu, ainsi qu'à des échéances importantes en 2008. À la fin de 2007, le montant à refinancer dans les douze mois avait même légèrement dépassé ce seuil et se chiffrait à 22,7 p.c. du portefeuille. À l'horizon de cinq ans, pour lequel l'indicateur s'établissait à 51,9 p.c., le problème de refinancement ne se posait en revanche pas.

Les refinancements impliquent également un risque de taux, étant donné que le coût d'un nouveau refinancement dépend de l'évolution des marchés dans le futur.

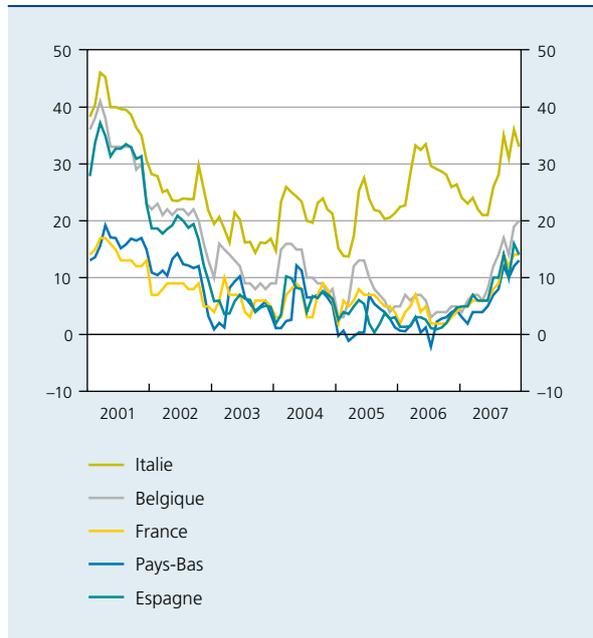
Le risque de taux est limité par le recours à des produits dérivés comme les *interest rate swaps* ou les *forward rate agreements*. Le risque de refixation du taux indique, selon la définition du Trésor, la part du portefeuille sujette à une refixation des conditions d'intérêt pendant une période déterminée. La limite pour le risque à douze mois est fixée à 25 p.c. de la dette en euro ; elle est de 65 p.c. pour le risque à cinq ans. En moyenne, au cours de l'année sous revue, le risque de refixation du taux à douze mois a été de 20,5 p.c. et celui à cinq ans de 55,4 p.c.

Enfin, le risque de crédit est déterminé par la perte que le Trésor encourrait si l'une ou l'autre de ses contreparties ne respectait pas ses obligations contractuelles de paiement. Pour diminuer ce risque, le Trésor ne traite qu'avec des contreparties dont la notation s'élève au minimum à A. Dans la pratique, cependant, la majeure partie de celles-ci ont une notation AA, ce qui contribue à réduire le risque de crédit. Par ailleurs, depuis 2006, le Trésor a contracté un *credit support agreement* avec des *primary dealers*. Grâce à ces accords, couramment utilisés sur les marchés financiers, les contreparties échangent entre elles des gages, généralement constitués de liquidités ou de titres, à concurrence du montant (net) du risque de crédit. Cette disposition permet au Trésor de diminuer sensiblement – de plus de 60 p.c. à la fin de 2006 – le risque de crédit portant sur les produits dérivés.

L'écart de rendement entre l'emprunt de référence à dix ans de l'État belge et le *Bund* allemand d'échéance similaire a nettement augmenté, pour atteindre un pic de 26 points de base le 4 décembre. Les emprunts des autres États membres de la zone euro, tels que la France, l'Espagne, les Pays-Bas ou l'Italie ont également vu leur écart par rapport au *Bund* se détériorer au cours du deuxième semestre. Cette dégradation est à mettre sur le compte des conséquences des turbulences financières liées au marché américain des crédits hypothécaires à haut risque, dit du *subprime*. En effet, confrontés à ces

GRAPHIQUE 75 ÉCARTS DE TAUX DE RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS ⁽¹⁾ VIS-À-VIS DU *BUND* ALLEMAND

(moyennes mensuelles, points de base)



Source : BCE.

(1) Pour la Belgique, taux de rendement sur le marché secondaire des emprunts de référence de l'État (OLO).

tensions, les investisseurs ont réorienté leurs investissements vers des placements sans risque et très liquides. Dans la zone euro, les emprunts de l'État allemand, qui présentent le moindre risque de crédit et la plus forte liquidité, bénéficient d'une préférence accrue comme valeur refuge. La forte demande des investisseurs pour ces placements a contribué à en augmenter le prix et, par conséquent, à baisser leur rendement, accroissant ainsi les écarts avec les emprunts des autres États membres. En outre, la crise politique que la Belgique a traversée au cours de la deuxième partie de l'année a également joué un rôle dans l'augmentation de l'écart entre l'emprunt de référence belge et le *Bund*, surtout vers la fin de l'année.

En moyenne, sur l'ensemble de l'année 2007, la différence de rendement entre l'emprunt belge de référence à dix ans et celui de l'obligation allemande de même terme s'est établie à 11 points de base, contre 5 en 2006. L'écart de rendement vis-à-vis du *Bund* a également été plus élevé que l'année précédente pour les emprunts de référence néerlandais (7 points de base en moyenne, contre 2 en 2006), français (9 points de base, contre 4) et espagnols (9 points de base, contre 2). Par contre, il est resté pratiquement inchangé pour les emprunts italiens (27 points de base en moyenne, contre 28).



Stabilité financière

8.

8.1 Évolutions récentes sur les marchés financiers internationaux

Le système financier international a traversé d'importantes turbulences au second semestre de 2007, qui ont mis un terme abrupt à plusieurs années de volatilité réduite, de faibles primes de risques de crédit et de liquidité et de conditions de marché globalement favorables pour les institutions financières. La détérioration du marché de l'immobilier résidentiel américain et la recrudescence des défauts de paiement, qui en a résulté dans le compartiment des prêts hypothécaires à haut risque (*subprime*), ont été les principaux déclencheurs des sévères perturbations et corrections qui se sont produites dans des segments importants des marchés monétaire et de crédit.

Comme expliqué au chapitre 1 consacré à l'environnement international, la hausse des prix des logements et la croissance des prêts hypothécaires ont été très vives aux États-Unis jusqu'à la mi-2006, à l'instar de l'évolution observée dans nombre d'autres pays. L'un des facteurs ayant contribué à la vigueur du marché américain a été la forte progression de l'octroi de crédits hypothécaires à des emprunteurs à risque qui n'avaient, jusque-là, guère eu accès au marché. Ces nouveaux emprunteurs perçoivent des revenus insuffisants ou n'apportent pas la preuve de leurs revenus, présentent un historique de défauts de paiement ou, encore, ne disposent pas des ressources adéquates pour financer eux-mêmes une partie du logement qu'ils souhaitent acquérir. Si le développement de ce segment de marché a permis d'augmenter la proportion de ménages propriétaires de leur logement, ceci n'a été rendu possible que par un relâchement progressif des conditions de prêts appliquées par les banques et les autres établissements financiers. Ainsi, des crédits ont été accordés à des taux initiaux très bas, mais révisables après quelques années, tandis que les ratios entre les montants des prêts et la valeur des biens ou encore entre le service de la dette et le revenu des emprunteurs se sont fortement accrus. Aussi longtemps que les prix immobiliers ont été en hausse, cet assouplissement des conditions sur les prêts hypothécaires à risque n'a pas entraîné de pertes de crédit pour les détenteurs des créances. En effet, les gains en capitaux résultant de la hausse de l'immobilier

ont pu être mobilisés par les propriétaires pour obtenir de nouveaux prêts leur permettant de rester à niveau dans le remboursement du principal et des intérêts de l'emprunt initial. Toutefois, lorsque la progression des prix de l'immobilier s'est interrompue, les défauts de paiement sur les prêts hypothécaires à taux ajustable se sont fortement accrus. Pour les millésimes les plus récents (2005 et 2006), le phénomène a été beaucoup plus marqué que lors du précédent repli sur le marché des prêts hypothécaires à haut risque, en 1999 ou 2000.

Aux États-Unis, les prêts hypothécaires à haut risque représentaient, à la fin de 2006, plus d'un cinquième des 10.000 milliards de dollars d'encours total des prêts hypothécaires, en ce compris les prêts dits *Alt A* qui sont consentis à des emprunteurs pour lesquels on ne dispose que de références incomplètes, mais dont la qualité de crédit est supérieure à celle des emprunteurs à haut risque. Contrastant singulièrement en cela avec la crise des institutions hypothécaires qui avait affecté le système bancaire américain à la fin des années 1980, la plupart de ces prêts potentiellement à problèmes ne figurent plus au bilan des banques, mais ont été titrisés et cédés sur les marchés sous la forme de titres adossés à des créances hypothécaires (*Mortgage-backed Security* – MBS) et de titres adossés à des crédits garantis par des biens immobiliers (*Home Equity Loan Asset-backed Security* – HEL ABS). La croissance de la titrisation a, en effet, été très forte ces dernières années dans les systèmes financiers américain et mondial, car les grands établissements de crédit ont progressivement substitué à leur modèle d'activité traditionnel, basé sur un schéma d'intégration verticale combinant l'initiation et la détention des prêts, un modèle bancaire s'appuyant davantage sur le marché où les opérations sont fragmentées et les prêts accordés à l'origine par une institution sont redistribués à d'autres investisseurs.

Dans le modèle classique, les banques conservent les crédits et, donc, les risques à leur bilan jusqu'à l'échéance, prenant ainsi en charge l'ensemble de l'opération, à savoir l'analyse de la solvabilité de l'emprunteur, l'octroi et le financement du prêt, l'encaissement des intérêts et du capital, le suivi de la situation de l'emprunteur et, le cas échéant, la restructuration de la dette du débiteur.

Le développement, pendant les années 1970 et 1980, de la titrisation – technique consistant à transformer tout ou partie d’un portefeuille de prêts en titres négociables, tels les MBS – a progressivement érodé ce modèle classique.

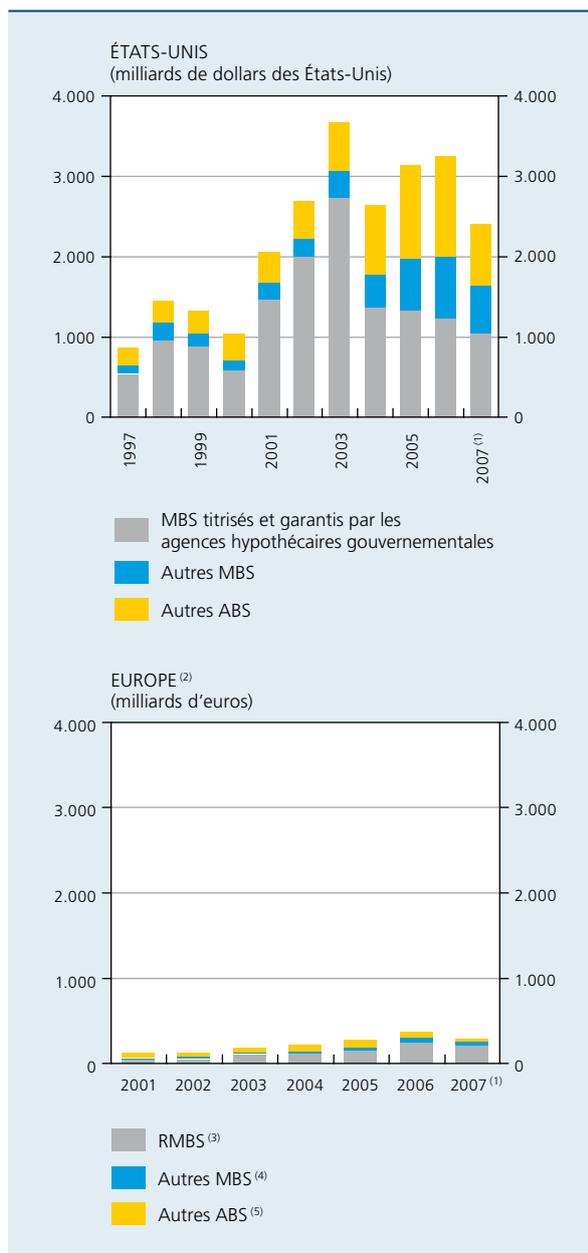
Par le recours à la titrisation, des prêts nouvellement accordés ou un portefeuille de crédits hypothécaires figurant au bilan d’un établissement de crédit peuvent être mobilisés pour créer de nouveaux titres à revenu fixe, qui sont ensuite placés sur le marché et acquis par des investisseurs. En vue d’une mise à l’abri des investisseurs de toute défaillance de l’établissement financier ayant consenti les prêts à l’origine, ce processus implique la création d’une entité juridique distincte, sous la forme d’un fonds commun de créances (FCC). Ce fonds achète le portefeuille de prêts au prêteur d’origine et, pour se financer, émet des titres à revenu fixe. Les flux financiers liés aux prêts sont versés aux investisseurs qui ont acquis ces titres.

Le financement final des prêts est, donc, assuré par les acquéreurs des titres émis par le FCC. Ces investisseurs assument également les risques de crédit, de taux d’intérêt et de marché liés à l’opération. Par ailleurs, les titrisations impliquent l’intervention de plusieurs acteurs spécialisés, comprenant les entités en charge du recouvrement des créances, les agences de notation, les banques d’investissement, les sociétés de gestion d’actifs, la société administrant le FCC et les garants obligataires.

Aux États-Unis et en Europe, le volume des émissions de MBS et d’autres titres adossés à des actifs (*Asset-backed Security – ABS*) a très fortement augmenté les dernières années. Les émissions brutes américaines ont ainsi avoisiné quelque 3.000 milliards de dollars par an de 2002 à 2006, contre une moyenne de 1.350 milliards au cours des cinq années précédentes. Les MBS émis par les agences hypothécaires gouvernementales Fannie Mae et Freddie Mac – qui offrent aux investisseurs une garantie contre le risque de défaut de paiement des intérêts et du principal – représentaient traditionnellement l’essentiel de ces nouvelles émissions. Cependant, l’instauration en 2003 d’un plafond sur les portefeuilles de ces institutions, imposé à la suite de la découverte de déficiences dans leur comptabilité, a depuis lors ramené leur volume annuel d’émission en deçà de 1.400 milliards de dollars. L’écart a été, en partie, comblé par d’autres entités que ces agences gouvernementales, dont les émissions annuelles de MBS ont plus que doublé entre 2003 et 2006. Cet accroissement s’est accompagné d’une augmentation du volume des prêts hypothécaires ne remplissant pas les critères d’éligibilité des agences gouvernementales, soit parce que leur montant est trop important (prêts dits *jumbo*), soit parce que la solvabilité de l’emprunteur est trop faible

(prêts dits *subprime*). À la fin de 2006, l’encours des ABS aux États-Unis, soit 8.600 milliards de dollars, était constitué à 80 p.c. de MBS, dont 1.300 milliards étaient adossés à des prêts hypothécaires à haut risque ou à des prêts *Alt A*.

GRAPHIQUE 76 ÉMISSIONS BRUTES DE TITRES ADOSSÉS À DES ACTIFS



Sources : European Securitisation Forum, SIFMA.

(1) Neuf premiers mois.

(2) Soit l’UE, la Russie et la Turquie.

(3) MBS adossés à des prêts hypothécaires résidentiels (*Residential Mortgage-backed Security – RMBS*).

(4) MBS adossés aux autres prêts hypothécaires.

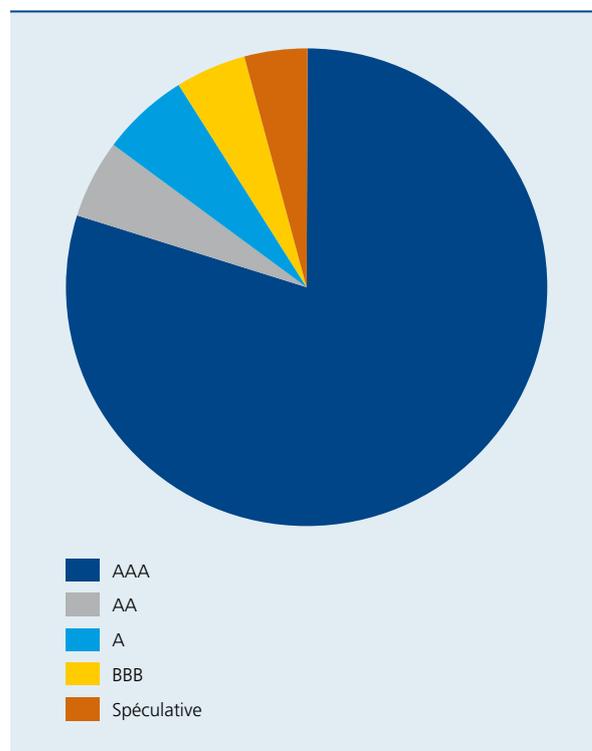
(5) À l’exclusion des titres garantis par des créances (CDO).

En Europe, le marché de la titrisation est sensiblement moins développé. Certes, il y existe les obligations foncières (*Pfandbriefe*), qui représentent un encours de 2.000 milliards d'euros, et qui sont également adossées à des prêts, principalement au secteur public et sur le marché hypothécaire. Toutefois, ces produits ne sont généralement pas considérés comme faisant partie du marché de la titrisation proprement dite, mais plutôt comme une forme de créances garanties émises par les intermédiaires financiers, compte tenu du fait que les prêts demeurent inscrits au bilan de l'institution émettrice. Si l'on fait abstraction de cette importante catégorie de titres, le marché de la titrisation apparaît beaucoup plus étroit en Europe qu'aux États-Unis, même si les émissions brutes de MBS et d'ABS se sont notablement accrues ces dernières années, passant de moins de 150 milliards d'euros en 2001 à plus de 350 milliards en 2006. Tout comme aux États-Unis, les actifs titrisés ont souvent pris la forme de MBS. Ils ont été émis plus particulièrement sur les marchés espagnol, italien et néerlandais.

Au cours des six premiers mois de 2007, le volume des émissions a continué à augmenter, tant en Europe qu'aux États-Unis, mais ce mouvement s'est nettement inversé au troisième trimestre, à la suite des turbulences qui ont alors affecté les marchés des MBS et des ABS. Par solde, le volume des nouvelles émissions d'ABS s'est réduit durant les neuf premiers mois de 2007 aux États-Unis (par rapport à la même période de 2006), mais a encore légèrement progressé en Europe, où l'encours total du marché a atteint 1.050 milliards d'euros à la fin de septembre 2007.

Les données fournies par le Forum européen de titrisation permettent de ventiler l'encours total des ABS et des MBS en Europe en fonction de la notation des titres émis. Une des caractéristiques importantes des instruments de finance structurée est d'offrir la possibilité d'émettre un volume important de titres ayant une notation élevée malgré une qualité de signature intrinsèquement inférieure des prêts ou créances individuels repris dans le pool d'actifs du FCC qui initie l'opération. Cette « transformation » du risque de crédit peut être obtenue au travers de

GRAPHIQUE 77 VENTILATION DE L'ENCOURS DES TITRES ADOSSÉS À DES ACTIFS ⁽¹⁾ EN EUROPE EN FONCTION DE LA NOTATION, À LA FIN DE SEPTEMBRE 2007
(pourcentages du total)



Source : European Securitisation Forum.

(1) Y compris 273 milliards d'euros en titres garantis par des créances (CDO).

diverses techniques de rehaussement du crédit (pour plus de détails, voir l'encadré 17). L'une des principales est l'émission, par le FCC, de titres structurés en tranches, au sein desquelles est opérée une hiérarchie selon le risque de perte associé aux actifs sous-jacents. Comme les tranches subordonnées (assorties d'une notation plus faible) doivent d'abord essayer toutes les pertes encourues sur les actifs sous-jacents avant qu'une tranche supérieure ne soit affectée, il est possible dans une telle structure de créer des titres assortis d'une faible probabilité de défaut de paiement des intérêts ou du principal et bénéficiant, de ce fait, des meilleures notations.

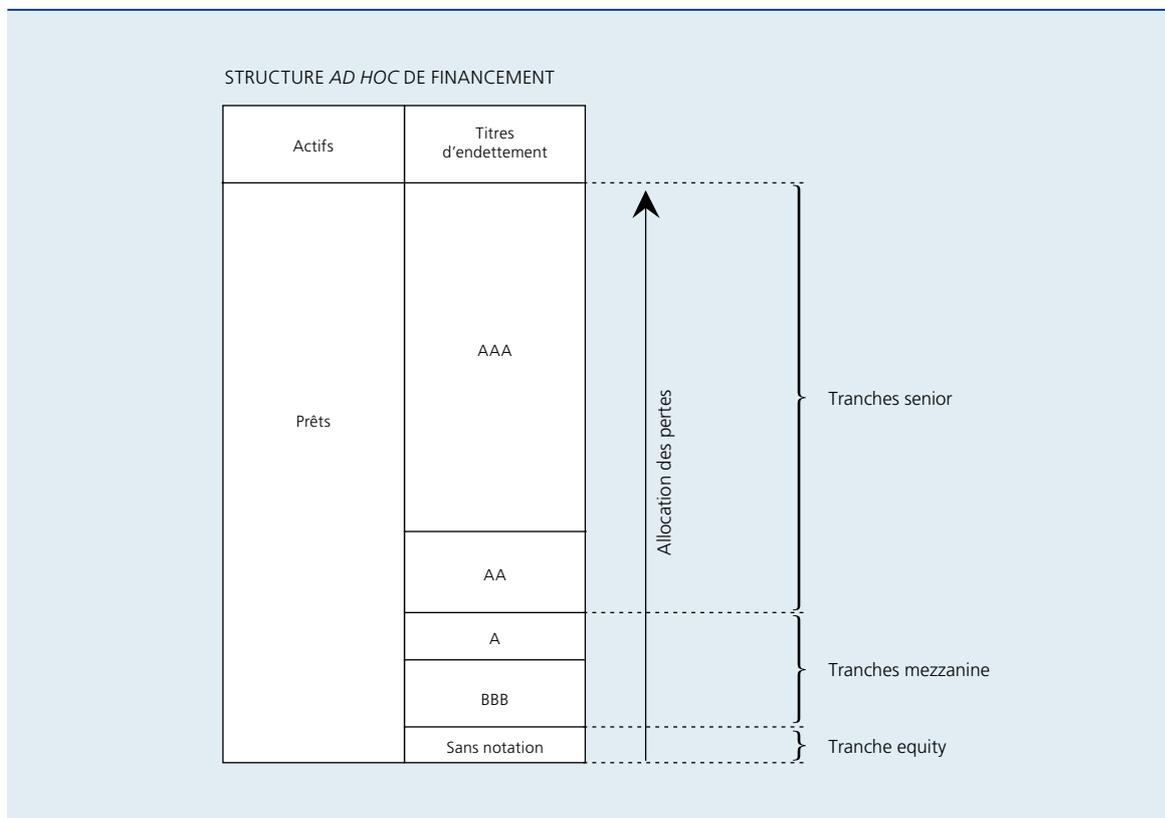
Encadré 17 – Utilisation de techniques de rehaussement du crédit pour les instruments de finance structurée

Nombre de banques, de compagnies d'assurances, de fonds de pension ou encore de fonds d'investissements sont – du fait des réglementations en vigueur, des exigences en matière de fonds propres ou, plus simplement, des limites internes qu'ils s'imposent en matière de placements – limités dans leurs possibilités de détention d'instruments de crédit ne bénéficiant pas des meilleures notations. Il en découle une segmentation de marché, qui accorde une prime aux actifs les mieux notés, comparativement aux titres à caractère plus spéculatif, ce qui ouvre des opportunités d'arbitrage entre catégories de risques de crédit. Cette prime d'arbitrage est exploitée au travers des instruments de finance structurée, qui recourent à diverses techniques de rehaussement du crédit afin d'offrir aux investisseurs des titres qui répondent à leurs exigences en termes de niveau de risque, sans nécessairement être adossés à un pool d'actifs présentant la même qualité de signature.

L'une de ces techniques de rehaussement du crédit est la surcollatéralisation, en vertu de laquelle l'institution qui procède à la titrisation cède des actifs d'un montant supérieur à la valeur faciale des titres émis. Cette réserve peut être utilisée pour absorber les pertes qui seraient encourues sur le pool d'actifs. L'écart d'intérêt positif entre le rendement moyen du pool d'actifs et les versements contractuels aux détenteurs des titres (marge nette) peut également être versé dans une telle réserve.

Une autre technique de rehaussement du crédit consiste à structurer en tranches les titres émis à l'adresse des investisseurs et à opérer une hiérarchisation entre ces titres. Le recours à cette technique caractérise les instruments de finance structurée et les distingue des titrisations prenant la forme d'un simple transfert (titrisations

BILAN SCHÉMATISÉ D'UN FONDS COMMUN DE CRÉANCES



pass-through) où les cash-flows procurés par les actifs sous-jacents sont simplement répartis au prorata entre les investisseurs, sans distinction entre ces derniers. Le principe à la base des instruments de finance structurée est illustré par le graphique ci-avant qui schématise le bilan d'un fonds commun de créances (FCC), dont les investisseurs se répartissent en différents niveaux (ou tranches) auxquels sont associées des caractéristiques risque-rendement différentes. Toutes les tranches, à l'exception de celle qui présente le profil de risque le plus élevé, se voient attribuer une notation reflétant le risque de perte relatif au non-paiement, à l'échéance, de tout ou partie des intérêts et du principal dus contractuellement aux détenteurs.

Cette hiérarchisation opérée entre les détenteurs de titres permet de créer une structure en cascade qui rend possible une distribution des pertes entre les différentes tranches, et ce en sens inverse de leur ordre de priorité. Ainsi, la tranche qui supporte le risque le plus élevé absorbera les premières pertes encourues sur les actifs sous-jacents jusqu'à ce qu'elle soit épuisée. Les pertes supplémentaires seront ensuite couvertes successivement par les tranches de rang intermédiaire, en commençant par BBB dans l'exemple, pour terminer par la tranche ayant la notation la plus élevée (AAA). Grâce à un tel montage, il est possible d'émettre des titres présentant un très faible risque de perte dû au non-paiement des intérêts ou du principal. À souligner toutefois qu'une notation AAA n'implique pas l'absence de tout risque de perte sur le crédit. Un tel risque pourrait ainsi se manifester dans l'éventualité où les actifs sous-jacents enregistreraient simultanément de nombreux défauts de paiement, les détenteurs des tranches ayant les notations les plus élevées restant, en particulier, exposés au risque de corrélation entre défauts de paiement. Une excellente notation de crédit n'exclut pas davantage la possibilité d'encourir des pertes liées à des risques autres que de crédit, tels que les risques de marché découlant d'évolutions défavorables des taux d'intérêt ou encore d'une liquidité insuffisante sur les marchés secondaires des titres.

Une dernière technique de rehaussement du crédit consiste à faire bénéficier la structure de garanties fournies par des institutions bénéficiant d'une notation très élevée. Ceci constitue en particulier l'activité de base des garants obligataires, également appelés assureurs *monoline*, qui s'appuient sur leur notation élevée (très souvent AAA) pour rehausser la qualité de crédit de nombreuses obligations émises par les pouvoirs locaux aux États-Unis ou encore de titres adossés à des actifs.

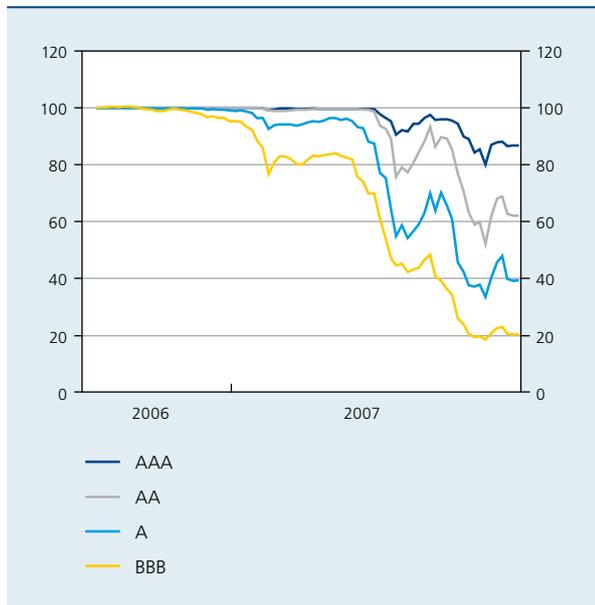
Pendant la première moitié de 2007, les cours des tranches de titres adossés à des créances hypothécaires à haut risque bénéficiant d'une notation AAA et AA n'avaient guère été affectés par l'aggravation des défauts de paiement sur la portion des crédits accordés en 2005 et 2006. En effet, l'importance relative des tranches intermédiaires des instruments de finance structurée – lesquelles avaient subi une nette baisse des cours – était jugée suffisante pour absorber les pertes supplémentaires. Vers la fin du deuxième trimestre, l'intensification des difficultés sur le marché de l'immobilier résidentiel américain a amené à revoir les hypothèses sous-jacentes à la valorisation de l'ensemble des titres adossés à des créances hypothécaires à haut risque, en particulier les hypothèses concernant la corrélation des défauts de paiement. Cette révision a également affecté la valeur de marché des tranches de titres ayant la notation la plus élevée. En juin et juillet, le déclassement, par les principales agences de notation, de bon nombre de tranches de titres adossés à des créances hypothécaires à haut risque, y compris certaines tranches notées AAA, a exacerbé les incertitudes des investisseurs

quant à la valeur réelle de ces tranches, d'autant que des vagues supplémentaires d'abaissement des notations étaient à craindre et que l'annonce de changements dans les méthodologies appliquées par les agences ébranlait la confiance des marchés dans les modèles utilisés pour déterminer les notations. Plus fondamentalement de nombreux investisseurs ont reconsidéré le poids qu'ils accordent à la notation dans leurs décisions de placements. Ils ont pris conscience que la notation attribuée à un actif financier fournit une évaluation du seul risque de crédit, mais ne pose aucun jugement sur la possibilité de réalisation de cet actif en toute circonstance sur un marché liquide.

Les conséquences de ces baisses de valeur des titres adossés à des créances hypothécaires à haut risque ont été amplifiées par l'effet de levier dans le cas des investisseurs qui avaient largement recouru à l'emprunt en vue d'accroître le rendement de leurs positions. Ceci a été le cas, par exemple, des fonds spéculatifs qui s'étaient financés auprès de contreparties professionnelles – en particulier

GRAPHIQUE 78 INDICES DES PRIX DE FONDS DE CRÉANCES RÉFÉRENCÉS SUR PRÊTS D'EXTRACTION IMMOBILIÈRE AUX ÉTATS-UNIS EN FONCTION DE LA NOTATION DES TRANCHES ⁽¹⁾

(indice ABX.HE 2006-2, valeurs faciales = 100, données hebdomadaires)



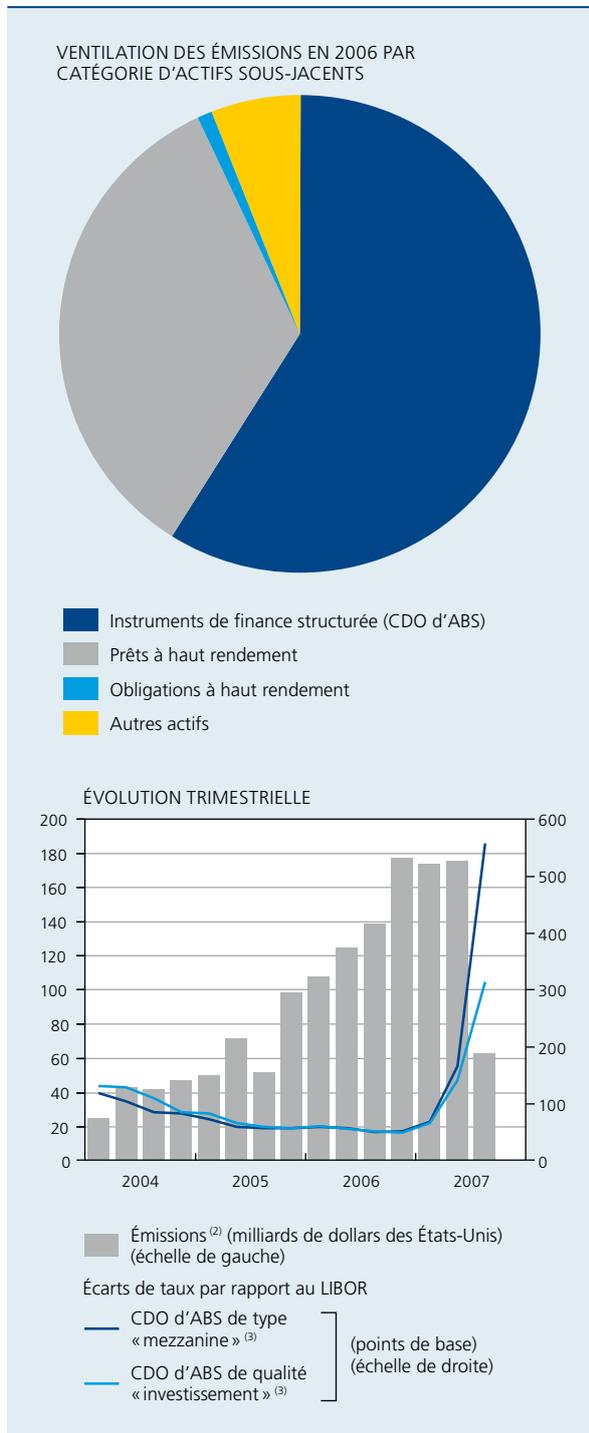
Source : JP Morgan Chase.
(1) Indices établis au début du second semestre de 2006.

après des banques d'investissement leur servant de courtier – à hauteur d'un certain pourcentage de la valeur des titres remis en gage. Dans ces montages financiers, le pourcentage de la valeur des titres excédant le montant du financement obtenu sert de marge destinée à couvrir les éventuelles pertes de crédit ou baisses de la valeur de marché des titres remis en nantissement.

À la fin de juin, deux fonds spéculatifs parrainés par la banque d'investissement américaine *Bear Stearns* se sont effondrés en raison des investissements massifs qu'ils avaient effectués dans des MBS et d'autres instruments de finance structurée adossés à des créances hypothécaires à haut risque qui bénéficiaient pourtant d'une notation élevée. Les tentatives des courtiers de vendre les garanties saisies ont alors mis au jour des écarts importants entre la valeur théorique de ces instruments, calculée sur la base de modèles, et le prix effectif qu'ils pouvaient atteindre sur le marché. Cet épisode a démontré le caractère fallacieux de l'hypothèse selon laquelle la notation élevée des instruments de finance structurée était un gage de liquidité, nonobstant la structure complexe et les caractéristiques sur mesure de la majorité de ces instruments. Il s'est ensuivi un durcissement des conditions de financement de tels produits, sous la forme d'exigences de marges de couverture supplémentaires.

GRAPHIQUE 79 MARCHÉS DES TITRES GARANTIS PAR DES CRÉANCES (CDO) ET DES TITRES GARANTIS PAR DES PRÊTS (CLO) AUX ÉTATS-UNIS ET EN EUROPE ⁽¹⁾

(pourcentages du total, sauf mention contraire)



Sources : JP Morgan Chase, SIFMA.
(1) Soit l'UE, la Russie et la Turquie.
(2) Comprend les émissions de CDO et de CLO.
(3) Pour des tranches de CDO avec une notation AA.

Les difficultés auxquelles ont été confrontés les deux fonds spéculatifs de *Bear Stearns* et les dénouements subséquents d'investissements similaires dans des instruments de finance structurée à notation élevée, ont contribué à un assèchement des marchés tant primaire que secondaire. Au mois de juillet, les investisseurs se sont désintéressés de ces instruments dans un contexte d'incertitude quant à leurs caractéristiques précises et à leur valeur réelle. Tel a surtout été le cas des produits les plus complexes, comme les titres garantis par des créances constituées elles-mêmes de tranches de titres adossés à des actifs (CDO composés d'ABS). Ces montages, qui ont représenté près de 60 p.c. du volume total des titres garantis

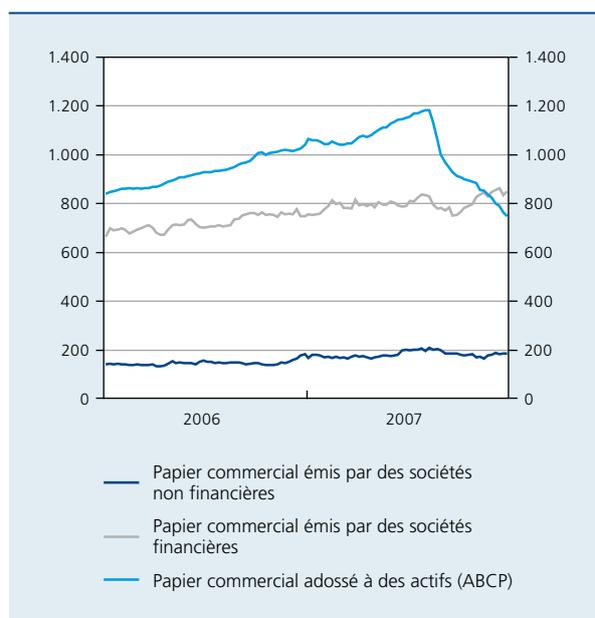
par des créances (*Collateralised Debt Obligation – CDO*) émis en 2006, ont joué un rôle de premier plan sur le marché primaire des instruments de finance structurée, en assurant le financement des tranches intermédiaires (tranches dites « mezzanine ») d'ABS ou de MBS. Les émissions de ces titres, qui avaient été massives jusqu'au deuxième trimestre de 2007, se sont effondrées au troisième trimestre, tandis que les écarts de taux par rapport à l'interbancaire se sont envolés.

L'engouement pour les nouvelles émissions de titres garantis par des prêts (*Collateralised Loan Obligation – CLO*) s'est aussi affaibli. Ces obligations avaient constitué une importante source de fonds sur le marché des prêts à haut rendement à destination des entreprises, contribuant à l'essor des rachats d'entreprises avec effet de levier par des sociétés de capital-investissement. Les établissements de crédit qui avaient souscrit ce type de prêts avant l'été, dans l'intention de les céder par après, ont donc été confrontés au risque de devoir conserver ces créances beaucoup plus longtemps que prévu, avec pour conséquence potentielle une croissance non attendue de leur bilan et une utilisation non anticipée de ressources financières et de capitaux propres.

La désaffection vis-à-vis des ABS s'est particulièrement fait ressentir sur le marché du papier commercial adossé à cette catégorie d'actifs (*Asset-backed Commercial Paper – ABCP*), comme en a témoigné la contraction des ABCP libellés en dollar, qui sont passés de presque 1.200 à 748 milliards de dollars entre la fin de juillet et de décembre 2007. Si on y ajoute les ABCP libellés en euro, l'encours total avait atteint près de 1.500 milliards de dollars à son apogée. Ce marché avait été largement utilisé en tant que canal de financement par des conduits d'ABCP ou encore des véhicules d'investissements structurés (*Structured Investment Vehicles – SIV*). Ces structures *ad hoc* ont largement investi en ABS, l'encours total de leurs actifs s'étant chiffré à 1.600 milliards de dollars à la fin du premier semestre de 2007.

GRAPHIQUE 80 ENCOURS DU PAPIER COMMERCIAL AUX ÉTATS-UNIS

(milliards de dollars des États-Unis, données hebdomadaires)



Source : Réserve fédérale.

Encadré 18 – Conduits de papier commercial adossé à des actifs et véhicules d'investissements structurés

Composante essentielle du marché des titres adossés à des actifs (ABS), les conduits de papier commercial adossé à des actifs (ABCP conduits) et les véhicules d'investissements structurés (*Structured Investment Vehicles – SIV*) – dont l'encours avoisinait respectivement 1.200 et 400 milliards de dollars des États-Unis à la fin de juillet 2007 – ont joué un rôle majeur dans la crise de liquidité survenue durant l'été 2007.



Les conduits d'ABCP sont des structures *ad hoc* d'émission de papier commercial adossé à des actifs, le plus souvent sponsorisés par de grandes banques qui les reprennent en poste hors bilan. Ces émissions d'ABCP servent à financer différentes catégories d'actifs, telles que des créances commerciales, des crédits à la consommation, des prêts automobiles, des titres garantis par des créances (CDO), des titres adossés à des actifs (ABS) et des titres adossés à des prêts hypothécaires (MBS). La durée de ces actifs est en moyenne plus longue que le terme du financement obtenu. Cette transformation d'échéances induit un risque de liquidité, car elle contraint la structure d'émission d'ABCP à refinancer ses actifs à long terme par l'émission continue de nouveau papier commercial afin de faire face aux échéances de remboursement. Le risque de liquidité sous-jacent peut cependant être atténué en obtenant un support de liquidités auprès d'autres institutions financières, essentiellement des banques. Il peut également être tempéré par l'émission de papier commercial incluant une clause d'extension de l'échéance au cas où la structure d'émission ne pourrait temporairement obtenir sur le marché les fonds nécessaires au remboursement du papier commercial échu. Les souscripteurs d'ABCP sont généralement des investisseurs sur le marché monétaire ayant une aversion très marquée au risque et cherchant un rendement sûr à court terme par des placements en actifs à notation élevée.

Les SIV sont également des véhicules hors bilan. Ils investissent dans une large gamme de titres structurés et non structurés ayant une notation élevée, en ce compris des titres de créance émis par des institutions financières. Si les SIV se financent aussi au moyen d'ABCP, ils se distinguent des conduits d'ABCP par le fait qu'ils ne bénéficient que de lignes partielles de liquidités de secours et que leur passif est également composé de titres de dette à moyen terme et de titres participatifs (actions). Ces entités font largement jouer l'effet de levier et sont généralement régies par des clauses contractuelles en matière de liquidité les forçant assez rapidement à vendre des actifs pour obtenir les fonds nécessaires au remboursement des engagements arrivant à échéance.

Les conduits d'ABCP et les SIV ont été créés dans le but de financer une large gamme d'actifs – tels des portefeuilles de créances hypothécaires, des MBS déjà préconstitués par des institutions financières ou d'autres créances de longue durée. Ces actifs ont généralement une qualité de crédit très élevée (AAA), mais aussi une échéance plus longue que celle des titres qui les financent. Étant ainsi exposées à un déséquilibre entre le terme des actifs et des passifs, ces entités sont particulièrement vulnérables à un assèchement de la liquidité de leurs actifs sur le marché secondaire et au risque de non-refinancement des ABCP arrivant à échéance. Lorsque la méfiance vis-à-vis des MBS et des autres produits de crédit structurés a commencé à peser sur la volonté des investisseurs de renouveler leurs ABCP, les conduits d'ABCP ont dû tirer sur les lignes de crédit qu'ils avaient obtenues auprès des banques afin de compenser les fonds qu'ils ne parvenaient plus à prélever sur le marché. À la fin du mois de juillet, une banque allemande de taille moyenne, IKB, a dû annoncer qu'elle n'était plus en mesure d'honorer les lignes de crédit hors bilan qu'elle avait ouvertes en faveur de sa structure d'émission d'ABCP. Même si le soutien de liquidités a finalement été apporté par le principal actionnaire d'IKB, l'institution financière KfW, cet épisode a déclenché une séquence de réactions qui ont provoqué en août une grave crise de liquidité.

Une fois la situation d'IKB rendue publique, les pressions sur les marchés des instruments de finance structurée et des ABCP se sont en effet intensifiées. Bon nombre des plus grandes banques se sont alors inquiétées de l'éventualité de devoir faire face à d'importants prélèvements sur les lignes de crédit qu'elles avaient accordées à des entités spécialisées en ABCP, au moment même où le blocage du marché primaire de la titrisation entraînait une accumulation, à leur bilan, de prêts à la clientèle qu'elles comptaient initialement redistribuer à d'autres investisseurs. Ces craintes ont incité les banques à thésauriser leurs liquidités et à être nettement plus parcimonieuses dans le remplacement de leurs fonds sur le marché monétaire, y compris aux autres banques. Du fait de cette recherche généralisée de liquidité, les marchés interbancaires au jour le jour et à terme ont été soumis à de fortes pressions. Les taux d'intérêt débiteurs ont crû significativement et la liquidité a diminué, nécessitant des interventions exceptionnelles des banques centrales, dont l'Eurosystème. Ces apports de liquidités ont été cruciaux pour permettre aux institutions financières de faire face à ces chocs soudains, lorsqu'elles se retrouvaient tiraillées entre une détérioration générale des conditions de refinancement et une croissance non anticipée de leur bilan.

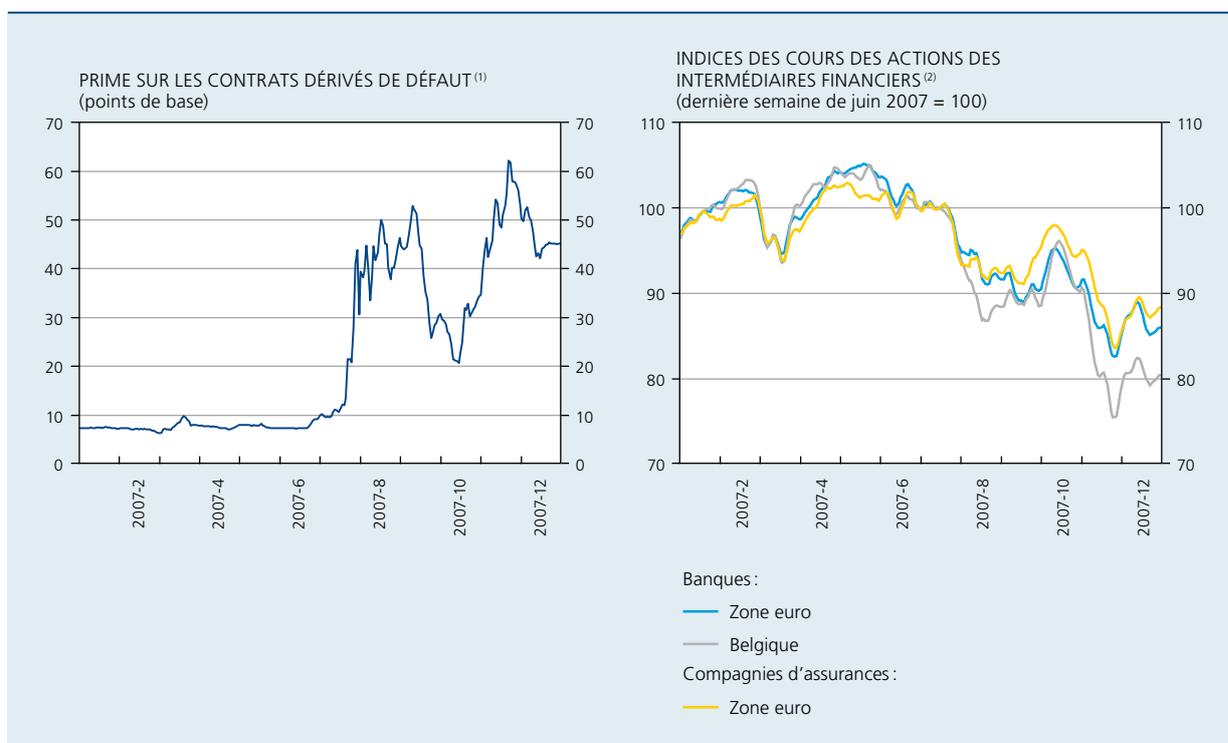
Certes, les principaux intermédiaires financiers ont abordé cette période de turbulences en pouvant faire état de hauts niveaux de rentabilité et d'importantes marges de solvabilité, qui devraient leur permettre de faire face à des pertes inattendues. Toutefois, les incertitudes généralisées quant à l'exposition des institutions individuelles aux marchés les plus touchés par ces turbulences et les craintes concernant le montant total des pertes que le système financier mondial aurait à absorber ont sensiblement exacerbé la perception du risque de contrepartie au sein du système financier. Ceci s'est notamment reflété dans l'augmentation des primes à payer sur le marché des dérivés de crédit afin de se couvrir contre le risque de défaillance d'institutions financières. En Europe, les primes sur les contrats dérivés sur défaut d'emprunteur (*Credit Default Swap* – CDS) sont passées, pour les intermédiaires financiers, de moins de 10 points de base au premier semestre de l'année à plus de 50 points de base en août et au début de septembre, au plus fort des pressions sur la liquidité. Elles se sont ensuite réduites, signe d'une stabilisation sur les marchés monétaires. La baisse des taux d'intérêt, plus importante que prévue, décidée par la Réserve fédérale américaine à la mi-septembre a ranimé

la confiance dans le système financier, laissant croire que le fonctionnement des marchés allait progressivement se normaliser. Mais, dans la seconde moitié d'octobre, les conditions financières se sont à nouveau détériorées, à la suite de l'annonce, par de grandes banques d'investissement aux États-Unis et en Europe, d'importantes moins-values sur investissements en MBS, CDO et prêts à effet de levier, venant en sus de celles déjà comptabilisées dans les résultats du troisième trimestre de 2007. Certaines de ces banques ont également annoncé avoir constitué des provisions supplémentaires pour créances douteuses dans le segment des crédits à la consommation. En réaction, les primes de risque de crédit sur les institutions financières ont de nouveau progressé et la reprise temporaire qui s'était dessinée dans la valorisation boursière des intermédiaires financiers a été annihilée par de nouvelles baisses de cours des banques et des compagnies d'assurances.

Ces corrections ont également concerné les grands groupes belges de bancassurance. Étant fortement intégrés dans le système mondial, ceux-ci ont été affectés par les perturbations financières, auxquelles ils ont eu à faire face au départ de leur situation spécifique. C'est ainsi

GRAPHIQUE 81 INDICATEURS DE MARCHÉ POUR LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO

(données journalières)



Source : Thomson Financial Datastream.

(1) Prime sur iTraxx Financials.

(2) Indices boursiers définis par Thomson Financial Datastream (indices de rendement) ; moyennes mobiles des données des cinq derniers jours ouvrables (soit une semaine).

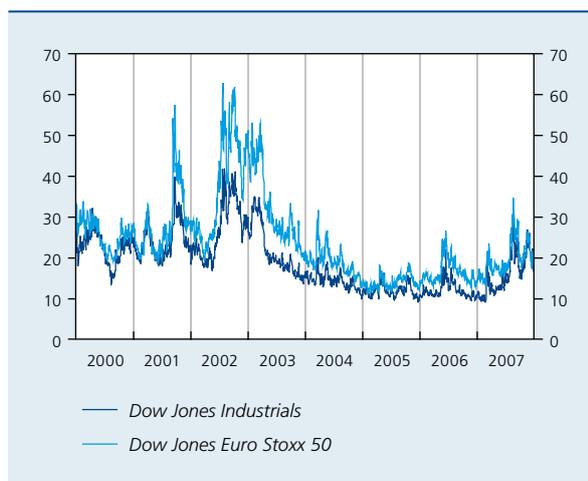
qu'une des grandes banques belges a dû finaliser une acquisition de grande ampleur durant la phase la plus aiguë des récentes tensions, tandis qu'un autre groupe belge possède une importante filiale qui exerce la fonction de garant obligataire (*monoline insurer*) d'actifs titrisés.

Les *monoline insurers*, initialement créés afin de garantir aux investisseurs en obligations de collectivités locales américaines le remboursement du principal et le paiement des intérêts, ont en effet étendu leur champ d'action aux ABS dans les années 1980 et aux CDO dans les années 1990. Du fait de leur implication sur ces deux marchés, les *monoline insurers* ont enregistré récemment une hausse sensible des primes sur leurs CDS.

Les nouvelles tensions qui ont affecté le système financier à la fin de l'automne n'ont pas seulement accéléré le recul de l'encours des ABCP, mais ont aussi entraîné une réappréciation plus générale des primes de risque sur presque tous les marchés d'actifs. Cette réévaluation s'est effectuée dans un contexte marqué par une inquiétude croissante sur les perspectives économiques aux États-Unis et dans le monde, ainsi que par la crainte que les perturbations persistantes sur les marchés des capitaux n'exercent des répercussions négatives sur le volume et le

GRAPHIQUE 82 VOLATILITÉ IMPLICITE DES INDICES DE COURS BOURSIERS

(pourcentages, données journalières)

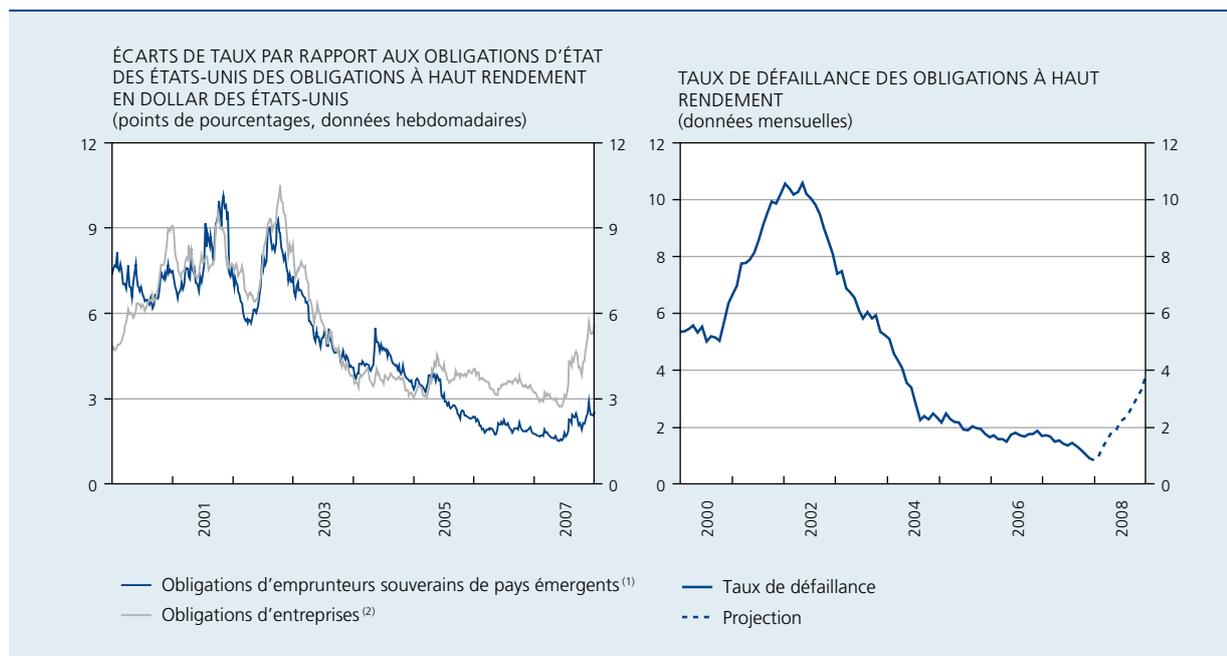


Source : Thomson Financial Datastream.

coût du crédit aux secteurs non financiers de l'économie. Sur les marchés des actions, la volatilité implicite a ainsi de nouveau progressé au quatrième trimestre de 2007, témoignant d'une recrudescence des incertitudes liées à

GRAPHIQUE 83 ÉCARTS DE TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE DÉFAILLANCE DES OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT

(pourcentages)



Sources : JP Morgan Chase, Merrill Lynch, Moody's, Thomson Financial Datastream.

(1) Indice EMBIG; écart de taux par rapport aux taux d'intérêt des bons du Trésor américain d'une durée équivalente.

(2) Obligations d'entreprises libellées en dollar des États-Unis, ayant une notation inférieure à BBB/Baa3; écart de taux par rapport au taux d'intérêt des bons du Trésor américain à dix ans.

l'évolution future des résultats des sociétés financières et non financières. Ces sentiments ont clairement contrasté avec la confiance qui avait prévalu pendant les trimestres antérieurs, lorsqu'une longue période de croissance soutenue des bénéfices avait poussé les cours boursiers à la hausse, leur permettant d'atteindre des sommets au cours de l'année 2007.

La réappréciation plus générale des risques vers la fin de la période sous revue a aussi été prononcée sur le marché des crédits aux entreprises. Mesurés par rapport aux actifs sans risque, les écarts de taux d'intérêt des obligations d'entreprises, qui s'étaient établis à un niveau historiquement bas au premier semestre de 2007, se sont fortement redressés. Ainsi, sur le marché en dollar des obligations d'entreprises à haut rendement, l'écart de taux par rapport aux bons du Trésor américain est passé de moins de 300 points de base en juin à plus de 550 points en décembre. Cette évolution est survenue malgré un nouveau recul, au quatrième trimestre, du taux de défaillance des obligations d'entreprises à notation spéculative, qui est revenu à son niveau le plus bas depuis 1981, à savoir 0,9 p.c. Ce taux de défaillance est toutefois un indicateur « retardé » de la qualité de crédit des entreprises, les projections à douze mois suggérant un retour progressif à la moyenne de long terme, de 4,8 p.c.

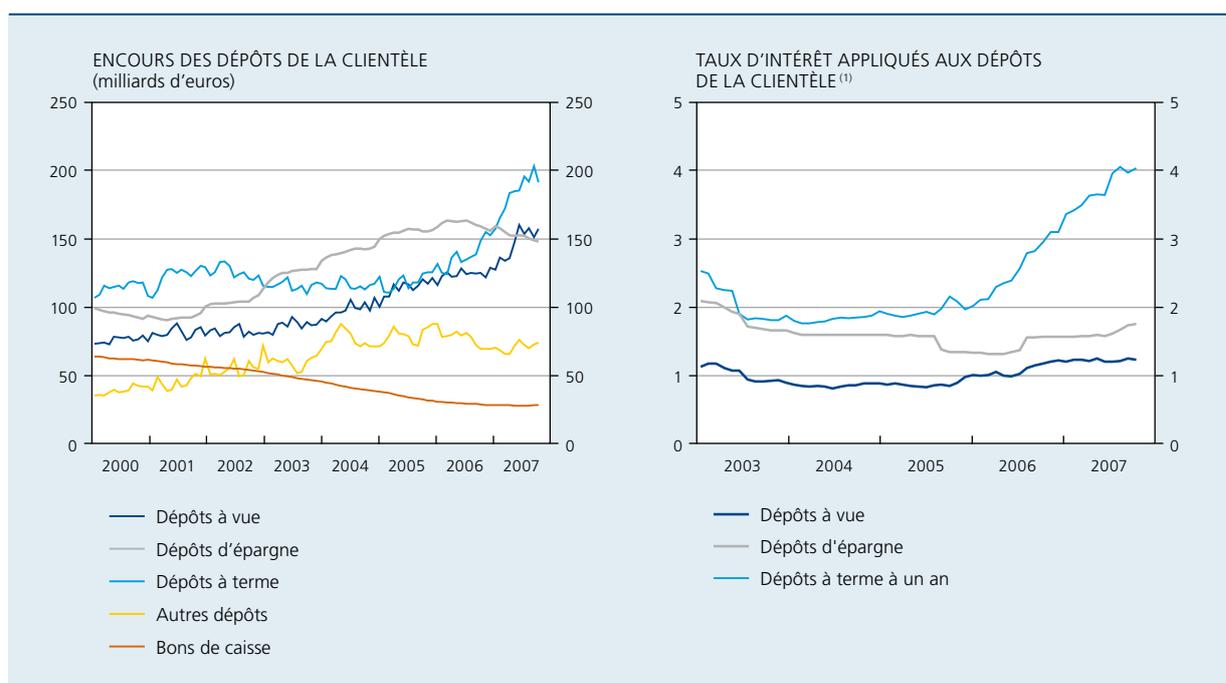
En revanche, sur les marchés obligataires émergents, qui s'étaient montrés particulièrement sensibles à la perte de confiance des investisseurs lors des précédentes périodes de tensions financières, le recalibrage des risques a été beaucoup plus modeste. Ceci reflète la nette amélioration structurelle des fondamentaux macroéconomiques et financiers d'un grand nombre de pays émergents. Toutefois, certains d'entre eux recourent toujours largement au financement externe, ce qui les laisse vulnérables, à l'instar des emprunteurs privés, aux répercussions qu'un prolongement des turbulences financières au-delà de l'année sous revue pourrait avoir sur les conditions d'octroi de crédits.

8.2 Secteur bancaire belge

À l'instar de leurs homologues aux États-Unis et dans les autres pays européens, les établissements de crédit belges ont été confrontés, au cours du troisième trimestre de 2007, à un resserrement soudain de la liquidité sur le marché des prêts interbancaires non garantis et sur certains autres compartiments importants des marchés monétaires. Cependant, la dépendance du secteur bancaire belge vis-à-vis de ces canaux de financement particulièrement affectés par les récentes turbulences financières

GRAPHIQUE 84 ENCOURS ET CONDITIONS DE TAUX DES DÉPÔTS DE LA CLIENTÈLE AUPRÈS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données mensuelles sur une base sociale)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Données de l'enquête mensuelle MIR, pour les nouveaux dépôts.

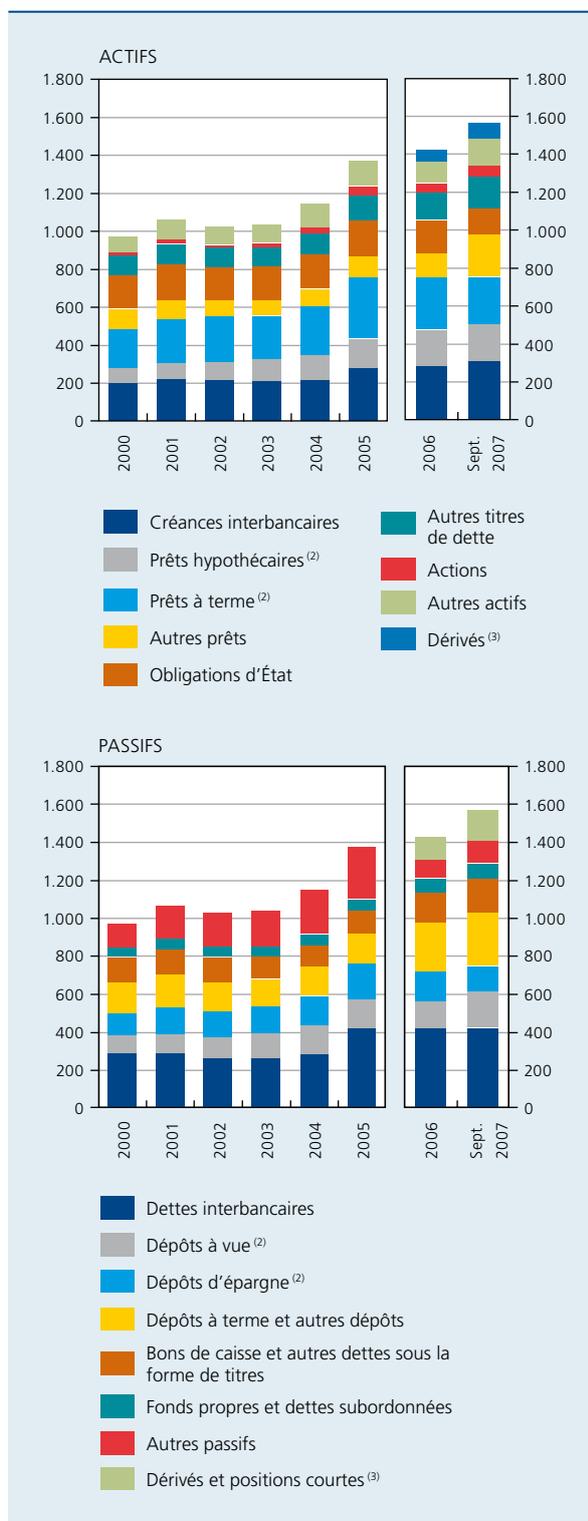
a été quelque peu tempérée à la fois par l'importance des dépôts de la clientèle et par la détention d'un large portefeuille de titres pouvant être mobilisés en garantie d'emprunts.

Traditionnellement, les établissements de crédit belges ont toujours été en mesure de limiter leur recours net au marché interbancaire en finançant au moyen de leurs dépôts non bancaires l'essentiel des prêts aux particuliers et aux entreprises, lesquels sont souvent assortis d'une échéance assez longue et d'un faible degré de liquidité sur les marchés secondaires. Ainsi, à la fin de juin 2007, ces dépôts représentaient 98 p.c. des prêts consentis à la clientèle, après correction de l'encours de ces deux postes du bilan pour neutraliser l'effet des opérations de mise ou prise en pension de titres. Par ailleurs, les établissements de crédit belges ne recourent guère aux opérations de titrisation pour refinancer leurs activités traditionnelles d'intermédiation. En témoigne le faible montant, dans une perspective européenne, des titres adossés à des actifs constitués sur des contreparties belges. À la fin de septembre 2007, ce montant ne s'élevait, en effet, qu'à 7,3 milliards d'euros et représentait moins de 0,5 p.c. de l'ensemble des passifs des établissements de crédit belges. Même si le constat doit être nuancé pour tenir compte des opérations de titrisation qui sont menées par les filiales étrangères des grands établissements de crédit belges – en particulier aux Pays-Bas et en France –, les montants impliqués sont demeurés relativement limités.

Les dépôts non bancaires, qui sont collectés pour plus de la moitié en Belgique, ne semblent pas avoir été affectés de façon sensible par les turbulences qui se sont produites sur les marchés financiers, même si la composition de ces dépôts s'est quelque peu modifiée au cours des derniers trimestres. Comme indiqué dans le chapitre 7 consacré aux comptes financiers, les glissements constatés sont essentiellement dus à la forte hausse des taux d'intérêt offerts sur les dépôts à terme par rapport aux taux proposés pour les dépôts d'épargne. En conséquence, l'encours de cette dernière catégorie de dépôts, qui était passé de moins de 100 milliards d'euros en 2001 à plus de 150 milliards dans le courant de 2005, s'est récemment inscrit en recul, tandis que celui des dépôts à terme a dépassé de 29 p.c., à la fin de septembre 2007, le niveau atteint un an plus tôt. Par ailleurs, si la tendance observée depuis plusieurs années pour les bons de caisse à voir leur encours se contracter s'est interrompue, l'importance relative de ces titres comme source de financement pour les banques a continué de se réduire structurellement, représentant moins de 5 p.c. de l'ensemble des dépôts de la clientèle, contre presque 25 p.c. dix ans auparavant.

GRAPHIQUE 85 ACTIFS ET PASSIFS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES ⁽¹⁾

(données en milliards d'euros à fin de période, sur une base consolidée)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Données établies selon les normes comptables belges jusqu'en 2005 (*Belgian GAAP*) et selon les normes IAS/IFRS à partir de 2006.

(2) Comprennent uniquement les prêts et dépôts comptabilisés au coût amorti.

(3) Dérivés évalués à leur valeur de marché.

L'autre facteur compensatoire qui a permis aux établissements de crédit belges de faire face aux tensions sur les marchés financiers réside dans la quantité de titres détenus en portefeuille et pouvant être mobilisés pour obtenir des prêts garantis sur les marchés interbancaires ou de gros. À la fin de septembre 2007, l'encours des valeurs mobilières en possession du secteur bancaire belge s'élevait à 367 milliards d'euros et représentait près d'un quart des actifs totaux. Ce portefeuille était constitué, à hauteur de 83 p.c., de titres d'endettement.

Sur le marché interbancaire garanti, les montants empruntés par une contrepartie sont couverts par des titres négociables mis en gage, ce qui réduit le risque de crédit associé à l'opération. Les données prudentielles fournies par les établissements de crédit belges ne livrent que des informations partielles sur l'importance de cette forme de financement. En effet, si les schémas prudentiels donnent le détail des opérations de prise et de mise en pension de valeurs mobilières, par lesquelles les banques échangent des titres contre des liquidités pour une durée déterminée, ils ne mentionnent pas les prêts de titres contre liquidités, instruments similaires d'un point de vue économique, qui sont également effectués à large échelle par les établissements de crédit belges. À la fin de septembre 2007, l'encours des seules mises en pension comptabilisées au passif du bilan des établissements de crédit belges s'élevait à 176 milliards d'euros, dont 117 milliards à l'égard d'autres établissements de crédit. Par ailleurs, ces opérations de mise en pension de titres représentaient 28 p.c. de l'ensemble des emprunts interbancaires.

Si ces diverses sources de financement ont permis d'abriter les établissements de crédit des chocs substantiels qui ont affecté la liquidité des marchés au cours de la seconde moitié de 2007, elles ont par ailleurs été mobilisées pour financer un portefeuille d'actifs très variés.

À la fin de septembre 2007, les prêts consentis aux autres établissements de crédit et à la clientèle représentaient 62 p.c. de l'ensemble des actifs du secteur bancaire, une part relativement stable depuis 2000. Le portefeuille de prêts s'est donc accru à un rythme très comparable à celui du total du bilan, qui a lui-même enregistré une croissance soutenue depuis 2003. Cette augmentation globale s'explique, en partie, par la reprise, au bilan, des produits dérivés, évalués à leur valeur de marché, à la suite de l'entrée en vigueur en 2006 des normes comptables internationales IAS/IFRS. L'introduction de ces nouvelles normes a également induit diverses autres ruptures d'ordre méthodologique – dont la teneur a été expliquée en détail dans l'encadré 18 du Rapport 2006 – qui empêchent une comparaison dans le temps des données prudentielles relatives au bilan consolidé des établissements de crédit. Toutefois, les données issues des comptes non consolidés, toujours établis sur la base des normes comptables traditionnelles belges (*Belgian GAAP*) font également état d'une forte hausse du total du bilan des établissements de crédit belges.

Cette nette augmentation des actifs bancaires ne traduit qu'en partie la croissance interne des activités. Elle a aussi découlé d'acquisitions, par des banques belges, d'établissements de crédit à l'étranger. Ces acquisitions se sont surtout concentrées en Europe centrale et en Turquie.

TABLEAU 40 VENTILATION DU PORTEFEUILLE DE PRÊTS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES PAR SECTEUR ET LIEU DE RÉSIDENCE DE LA CONTREPARTIE ⁽¹⁾

(données à la fin de septembre 2007, sur une base consolidée; pourcentages du total, sauf mention contraire)

	Milliards d'euros	Total	Décomposition selon le lieu de résidence		
			Belgique	Autres pays de la zone euro	Reste du monde
Administrations publiques centrales	15,5	1,6	0,9	0,2	0,5
Établissements de crédit	307,7	31,6	1,4	14,4	15,8
Sociétés	308,6	31,7	10,2	8,7	12,8
Particuliers	261,7	26,9	14,4	10,5	2,0
Institutions non bancaires	80,6	8,3	4,1	1,4	2,8
Total	974,1	100,0	31,0	35,2	33,8

Sources: CBFA, BNB.

(1) Le total inclut 49,6 milliards de prêts classés comme actifs détenus à des fins de transaction.

La reprise récente d'une partie d'ABN AMRO par Fortis, qui n'est pas encore intégrée dans les données, se traduira par une hausse supplémentaire du total du bilan du secteur bancaire belge. À la fin de septembre 2007, les actifs totaux du secteur s'élevaient à 1.568 milliards d'euros, contre 1.422 milliards à la fin de 2006 et 1.033 milliards à la fin de 2003.

Le portefeuille de prêts, dont l'encours total s'élevait à 974,1 milliards d'euros, est caractérisé par un degré élevé de diversification tant sectorielle que géographique. Avec des parts relatives assez similaires d'environ un tiers du total, les établissements de crédit et les sociétés constituent les deux principaux secteurs de contrepartie. Quoique l'encours des crédits consentis aux particuliers soit un peu moins élevé, ceux-ci bénéficient de plus du quart de l'ensemble des prêts accordés par les établissements de crédit belges. Si ces derniers n'octroient que peu de prêts aux administrations publiques centrales, c'est parce que leur exposition sur ce secteur prend essentiellement la forme de valeurs mobilières.

Si les prêts interbancaires constituent un canal de contagion potentiel entre établissements de crédit, ce risque est néanmoins tempéré par l'utilisation de garanties financières. L'une des techniques utilisées à cette fin consiste, pour les établissements de crédit, à procéder à des opérations de prise en pension de titres, qui sont en fait la réciproque des opérations de mise en pension recensées au passif du bilan. À la fin de septembre 2007, ces opérations représentaient 45 p.c. des prêts interbancaires, un chiffre qui, pour des raisons similaires à celles avancées ci-avant pour les passifs, ne reflète que partiellement la part des transactions garanties dans l'ensemble des prêts interbancaires.

Les établissements de crédit belges enregistrent également un volume important d'opérations de prise en pension vis-à-vis de contreparties non bancaires. Comme les administrations publiques centrales et les particuliers ne procèdent en principe pas à de telles opérations, celles-ci sont le fait d'institutions non bancaires et d'autres sociétés. À la fin de septembre 2007, un cinquième de l'ensemble des prêts accordés à ces deux catégories de débiteurs prenait la forme d'opérations de prise en pension. Parmi les institutions non bancaires qui ont servi de contreparties à ces prises en pension figurent la *London Clearing House*, l'une des grandes chambres de compensation impliquées dans les opérations de prise en pension tripartites, mais également des fonds spéculatifs, car les prêts consentis à cette catégorie d'intermédiaires financiers le sont le plus souvent sous une forme garantie.

La ventilation géographique des prêts révèle que les résidents belges, ceux des autres pays de la zone euro et ceux du reste du monde, représentent chacun environ un tiers des prêts consentis par les établissements de crédit belges. Cependant, si l'on croise la ventilation géographique de ces prêts avec celle par secteur de contrepartie, on observe une plus grande asymétrie.

Ce sont les prêts interbancaires qui présentent le degré le plus élevé d'internationalisation et qui constituent le principal déterminant de l'importante part relative des non-résidents dans le total des crédits. La moitié des prêts interbancaires sont octroyés à des établissements de crédit établis hors de la zone euro. Les résidents belges sont également minoritaires pour les prêts consentis aux sociétés, puisqu'ils n'entrent que pour un tiers dans l'encours total de ces crédits.

Les prêts aux particuliers octroyés par les établissements de crédit belges présentent un degré d'internationalisation plus faible, puisque plus de la moitié de l'encours est localisé en Belgique, contre 39 p.c. dans les autres pays de la zone euro et 7 p.c. dans le reste du monde. Près des trois quarts de ces prêts consistent en crédits hypothécaires destinés, pour l'essentiel, au financement d'immeubles résidentiels, les crédits à la consommation et les prêts à terme représentant la quasi-totalité de la portion restante. En dehors de leur marché domestique, les banques belges sont aussi actives sur les marchés hypothécaires aux Pays-Bas et, dans une moindre mesure, en Irlande, ainsi qu'en Europe centrale et de l'Est. Dans ces pays, les établissements de crédit belges peuvent être confrontés à certains facteurs de risque spécifiques, distincts de ceux prévalant sur le marché national. Il peut s'agir, en Irlande, de la surchauffe potentielle du secteur de l'immobilier résidentiel, aux Pays-Bas, de l'octroi de crédits hypothécaires à des conditions généralement beaucoup plus souples qu'en Belgique, ou encore, dans les pays de l'Europe centrale et de l'Est, de la forte expansion des crédits hypothécaires accordés en devises sans exigence de couverture du risque de change par l'emprunteur.

Les résultats des tests de résistance effectués à la fin de juin 2007 par les quatre principaux établissements de crédit belges ont indiqué que leur portefeuille de prêts restait concentré sur des actifs présentant une probabilité de défaillance assez faible et n'était sujet qu'à des risques limités de perte en cas de défaillance effective. Ce bon profil de risque du portefeuille de prêts des banques belges s'est également marqué par un faible pourcentage de créances dépréciées, qui est revenu de 1,4 p.c. à la fin de décembre 2006 à 1,3 p.c. à la fin de septembre 2007. Par ailleurs, à cette même date, le taux de provisionnement de ces créances s'élevait à un peu plus de 39 p.c.

TABLEAU 41 VENTILATION DU PORTEFEUILLE DE TITRES D'ENDETTEMENT DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES PAR SECTEUR DE CONTREPARTIE ET PAR CATÉGORIE COMPTABLE IAS/IFRS

(données à la fin de septembre 2007, sur une base consolidée, pourcentages du total)

	Total	Détenus jusqu'à l'échéance	Détenus à des fins de transaction	Disponibles à la vente	Désignés à la juste valeur par le biais du compte de résultat
Administrations publiques centrales	44,9	4,4	6,0	31,6	2,9
Établissements de crédit	26,0	0,2	4,1	20,4	1,2
Sociétés	23,0	0,2	7,8	14,3	0,7
Autres	6,1	0,0	1,4	4,6	0,1
Total	100,0	4,8	19,4	70,9	5,0

Sources: CBFA, BNB.

Au cours de la période sous revue, les établissements de crédit belges n'ont que très peu procédé à de nouvelles corrections de valeurs sur créances. Les provisions nettes pour risque de crédit enregistrées en compte de résultats sont demeurées à un niveau historiquement bas durant les neuf premiers mois de 2007, représentant un montant équivalant, en données annualisées, à 5 points de base de l'encours total des créances. Il semble toutefois peu probable que ce niveau puisse se maintenir au cours des trimestres à venir au cas où le récent resserrement des conditions d'octroi de prêts viendrait à persister et où les craintes d'un retournement – même progressif – des cycles économique et du crédit viendraient à se matérialiser.

En dehors des prêts, l'autre grande catégorie d'actifs financiers détenus par le secteur bancaire belge est constituée des titres d'endettement, qui totalisaient 305 milliards d'euros à la fin de septembre 2007. Un peu moins de la moitié de ces titres ont été émis par des administrations publiques centrales et un peu plus du quart par des établissements de crédit. Le restant englobe les obligations émises par les sociétés ainsi que d'autres titres d'emprunt, en ce compris les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS), les titres adossés à des actifs (ABS) et d'autres instruments de finance structurée. Il convient de souligner que l'exposition des établissements de crédit belges à ces derniers est concentrée sur les tranches bénéficiant de notations AAA et AA et que la part des titres adossés à des actifs reposant sur des créances hypothécaires à haut risque est modérée.

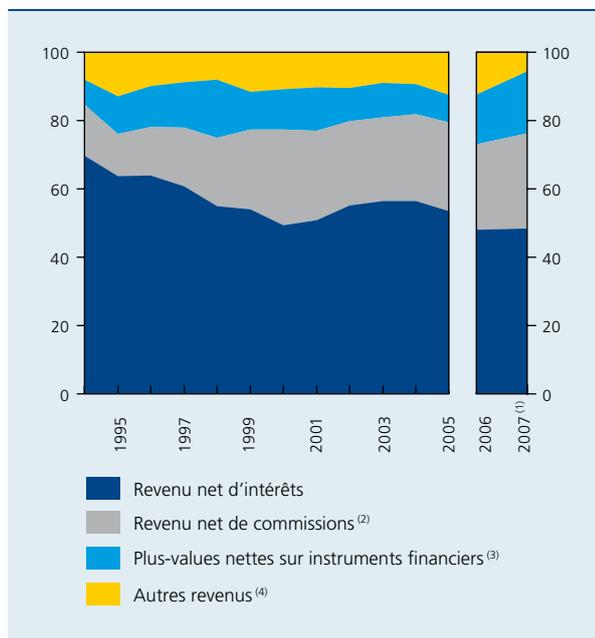
Dans la mesure où seuls 4,8 p.c. des titres d'endettement sont enregistrés, en normes IAS/IFRS, comme placements détenus jusqu'à l'échéance, la grande majorité du portefeuille est comptabilisée au bilan à la juste valeur. Cette

notion de juste valeur est plus large que celle de valeur de marché. Si, selon les règles IAS/IFRS, la cotation sur un marché actif est effectivement considérée comme la meilleure base de calcul de la juste valeur et est à utiliser en priorité quand elle existe, cet indicateur n'est pas exclusif. En l'absence d'un marché actif, la notion de juste valeur peut englober d'autres techniques d'évaluation, se référant, par exemple, à la valorisation d'instruments financiers similaires.

Alors que les plus- ou les moins-values réalisées à l'occasion de la vente d'un titre d'endettement sont automatiquement comptabilisées dans le compte de résultats, le traitement comptable des changements de valeur non réalisés dépend de la catégorie comptable dans laquelle les titres concernés sont repris. Ainsi, les changements de valeur non réalisés sur les titres classés comme actifs disponibles à la vente, qui représentent 70,9 p.c. des titres d'endettement détenus par le secteur bancaire belge, sont enregistrés directement en fonds propres sans passer par le compte de résultats. Il existe toutefois une exception majeure à cette règle. Lorsque la réduction de la juste valeur d'un titre d'endettement peut être considérée comme permanente, celle-ci doit donner lieu à une dépréciation du titre qui est à comptabiliser en compte de résultats. Pour les valeurs mobilières classées soit comme actifs détenus à des fins de transaction, soit comme actifs désignés à la juste valeur par le biais du compte de résultats – c'est-à-dire les actifs pour lesquels les banques ont fait le choix irrévocable d'une valorisation à la juste valeur au moment de leur comptabilisation –, qui représentaient au 30 septembre 2007 respectivement 19,4 et 5 p.c. du portefeuille de titres d'endettement du secteur bancaire belge, les changements de valeur doivent toujours être enregistrés en compte de résultats.

GRAPHIQUE 86 DÉCOMPOSITION DU PRODUIT BANCAIRE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données consolidées à fin de période, pourcentages du total)



Sources : CBFA, BNB.

- (1) Neuf premiers mois.
- (2) À l'exclusion des commissions payées à des agents bancaires, qui sont comptabilisées comme frais de personnel.
- (3) Somme de toutes les plus-values réalisées et non réalisées comptabilisées par le biais du compte de résultats. La part relative plus élevée à partir de 2006 est partiellement imputable au passage aux normes IAS/IFRS, qui ont fait augmenter le montant des plus-values non réalisées dans le compte de résultats.
- (4) Les autres revenus comprennent les revenus de dividendes, les réévaluations pour différences de change, les bénéfices ou pertes sur la décomptabilisation d'actifs autres que ceux disponibles à la vente, ainsi que les autres sources de revenu net d'exploitation.

En dépit de réductions de valeurs auxquelles elles ont procédé sur certains titres liés à des créances hypothécaires à haut risque au troisième trimestre, les banques belges ont enregistré, en compte de résultats, pendant les neuf premiers mois de 2007, 3,63 milliards d'euros de plus-values nettes réalisées ou latentes sur titres ou autres instruments financiers, soit une progression de 16 p.c. par rapport à la période correspondante de 2006. Avec une contribution de 2,23 milliards d'euros, les gains nets sur les actifs ou passifs classés comptablement comme détenus à des fins de transaction – catégorie qui comprend l'essentiel des produits dérivés, y compris ceux utilisés à des fins de couverture – ont progressé de 2 p.c. par rapport à 2006. Les autres plus-values nettes réalisées ou latentes ont progressé de 49 p.c. pour s'établir à 1,4 milliard d'euros.

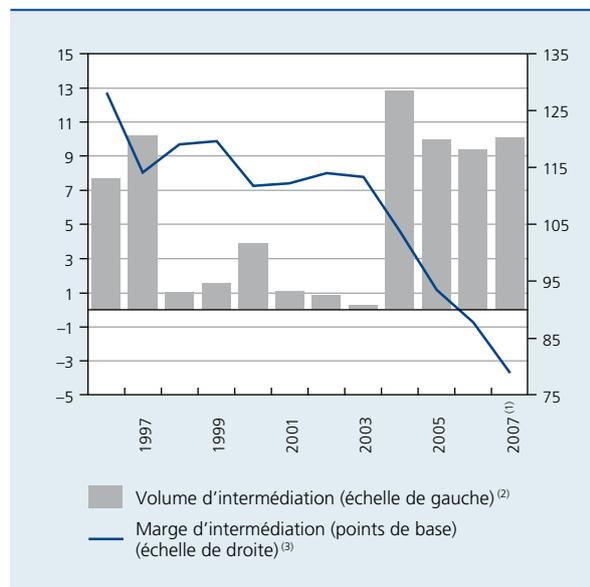
Les conditions de marché favorables ayant prévalu en 2006 et au premier semestre de 2007 et le remplacement des normes comptables belges (*Belgian GAAP*) par les normes internationales IAS/IFRS – qui a entraîné une forte augmentation de la proportion du bilan à valoriser

à la juste valeur – expliquent en bonne partie la progression récente de la part du produit bancaire générée par les plus-values sur instruments financiers. Ces nouvelles règles d'évaluation peuvent évidemment aussi exercer un effet en sens inverse, à la baisse, sur les résultats, dans un contexte de forte volatilité des marchés financiers et de correction sévère de la valeur de certains actifs, tel qu'observé durant la seconde moitié de l'année sous revue.

Les revenus nets de commissions exprimés en pourcentage du produit bancaire ont aussi sensiblement progressé au cours des dernières années. Cette augmentation s'explique, en partie, par la demande accrue des particuliers pour des produits d'épargne qui ne figurent pas au bilan des banques, telles les parts d'OPC ou les polices d'assurance-vie. Elle reflète également un recours plus important des sociétés au financement par emprunt direct sur le marché financier, ce qui offre aux établissements de crédit des opportunités de revenus sous la forme de courtage pour octroi de conseil ou engagement de prise ferme. Alors que les revenus de commissions représentaient 15 p.c. du produit bancaire en 1994, ce pourcentage est passé à 27,9 p.c. au cours des neuf premiers mois de 2007. Durant les trois premiers trimestres, le résultat net des commissions a crû de 21,9 p.c. par rapport à la

GRAPHIQUE 87 DÉTERMINANTS DU RÉSULTAT D'INTÉRÊTS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données non consolidées)



Sources : CBFA, BNB.

- (1) Pourcentages annuels calculés sur la base des données pour les neuf premiers mois.
- (2) Moyenne des taux d'accroissement annuels des actifs et passifs porteurs d'intérêts, pourcentages.
- (3) La marge d'intermédiation correspond à la différence entre les taux implicites moyens perçus et versés sur l'encours, respectivement, des actifs et passifs porteurs d'intérêts.

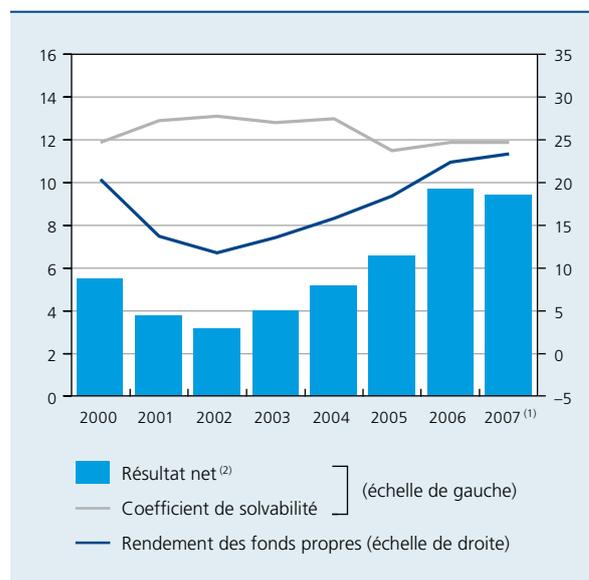
période correspondante de 2006. Ce sont les activités de gestion de portefeuille et celles de gestion de patrimoine – essentiellement axées sur la clientèle privée – qui ont fourni la contribution majeure à cette hausse globale. Les commissions sur transactions en valeurs mobilières sont restées stables alors que celles provenant des activités de compensation et de règlement ont progressé de 15 p.c.

En dépit de la croissance substantielle des revenus nets de commissions, le résultat d'intérêts constitue toujours la principale source de revenus des établissements de crédit belges. Au cours de ces dernières années, les intérêts nets perçus ont bénéficié de la hausse sensible du volume des dépôts et des prêts, qui a pu compenser la réduction significative de la marge d'intermédiation. De fait, l'écart entre le rendement moyen perçu sur les actifs productifs d'intérêts et le coût moyen de la rémunération des passifs est revenu de 113 points de base en 2003 à moins de 80 points de base en 2007. Ce recul récent de la marge d'intermédiation s'explique, en partie, par le glissement, au sein des dépôts de la clientèle, des dépôts d'épargne vers les dépôts à terme, mieux rémunérés. Il tient aussi, entre 2003 et 2007, à l'aplatissement prononcé de la courbe des rendements en euro qui, en réduisant l'écart entre les taux d'intérêt à court et à long termes, a comprimé les revenus issus des activités de transformation d'échéances des établissements de crédit belges. Les évolutions divergentes des composantes prix et volume du résultat d'intérêts reflètent aussi, en partie, la forte progression des activités à faible marge comme les opérations de mise ou prise en pension.

La capacité de générer des bénéfices et le maintien d'un bon niveau de solvabilité constituent deux importants paramètres permettant aux banques de faire face aux détériorations de l'environnement dans lequel elles opèrent. Pendant les neuf premiers mois de 2007, la rentabilité globale du secteur bancaire belge est restée élevée. Le résultat s'est établi à 9,5 milliards d'euros en base annualisée, de sorte que le rendement des fonds propres (23,4 p.c.) a légèrement dépassé le niveau historiquement élevé atteint en 2006 (22,4 p.c.). Le coefficient de solvabilité des établissements de crédit de droit belge – qui exprime le rapport entre les fonds propres réglementaires et le volume pondéré des risques – s'est établi à 11,9 p.c. à la fin de septembre 2007, soit un niveau nettement supérieur aux 8 p.c. imposés par les normes réglementaires. L'exercice 2007 est en fait la dernière année où ce coefficient de solvabilité a encore pu être calculé selon les normes de Bâle I. À partir de 2008, l'ensemble des banques belges devront mesurer leur solvabilité sur la base du nouveau dispositif de Bâle II. Celui-ci affine le calcul des exigences de fonds propres réglementaires en le rendant beaucoup plus sensible aux risques effectivement encourus par les banques.

GRAPHIQUE 88 RENTABILITÉ ET SOLVABILITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données consolidées, pourcentages, sauf mention contraire)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Données annualisées sur la base des données pour les neuf premiers mois.

(2) Milliards d'euros.

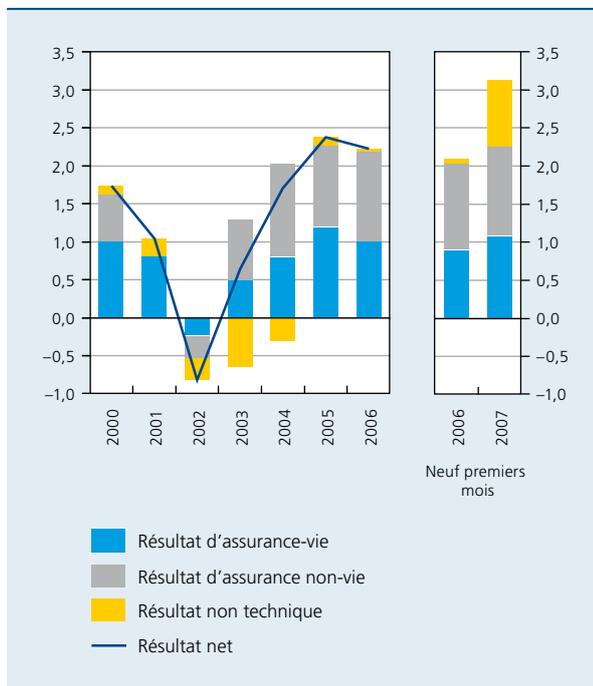
8.3 Secteur belge des assurances

La rentabilité du secteur belge des assurances s'est sensiblement améliorée pendant les neuf premiers mois de 2007, par rapport à la période correspondante de 2006, sous l'impulsion d'une forte hausse des revenus de placements comptabilisés dans le résultat non technique et d'un accroissement de 21 p.c. du résultat net des activités d'assurance-vie. Sur l'ensemble de l'année, les compagnies d'assurances devraient ainsi consolider le redressement opéré après 2002, lorsque le climat défavorable sur les marchés boursiers et des coûts d'assurance et opérationnels élevés en pourcentage des primes perçues s'étaient traduits par une perte de 0,8 milliard d'euros pour le secteur dans son ensemble.

La contribution significative des activités d'assurance-vie à la croissance du bénéfice net doit être quelque peu nuancée pour prendre en compte les glissements d'encassements qui s'étaient produits entre 2005 et 2006. Ceux-ci découlaient de l'imposition, à partir du 1^{er} janvier 2006, d'une taxe de 1,1 p.c. sur les versements de primes pour les contrats d'assurance-vie individuelle. Comme les ménages avaient anticipé cet impôt en versant des primes additionnelles lors des derniers mois de 2005, pour ensuite réduire leurs paiements en 2006, les résultats nets de 2005 et de 2006 ont été tour à tour gonflés et

GRAPHIQUE 89 PRINCIPALES COMPOSANTES DU COMPTE DE RÉSULTATS DES COMPAGNIES D'ASSURANCES BELGES

(milliards d'euros)



Sources : CBFA, BNB.

long terme à des niveaux inférieurs à ce seuil de 4,75 p.c. Le secteur a, depuis, progressivement amélioré le résultat afférent à l'assurance-vie, en constituant des réserves pour les versements prévus sur les anciens contrats d'assurance offrant des taux de rendement garantis élevés et en proposant de nouveaux contrats d'assurance assortis de clauses commerciales et de rendement mieux adaptés aux conditions actuelles et attendues sur les marchés financiers. Conjugés à l'impact positif de la hausse des cours de bourse sur les revenus de placement, ces développements ont contribué à redresser le résultat afférent à l'assurance-vie depuis 2002.

Le résultat en assurance non-vie a aussi sensiblement progressé durant cette période, comme l'illustre l'évolution du ratio combiné qui rapporte la somme des coûts d'assurance et opérationnels aux primes nettes perçues. Après avoir dépassé les 110 p.c. au cours de la période 2000-2002, cette mesure inversée de la rentabilité des activités d'assurance proprement dites (hors revenus de placement) est revenue à 102 p.c. en moyenne au cours de la période 2003-2007. Cette amélioration significative du ratio combiné à partir de 2003 est due à une hausse des primes, à une meilleure maîtrise des coûts et à une gestion plus rigoureuse des risques couverts dans les branches d'assurance déficitaires.

comprimés artificiellement, par rapport à l'évolution prévisible en l'absence de cette nouvelle mesure fiscale.

Ce facteur ne peut toutefois expliquer à lui seul l'augmentation des encaissements de primes en assurance-vie, qui avoisinerait les 10 p.c. pour l'ensemble de l'année sous revue. Compte tenu de la diminution des primes pour les contrats liés à des fonds de placement (branche 23), cette croissance résulte de la hausse des encaissements pour des polices appartenant à d'autres types de contrats, parmi lesquels la branche 21 est de loin la plus importante, aussi bien dans le segment de l'assurance-vie individuelle que dans celui de l'assurance-vie de groupe.

La rentabilité des contrats d'assurance de la branche 21 avait été mise à mal, il y a quelques années, par le net recul du rendement obtenu par les compagnies d'assurances sur leur portefeuille de placement, alors que ces compagnies garantissaient, aux détenteurs de police, un rendement minimum qui, du fait de la concurrence, était généralement fixé au plafond légal de 4,75 p.c. En 2002, la marge entre le rendement obtenu par les compagnies et celui garanti aux assurés était même devenue négative, à la suite de l'évolution défavorable des cours sur les marchés boursiers mondiaux et d'une baisse des taux à

GRAPHIQUE 90 PRIMES D'ASSURANCE-VIE⁽¹⁾

(milliards d'euros)



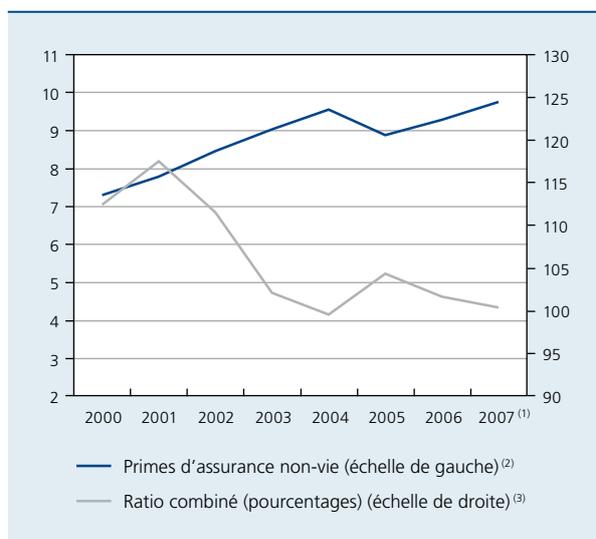
Sources : Assuralia, CBFA, BNB.

(1) Primes encaissées sur les opérations d'assurance directe en Belgique.

(2) Les chiffres de 2007 sont basés sur l'estimation réalisée en octobre par Assuralia.

GRAPHIQUE 91 PRIMES D'ASSURANCE NON-VIE ET RATIO COMBINÉ

(milliards d'euros, sauf mention contraire)



Sources : Assuralia, CBFA, BNB.

- (1) Projections sur la base de l'estimation réalisée en octobre par Assuralia pour les primes d'assurance non-vie et sur la base des données pour les neuf premiers mois pour le ratio combiné.
 (2) Primes encaissées sur les opérations d'assurances directes en Belgique.
 (3) Le ratio combiné rapporte la somme des coûts d'assurance et opérationnels aux primes nettes perçues.

En dépit de l'évolution positive des résultats en assurance-vie et non-vie observée récemment, le secteur demeure sensible aux développements survenant sur les marchés financiers et, en particulier, aux évolutions des taux d'intérêt. Tel est principalement le cas dans le segment vie, où les contrats et les passifs sont proportionnellement assortis d'échéances plus longues que dans le segment non-vie, se traduisant par un volume plus élevé de provisions et de placements. Pour des raisons identiques, les revenus financiers, exprimés en pourcentage des primes versées, sont aussi plus importants dans l'assurance-vie que dans l'assurance non-vie.

Les compagnies d'assurances belges actives tant en vie qu'en non-vie placent traditionnellement une part significative de leur portefeuille en obligations. À la fin de septembre 2007, celles-ci représentaient 69,1 p.c. du portefeuille total, la proportion des actions et celle des OPC se limitant à respectivement 15 et 5,4 p.c. En vue d'accroître le rendement de leurs placements, les compagnies d'assurances ont augmenté, au cours des dernières années, l'importance relative des obligations d'entreprises, celles-ci représentant à la fin de septembre 2007 41 p.c. de l'encours total des obligations, contre 34 p.c. en 2002. Comme les obligations sélectionnées bénéficient généralement de notations très élevées, cette diversification

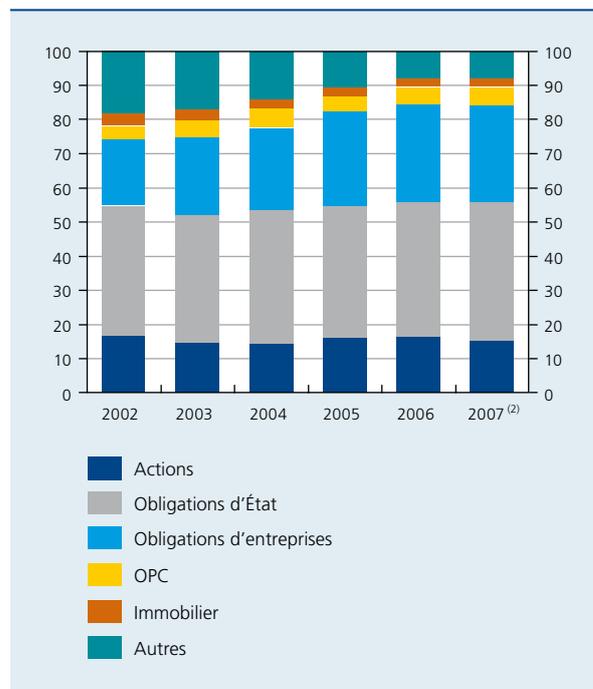
ne semble pas avoir entraîné de baisse significative de la qualité de crédit globale du portefeuille de placement des compagnies d'assurances.

Néanmoins, en vue d'améliorer le rendement, ajusté pour le risque, de leur portefeuille, les compagnies ont également investi en produits structurés, tels que les titres adossés à des actifs ou les titres garantis par des créances, en parts de fonds spéculatifs, en capital investissement ou en actifs financiers liés à des matières premières. Bien que la part de ces catégories d'actifs soit jusqu'à présent restée limitée, une telle diversification expose graduellement les compagnies à de nouveaux types de risques.

D'une manière générale, l'exposition aux variations de taux d'intérêt reste un des principaux risques auxquels sont confrontées les compagnies d'assurances dans la gestion de leurs placements, étant donné que l'échéance moyenne des actifs financiers du secteur ne coïncide pas avec celle des passifs. L'ampleur et le sens même de cet écart diffèrent entre les segments vie et non-vie, comme l'illustrent les tests de résistance réalisés en 2007, auprès des principales entreprises du secteur, à la demande de la BNB et de la CBFA. D'une part, l'écart moyen d'échéance

GRAPHIQUE 92 PORTEFEUILLE DE PLACEMENT DES COMPAGNIES D'ASSURANCES BELGES⁽¹⁾

(pourcentages du total)



Sources : CBFA, BNB.

(1) À l'exclusion des investissements liés aux contrats de la branche 23.

(2) Chiffres à la fin de septembre.

TABLEAU 42 INCIDENCE D'UN CHOC DE TAUX D'INTÉRÊT SUR L'ACTIF NET DES COMPAGNIES D'ASSURANCES BELGES⁽¹⁾

(données à la fin de juin 2007, en pourcentage des fonds propres réglementaires disponibles)

	Total	Assurance-vie	Assurance non-vie
Glissement vers le haut	0,1	6,6	-3,9
Glissement vers le bas	-6,7	-19,3	3,7

Sources : CBFA, BNB, calculs des compagnies d'assurances.

(1) Incidence d'un glissement parallèle de la courbe des rendements de 200 points de base, calculée sur la base des modèles internes et des hypothèses des principales institutions.

entre les portefeuilles de placement et les provisions techniques est généralement plus faible pour les assurances non-vie que pour les assurances-vie, de sorte que les premières présentent une exposition moindre au risque de taux d'intérêt. D'autre part, la durée moyenne à l'échéance des portefeuilles de placement est généralement supérieure à la durée des contrats qui leur sont liés dans le cas des assurances non-vie, tandis que l'inverse se vérifie dans le cas des assurances-vie.

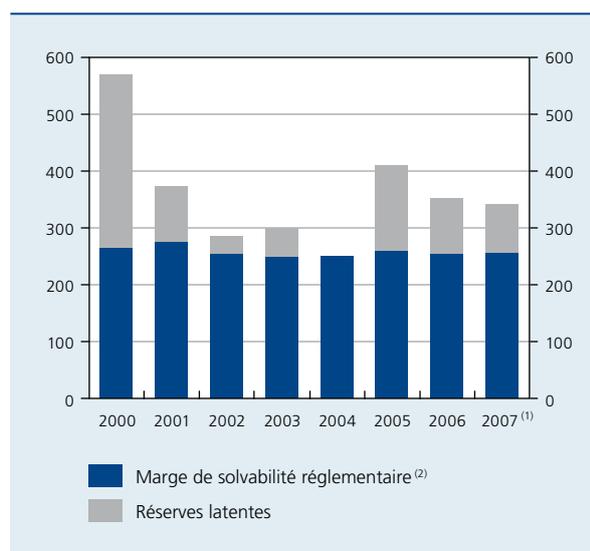
Les risques liés aux placements financiers des compagnies d'assurances seront pris en compte de manière plus explicite dans la prochaine directive Solvabilité II, qui entrera en vigueur en 2012. Largement inspirée du nouveau dispositif de Bâle II applicable aux banques, la directive précitée prévoit également un système à trois piliers. Celui-ci combine des normes quantitatives pour le calcul des exigences de fonds propres, des exigences plus qualitatives en matière de contrôle des risques, assorties de la faculté pour les autorités prudentielles d'imposer la constitution de fonds propres supplémentaires, et enfin, des obligations en matière de communication d'informations destinées à renforcer la discipline de marché. Les normes quantitatives du premier pilier prennent en compte un éventail beaucoup plus large de risques, permettent aux compagnies d'utiliser leurs propres modèles de gestion des risques pour calculer les fonds propres exigés et intègrent l'incidence sur la solvabilité d'une évaluation à la juste valeur tant des placements financiers, à l'actif, que des provisions techniques, au passif.

Cette dernière clause viendra corriger une grande distorsion existant dans le mode actuel de calcul des fonds propres réglementaires, à savoir l'absence de modification du taux d'actualisation des provisions techniques en cas de variation des taux d'intérêt du marché. Selon le système actuellement en vigueur, qui est toujours basé sur

un taux d'actualisation fixe, le secteur belge des assurances dépassait largement à la fin de septembre 2007, les exigences de solvabilité réglementaires. Depuis 2000, la somme des marges de solvabilité explicite et implicite a, en effet, constamment dépassé la marge minimale d'au moins 150 p.c.

La composante explicite inclut les fonds propres, les dettes subordonnées et certains autres postes du bilan, tels que le fonds pour allocations futures, qui correspond au solde positif du résultat technique d'assurance-vie pour lequel, à la date de clôture de l'exercice, la décision relative à la répartition entre actionnaires et assurés est toujours pendante. Outre ces composantes explicites, les compagnies d'assurances peuvent aussi, moyennant l'accord de la CBFA, comptabiliser d'autres éléments spécifiques dans leur marge de solvabilité réglementaire, le plus important d'entre eux étant constitué d'une partie des plus-values non réalisées sur les portefeuilles de placement. Cette dernière possibilité est liée au mode actuel de valorisation des actifs des compagnies d'assurances. En effet, selon les normes comptables actuellement en vigueur, la plupart des plus-values non réalisées ne sont pas incorporées dans la valeur comptable des portefeuilles de placement des compagnies d'assurances, et n'entraînent donc aucune variation des fonds propres. Toutefois, moyennant

GRAPHIQUE 93 MARGE DE SOLVABILITÉ DISPONIBLE DES COMPAGNIES D'ASSURANCES BELGES (pourcentages de la marge minimale réglementaire)

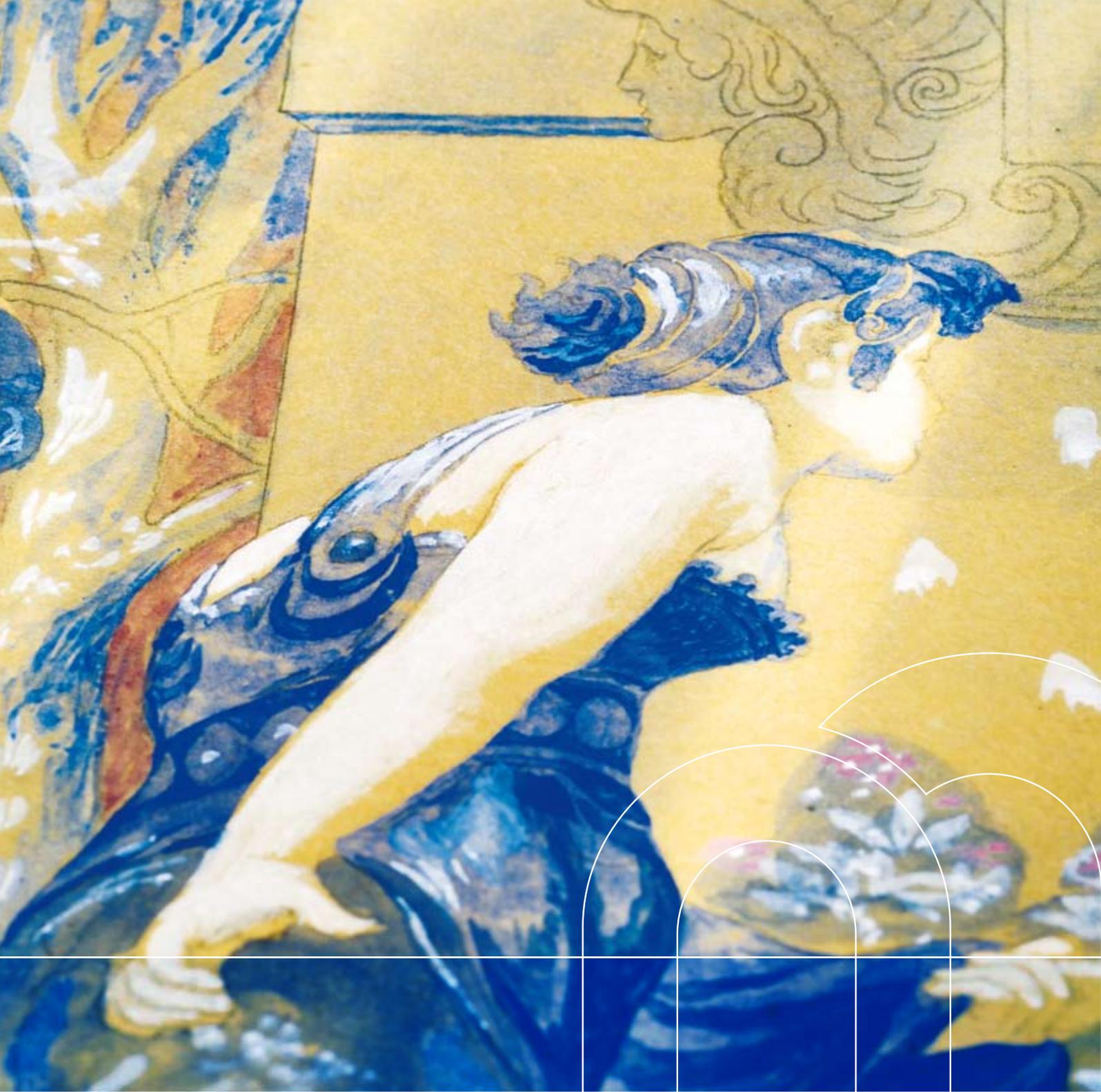


Sources : CBFA, BNB.

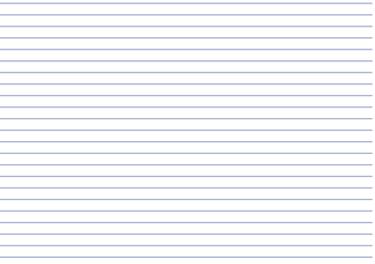
(1) Chiffres à la fin de septembre.

(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.

l'accord de la CBFA, une partie de ces plus-values latentes peut être comptabilisée dans la marge implicite de solvabilité. La fraction non incluse peut être considérée comme une réserve latente; son importance a légèrement diminué entre la fin de 2006 et septembre 2007, en lien direct avec l'augmentation des taux à long terme durant ces neuf mois.



Annexes



Annexes statistiques

TABLEAU I PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, EN VOLUME

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

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	3,9	1,0	0,7	0,7	1,4	1,4	2,1	2,5
Logements	1,3	-4,4	-0,9	3,6	10,0	10,1	7,4	5,2
Formation brute de capital fixe des entreprises	4,6	3,4	-3,0	-1,8	7,4	4,6	3,9	5,1
Dépenses des administrations publiques	2,9	1,2	2,7	2,1	1,8	0,7	-0,2	2,4
Dépenses de consommation finale	2,9	2,4	2,9	2,1	1,8	-0,2	0,0	2,1
Formation brute de capital fixe	2,6	-11,6	0,7	1,3	1,9	13,0	-3,2	5,4
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> ⁽¹⁾	3,7	0,3	-2,3	-0,3	7,5	6,7	4,2	5,2
Variation des stocks ⁽²⁾	0,2	-0,9	0,4	0,0	0,1	0,4	0,8	0,0
Total des dépenses intérieures	3,8	0,2	1,0	0,8	2,7	2,5	2,8	2,9
Exportations de biens et services	8,7	0,9	0,8	2,9	6,3	4,1	2,6	4,6
Total des dépenses finales	5,9	0,5	0,9	1,8	4,4	3,3	2,7	3,7
Importations de biens et services	8,7	0,2	0,2	2,8	6,5	4,9	2,5	5,0
<i>p.m. Exportations nettes de biens et services</i> ⁽²⁾	0,3	0,6	0,5	0,2	0,2	-0,4	0,2	-0,2
PIB	3,9	0,7	1,4	1,0	2,8	2,0	2,9	2,7

Sources: ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

(2) Contribution à la variation du PIB.

TABLEAU II RNB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, EN VOLUME

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

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	3,8	1,1	0,8	0,8	1,4	1,3	2,0	2,4
Logements	1,0	-4,3	-0,7	3,8	9,8	9,9	7,6	5,1
Formation brute de capital fixe des entreprises	5,9	3,3	-3,1	-1,7	6,9	4,7	3,9	5,2
Dépenses des administrations publiques	2,9	1,2	2,7	2,0	1,9	0,7	-0,1	2,4
Dépenses de consommation finale	2,9	2,4	2,9	2,1	1,8	-0,2	0,0	2,1
Formation brute de capital fixe	2,4	-11,4	0,6	1,5	1,9	13,0	-3,2	5,3
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> ⁽¹⁾	4,5	0,2	-2,3	-0,2	7,1	6,7	4,2	5,1
Variation des stocks ⁽²⁾	0,1	-0,9	0,1	0,0	0,2	0,0	0,9	0,4
Total des dépenses intérieures	3,8	0,3	0,7	0,9	2,8	2,1	3,0	3,3
Exportations de biens et services	8,4	0,9	1,2	2,9	6,5	3,6	2,6	4,7
Total des dépenses finales	5,8	0,5	0,9	1,8	4,5	2,8	2,8	4,0
Importations de biens et services	8,8	0,2	0,2	2,9	6,6	4,2	2,7	5,4
<i>p.m. Exportations nettes de biens et services</i> ⁽²⁾	0,1	0,5	0,8	0,1	0,3	-0,3	0,0	-0,4
PIB	3,7	0,8	1,5	1,0	3,0	1,7	2,8	2,7
Excédent ou déficit (-) commercial résultant de la variation des termes de l'échange ⁽³⁾ ..	-1,4	0,1	0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,4	0,4
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde ⁽³⁾	0,4	-0,7	-0,2	0,1	-0,5	-0,3	0,7	0,1
RNB	2,6	0,2	1,7	0,7	2,1	1,1	3,1	3,1

Sources : ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

(2) Contribution à la variation du PIB.

(3) Contribution à la variation du RNB.

TABLEAU III DÉFLATEURS DU RNB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

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

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	3,5	2,3	1,3	1,7	2,5	2,8	2,5	2,0
Logements	2,7	4,2	4,5	1,2	4,7	3,3	5,3	3,9
Formation brute de capital fixe des entreprises	1,9	-0,5	-2,2	0,5	2,0	0,5	1,6	0,9
Dépenses des administrations publiques	1,9	2,5	3,7	2,6	2,4	4,1	2,8	2,3
Dépenses de consommation finale	1,7	2,6	3,9	2,7	2,6	4,3	3,0	2,3
Formation brute de capital fixe	3,5	0,6	0,5	0,8	0,7	1,0	3,1	1,6
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> ⁽¹⁾	2,2	0,6	-0,5	0,7	2,6	1,3	2,7	1,8
Total des dépenses intérieures ⁽²⁾	2,8	2,0	1,5	1,7	2,6	2,8	2,7	2,0
Exportations de biens et services	9,5	2,1	-0,5	-2,2	2,4	4,1	3,4	3,1
Total des dépenses finales ⁽²⁾	5,9	2,1	0,6	-0,1	2,5	3,4	3,0	2,6
Importations de biens et services	11,8	2,0	-1,2	-2,0	2,8	4,4	4,0	2,7
<i>p.m. Termes de l'échange</i>	-2,0	0,1	0,7	-0,2	-0,4	-0,3	-0,5	0,4
PIB	1,8	2,0	1,9	1,6	2,4	2,5	2,0	1,7
RNB	3,3	1,9	1,4	2,0	2,7	2,7	2,4	1,3

Sources: ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

(2) A l'exclusion de la variation des stocks.

TABLEAU IV RNB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, À PRIX COURANTS
(millions d'euros, données non corrigées des effets de calendrier)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	135.726	140.300	143.227	146.763	152.641	158.949	166.254	173.674
Logements	11.433	11.392	11.818	12.409	14.270	16.199	18.346	20.041
Formation brute de capital fixe des entreprises	36.080	37.076	35.126	34.700	37.827	39.816	42.015	44.571
Dépenses des administrations publiques	58.613	60.777	64.749	67.760	70.684	74.065	76.098	79.647
Dépenses de consommation finale	53.678	56.378	60.303	63.212	66.014	68.732	70.774	73.955
Formation brute de capital fixe	4.934	4.399	4.446	4.549	4.671	5.333	5.324	5.692
<i>p.m.</i> Formation brute de capital fixe totale ⁽¹⁾	52.447	52.867	51.389	51.657	56.767	61.348	65.685	70.304
Variation des stocks	2.508	180	62	810	1.874	1.726	3.828	2.801
Total des dépenses intérieures	244.359	249.724	254.981	262.442	277.295	290.754	306.541	320.735
Exportations de biens et services	213.080	219.555	220.969	222.528	242.670	261.630	277.641	299.845
Total des dépenses finales	457.439	469.279	475.950	484.970	519.966	552.384	584.182	620.579
Importations de biens et services	205.698	210.396	208.298	210.244	230.276	250.418	267.560	289.802
<i>p.m.</i> Exportations nettes de biens et services	7.382	9.159	12.672	12.284	12.395	11.211	10.081	10.043
PIB	251.741	258.883	267.652	274.726	289.690	301.966	316.622	330.777
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde	5.694	3.922	3.384	3.804	2.596	1.677	3.869	4.158
RNB	257.435	262.806	271.036	278.530	292.286	303.643	320.491	334.935

Sources: ICN, BNB.

(1) Logements, formation brute de capital fixe des entreprises et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

TABLEAU V VALEUR AJOUTÉE DES DIFFÉRENTES BRANCHES D'ACTIVITÉ, EN VOLUME

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

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	p.m. Pourcentages du PIB de 2006
Agriculture, chasse, sylviculture et pêche	4,2	-5,5	4,3	-7,6	5,3	-5,4	-5,8	0,8
Industrie	4,8	0,0	-0,8	-1,2	2,9	-0,2	3,5	17,3
Industrie extractive	1,2	-11,5	-5,1	0,1	3,2	7,0	4,7	0,1
Électricité, gaz, eau	7,0	-1,7	-1,9	-0,8	-1,5	-3,2	10,2	1,9
Industrie manufacturière	4,6	0,3	-0,7	-1,3	3,6	0,2	2,7	15,3
dont :								
Minéraux non métalliques	-0,5	3,6	-1,3	-3,4	0,1	-1,8	4,9	0,8
Fer, acier et métaux non ferreux	3,8	1,8	0,4	-2,4	4,4	-7,6	5,2	2,4
Fabrications métalliques	11,8	-1,4	-4,4	-2,7	1,1	3,5	3,8	3,3
Papier, impression, édition	2,3	1,8	-1,7	1,7	5,1	0,8	1,2	1,1
Chimie et caoutchouc	6,3	0,4	2,2	-0,4	6,2	-0,9	2,0	3,6
Textiles, vêtements et chaussures	-8,2	-0,3	-1,5	-8,9	0,6	-5,6	-0,4	0,6
Denrées alimentaires, boissons, tabac	-5,2	2,2	1,9	2,2	2,8	1,4	3,8	2,1
Construction	5,8	1,0	-1,5	0,9	3,5	3,8	8,5	4,5
Services marchands	3,2	2,2	2,3	2,2	2,3	2,7	2,6	54,4
Commerce et réparations	-1,5	3,7	4,3	4,9	3,6	-4,2	1,0	11,5
Services financiers	3,3	-0,7	10,2	-5,7	8,3	3,3	3,6	5,3
Immobilier, location et services aux entreprises	4,8	2,5	0,9	3,1	1,4	6,6	4,9	20,4
Transports et communications	4,3	3,2	0,5	2,1	-0,3	3,8	0,4	7,3
Santé et action sociale	4,8	3,0	1,2	1,9	1,4	2,0	1,0	6,1
Horeca et services divers aux ménages	4,1	-2,0	-1,2	1,4	1,4	2,2	1,5	3,8
Services non marchands	2,4	0,5	1,6	1,3	1,0	0,6	0,9	12,1
Valeur ajoutée des branches, aux prix de base	3,6	1,3	1,4	1,2	2,4	1,8	2,8	89,0
Impôts nets des subsides sur les produits ⁽¹⁾	0,5	-0,4	0,3	-0,1	0,9	0,1	0,4	11,0
PIB	3,7	0,8	1,5	1,0	3,0	1,7	2,8	100,0

Source : ICN.

(1) Contribution à la variation du PIB.

TABLEAU VI MARCHÉ DU TRAVAIL

(moyennes annuelles, milliers de personnes)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 e
Population en âge de travailler ⁽¹⁾	6.724	6.743	6.774	6.805	6.835	6.879	6.942	6.998
Population active	4.616	4.670	4.686	4.735	4.803	4.875	4.922	4.937
Emploi national	4.142	4.200	4.194	4.197	4.227	4.279	4.334	4.405
Travailleurs frontaliers (solde)	50	50	50	51	53	53	56	58
Emploi intérieur	4.091	4.150	4.144	4.146	4.174	4.225	4.278	4.347
Travailleurs indépendants	695	690	684	679	680	687	695	709
Travailleurs salariés	3.396	3.460	3.461	3.467	3.495	3.538	3.583	3.638
Branches sensibles à la conjoncture ⁽²⁾	2.187	2.227	2.204	2.183	2.191	2.214	2.246	2.292
Administration publique et éducation	705	713	725	735	744	755	758	758
Autres services non marchands ⁽³⁾	504	519	532	550	559	569	578	588
Chômage ⁽⁴⁾	474	470	492	538	577	596	588	532

Sources : DGSE, 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.

TABLEAU VII Taux de chômage

(pourcentages de la population active âgée de quinze à soixante-quatre ans correspondante⁽¹⁾, moyennes annuelles)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Moyenne des trois premiers trimestres		
								2006	2007	
Total	7,1	6,6	7,6	8,2	8,4	8,5	8,3	8,4	7,6	
Selon le sexe										
Femmes	8,7	7,5	8,7	8,9	9,6	9,6	9,4	9,4	8,7	
Hommes	5,8	6,0	6,7	7,7	7,5	7,7	7,4	7,6	6,8	
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans	17,4	16,9	17,7	21,7	21,1	21,5	20,5	20,7	19,3	
De 25 à 54 ans	6,1	5,6	6,6	7,1	7,4	7,4	7,2	7,4	6,7	
De 55 à 64 ans	3,0	3,1	3,9	2,8	3,8	4,5	4,8	4,9	4,4	
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	11,1	10,0	11,7	12,4	13,3	14,1	14,0	13,8	13,0	
Secondaire supérieur	6,8	6,7	7,3	8,4	8,5	8,5	8,2	8,3	7,7	
Supérieur	3,3	3,5	4,1	4,4	4,7	4,4	4,6	4,7	3,9	
Selon la région										
Bruxelles	14,0	13,0	14,7	15,8	15,9	16,5	17,7	17,7	17,5	
Flandre	4,3	4,0	4,9	5,7	5,4	5,5	5,0	5,2	4,5	
Wallonie	10,3	9,9	10,6	10,9	12,1	11,9	11,8	11,8	10,6	

Sources : CE, DGSI.

(1) Ces taux de chômage sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

TABLEAU VIII INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ
(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)

	Total					p.m. Indice des prix à la consommation national			p.m. Indice-santé ⁽³⁾
	Total	Produits alimentaires non transformés ⁽¹⁾		Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾	Services	Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	
		Produits énergétiques	Produits non transformés ⁽¹⁾						
2000	2,7	16,3	0,2	1,1	1,3	0,0	2,3	2,5	1,9
2001	2,4	1,4	6,9	2,1	2,2	2,0	2,0	2,5	2,7
2002	1,6	-3,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,6	1,6	1,8
2003	1,5	0,2	1,7	1,7	2,8	1,0	1,9	1,6	1,5
2004	1,9	6,6	0,9	1,4	2,2	0,3	2,1	2,1	1,6
2005	2,5	12,7	1,7	1,4	2,0	0,3	2,1	2,8	2,2
2006	2,3	7,3	3,3	1,6	2,1	0,9	2,1	1,8	1,8
2007	1,8	0,2	3,0	1,9	4,7	0,9	1,9	1,8	1,8
2007 Janvier	1,7	-0,9	5,9	1,6	3,2	0,8	1,8	1,7	2,0
Février	1,8	0,3	4,3	1,7	3,5	0,8	2,0	1,8	2,1
Mars	1,8	-1,1	3,7	2,0	4,0	0,9	2,3	1,8	1,9
Avril	1,8	-2,5	5,6	2,0	4,3	0,8	2,2	1,8	1,9
Mai	1,3	-3,4	1,7	1,9	4,1	0,7	2,2	1,3	1,3
Juin	1,3	-3,5	3,2	1,7	4,0	0,6	2,0	1,3	1,3
Juillet	1,3	-3,9	3,6	1,8	4,1	0,6	2,0	1,4	1,4
Août	1,2	-4,6	1,7	1,9	4,2	1,0	1,9	1,1	1,2
Septembre	1,4	-0,1	0,5	1,7	4,5	1,0	1,5	1,5	1,3
Octobre	2,2	4,3	2,1	2,0	5,6	1,0	1,6	2,2	1,8
Novembre	2,9	10,2	1,5	2,1	6,5	1,1	1,5	2,9	2,2
Décembre	3,1	8,7	2,7	2,4	7,6	1,1	2,0	3,1	2,6

Sources: CE, DGSIE, BNB.

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

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

(3) IPCN, à l'exclusion des produits nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

TABLEAU IX REVENUS DES DIFFÉRENTS SECTEURS, À PRIX COURANTS⁽¹⁾
(millions d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 e
Particuliers								
Revenu primaire brut	195.945	205.226	208.125	209.178	213.902	219.841	228.475	239.004
Salaires et traitements ⁽²⁾	130.814	138.074	143.425	146.277	150.326	155.099	162.117	169.373
Revenu de la propriété mobilière ⁽³⁾	28.648	29.721	27.795	25.240	25.196	25.312	25.491	27.165
Revenu mixte brut	24.165	24.613	24.116	24.639	25.221	25.318	25.816	26.769
Excédent brut d'exploitation	12.318	12.818	12.789	13.022	13.160	14.113	15.051	15.697
Transferts courants ⁽³⁾	-37.084	-38.981	-39.588	-38.920	-39.668	-40.854	-40.264	-42.241
Transferts reçus	52.828	55.678	58.444	60.554	62.940	65.212	67.178	69.703
Transferts versés (-)	-89.912	-94.660	-98.032	-99.474	-102.608	-106.067	-107.442	-111.944
Revenu disponible brut	158.860	166.245	168.537	170.258	174.234	178.986	188.211	196.763
<i>p.m. En termes réels⁽⁴⁾</i>	176.300	180.419	180.628	179.420	179.085	178.986	183.623	188.178
<i>(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)</i>	(1,7)	(2,3)	(0,1)	(-0,7)	(-0,2)	(-0,1)	(2,6)	(2,5)
Sociétés								
Revenu primaire brut	42.200	38.040	40.797	45.963	51.825	55.281	61.429	64.551
Excédent brut d'exploitation	52.433	51.805	54.528	57.539	64.842	70.801	75.028	79.178
Revenu de la propriété mobilière ⁽³⁾	-10.233	-13.765	-13.732	-11.576	-13.016	-15.521	-13.599	-14.627
Transferts courants ⁽³⁾	-6.507	-6.480	-6.549	-6.370	-7.566	-8.542	-9.953	-10.686
Revenu disponible brut	35.693	31.561	34.248	39.593	44.259	46.739	51.476	53.865
Administrations publiques								
Revenu primaire brut	19.291	19.539	22.114	23.389	26.559	28.521	30.588	31.380
Transferts courants ⁽³⁾	41.051	42.972	43.348	41.582	43.290	45.504	46.659	48.992
Revenu disponible brut	60.342	62.511	65.462	64.971	69.850	74.025	77.246	80.372
Reste du monde								
Revenu disponible brut	2.541	2.490	2.789	3.709	3.944	3.893	3.558	3.935
RNB	257.435	262.806	271.036	278.530	292.286	303.643	320.491	334.935

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.

TABLEAU X SYNTHÈSE DES OPÉRATIONS DES GRANDS SECTEURS DE L'ÉCONOMIE, À PRIX COURANTS⁽¹⁾
(millions d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 e
1. Particuliers								
1.1 Revenu disponible brut	158.860	166.245	168.537	170.258	174.234	178.986	188.211	196.763
<i>p.m.</i> Revenu disponible ajusté brut	191.130	209.453	204.543	208.470	214.670	221.333	231.709	242.442
1.2 Variation des droits des particuliers sur les fonds de pension	1.549	1.607	1.541	1.716	1.856	2.020	1.833	1.881
1.3 Dépenses de consommation finale	135.726	140.300	143.227	146.763	152.641	158.949	166.254	173.674
<i>p.m.</i> Consommation finale effective	167.995	174.507	179.233	184.975	193.077	201.296	209.752	219.353
1.4 Épargne brute (1.1 + 1.2 - 1.3)	24.683	27.553	26.851	25.210	23.449	22.057	23.789	24.970
<i>p.m.</i> Pourcentages du revenu disponible brut ⁽²⁾	15,4	16,4	15,8	14,7	13,3	12,2	12,5	12,6
<i>p.m.</i> Pourcentages du revenu disponible ajusté brut ⁽²⁾	12,8	13,6	13,0	12,0	10,8	9,9	10,2	10,2
1.5 Transferts en capital ⁽³⁾	-133	-569	-338	-819	-1.092	-1.231	-1.444	-1.509
1.6 Formation brute de capital	13.987	13.543	14.228	14.478	16.595	18.429	20.712	22.583
1.7 Solde de financement (1.4 + 1.5 - 1.6)	10.564	13.440	12.286	9.913	5.762	2.397	1.633	878
2. Sociétés								
2.1 Revenu disponible brut	35.693	31.561	34.248	39.593	44.259	46.739	51.476	53.865
2.2 Variation des droits des particuliers sur les fonds de pension	-1.547	-1.606	-1.540	-1.721	-1.853	-2.020	-1.834	-1.887
2.3 Épargne brute (2.1 + 2.2)	34.146	29.954	32.708	37.872	42.406	44.718	49.642	51.978
2.4 Transferts en capital ⁽³⁾	1.461	645	779	-2.039	415	1.147	2.385	3.027
2.5 Formation brute de capital fixe	33.478	34.839	32.613	32.531	35.401	37.487	39.551	41.957
2.6 Variation des stocks	2.548	270	160	905	1.979	1.821	3.922	2.870
2.7 Solde de financement (2.3 + 2.4 - 2.5 - 2.6), optique de l'ICN ⁽⁴⁾	-419	-4.509	714	2.397	5.442	6.557	8.553	10.178
3. Administrations publiques								
3.1 Revenu disponible brut	60.342	62.511	65.462	64.971	69.850	74.025	77.246	80.372
<i>p.m.</i> Revenu disponible ajusté brut	28.072	28.303	29.456	26.759	29.473	31.678	33.749	34.693
3.2 Variation des droits des particuliers sur les fonds de pension	-2	-1	-1	5	-3	0	2	5
3.3 Dépenses de consommation finale	53.678	56.378	60.303	63.212	66.014	68.732	70.774	73.955
<i>p.m.</i> Consommation finale effective	21.409	22.170	24.297	25.000	25.577	26.385	27.276	28.276
3.4 Épargne brute (3.1 + 3.2 - 3.3)	6.661	6.132	5.158	1.764	3.833	5.293	6.475	6.423
3.5 Transferts en capital ⁽³⁾	-1.586	-418	-808	2.702	620	-110	-430	-1.489
3.6 Formation brute de capital fixe	4.934	4.399	4.446	4.549	4.671	5.333	5.324	5.692
3.7 Variation des stocks	8	-4	4	5	-4	3	3	3
3.8 Solde de financement selon le SEC 95 (3.4 + 3.5 - 3.6 - 3.7), optique de l'ICN ⁽⁴⁾	133	1.318	-100	-87	-214	-153	718	-762
<i>p.m.</i> Solde de financement selon l'EDP ⁽⁵⁾ , optique de l'ICN ⁽⁴⁾	238	1.458	33	41	39	227	915	-618
<i>p.m.</i> Solde de financement selon l'EDP ⁽⁵⁾ , optique d'Eurostat ⁽⁴⁾	238	1.458	33	41	39	-6.846	1.143	-387
4. Ensemble des secteurs intérieurs								
4.1 Solde de financement (1.7 + 2.7 + 3.8)	10.277	10.250	12.899	12.224	10.990	8.801	10.904	10.295

Sources: ICN, BNB.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

(2) Revenu disponible, y compris la variation des droits des particuliers sur les fonds de pension.

(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.

(4) Selon l'optique de l'ICN, le Fonds de l'infrastructure ferroviaire (FIF), créé dans le contexte de la restructuration de la SNCB le 1^{er} janvier 2005, relève du secteur des sociétés non financières. Selon l'optique d'Eurostat, ce Fonds est classé dans le secteur des administrations publiques et la reprise de dette de la SNCB à laquelle il a procédé doit être enregistrée comme un transfert en capital du secteur des administrations publiques vers celui des sociétés non financières.

(5) 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 à garantie de taux (FRA). Dans le cadre de la procédure sur les déficits 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 XI RECETTES, DÉPENSES ET SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(millions d'euros; selon l'optique de l'ICN, sauf mention contraire⁽¹⁾)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 e
Recettes⁽²⁾	113.530	118.105	123.686	128.469	133.254	140.390	142.244	148.849	154.240	160.393
Recettes fiscales et parafiscales	102.445	106.585	111.764	115.064	119.519	121.410	128.593	133.796	139.241	144.755
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	61.651	63.598	66.837	70.102	72.689	73.740	76.268	78.335	79.933	83.568
Impôts des personnes physiques ⁽³⁾	28.379	29.032	31.131	32.712	33.440	33.677	34.900	36.058	36.070	37.308
Cotisations sociales ⁽⁴⁾	33.271	34.566	35.706	37.390	39.249	40.063	41.368	42.277	43.863	46.259
Impôts sur les bénéfices des sociétés ⁽⁵⁾	7.760	7.702	8.089	8.091	8.142	7.912	9.210	10.223	11.835	12.145
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ⁽⁶⁾	7.981	7.982	8.526	8.700	9.052	9.518	10.418	11.144	11.511	11.984
Impôts sur les biens et services	25.053	27.304	28.312	28.171	29.637	30.241	32.697	34.095	35.961	37.058
Recettes non fiscales et non parafiscales ⁽⁷⁾	11.085	11.520	11.923	13.404	13.736	18.979	13.651	15.053	14.999	15.638
Dépenses hors charges d'intérêts	98.465	102.978	106.845	110.304	117.901	125.763	128.550	136.149	140.953	148.531
Prestations sociales	50.127	51.680	53.737	56.506	59.654	63.109	66.421	68.933	70.938	74.682
Revenus	29.403	30.023	30.748	32.120	34.291	35.812	37.334	38.624	39.891	41.965
Pensions	19.710	20.250	20.968	21.866	22.942	23.812	24.803	25.743	26.678	28.466
Pensions du secteur privé	13.810	14.149	14.549	15.110	15.722	16.253	16.690	17.346	17.843	18.466
Pensions des administrations publiques	5.900	6.101	6.418	6.757	7.220	7.559	8.112	8.397	8.835	10.000
Garantie de revenu aux personnes âgées	231	227	249	258	258	264	283	276	269	330
Préparations	1.254	1.215	1.163	1.153	1.144	1.184	1.239	1.257	1.301	1.377
Allocations de chômage	4.520	4.504	4.381	4.637	5.356	5.747	6.024	6.121	6.082	5.844
Interruptions de carrière et crédit-temps	160	197	236	274	352	432	488	556	610	648
Indemnités de maladie-invalidité	2.635	2.722	2.840	3.023	3.208	3.366	3.485	3.636	3.846	4.159
Accidents du travail et maladies professionnelles	494	485	486	489	495	494	495	503	507	512
Revenu d'intégration	399	424	426	420	536	514	517	532	600	630
Autres prestations sociales ⁽⁸⁾	20.724	21.657	22.989	24.386	25.364	27.297	29.087	30.309	31.047	32.717
dont:										
Soins de santé	12.521	13.208	13.999	15.027	15.372	16.745	18.053	18.896	19.279	20.556
Allocations familiales	4.241	4.261	4.324	4.433	4.564	4.637	4.731	4.845	5.015	5.166
Autres dépenses primaires	48.339	51.298	53.108	53.797	58.247	62.655	62.129	67.217	70.016	73.849
Rémunérations des salariés	26.836	28.033	29.039	30.326	32.532	33.833	34.721	36.186	37.481	38.820
Achats courants de biens et services	7.470	7.775	8.193	8.688	10.099	10.291	10.605	10.896	11.446	11.944
Subsides aux entreprises	2.845	3.046	3.199	3.335	3.345	3.818	3.539	4.942	5.540	6.480
Transferts courants au reste du monde	1.791	2.018	2.006	2.167	2.427	2.758	3.085	3.192	3.301	3.311
Autres transferts courants	2.853	2.879	2.871	3.044	3.177	3.484	3.696	3.888	4.209	3.771
Formation brute de capital fixe	3.838	4.658	4.934	4.399	4.446	4.549	4.671	5.333	5.324	5.692
Autres dépenses en capital	2.706	2.890	2.866	1.839	2.222	3.921	1.813	2.779	2.715	3.829
Autres hors charges d'intérêts	15.065	15.127	16.841	18.165	15.353	14.626	13.694	12.700	13.287	11.862
Charges d'intérêts	16.906	16.332	16.709	16.847	15.454	14.713	13.908	12.853	12.569	12.623
Solde de financement selon le SEC 95, optique de l'ICN ⁽¹⁾	-1.841	-1.205	133	1.318	-100	-87	-214	-153	718	-762
Solde de financement selon l'EDP ⁽⁹⁾ , optique de l'ICN ⁽¹⁾	-1.755	-1.188	238	1.458	33	41	39	227	915	-618
p.m. Solde de financement selon l'EDP ⁽⁹⁾ , optique d'Eurostat ⁽¹⁾	-1.755	-1.188	238	1.458	33	41	39	-6.846	1.143	-387

Sources: CE, ICN, BNB.

- (1) Selon l'optique de l'ICN, le Fonds de l'infrastructure ferroviaire (FIF), créé dans le contexte de la restructuration de la SNCB le 1^{er} janvier 2005, relève du secteur des sociétés non financières. Selon l'optique d'Eurostat, ce Fonds est classé dans le secteur des administrations publiques et la reprise de dette de la SNCB à laquelle il a procédé doit être enregistrée comme un transfert en capital du secteur des administrations publiques vers celui des sociétés non financières.
- (2) Conformément au SEC 95, les recettes des administrations publiques n'incluent pas le produit des recettes fiscales que celles-ci transfèrent à l'UE.
- (3) Principalement le précompte professionnel, les versements anticipés, les rôles et le produit des centimes additionnels à l'impôt des personnes physiques.
- (4) Ensemble des cotisations sociales, y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.
- (5) Principalement les versements anticipés, les rôles et le précompte mobilier des sociétés.
- (6) 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.
- (7) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital en provenance des autres secteurs et ventes de biens et services produits.
- (8) 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.
- (9) 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 à 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 XII SOLDE DE FINANCEMENT PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(millions d'euros; selon l'optique de l'ICN, sauf mention contraire⁽¹⁾)

	Entité I			Entité II			Administrations publiques		
	Pouvoir fédéral	Sécurité sociale	Total	Communautés et régions	Pouvoirs locaux	Total	Selon le SEC 95, optique de l'ICN ⁽¹⁾	p.m. Selon l'EDP ⁽²⁾ optique de l'ICN ⁽¹⁾	p.m. Selon l'EDP ⁽²⁾ optique d'Eurostat ⁽¹⁾
1998	-3.631	872	-2.759	696	222	918	-1.841	-1.755	-1.755
1999	-3.725	1.554	-2.171	921	45	966	-1.205	-1.188	-1.188
2000	-1.096	1.345	249	610	-727	-117	133	238	238
2001	-2.258	1.795	-463	1.953	-172	1.781	1.318	1.458	1.458
2002	-602	1.360	757	-382	-476	-858	-100	33	33
2003	810	-737	73	26	-186	-160	-87	41	41
2004	-559	153	-406	651	-459	192	-214	39	39
2005	-560	-29	-589	823	-386	436	-153	227	-6.846
2006	-158	971	813	622	-717	-96	718	915	1.143
2007 e	-3.436	1.800	-1.637	842	33	875	-762	-618	-387

Sources: CE, ICN, BNB.

(1) Selon l'optique de l'ICN, le Fonds de l'infrastructure ferroviaire (FIF), créé dans le contexte de la restructuration de la SNCB le 1^{er} janvier 2005, relève du secteur des sociétés non financières. Selon l'optique d'Eurostat, ce Fonds est classé dans le secteur des administrations publiques et la reprise de dette de la SNCB à laquelle il a procédé doit être enregistrée comme un transfert en capital du secteur des administrations publiques vers celui des sociétés non financières.

(2) 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 à garantie de taux (FRA). Dans le cadre de la procédure sur les déficits publics excessifs (EDP), cette correction n'est pas prise en compte, tout comme elle ne l'est pas non plus pour l'évaluation par la CE des programmes de stabilité.

TABLEAU XIII DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾

(encours en fin de période, millions d'euros; selon l'optique de l'ICN, sauf mention contraire⁽²⁾)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1. Dette officielle du Trésor	241.903	246.755	251.061	257.163	262.752	263.018	265.518	269.160	270.601	285.226
En monnaie nationale ⁽³⁾	224.523	236.314	242.455	250.085	257.288	259.295	263.074	267.420	269.145	284.288
À un an au plus	41.888	36.553	33.310	34.851	31.115	30.222	30.355	31.036	32.243	37.891
À plus d'un an	182.635	199.762	209.144	215.234	226.173	229.073	232.719	236.384	236.902	246.397
En monnaies étrangères	17.380	10.441	8.606	7.079	5.464	3.724	2.444	1.740	1.456	937
2. Éléments de la dette officielle du Trésor non repris dans la dette brute consolidée ⁽⁴⁾	3.321	4.595	5.429	4.572	3.996	3.459	0	0	0	0
3. Autres engagements du pouvoir fédéral ⁽⁵⁾	12.640	12.982	11.533	14.034	13.843	8.528	7.760	7.288	6.901	4.435 e
4. Consolidation entre les unités du pouvoir fédéral ⁽⁶⁾	3.116	3.792	4.189	7.745	12.974	17.358	21.246	22.649	21.454	30.767 e
dont: Actifs du Fonds de vieillissement ⁽⁷⁾	-	-	-	374	1.087	4.266	12.492	13.504	14.661	15.494
5. Dette brute consolidée du pouvoir fédéral (1 - 2 + 3 - 4)	248.105	251.351	252.975	258.881	259.624	250.729	252.032	253.799	256.048	258.893 e
6. Dette brute consolidée des communautés et régions	19.416	18.376	17.165	16.800	16.878	15.414	15.003	13.202	12.752	n.
7. Dette brute consolidée des pouvoirs locaux	12.121	12.163	13.213	14.179	14.446	14.860	15.677	15.747	16.410	n.
8. Dette brute consolidée de la sécurité sociale	1.774	1.429	1.237	0	103	90	52	428	0	n.
9. Consolidation entre les sous-secteurs des administrations publiques ⁽⁸⁾	12.590	12.640	13.300	14.032	14.263	10.128	9.737	10.149	10.957	n.
10. Dette brute consolidée des administrations publiques ⁽¹⁾ (5 + 6 + 7 + 8 - 9)	268.827	270.679	271.291	275.827	276.788	270.965	273.026	273.027	274.254	276.927 e
<i>p.m. Dette brute consolidée des administrations publiques selon l'optique d'Eurostat⁽²⁾</i>	268.827	270.679	271.291	275.827	276.788	270.965	273.026	278.273	279.236	281.455 e

Sources: CE, 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 la procédure concernant les déficits publics excessifs annexé au traité instituant la Communauté européenne.
(2) Selon l'optique de l'ICN, le FIF, créé dans le contexte de la restructuration de la SNCB le 1^{er} janvier 2005, relève du secteur des sociétés non financières. Selon l'optique d'Eurostat, ce Fonds est classé dans le secteur des administrations publiques.

(3) En franc belge pour 1998, en euro ensuite.

(4) Principalement les certificats de trésorerie remis au FMI.

(5) Principalement la dette débudgétisée du Trésor, les dettes de la Caisse des dépôts et consignations, du FADELS (jusqu'en 2006) et de CREDIBE (jusqu'en 2002), ainsi que les pièces en circulation.

(6) Dette du pouvoir fédéral dont la contrepartie est un actif d'une unité du pouvoir fédéral.

(7) Y compris les intérêts capitalisés sur les « bons du Trésor - Fonds de vieillissement ».

(8) Dette d'un sous-secteur des administrations publiques dont la contrepartie est un actif d'un autre sous-secteur des administrations publiques.

TABLEAU XIV OPÉRATIONS COURANTES ET EN CAPITAL SUR LA BASE DES TRANSACTIONS
(millions d'euros)

	2005						2006						2007					
	Crédits		Débits		Soldes		Crédits		Débits		Soldes		Crédits		Débits		Soldes	
1. Total des opérations courantes sur la base des transactions	311.394	303.535	7.859	334.385	325.953	8.432	271.762	263.638	8.124									
Biens et services	256.498	247.781	8.717	271.407	263.690	7.717	217.503	211.100	6.403									
Biens	211.341	206.624	4.717	223.967	221.385	2.582	176.105	173.318	2.787									
Marchandises générales	197.910	195.336	2.574	209.556	209.306	250	164.942	164.294	648									
Travail à façon	11.531	10.318	1.213	12.114	10.786	1.328	9.868	8.080	1.788									
Réparations de biens	311	208	103	320	242	78	347	184	163									
Achats de biens dans les ports	1.427	505	922	1.604	611	993	921	661	260									
Or non monétaire	162	257	-95	373	440	-67	27	99	-72									
Services	45.157	41.157	4.000	47.440	42.305	5.135	41.398	37.782	3.616									
Transport	11.149	9.868	1.281	12.459	10.375	2.084	13.055	10.965	2.090									
Voyages	7.932	12.049	-4.117	8.144	12.298	-4.154	6.121	9.569	-3.448									
Communications	1.769	1.065	704	1.623	1.270	353	2.052	1.642	410									
Construction	1.533	682	851	1.770	748	1.022	525	388	137									
Assurances	671	409	262	737	436	301	559	431	128									
Services financiers	2.727	2.810	-83	2.877	2.751	126	1.879	1.364	515									
Services d'informatique et d'information	2.075	1.500	575	2.288	1.581	707	1.574	1.137	437									
Redevances et droits de licence	1.095	844	251	1.228	859	369	597	1.003	-406									
Autres services aux entreprises	14.133	10.940	3.193	14.035	10.904	3.131	11.691	8.711	2.980									
dont: Négoce international (net)	1.468	-	1.468	1.408	-	1.408	3.478	-	3.478									
Services personnels, culturels et relatifs aux loisirs	417	375	42	444	396	48	210	300	-90									
Services fournis ou reçus par les administrations publiques, non compris ailleurs	1.656	615	1.041	1.835	687	1.148	1.057	121	936									
Services non alloués	-	-	-	-	-	-	2.078	2.151	-73									
Revenus	47.366	43.133	4.233	55.967	49.930	6.037	50.303	43.917	6.386									
Revenus du travail	5.522	1.619	3.903	5.754	1.673	4.081	4.125	1.421	2.704									
Revenus de placements et d'investissements	41.844	41.514	330	50.213	48.257	1.956	46.178	42.496	3.682									
Transferts courants	7.530	12.621	-5.091	7.011	12.333	-5.322	3.956	8.621	-4.665									
Administrations publiques	2.657	6.428	-3.771	2.387	6.641	-4.254	1.260	4.848	-3.588									
Autres secteurs	4.873	6.193	-1.320	4.624	5.692	-1.068	2.696	3.773	-1.077									
2. Total des opérations en capital	319	1.041	-722	768	1.104	-336	311	875	-564									
Transferts de capital	314	822	-508	179	572	-393	147	351	-204									
Acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits	5	219	-214	589	532	57	164	524	-360									
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)	311.713	304.576	7.137	335.153	327.057	8.096	272.073	264.513	7.560									

Source : BNB.

TABLEAU XV FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES PARTICULIERS
(millions d'euros)

	Neuf premiers mois									p.m. Encours à la fin de septembre 2007		
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006		2006	2007
Formation d'actifs financiers	27.933	21.051	16.767	17.170	17.454	16.416	20.837	16.319	17.989	10.310	17.049	854.551
À un an au plus	3.914	-600	384	9.300	3.125	10.693	19.817	12.468	9.935	5.924	4.302	238.078
Billets, pièces et dépôts à vue	1.236	3.775	2.117	-3.606	4.383	3.537	6.752	6.050	1.228	1.289	433	53.648
Dépôts d'épargne	4.520	3.422	-5.129	5.554	11.543	17.934	14.180	8.335	1.740	1.245	-9.542	140.757
Dépôts à terme	300	-7.138	3.622	5.730	-11.993	-8.588	-1.734	-2.627	8.740	4.433	12.745	38.453
Titres à revenu fixe	-484	-135	252	575	-1.258	-357	-244	-113	238	186	707	1.339
Parts d'OPC monétaires	-1.660	-524	-479	1.046	450	-1.832	862	824	-2.011	-1.230	-41	3.881
À plus d'un an	30.798	25.312	18.631	16.568	7.759	8.683	7.174	10.553	18.593	4.553	10.618	625.794
Dépôts à terme	-279	-279	-467	223	-503	-627	-371	-637	35	6	1.159	4.212
Titres à revenu fixe	-15	5.644	818	-4.092	-8.536	-15.359	-16.720	-13.667	-7.381	-9.648	-1.600	73.077
Actions et autres participations	5.363	1.573	-1.362	771	2.831	-714	870	-6.769	4.281	-24	951	216.477
Parts d'OPC non monétaires	17.558	10.143	8.079	9.036	3.589	9.879	5.772	9.106	8.363	5.086	332	132.010
Provisions techniques d'assurance ⁽¹⁾	8.172	8.232	11.562	10.630	10.379	15.504	17.623	22.519	13.295	9.133	9.777	200.017
Autres actifs et ajustements statistiques ⁽²⁾	-6.778	-3.661	-2.247	-8.697	6.569	-2.960	-6.153	-6.703	-10.538	-167	2.129	-9.321
Nouveaux engagements financiers	6.299	5.355	2.121	-2.167	4.137	5.501	6.317	11.901	12.356	8.310	7.998	160.088
Crédits à un an au plus	581	1.601	-659	-1.203	280	-998	-167	811	-54	72	171	6.096
Crédits à plus d'un an	5.141	3.040	3.191	557	4.331	6.505	5.864	11.419	11.867	8.720	9.110	146.759
Prêts hypothécaires	2.568	5.473	2.360	394	4.947	6.165	6.333	10.037	10.748	7.798	8.027	119.133
Prêts à taux de chargement forfaitaire	1.399	326	588	354	325	-208	-481	648	278	524	1.131	14.042
Autres	1.174	-2.759	243	-191	-941	548	12	735	841	398	-48	13.584
Autres engagements ⁽³⁾	577	714	-410	-1.521	-474	-5	620	-329	543	-482	-1.283	7.233
Solde financier ⁽⁴⁾	21.634	15.696	14.646	19.338	13.317	10.916	14.520	4.418	5.634	2.000	9.051	694.463

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.

(2) Cette rubrique comprend, dans la mesure où ils ont pu être recensés, les produits financiers dérivés et 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.

(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 XVI FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES
(millions d'euros)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2007
										2006	2007	
Formation d'actifs financiers	34.751	44.011	80.953	60.702	27.018	58.834	23.536	21.208	46.395	41.928	53.576	1.059.860
À un an au plus	31.271	30.675	49.386	44.485	2.182	39.746	-8.448	16.278	19.975	14.592	5.284	314.334
Billets, pièces et dépôts à vue	3.431	865	156	502	805	1.916	1.346	2.129	4.984	2.396	2.839	39.290
Autres dépôts	2.096	8.180	-2.747	1.810	6.133	-189	3.600	-602	18.422	16.095	4.440	63.993
Autres ⁽¹⁾	25.743	21.629	51.977	42.173	-4.756	38.019	-13.394	14.751	-3.432	-3.899	-1.994	211.052
À plus d'un an	9.382	8.570	34.114	11.698	18.708	22.026	29.345	13.453	25.056	30.303	35.380	745.784
Actions et autres participations ⁽²⁾	7.263	1.098	19.432	4.298	-2.832	-951	17.220	10.949	2.498	6.963	24.941	562.542
Titres à revenu fixe	1.011	-329	-922	-156	2.038	-1.546	-1.236	1.458	-2.859	1.370	54	4.753
Autres ⁽¹⁾	1.108	7.801	15.603	7.557	19.502	24.523	13.362	1.046	25.417	21.970	10.385	178.489
Autres actifs et ajustements statistiques ⁽³⁾	-5.902	4.766	-2.547	4.520	6.128	-2.938	2.639	-8.522	1.365	-2.967	12.911	-258
Nouveaux engagements financiers	41.881	46.680	82.039	69.938	27.520	57.125	27.137	14.196	40.798	31.227	53.064	1.367.594
À un an au plus	24.342	19.354	39.417	25.663	-4.429	23.416	-11.591	2.700	1.258	1.140	17.051	226.543
Crédits octroyés par les établissements de crédit ..	5.720	5.441	590	-1.276	-551	-2.103	2.508	-6.358	2.639	4.819	16.792	67.479
Autres crédits ⁽¹⁾	17.916	12.480	35.682	25.433	-5.021	23.509	-13.442	11.377	-626	-2.653	-3.392	150.645
Titres à revenu fixe	706	1.433	3.146	1.506	1.143	2.009	-657	-2.319	-755	-1.026	3.650	8.419
À plus d'un an	16.383	25.786	42.272	43.668	33.288	32.870	38.335	12.069	38.290	29.229	38.528	1.135.090
Crédits octroyés par les établissements de crédit ..	2.283	4.229	4.549	3.486	2.296	-4.501	1.899	6.092	2.762	-1.460	3.627	68.645
Autres crédits ⁽¹⁾	1.012	7.154	12.442	6.536	20.354	24.850	7.652	846	-1.291	2.752	9.312	145.237
Actions et autres participations ⁽²⁾	11.818	12.968	25.876	27.955	9.010	5.716	22.680	9.315	35.068	27.763	28.300	896.142
Titres à revenu fixe	1.271	1.436	-595	5.691	1.628	6.805	6.104	-4.183	1.752	174	-2.710	25.065
Autres engagements ⁽⁴⁾	1.155	1.540	350	606	-1.340	840	393	-573	1.249	858	-2.515	5.962
Solde financier ⁽⁵⁾	-7.130	-2.668	-1.087	-9.235	-502	1.709	-3.601	7.012	5.597	10.700	512	-307.734

Source: BNB.

(1) Y compris les crédits intrasectoriels des sociétés non financières.

(2) Y compris les bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers.

(3) Voir note 2 du tableau XV.

(4) Cette rubrique comprend les provisions techniques des fonds de pension 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 XV.

TABLEAU XVII FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(millions d'euros)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 ⁽¹⁾	Neuf premiers mois			p.m. Encours à la fin de septembre 2007
									2006	2006	2007	
Formation d'actifs financiers	-878	1.801	1.139	5.086	4.432	-4.067	3.982	2.682	1.505	-329	9.507	91.471
Dépôts, crédits et titres autres qu'actions	55	1.575	1.496	3.290	5.153	-3.895	3.854	3.181	-794	-2.697	8.440	49.694
Après des administrations publiques	38	516	1.154	4.400	5.556	1.678	3.606	1.742	-347	-3.755	873	33.494
Après des autres secteurs	17	1.059	342	-1.111	-404	-5.573	248	1.439	-447	1.058	7.567	16.200
Autres actifs ⁽²⁾	-933	226	-357	1.797	-720	-173	128	-499	2.299	2.369	1.066	41.778
Nouveaux engagements financiers	1.466	2.686	2.076	5.392	5.676	-4.663	3.890	2.509	772	3.468	14.193	333.625
En monnaie nationale ⁽³⁾	3.535	2.791	3.926	6.769	6.890	-3.381	5.251	3.208	922	2.451	14.186	332.219
À un an au plus	-4.942	-5.407	-4.630	-520	206	-372	-1.834	869	1.041	4.652	6.670	54.881
dont:												
Certificats de trésorerie	-5.832	-6.807	-3.483	1.383	57	-840	-143	853	99	3.807	6.989	33.961
Autres titres	1.147	-221	-795	-1.959	-82	594	-504	-160	89	359	2.778	4.904
À plus d'un an	8.477	8.198	8.555	7.289	6.684	-3.009	7.085	2.340	-119	-2.201	7.516	277.338
dont:												
OLO	8.552	14.455	15.073	12.570	11.628	7.790	4.968	4.125	-14	-1.114	9.096	223.321
Autres titres	318	-5.415	-6.427	-6.442	-5.778	-9.579	-5.929	-2.370	-1.361	-965	-1.087	12.179
En monnaies étrangères	-2.069	-105	-1.849	-1.377	-1.214	-1.282	-1.361	-699	-150	1.017	7	1.407
À un an au plus	-887	1.517	-397	372	-164	-762	-50	-329	-77	1.017	7	467
À plus d'un an	-1.183	-1.622	-1.452	-1.748	-1.050	-520	-1.310	-370	-73	0	0	940
Solde financier ⁽⁴⁾	-2.345	-885	-937	-306	-1.243	596	92	173	733	-3.796	-4.686	-242.154

Source : BNB.

(1) Données établies selon l'optique de l'ICN dans laquelle le FF est traité comme une société non financière plutôt que comme une administration publique, comme dans l'optique d'Eurostat. En 2005, tant la formation d'actifs financiers que les nouveaux engagements financiers ont été influencés par des opérations liées à la reprise de la dette de la SNCB par le FF. Ces dernières ont consisté en un refinancement par l'État d'une partie de la dette, à hauteur de 1,9 milliard d'euros, et en l'inscription d'une créance sur le FF, pour un montant équivalent. Il n'y a, par conséquent, pas eu d'effet sur le solde financier.

(2) Actions et autres participations, parts d'OPC, produits financiers dérivés et autres comptes à recevoir.

(3) En franc belge pour 1998, en euro ensuite.

(4) Voir note 4 du tableau XV.

TABLEAU XVIII FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES ⁽¹⁾
(données sur base territoriale, millions d'euros)

	Neuf premiers mois									p.m. Encours à la fin de septembre 2007	
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006		2007
Formation d'actifs financiers											
Créances interbancaires	-536	5.672	-47.874	317	15.680	59.190	48.115	58.245	47.903	-638	59.994
IFM belges	2.055	4.118	-26.509	-5.436	-6.903	8.112	7.093	15.998	2.901	-6.453	-4.537
IFM étrangères	-2.591	1.554	-21.366	5.753	22.583	51.078	41.022	42.248	45.003	5.815	64.531
Crédits ⁽²⁾	6.519	15.448	12.484	14.284	21.091	14.943	19.465	51.719	31.170	1.030	25.279
dont:											
Particuliers	4.913	4.999	2.051	76	3.284	5.625	6.734	13.367	12.129	9.498	4.617
Sociétés non financières	3.151	5.510	2.271	1.207	-1.364	-7.315	-1.394	1.261	427	185	14.888
Titres à revenu fixe	1.591	14.142	-12.309	28.201	-11.605	1.888	8.974	10.181	-8.142	-720	-7.083
dont:											
Administrations publiques	1.245	-12.560	-18.540	-9.405	-8.062	-8.226	-5.683	-545	-4.717	-1.574	-8.462
Reste du monde	3.428	25.291	5.917	38.209	-2.421	9.753	14.408	11.490	-3.678	1.510	-336
Autres actifs	5.534	9.466	9.238	4.381	-1.538	8.382	29.470	7.858	21.770	17.029	22.776
Total	13.108	44.727	-38.462	47.180	23.628	84.403	106.024	128.003	92.702	16.701	100.967
Particuliers	3.862	5.590	1.803	1.047	-4.206	5.665	6.718	13.345	12.274	9.581	4.804
Sociétés non financières	973	-12.806	-19.214	-10.814	-9.454	-6.042	-2.127	-1.167	10.621	1.039	15.196
Administrations publiques	174	10.500	-22.902	-4.507	-5.477	-8.204	-6.294	-1.036	-4.201	-1.231	-7.855
Institutions financières	3.160	36.177	-1.572	63.230	39.683	70.040	79.755	100.668	48.469	-9.562	66.178
Reste du monde											
Nouveaux engagements financiers											
Dettes interbancaires	3.202	17.513	-57.890	17.583	786	57.646	48.231	89.243	74.571	9.047	25.429
IFM belges	2.055	4.118	-26.509	-5.436	-6.903	8.112	7.093	15.998	2.901	-6.453	-4.537
IFM étrangères	1.147	13.394	-31.381	23.019	7.689	49.534	41.138	73.246	71.670	15.499	29.966
Numéraire et dépôts ⁽²⁾	18.884	16.814	4.808	27.834	22.917	21.277	40.030	47.655	7.115	3.581	36.611
dont:											
Particuliers	7.595	3.927	303	5.820	7.219	10.622	15.513	13.739	9.828	5.389	4.793
Sociétés non financières	2.751	2.141	-395	2.151	5.069	1.340	-372	1.047	10.159	6.275	3.333
Titres à revenu fixe	-12.447	-602	4.792	-5.777	-4.119	-8.900	-5.499	-9.558	-409	423	9.791
Bons de caisse	-7.332	-5.905	-3.051	-4.790	-4.033	-6.976	-7.357	-7.280	-2.863	-2.126	403
Autres titres à revenu fixe	-5.115	5.303	7.843	-987	-86	-1.924	1.858	-2.278	2.454	2.549	9.388
Autres passifs et ajustements statistiques ⁽³⁾	3.469	11.003	9.828	7.539	4.043	14.379	23.262	663	11.426	3.650	29.136
Total	13.108	44.727	-38.462	47.180	23.628	84.403	106.024	128.003	92.702	16.701	100.967
Particuliers	494	2.101	-543	-1.842	5.122	3.771	6.713	6.187	8.555	6.674	8.969
Sociétés non financières	-14.401	10.397	-3.854	5.965	7.049	414	-3.422	-189	22.244	9.769	3.314
Administrations publiques	-1.975	-998	212	-35	-1.218	-56	-182	-28	-599	870	2.334
Institutions financières	23.493	13.924	-19.056	-1.697	-7.469	22.648	37.038	20.476	3.015	-512	19.588
Reste du monde	5.496	19.304	-15.220	44.789	20.145	57.627	65.877	101.556	59.488	-100	66.762

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 traitées comme de purs intermédiaires financiers.

TABLEAU XIX 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 2007		
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006		2007	
OPC non monétaires												
Formation d'actifs financiers	13.709	14.850	18.524	12.110	3.886	4.029	6.240	6.492	7.935	7.463	3.844	126.182
Dépôts	5.091	5.291	1.264	2.041	2.957	2.390	1.994	1.860	-655	778	-4.257	24.670
Titres à revenu fixe	2.278	2.023	4.281	1.529	203	-487	4.728	-1.123	3.130	1.538	6.272	29.966
Actions et autres participations ⁽¹⁾	3.749	5.768	9.630	5.444	1.753	338	-2.465	414	-1.222	-389	-3.109	38.480
Parts d'OPC	1.770	2.255	3.334	1.962	-2.653	204	-5	5.856	5.058	4.801	618	20.904
Autres actifs	821	-487	15	1.134	1.627	1.583	1.988	-515	1.624	736	4.321	12.162
Nouveaux engagements financiers	13.709	14.850	18.524	12.110	3.886	4.029	6.240	6.492	7.935	7.463	3.844	126.182
Parts d'OPC détenues par les particuliers belges	12.503	11.944	11.046	8.820	5.237	5.905	4.265	1.077	5.515	2.105	-2.588	86.428
Parts d'OPC détenues par d'autres investisseurs	1.206	2.906	7.478	3.290	-1.350	-1.876	1.975	5.415	2.420	5.357	3.342	34.298
Autres engagements	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.090	5.456
Sociétés d'assurances et fonds de pension												
Formation d'actifs financiers	6.872	9.222	8.994	9.971	10.508	16.405	20.418	22.480	15.473	10.389	19.762	235.688
Dépôts	-561	599	296	420	1.748	3.311	2.589	63	-1.010	-2.566	4.382	16.144
Titres à revenu fixe	3.483	4.171	363	3.115	1.733	11.729	14.867	16.002	14.952	9.039	10.572	121.458
Crédits	-604	87	157	551	376	-87	-104	-649	315	865	1.332	11.732
Actions et autres participations	4.093	-36	514	518	3.470	-1.250	76	2.127	-1.370	457	1.921	35.561
Parts d'OPC	729	4.048	7.168	4.431	2.978	2.206	2.538	4.250	2.330	2.826	1.762	41.949
Autres actifs	-268	354	497	935	203	495	452	688	255	-232	-207	8.844
Nouveaux engagements financiers	6.872	9.179	11.067	10.676	10.774	16.382	20.396	23.965	16.634	10.988	18.626	243.312
Droits nets des ménages sur les assurances-vie et fonds de pension	6.242	7.422	9.387	9.315	8.585	13.027	15.121	20.210	11.328	8.088	9.646	164.877
Autres provisions techniques des assurances	666	527	557	637	1.069	1.580	2.197	1.838	1.757	1.359	439	28.415
Autres engagements	-36	1.230	1.123	725	1.119	1.775	3.078	1.917	3.549	1.541	8.541	50.020
Autres⁽²⁾												
Formation d'actifs financiers	27.217	16.649	6.211	5.026	7.612	5.778	-4.036	4.773	29.600	27.112	16.958	214.636
Dépôts	221	848	150	711	-299	3.587	95	1.768	299	3.948	783	6.404
Crédits	-431	103	2.156	1.250	3.200	1.595	267	805	14.575	13.878	5.256	48.946
Actions et autres participations	27.153	16.102	3.131	2.099	3.671	-1.619	-2.461	1.907	3.515	447	2.637	135.255
Autres actifs	274	-405	775	965	1.040	2.215	-1.936	293	11.212	8.839	8.281	24.031
Nouveaux engagements financiers	27.825	16.498	6.483	3.866	6.020	6.798	-3.993	6.091	29.499	27.878	14.476	217.768
Crédits	-461	1.337	2.253	3.450	799	8.313	-3.880	1.497	9.157	8.827	5.712	37.074
Actions et autres participations	27.945	12.938	4.624	1.177	2.901	-68	-63	4.165	18.977	18.709	6.345	163.857
Autres engagements	341	2.223	-394	-761	2.319	-1.447	-51	429	1.365	342	2.419	16.837

Sources : Association belge des institutions de pension, BEAMA, CBFA, BNB.
(1) Y compris les certificats immobiliers.
(2) 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 XX ÉMISSIONS NETTES DE VALEURS MOBILIÈRES⁽¹⁾ DES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES⁽²⁾ ET NON FINANCIÈRES ET DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(millions d'euros)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2007
										2006	2007	
Titres à revenu fixe	-474	4.163	9.386	6.274	5.315	-4.466	-2.454	-13.538	1.151	3.208	29.877	383.854
Sociétés financières et non financières	-2.565	2.938	6.844	1.393	704	-1.146	511	-15.287	2.488	105	12.093	108.082
Titres à un an au plus	1.093	5.851	7.759	-1.212	1.386	631	888	-3.525	-1.391	-1.703	4.436	19.994
Titres à plus d'un an	-3.658	-2.913	-916	2.605	-682	-1.777	-377	-11.762	3.879	1.808	7.657	88.088
Administrations publiques	2.091	1.225	2.542	4.881	4.611	-3.320	-2.965	1.749	-1.337	3.104	17.785	275.772
Titres à un an au plus	-5.597	-6.194	-4.652	501	-189	-1.011	-693	364	111	5.183	9.775	39.332
Titres à plus d'un an	7.688	7.419	7.194	4.380	4.800	-2.309	-2.272	1.385	-1.448	-2.079	8.010	236.440
Actions	41.075	26.579	30.952	29.415	12.485	4.415	22.894	13.482	57.200	49.550	36.657	1.164.266
Actions cotées	12.503	9.367	7.939	5.711	1.048	818	4.182	5.407	5.646	2.994	3.010	235.171
Actions non cotées et autres participations ⁽³⁾	28.571	17.212	23.014	23.704	11.437	3.598	18.712	8.075	51.554	46.556	33.647	929.096
<i>p.m. Recours des sociétés financières et non financières au marché des valeurs mobilières</i>	<i>38.510</i>	<i>29.517</i>	<i>37.796</i>	<i>30.808</i>	<i>13.189</i>	<i>3.269</i>	<i>23.404</i>	<i>-1.805</i>	<i>59.688</i>	<i>49.655</i>	<i>48.749</i>	<i>1.272.348</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 XXI 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 ⁽¹⁾	À trois mois ⁽²⁾	Certificats de trésorerie à trois mois					
			À un an	À deux ans	À cinq ans			
2003	I	2,66	2,52	2,42	2,27	2,53	3,31	4,18
	II	2,38	2,15	2,02	1,94	2,21	3,02	3,94
	III	2,10	2,13	2,02	2,03	2,36	3,25	4,09
	IV	2,32	2,12	2,00	2,18	2,62	3,60	4,34
2004	I	2,06	1,96	1,87	1,89	2,23	3,16	4,10
	II	2,13	2,12	2,03	2,28	2,72	3,68	4,44
	III	2,09	2,15	2,02	2,28	2,59	3,36	4,06
	IV	2,21	2,16	2,00	2,23	2,47	3,07	3,68
2005	I	2,12	2,15	2,03	2,24	2,48	3,09	3,73
	II	2,17	2,11	2,00	1,98	2,08	2,53	3,22
	III	2,15	2,18	2,03	2,20	2,35	2,72	3,19
	IV	2,42	2,49	2,27	2,68	2,80	3,04	3,32
2006	I	2,62	2,82	2,62	3,04	3,25	3,59	3,82
	II	2,89	3,06	2,82	3,33	3,55	3,87	4,09
	III	3,10	3,42	3,17	3,55	3,56	3,59	3,69
	IV	3,69	3,73	3,49	3,82	3,87	3,92	3,99
2007	I	3,90	3,92	3,78	4,01	4,02	4,02	4,11
	II	4,14	4,18	4,01	4,35	4,50	4,54	4,63
	III	4,16	4,79	3,93	4,04	4,18	4,26	4,49
	IV	3,92	4,68	3,79	4,13	4,11	4,22	4,47

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 libellées en euro (Euribor) à trois mois.

TABLEAU XXII PRINCIPAUX TAUX D'INTÉRÊT DE L'EUROSYSTEME
(pourcentages annuels)

	Dates d'annonce des changements	Taux des opérations principales de refinancement ⁽¹⁾	Taux de la facilité de prêt marginal	Taux de la facilité de dépôt
1998	22 décembre	3,00	4,50 ⁽²⁾	2,00 ⁽²⁾
1999	8 avril	2,50	3,50	1,50
	4 novembre	3,00	4,00	2,00
2000	3 février	3,25	4,25	2,25
	16 mars	3,50	4,50	2,50
	27 avril	3,75	4,75	2,75
	8 juin	4,25	5,25	3,25
	31 août	4,50	5,50	3,50
	5 octobre	4,75	5,75	3,75
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 ^{er} 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

Source: BCE.

(1) Jusqu'à l'opération régie le 21 juin 2000, taux fixe des adjudications hebdomadaires de crédit à deux semaines. À compter de l'opération régie le 28 juin 2000, taux de soumission minimal lors des appels d'offres pour les adjudications de crédit.

(2) Sauf pour la période du 4 au 21 janvier 1999, pendant laquelle le taux de la facilité de prêt marginal a été de 3,25 p.c. et celui de la facilité de dépôt, de 2,75 p.c. Ce « corridor » plus étroit était destiné à faciliter la transition des opérateurs de marché vers le nouveau régime.

TABLEAU XXIII COURS DE CHANGE ⁽¹⁾

(unités monétaires nationales par écu ou euro, moyennes annuelles)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Dollar des États-Unis	1,121	1,066	0,924	0,896	0,946	1,131	1,244	1,244	1,256	1,370
Yen japonais	146,4	121,3	99,5	108,7	118,1	131,0	134,4	136,9	146,0	161,3
Franc suisse	1,622	1,600	1,558	1,511	1,467	1,521	1,544	1,548	1,573	1,643
Won coréen ⁽²⁾	1.568,9	1.267,3	1.043,5	1.154,8	1.175,5	1.346,9	1.422,6	1.273,6	1.198,6	1.273,0
Dollar de Hong Kong ⁽²⁾	8,695	8,269	7,198	6,986	7,375	8,808	9,688	9,677	9,755	10,691
Dollar de Singapour ⁽²⁾	1,876	1,806	1,592	1,604	1,691	1,970	2,102	2,070	1,994	2,064
Dollar canadien	1,665	1,584	1,371	1,386	1,484	1,582	1,617	1,509	1,424	1,468
Couronne norvégienne	8,466	8,310	8,113	8,048	7,509	8,003	8,370	8,009	8,047	8,017
Dollar australien	1,787	1,652	1,589	1,732	1,738	1,738	1,691	1,632	1,667	1,635
Livre sterling	0,676	0,659	0,610	0,622	0,629	0,692	0,679	0,684	0,682	0,684
Couronne suédoise	8,916	8,807	8,445	9,255	9,161	9,124	9,124	9,282	9,254	9,250
Couronne danoise	7,499	7,435	7,454	7,452	7,431	7,431	7,440	7,452	7,459	7,451
Livre chypriote	0,577	0,579	0,574	0,576	0,575	0,584	0,582	0,577	0,576	0,583
Couronne tchèque	36,32	36,88	35,60	34,07	30,80	31,85	31,89	29,78	28,34	27,77
Couronne estonienne	15,75	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65
Forint hongrois	240,6	252,8	260,0	256,6	243,0	253,6	251,7	248,1	264,3	251,4
Lev bulgare				1,9482	1,9492	1,9490	1,9533	1,9558	1,9558	1,9558
Leu roumain ⁽³⁾		16,345	19,922	26,004	31,270	37,551	40,510	36,209	3,5258	3,3353
Litas lituanien ⁽²⁾	4,484	4,264	3,695	3,582	3,459	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453
Lats letton ⁽²⁾	0,660	0,626	0,559	0,560	0,581	0,641	0,665	0,696	0,696	0,700
Lire maltaise ⁽²⁾	0,435	0,426	0,404	0,403	0,409	0,426	0,428	0,430	0,429	0,429
Zloty polonais	3,918	4,227	4,008	3,672	3,857	4,400	4,527	4,023	3,896	3,784
Couronne slovaque ⁽²⁾	39,54	44,12	42,60	43,30	42,69	41,49	40,02	38,60	37,23	33,78
<i>p.m. Cours de change effectif de l'euro ⁽⁴⁾</i> <i>(indice 1^{er} trimestre 1999 = 100)</i>	100,1	96,2	87,0	87,7	90,1	100,6	104,3	103,3	103,6	107,7

Source : BCE.

(1) Cours de change de l'écu pour 1998, cours de change de l'euro ensuite.

(2) La BCE ne fournissant des cours de référence officiels qu'à partir de 2001, les cours figurant dans le tableau avant cette date sont donnés à titre indicatif.

(3) À partir de 2005, nouveau leu roumain.

(4) 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 1995-1997 et 1999-2001 avec les partenaires commerciaux (y compris la Chine) 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 l'année 2007, 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 au début de février 2008, 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 années antérieures à 2007, les données du Rapport sont celles des comptes nationaux officiels. Le commentaire de l'environnement international ou les comparaisons internationales se fondent sur les données ou estimations émanant d'institutions internationales publiées respectivement en novembre 2007 par la CE, en décembre 2007 par l'OCDE et en janvier 2008 par le FMI.

L'unité monétaire utilisée dans le Rapport pour les données concernant la Belgique ou les autres pays de la zone euro est l'euro. Le 1^{er} janvier 1999, celui-ci est, en effet, devenu la monnaie de l'ensemble de ces économies, hormis la Grèce, la Slovaquie et, enfin, Chypre et Malte, pays pour lesquels il a remplacé la monnaie nationale au début de respectivement 2001, 2007 et 2008. Les montants se rapportant aux périodes qui précèdent son introduction 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, à l'exclusion de Chypre et Malte. Outre la Belgique, elle comprend donc l'Allemagne, l'Autriche, l'Espagne, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal et, sauf mention contraire, la Slovaquie⁽¹⁾. Par commodité, le terme de « zone euro » est aussi utilisé pour désigner ce groupe de pays pour des périodes antérieures à l'entrée en vigueur de la troisième phase de l'UEM.

Depuis 1999, l'ICN, conformément à l'obligation imposée par Eurostat, applique la méthodologie SEC 95 pour l'établissement des comptes nationaux, en remplacement de la méthodologie SEC 79. Le SEC 95 donne un aperçu plus précis et plus complet des évolutions économiques⁽²⁾. Il garantit, en

(1) Pour les données pour lesquelles des prévisions relatives à l'année sous revue sont présentées ou commentées, une préférence est donnée du point de vue de la source utilisée pour la zone euro à l'OCDE plutôt qu'à la CE, compte tenu du fait que la première de ces institutions publie ses prévisions macroéconomiques d'automne près d'un mois plus tard que la seconde et que cela permet ainsi de disposer d'une image plus fiable des développements pour l'année sous revue. Un inconvénient de ce choix est que la Slovaquie n'est pas incluse dans la définition de la zone euro utilisée par l'OCDE, ce pays n'ayant pas adhéré à cette organisation, mais il est plutôt théorique eu égard à la taille de celui-ci.

(2) 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*.

outre, mieux la comparabilité internationale des données macroéconomiques. 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 consommation de capital fixe, il exprime les données en termes bruts, comme c'était le cas dans le SEC 79. 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. Pour des raisons analogues, 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 la méthodologie 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 en 2005 et 2006 une série de révisions méthodologiques importantes, touchant les données de base et/ou les modes de calcul de la plupart des agrégats (valeur ajoutée, consommation, investissements, rémunération, etc.), ainsi que la décomposition des effets de prix et de volume.

Parmi les révisions de méthodologie opérées en 2005, on relève principalement la modification du traitement des services d'intermédiation financière indirectement imputés (SIFIM). Avant cette révision, la production de SIFIM était enregistrée, par convention, comme une consommation intermédiaire d'une branche fictive, et n'était donc pas prise en compte pour le calcul du PIB. À la suite de l'entrée en vigueur d'une nouvelle réglementation européenne, en janvier 2005, les SIFIM sont dorénavant répartis entre les secteurs utilisateurs, en reclassant une partie des paiements d'intérêts en paiements de services. Ce reclassement a eu d'importantes conséquences sur la valeur de certains flux agrégés de biens et services – la production des sociétés financières, les consommations intermédiaire et finale, les importations et les exportations –, ce qui a affecté la valeur ajoutée des différentes branches d'activité et des secteurs, mais également le PIB.

Les révisions apportées en 2006 concernent les estimations en volume et couvrent trois volets: des adaptations des déflateurs sous-jacents aux séries relatives à la production, à la consommation intermédiaire et à la valeur ajoutée, motivées par le souci d'améliorer la qualité des comptes nationaux; l'adaptation de la méthodologie utilisée pour les estimations en volume de la production des établissements d'éducation non marchands – on se base dorénavant sur un indicateur direct de volume (nombre d'élèves-heures par type d'enseignement et par région) plutôt que sur des déflateurs propres à chaque composante des coûts de production (consommation intermédiaire, rémunérations, consommation de capital fixe) –; la transformation des séries en prix d'une année de base fixe (2000, dans la version des comptes nationaux publiée en 2005) en séries en prix de l'année précédant celle pour laquelle une première publication est effectuée.

Cette dernière transformation 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 2005, comme dans les comptes nationaux officiels publiés au mois de septembre 2007, on obtient une mesure de l'évolution en volume en « euros chaînés (année de référence 2005) ». Le choix de l'année de référence est sans effet sur le profil de croissance de la série. L'introduction des indices chaînés améliore la précision de la mesure de la croissance économique et augmente la comparabilité internationale de données. Dans l'utilisation de séries en niveaux chaînés, il faut toutefois tenir compte du fait que ce 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). La non-additivité implique, par exemple, que dans le cas de séries en niveaux chaînés, le PIB n'est pas égal à la somme de ses composantes (consommation finale, investissements, variation des stocks et exportations nettes).

Des explications plus détaillées des modifications ainsi apportées à la méthodologie des comptes nationaux ont été fournies par l'ICN dans les publications dénommées *Comptes nationaux – Partie 2 Comptes détaillés et tableaux 1995-2004* et *Comptes nationaux – Partie 2 Comptes détaillés et tableaux 1995-2005*, qui sont parues respectivement en décembre 2005 et novembre 2006.

À la clôture du présent Rapport, les comptes nationaux officiels révisés n'étaient disponibles que pour la période 1995-2006 de sorte que, pour des mises en perspectives sur un passé plus long, il a fallu procéder à des estimations par rétropolation, par exemple pour le calcul du ratio de la dette publique consolidée par rapport au PIB.

Dans le chapitre consacré 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 dans le Rapport, le plus souvent la CE et l'OCDE, ne sont néanmoins pas encore tout à fait uniformisées, les périodes pour lesquelles la conversion d'un système SEC à l'autre ou les révisions méthodologiques ont été opérées demeurant très variable 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

Pays

BE	Belgique
DE	Allemagne
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
LU	Luxembourg
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
FI	Finlande
SI	Slovénie
EA	Zone euro
BG	Bulgarie
CY	Chypre
CZ	République tchèque
DK	Danemark
EE	Estonie
HU	Hongrie
LV	Lettonie
LT	Lituanie
MT	Malte
PL	Pologne
RO	Roumanie
SE	Suède
SK	Slovaquie
UK	Royaume-Uni
UE15	Union européenne, à l'exclusion des dix pays ayant adhéré en 2004 et en 2007
UE25	Union européenne, à l'exclusion de la Bulgarie et de la Roumanie
CH	Suisse
IS	Islande

NO	Norvège
JP	Japon
US	États-Unis

Autres

ABCP	Asset-backed Commercial Paper
ABS	Asset-backed Security
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banques centrales nationales
BEA	Bureau of Economic Analysis
BEAMA	Belgian Asset Managers Association
BLS	Bureau of Labor Statistics
BNB	Banque nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
CBS	Centraal Bureau voor de Statistiek
CCE	Conseil central de l'économie
CCT	Convention collective de travail
CDO	Collateralised Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CE	Commission européenne
CeFiP	Centre de connaissances du financement des PME
CLO	Collateralised Loan Obligation
CREDIBE	Anciennement, Office central de crédit hypothécaire
CSF	Conseil supérieur des finances
CVTS	Continuing Vocational Training Survey
CYP	Livre chypriote
DGSIE	Direction générale Statistique et information économique (SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie)
DGE	Direction générale Énergie (SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie)
ECI	Enquête communautaire sur l'innovation
ECI 4	4 ^e enquête communautaire sur l'innovation
Ecofin	Conseil européen des Ministres de l'économie et des finances de l'UE
EDP	Excessive Deficit Procedure
Eonia	Euro Overnight Index Average
EMBIG	Emerging Market Bond Index Global
EPP	Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels
ETF	Exchange-Traded Fund
Eurepo	Euro Repurchase Agreement
Euribor	Euro Interbank Offered rate
FADELS	Fonds d'amortissement des emprunts du logement social
FAL	Bundesforschungsanstalt für Landwirtschaft
FAO	Food and Agriculture Organization of the United Nations
FCC	Fonds commun de créances
FIF	Fonds de l'infrastructure ferroviaire
FMI	Fonds monétaire international
FRA	Forward Rate Agreement

GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GEM	Global Entrepreneurship Monitor
HEL ABS	Home Equity Loan Asset-backed Security
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
INASTI	Institut national d'assurances sociales pour travailleurs indépendants
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
IPN	Inflation Persistence Network
IRES	Institut de recherches économiques et sociales
ISRD	Investissement socialement responsable et durable
LBO	Leveraged Buyout
LIBOR	London Interbank Offered Rate
LIMOSA	Système d'information transfrontalier en vue de la recherche en matière de migration auprès de l'administration sociale
LOBO	Lender's Option Borrower's Option
MBS	Mortgage-backed Security
MCE	Mécanisme de change européen
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MIR	Monetary Financial Institutions Interest Rates
MTL	Lire maltaise
NACE-Bel	Nomenclature des activités économiques de la Communauté européenne, version belge
NYSE	New York Stock Exchange
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OLO	Obligations linéaires
ONEM	Office national de l'emploi
ONSS	Office national de sécurité sociale
OPC	Organisme de placement collectif
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
PAC	Politique agricole commune
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
Pricaf	Private Equity Sicaf
R&D	Recherche et développement
RIR	Retail Interest Rates
RMBS	Residential Mortgage-backed Security
RNB	Revenu national brut
SCN	Système de comptabilité nationale
SEBC	Système européen de banques centrales

SEC	Système européen des comptes
SICAFI	Société d'investissement à capital fixe immobilier
SIFIM	Services d'intermédiation financière indirectement mesurés
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
SIV	Structured Investment Vehicle
SNCB	Société nationale des chemins de fer belges
SPF	Service public fédéral
STADIM	Société d'étude et de conseil en matière immobilière
TAEG	Taux annuel effectif global
TBEI	Tableau de bord européen de l'innovation
TEA	Total Entrepreneurial Activity
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UCL	Université catholique de Louvain (LLN)
UE	Union européenne
UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UEM	Union économique et monétaire
UMTS	Universal Mobile Telecommunications System
UPC	Union professionnelle du crédit
USDA	United States Department of Agriculture
VDAB	Vlaamse Dienst voor Arbeidsbemiddeling en Beroepsopleiding
VREG	Vlaamse reguleringsinstantie voor de electriciteit- en gasmarkt



Liste des encadrés, tableaux et graphiques

Encadrés

Chapitre 1: Environnement international

Encadré 1: La forte hausse des prix des matières premières alimentaires: causes et conséquences	7
Encadré 2: Développements sur le marché américain des prêts hypothécaires <i>subprime</i>	11
Encadré 3: Prix des logements dans l'Union européenne	20

Chapitre 2: Politique monétaire de l'Eurosystème

Encadré 4: Besoin de liquidités du secteur bancaire et montants de référence des opérations principales de refinancement	38
Encadré 5: Pertinence de l'analyse monétaire	49

Chapitre 3: Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

Encadré 6: L'économie belge a-t-elle gagné en résilience?	63
Encadré 7: Solde de financement des particuliers et des sociétés	69

Chapitre 4: Marché du travail et coûts salariaux

Encadré 8: Formation professionnelle en entreprise	88
Encadré 9: Raisons de l'inactivité en Belgique	95
Encadré 10: Frais de personnel par heure prestée dans les régions	100

Chapitre 5: Prix

Encadré 11: Le renchérissement des denrées alimentaires nécessite-t-il de nouvelles adaptations de la politique agricole commune de l'UE?	113
Encadré 12: Perception de l'inflation et inflation effective	118

Chapitre 6: Finances publiques

Encadré 13: Trajectoire budgétaire préconisée par le Conseil supérieur des finances	126
Encadré 14: Prélèvements fiscaux et parafiscaux sur le travail en Belgique	130

Chapitre 7: Comptes et marchés financiers

Encadré 15: Offre et demande de crédits bancaires aux entreprises en Belgique	154
Encadré 16: <i>Primary dealers</i> et <i>recognized dealers</i>	162

Chapitre 8: Stabilité financière

Encadré 17: Utilisation de techniques de rehaussement du crédit pour les instruments de finance structurée	170
Encadré 18: Conduits de papier commercial adossé à des actifs et véhicules d'investissements structurés	173

Tableaux

Chapitre 1: Environnement international

1 Croissance du PIB dans les principales économies	3
2 Balance courante des principales régions du monde	5
3 Évolution économique aux États-Unis	13
4 Évolution économique au Japon	15
5 Évolution économique en Chine	17
6 Évolution économique dans la zone euro	19
7 Croissance du PIB dans les pays de la zone euro	24
8 Indicateurs de prix pour la zone euro	25
9 Coûts salariaux unitaires dans les pays de la zone euro	26
10 Solde de financement des administrations publiques dans les pays de la zone euro	28
11 Situation économique en 2007 des États membres de l'UE qui n'appartiennent pas à la zone euro	30

Chapitre 2: Politique monétaire de l'Eurosystème

12 Projections pour la croissance du PIB et pour l'inflation dans la zone euro	46
--	----

Chapitre 3: Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

13 Valeur ajoutée dans les branches d'activité	62
14 PIB et principales catégories de dépenses	65
15 Principales composantes et déterminants de l'excédent brut d'exploitation des sociétés, à prix courants	67
16 Déterminants du revenu disponible brut des particuliers, à prix courants	69
17 Prêt net au reste du monde	76

Chapitre 4: Marché du travail et coûts salariaux

18 Offre et demande de travail	84
19 Évolution du taux de travail à temps partiel	85
20 Évolution de la population en Belgique et immigration en 2006	86
21 Taux d'emploi harmonisés en Belgique et dans l'UE	87
22 Demandeurs d'emploi inoccupés en 2007	91
23 Taux de chômage harmonisés en 2007	92
24 Coûts salariaux dans le secteur privé	97
25 Réductions de charges salariales accordées aux entreprises	98

Chapitre 5: Prix

26 Indice des prix à la consommation harmonisé pour la Belgique	105
27 Part de la valeur agricole dans le prix à la consommation des produits alimentaires	110
28 Inflation et indice-santé	116

Chapitre 6: Finances publiques

29 Normes relatives au besoin (–) ou à la capacité de financement des administrations publiques belges	125
30 Recettes des administrations publiques	128
31 Principales mesures fiscales et parafiscales	129
32 Dépenses primaires des administrations publiques	132
33 Dépenses primaires corrigées par sous-secteur des administrations publiques	133
34 Solde de financement pour l'ensemble des administrations publiques et par sous-secteur	137
35 Évolution de la politique budgétaire structurelle	139

Chapitre 7: Comptes et marchés financiers

36 Actifs et engagements financiers par secteur	143
37 Structure des actifs et engagements financiers des secteurs non financiers résidents	144
38 Actifs et engagements financiers des administrations publiques	161
39 Besoins et moyens de financement de l'État fédéral	162

Chapitre 8: Stabilité financière

40 Ventilation du portefeuille de prêts des établissements de crédit belges par secteur et lieu de résidence de la contrepartie	179
41 Ventilation du portefeuille de titres d'endettement des établissements de crédit belges par secteur de contrepartie et par catégorie comptable IAS/IFRS	181
42 Incidence d'un choc de taux d'intérêt sur l'actif net des compagnies d'assurances belges	186

Graphiques

Chapitre 1 : Environnement international

1	Cours de change bilatéral des principales monnaies vis-à-vis du dollar des États-Unis	6
2	Prix des produits de base	6
3	Cours du pétrole brut	9
4	Profil trimestriel du PIB et des principales catégories de dépenses aux États-Unis	10
5	Activité et prix dans le secteur de l'immobilier résidentiel aux États-Unis	10
6	Indicateurs de prix pour le Japon	16
7	Profil trimestriel du PIB et des principales catégories de dépenses dans la zone euro	18
8	Investissements des entreprises et confiance des chefs d'entreprise dans la zone euro	19
9	Marché du travail dans la zone euro	23
10	Inflation, tendance sous-jacente de l'inflation et prix de l'énergie dans la zone euro	25
11	Solde structurel de financement des administrations publiques dans la zone euro	27

Chapitre 2 : Politique monétaire de l'Eurosystème

12	Conduite opérationnelle de la politique monétaire de l'Eurosystème en 2007	37
13	Écarts de taux d'intérêt par rapport au taux de soumission minimal en 2007	43
14	Structure des taux d'intérêt sur le marché monétaire	44
15	Activité économique et indicateurs de confiance dans la zone euro	45
16	Indicateurs de pressions inflationnistes dans la zone euro	47
17	Agrégats monétaires et prêts au secteur privé	48
18	Anticipations d'inflation dans la zone euro	53
19	Anticipations des taux d'intérêt à court terme dans la zone euro	53
20	Indicateurs relatifs aux conditions monétaires dans la zone euro	54
21	Taux d'intérêt à long terme dans la zone euro	55
22	Conditions de financement des entreprises sur les marchés financiers	56
23	Conditions appliquées aux crédits bancaires dans la zone euro	57

Chapitre 3 : Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

24	PIB et confiance en Belgique	59
25	PIB et indicateur de conjoncture	60
26	Enseignements issus des indicateurs de conjoncture pour la Belgique	61
27	Investissements des entreprises	66
28	Consommation, revenu disponible et taux d'épargne des particuliers	68
29	Exportations et importations de biens et services	73
30	Déflateurs des échanges de biens et services	74
31	Cours de change effectif de l'UEBL	74
32	Exportations de biens et services et parts de marché	75
33	Indicateurs de l'innovation	78
34	Entreprises innovantes	79
35	Entrepreneuriat	80

Chapitre 4: Marché du travail et coûts salariaux

36	Activité et marché du travail	83
37	Indicateurs de pénurie sur le marché du travail	93
38	Emploi et réserve de main-d'œuvre en Belgique en 2007	94
39	Coûts salariaux et productivité du travail dans le secteur privé	99
40	Coûts salariaux dans les branches d'activité de 1996 à 2006	100
41	Coûts salariaux par heure prestée dans le secteur privé: écart par rapport à la Belgique selon le CCE	103

Chapitre 5: Prix

42	Inflation en Belgique	106
43	Prix à la consommation des produits pétroliers	107
44	Prix à la consommation pour le gaz et cotations du pétrole de type Brent	108
45	Transmission du renchérissement des matières premières alimentaires	109
46	Tentative d'estimation de la part des matières premières alimentaires dans l'IPCH	111
47	Caractéristiques de l'ajustement des prix	112
48	Indice des prix à la consommation	114
49	Transmission des fluctuations du cours de change	115
50	Inflation en Belgique et dans la zone euro	121
51	Inflation: réalité et perception	122

Chapitre 6: Finances publiques

52	Subsides aux entreprises: titres-services et réductions du précompte professionnel	134
53	Dépenses publiques de soins de santé	134
54	Influence du cycle électoral sur la formation brute de capital fixe des administrations locales	135
55	Décomposition de la variation des charges d'intérêts	136
56	Taux implicite de la dette publique	136
57	Recettes des communautés et régions	138
58	Contribution des sous-secteurs des administrations publiques à la dette publique brute consolidée	140

Chapitre 7: Comptes et marchés financiers

59	Position extérieure nette de la Belgique relativement à d'autres pays européens	144
60	Actifs financiers détenus par les particuliers	145
61	Formation d'actifs financiers par les particuliers	145
62	Dépôts d'épargne réglementés et dépôts à terme des particuliers	146
63	Titres à revenu fixe détenus par les particuliers et taux de rendement à long terme	147
64	Constitution d'actifs financiers selon le risque encouru	147
65	Résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire: offre et demande de crédits au logement en Belgique	148
66	Nouveaux crédits hypothécaires aux particuliers, refinancements et taux d'intérêt	149
67	Écart de taux et répartition des nouveaux contrats hypothécaires selon le type de taux	149
68	Nombre de crédits défaillants non régularisés rapporté au total des crédits en cours	150
69	Nouveaux engagements financiers des sociétés non financières: ventilation par instrument	150
70	Coûts de financement externe des sociétés non financières en Belgique	151

71 Crédits octroyés par les institutions financières monétaires de la zone euro et évolution conjoncturelle en Belgique	152
72 Crédits octroyés par les établissements de crédit belges aux sociétés non financières, ventilées selon leur taille d'après la Centrale des crédits	153
73 Rôle des centres de coordination dans les avoirs et engagements non bancaires des entreprises belges à l'étranger	158
74 Cours boursiers, ratio cours-bénéfices et rendement de dividende en Belgique et dans la zone euro	159
75 Écarts de taux de rendement des emprunts d'État à dix ans vis-à-vis du <i>Bund</i> allemand	165

Chapitre 8: Stabilité financière

76 Émissions brutes de titres adossés à des actifs	168
77 Ventilation de l'encours des titres adossés à des actifs en Europe en fonction de la notation, à la fin de septembre 2007	169
78 Indices des prix de fonds de créances référencés sur prêts d'extraction immobilière aux États-Unis en fonction de la notation des tranches	172
79 Marchés des titres garantis par des créances (CDO) et des titres garantis par des prêts (CLO) aux États-Unis et en Europe	172
80 Encours du papier commercial aux États-Unis	173
81 Indicateurs de marché pour les institutions financières de la zone euro	175
82 Volatilité implicite des indices de cours boursiers	176
83 Écarts de taux d'intérêt et taux de défaillance des obligations à haut rendement	176
84 Encours et conditions de taux des dépôts de la clientèle auprès des établissements de crédit belges	177
85 Actifs et passifs des établissements de crédit belges	178
86 Décomposition du produit bancaire des établissements de crédit belges	182
87 Déterminants du résultat d'intérêts des établissements de crédit belges	182
88 Rentabilité et solvabilité des établissements de crédit belges	183
89 Principales composantes du compte de résultats des compagnies d'assurances belges	184
90 Primes d'assurance-vie	184
91 Primes d'assurance non-vie et ratio combiné	185
92 Portefeuille de placement des compagnies d'assurances belges	185
93 Marge de solvabilité disponible des compagnies d'assurances belges	186

Annexes statistiques

Tableaux relatifs à l'activité économique et aux prix

I	PIB et principales catégories de dépenses, en volume	190
II	RNB et principales catégories de dépenses, en volume	191
III	Déflateurs du RNB et des principales catégories de dépenses	192
IV	RNB et principales catégories de dépenses, à prix courants	193
V	Valeur ajoutée des différentes branches d'activité, en volume	194
VI	Marché du travail	195
VII	Taux de chômage	196
VIII	Indice des prix à la consommation harmonisé	197
IX	Revenus des différents secteurs, à prix courants	198
X	Synthèse des opérations des grands secteurs de l'économie, à prix courants	199

Tableaux relatifs aux opérations des administrations publiques

XI	Recettes, dépenses et solde de financement des administrations publiques	200
XII	Solde de financement par sous-secteur des administrations publiques	201
XIII	Dette brute consolidée des administrations publiques	202

Tableau relatif aux opérations avec l'étranger

XIV	Opérations courantes et en capital sur la base des transactions	203
-----	---	-----

Tableaux relatifs aux opérations monétaires et financières

XV	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des particuliers	204
XVI	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des sociétés non financières	205
XVII	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des administrations publiques	206
XVIII	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières monétaires	207
XIX	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières autres que monétaires	208
XX	Émissions nettes de valeurs mobilières des sociétés financières et non financières et des administrations publiques	209
XXI	Taux d'intérêt	210
XXII	Principaux taux d'intérêt de l'Eurosystème	211
XXIII	Cours de change	212

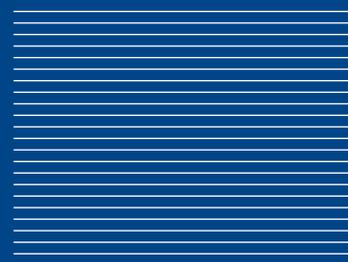
Légendes des illustrations

Le contexte

La Banque nationale émet mais aussi imprime des billets depuis l'année de sa création, en 1850, et elle continue de le faire dans le contexte de la monnaie unique. À différentes reprises au cours de son histoire, elle fit appel à des personnalités du milieu artistique pour qu'elles lui soumettent des projets. Ce fut le cas à la fin du XIX^e siècle, lorsque l'apparition de presses quatre couleurs permit de contrer plus efficacement la contrefaçon.

Parmi les artistes sollicités à l'époque se retrouvent quelques figures importantes de la peinture et des arts graphiques de leur temps. La spécificité et la complexité de l'objet de leurs projets – le billet de banque – allaient faire en sorte que bien peu de ceux-ci verraient le jour sous la forme d'une coupure. Par contre, les collections de la Banque conservent de nombreux avant-projets, parmi lesquels beaucoup, conçus entre la fin du XIX^e siècle et la première décennie du siècle suivant, sont fortement marqués par le symbolisme et l'art nouveau. On sait que les artistes belges ont brillé d'un éclat particulier dans ce mouvement international : l'architecte Horta en est sans doute le plus célèbre, mais il est loin d'être isolé.

Les billets réalisés à l'époque se caractérisent par les courbes voluptueuses typiques de l'art nouveau et par les messages éducatifs et patriotiques portés par les figures allégoriques.



Les artistes

Gisbert Combaz

° Anvers 1869

† Schaerbeek (Bruxelles) 1941

Docteur en droit de l'Université de Bruxelles, Gisbert Combaz abandonna rapidement le barreau pour une carrière artistique féconde; il fut même jusqu'à la veille de sa mort professeur de composition décorative à l'Académie des beaux-arts de Bruxelles.

Défenseur de l'art nouveau, Combaz exposa à la « Libre esthétique ». Réputé pour ses affiches et illustrations, il fut aussi un peintre (portraits, paysages, sujets religieux) et un orientaliste éclairé; on lui doit notamment plusieurs études sur l'art chinois et l'art khmer. Cette connaissance de l'art oriental marque d'ailleurs son œuvre créatrice.

Adolphe Crespin

° Bruxelles 1859

† Bruxelles 1944

Formé à l'Académie des beaux-arts de Bruxelles avant un séjour chez le peintre français Bonnat, Adolphe Crespin se lia d'amitié avec l'architecte Paul Hankar. Outre des peintures, il réalisa aussi des décors et des costumes, des cartons de tapisserie et des décors de façade. Il est surtout considéré comme l'un des pionniers de l'école belge de l'affiche illustrée de la fin du XIX^e et du début du XX^e siècles. À l'instar de beaucoup d'artistes de son temps, Crespin fit preuve d'un grand intérêt pour l'art japonais.

Il a enseigné à l'Académie dont il était issu de 1900 à 1924.

Constant Montald

° Gand 1862

† Woluwé-Saint-Lambert
(Bruxelles) 1944

Formé à l'Académie des beaux-arts de sa ville natale, Montald compléta ses études par des cours de peinture à l'école industrielle puis, grâce à une bourse, à l'École des beaux-arts de Paris. Prix de Rome en 1886, il voyagea entre autres en Italie et en Égypte, où il résida durant trois ans.

Peintre, dessinateur, sculpteur sporadique, muraliste et affichiste, Montald s'inscrivit très tôt dans le mouvement « idéaliste »: il affectionnait les compositions symboliques et allégoriques et travaillait volontiers à des projets d'art public. Membre fondateur du groupe « L'art monumental », il décora entre autres l'hémicycle de l'arcade du Cinquantenaire à Bruxelles.

Professeur de peinture décorative à l'Académie des beaux-arts de Bruxelles, il y forma, parmi d'autres, René Magritte et Paul Delvaux. Constant Montald fut membre de l'Académie royale de Belgique.

Herman Richir

° Ixelles (Bruxelles) 1866

† Uccle (Bruxelles) 1942

Herman Richir fut un peintre au talent recherché par la grande bourgeoisie, en particulier pour ses portraits. La Banque nationale possède ainsi différents portraits signés de sa main et représentant le roi Albert I^{er} et la reine Élisabeth ainsi que des membres du Comité de direction de la Banque. Formé dans les académies de Saint-Josse-ten-Noode et de Bruxelles, Herman Richir fut directeur de cette dernière durant de nombreuses années.

Louis Titz

° Bruges 1859

† Bruxelles 1932

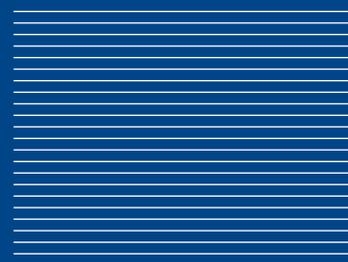
Peintre et aquafortiste spécialisé dans les vues de villes, décorateur de théâtre, Louis Titz devint également professeur d'« esthétique des arts appliqués » à l'Académie des beaux-arts de Bruxelles. Défenseur de l'art nouveau, Titz fut un illustrateur apprécié d'ouvrages bibliophiliques et d'affiches.

BIBLIOGRAPHIE

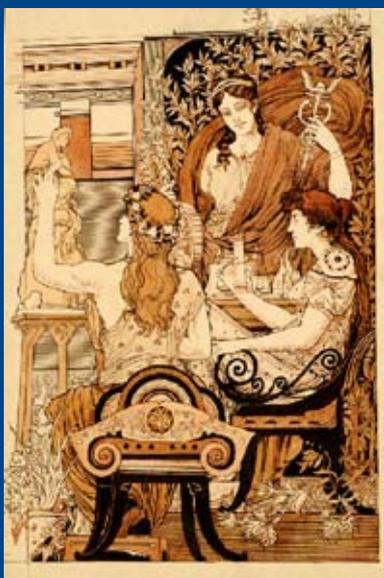
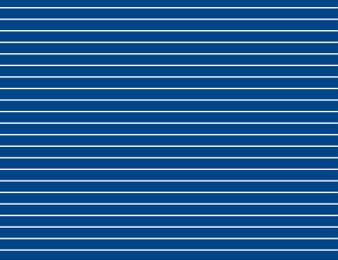
Paul Piron, *Dictionnaire des artistes plasticiens belges des XIX^e et XX^e siècles*, Art in Belgium, 2003.

Dictionnaire des peintres belges, Bruxelles, Renaissance du Livre, 1994.

Dictionnaire biographique illustré des artistes en Belgique depuis 1830, Bruxelles, Arto, 1995.

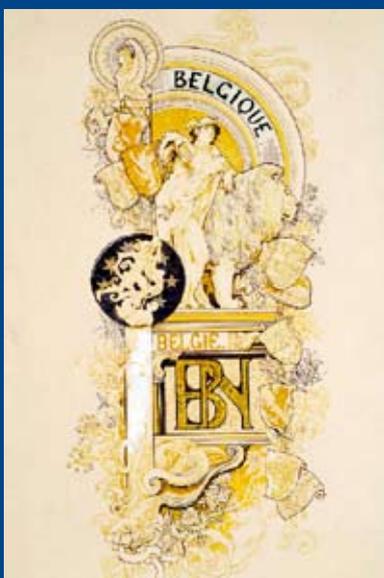


Les œuvres



COUVERTURE

Constant Montald, projet de détail pour le billet de 50 F type 1909. Trois figures allégoriques représentant les arts, les sciences et le commerce. Aquarelle et encre de Chine, non daté.



PAGE 8

Attribué à Gisbert Combaz, détail d'un avant-projet pour un billet indéterminé. Mercure, Dieu du commerce, est accompagné du lion symbolisant la Belgique. Tout autour, les écussons des provinces belges et un médaillon orné des emblèmes de Bruxelles: saint Michel terrassant le dragon. Encre de Chine, aquarelle et gouache, non daté.

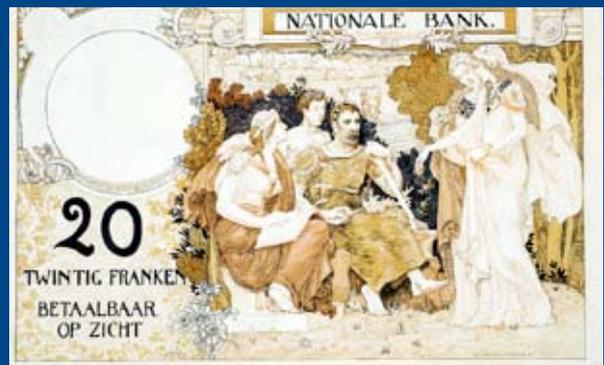
PAGE 12

Louis Titz, projet pour le billet de 20 F type 1894: à gauche, Minerve accompagnée de symboles de l'économie et du travail avec à ses pieds le lion symbolisant la Belgique. À droite, le lion héraldique. Ce billet allait être le premier billet belge imprimé en quatre couleurs. Crayon, Encre de Chine à la plume et au lavis, aquarelle, 1893.



PAGES 2 ET 166

Constant Montald, projet pour un billet de 20 F non réalisé. Conversation entre différentes figures allégoriques, dont celles du travail et de la fortune, devant un paysage animé d'une scène agricole. Encre de Chine et aquarelle sur papier, non daté (1900?).



PAGE 34

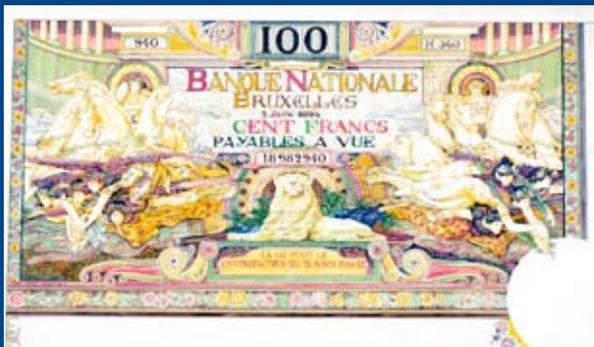
Louis Titz, projet de billet de 100 F non réalisé: un lion héraldique représentant la Belgique sur un fond partagé entre deux paysages, un paysage industriel à gauche et un paysage agricole à droite. Aquarelle, encre de Chine et gouache sur papier, 1905.





PAGES 58 ET 142

Constant Montald, projet pour un billet de 20 F non réalisé. Figures allégoriques représentant l'industrie, les arts, les sciences et le commerce, écusson de la Ville de Bruxelles, le tout devant les armes de la Belgique et des panoramas largement masqués de Bruxelles et Anvers. Aquarelle et encre de Chine, 1900.



PAGE 82

Constant Montald, projet pour le billet de 100 F type 1898. Autour du lion belge se déploient différentes allégories féminines et les chars de Cérès et de Neptune, la terre et la mer. Aquarelle, 1894.



PAGE 104

Constant Montald, avant-projet de détail pour le billet de 10.000 F type 1929. Ce billet était une version remaniée et de plus grand format du billet de 100 F type 1898. Ce dessin constitue une version intermédiaire, où figure encore l'ancienne valeur faciale. Crayon et aquarelle, 1926.

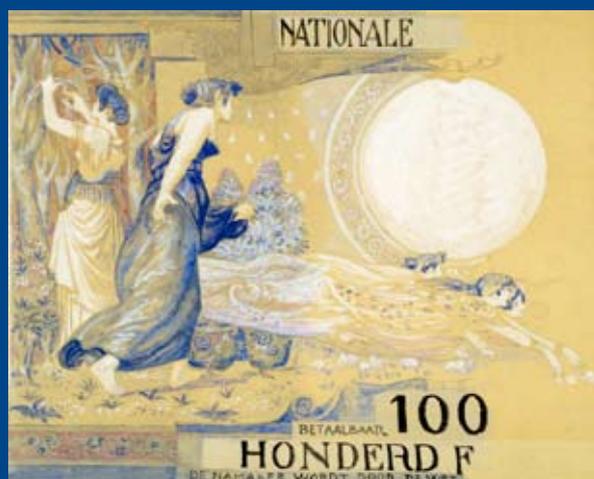
PAGE 124

Herman Richir et Adolphe Crespin, projet pour un billet de 20 F non réalisé. Lion couché à côté de symboles guerriers devant un fond décoratif dominé par une couronne. La représentation naturaliste et paisible du lion est surprenante dans le contexte d'une allégorie officielle. Encre de Chine et aquarelle sur papier, non daté (1897?).



PAGE 188

Constant Montald, avant-projet pour le billet de 100 F type 1898. Crayon, aquarelle et craie, non daté.



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

© Illustrations: Image plus
Banque nationale de Belgique

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

Publié en février 2008