

Rapport 2008

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.

© Banque nationale de Belgique

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

Avant-propos

par Guy Quaden, Gouverneur



2008 restera dans l'histoire économique comme l'année où a éclaté la plus grave crise financière internationale d'après la Seconde Guerre mondiale.

De sérieuses turbulences financières s'étaient fait jour dès 2007 à la suite de la crise du marché américain des crédits hypothécaires à haut risque. Et, dès cette époque, les banques centrales ont essayé de contenir les tensions qui en ont résulté sur les marchés monétaires.

Mais, en Europe en tout cas, durant la première moitié de l'année 2008, la principale préoccupation de la population et des autorités monétaires a été la montée de l'inflation, provoquée principalement par la forte augmentation du prix des matières premières, en particulier des produits pétroliers. La hausse des prix à la consommation a culminé à 4 p.c. en juillet dans la zone euro, et même à près de 6 p.c. en Belgique.

Après la défaillance de la grande banque d'investissement américaine Lehman Brothers à la mi-septembre, les troubles financiers ont brusquement pris une dimension beaucoup plus grave et dégénéré en une véritable crise mondiale.

Les marchés interbancaires, déjà anémiés depuis plusieurs mois, ont été paralysés; plusieurs institutions financières, en Belgique notamment, ont été confrontées à un déficit aigu de liquidités et à une perte de confiance dans leur solvabilité; les primes de risques se sont accrues de façon exponentielle et les bourses d'actions se sont effondrées. Les investisseurs fuyant vers les placements jugés les moins risqués, même les marchés financiers des pays émergents n'ont pas été épargnés.

Pour enrayer le risque systémique, les banques centrales, en particulier celles de l'Eurosystème, ont réagi rapidement et résolument par des injections massives de liquidités couplées à un élargissement de la liste des actifs admis en garantie. Elles ont joué pleinement – et, il faut le dire, singulièrement la Banque nationale de Belgique – leur rôle de prêteur en dernier ressort.

De leur côté, les gouvernements sont intervenus de différentes manières pour sauvegarder le système financier, plus spécialement par la recapitalisation d'institutions financières et l'attribution ou l'extension de garanties pour les dépôts de la clientèle ou les nouveaux engagements interbancaires.

À la fin de l'année, la situation demeurait toutefois tendue comme en attestait la méfiance que continuaient à se témoigner les divers intervenants de marché.

La plupart des pays industrialisés ont affiché en 2008 une croissance économique plus faible qu'en 2007 mais encore positive sur l'ensemble de l'année (1 p.c. en moyenne dans la zone euro et 1,1 p.c. en Belgique). Ces chiffres masquent cependant une détérioration progressive en cours d'année et un véritable effondrement de l'activité au quatrième trimestre.

Avec le temps, l'idée d'un découplage des économies du reste du monde vis-à-vis du ralentissement amorcé aux États-Unis s'est avérée illusoire. Dans la seconde moitié de l'année, un nombre croissant d'indicateurs ont mis en exergue les conséquences néfastes de la crise financière sur l'économie dite réelle par le biais de divers canaux: brusque ralentissement des échanges commerciaux internationaux, effets de richesse négatifs résultant de la correction des cours boursiers et, dans certains pays, du prix des immeubles, durcissement des conditions d'octroi de crédits par les banques commerciales, chute de la confiance des entrepreneurs et des consommateurs.

La crise financière et les perspectives de récession ayant fait refluer considérablement les menaces inflationnistes, les banques centrales n'ont pas hésité à assouplir fortement leur politique de taux d'intérêt. Dans la zone euro, le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été ramené de 4,25 p.c. début octobre 2008 à 2 p.c. début janvier 2009.

Pour leur part, les gouvernements ont, au-delà du jeu – relativement important en Europe – des stabilisateurs budgétaires automatiques, défini des plans de relance pour contrer la défaillance de la dépense privée.

Vu la gravité du ralentissement de l'activité et de sa répercussion probable sur l'emploi, des mesures d'urgence sont certes justifiées. Elles doivent cependant s'inscrire dans une perspective à moyen et long termes. En particulier, les mesures budgétaires doivent être temporaires et ciblées de manière à ne pas mettre l'avenir en péril mais, au contraire, à renforcer à la fois la confiance et le potentiel de croissance de l'économie.

C'est pourquoi, dans notre pays, où le processus de réduction du taux d'endettement public s'est soudainement interrompu, l'engagement doit être pris de revenir à l'équilibre budgétaire et de dégager progressivement des surplus structurels dès le retour à une croissance économique plus normale.

C'est pourquoi aussi, pour consolider l'emploi et, le moment venu, bénéficier pleinement de la reprise, les différentes parties concernées se doivent d'être attentives à la position concurrentielle de nos entreprises. Le surplus des comptes extérieurs de la Belgique a fondu ces dernières années et a disparu en 2008. Cette évolution s'explique partiellement par la hausse du prix des matières premières importées. Mais elle reflète aussi le déclin des parts de marché de nos exportateurs, dû lui-même à la détérioration des coûts relatifs de nos entreprises et à leur insuffisante spécialisation dans les produits et sur les marchés où la croissance de la demande est la plus soutenue.

Parmi les réformes structurelles que les difficultés du moment ne doivent pas conduire à reporter figure, à l'évidence, celle du secteur financier.

La crise dramatique de ce secteur trouve son origine dans la recherche de rendements irréalistes, des prises de risques et des endettements excessifs, des innovations mal contrôlées. Il importe de corriger les excès et les déficiences ainsi mis au jour.

Les graves lacunes apparues dans les contrôles de gestion de nombreuses institutions, l'inadaptation de systèmes de rémunération et d'incitation, favorisant la poursuite de résultats immédiats au détriment des performances à long terme, le rôle joué par les agences de notation ou encore celui des normes comptables appellent des réflexions et des changements.

Enfin, une réforme de la réglementation doit s'appuyer sur des structures de supervision appropriées tant au niveau national qu'au niveau international. Dans les pays, comme la Belgique, où ce n'est pas encore le cas, les banques centrales doivent avoir accès à toutes les informations sur les institutions individuelles qui sont de nature à mettre en péril la stabilité financière globale. Et, à tout le moins au niveau de la zone euro, la supervision des grands groupes financiers transfrontaliers devrait s'opérer au sein d'un système intégré.

Dans les difficultés économiques et financières de fin d'année, le 10^e anniversaire de l'introduction de l'euro est passé quelque peu inaperçu. La monnaie européenne commune mérite cependant qu'on lui rende hommage. L'euro a traversé avec succès diverses turbulences et il s'est imposé comme une monnaie crédible, devenue la deuxième devise la plus importante dans le monde. L'euro a aussi protégé les pays qui l'ont adopté de difficultés additionnelles. On peut penser à la Belgique en particulier puisque, grâce à lui, la crise politique puis la crise financière que notre pays a connues ne se sont fort heureusement pas accompagnées d'une crise de change, comme c'eût été le cas dans le passé.

L'euro nous offre une protection mais ne justifie en aucune manière l'insouciance. Ainsi, l'écart de taux d'intérêt entre les emprunts publics belges et les obligations de l'État allemand s'est sensiblement élargi en 2008. Certes ce phénomène résulte en partie d'une fuite vers la plus grande liquidité offerte par le *Bund* et ne concerne pas que les titres belges. Mais il traduit aussi une réévaluation par les investisseurs des risques de toute nature associés aux différents États.



Constant Montald, détail d'un projet pour un billet de 20 francs non réalisé, aquarelle et encre de Chine, 1900, collection Banque nationale de Belgique

Table des matières



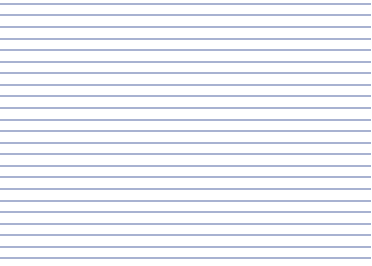
AVANT-PROPOS	5
RAPPORT PRÉSENTÉ PAR LE GOUVERNEUR AU NOM DU CONSEIL DE RÉGENCE	12
CHAPITRE 1 : ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL	2
Vue d'ensemble	3
La crise financière	5
Principales évolutions sur les marchés des changes et des matières premières	11
Économies avancées	14
Économies émergentes	30
CHAPITRE 2 : POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'EUROSYSTEME	40
Vue d'ensemble	41
Le fonctionnement du marché monétaire	42
Les décisions relatives à l'orientation de la politique monétaire	51
Conditions monétaires et financières	60
CHAPITRE 3 : PRODUCTION, DÉPENSES ET OPÉRATIONS COURANTES EN BELGIQUE	64
Vue d'ensemble	65
Activité	66
Évolutions réelles dans les principaux secteurs	71
Développements structurels	84
CHAPITRE 4 : MARCHÉ DU TRAVAIL ET COÛTS SALARIAUX	92
Marché du travail	93
Coûts salariaux dans le secteur privé	109
CHAPITRE 5 : PRIX	120
Vue d'ensemble	121
Facteurs à l'origine de la poussée de l'inflation et de son recul	123
Biens industriels non énergétiques et services: effets indirects et de second tour	134

CHAPITRE 6 : FINANCES PUBLIQUES	142
Recettes, dépenses et solde de financement	143
Soldes budgétaires corrigés des variations conjoncturelles et soldes budgétaires structurels	153
Dette de l'ensemble des administrations publiques	157
CHAPITRE 7 : COMPTES FINANCIERS DES PARTICULIERS, ENTREPRISES ET ADMINISTRATIONS PUBLIQUES	162
Effets majeurs de la crise financière	163
Particuliers	166
Sociétés non financières	171
Administrations publiques	180
CHAPITRE 8 : STABILITÉ FINANCIÈRE	186
Marchés financiers internationaux	187
Secteur bancaire belge	191
Compagnies d'assurances	204
ANNEXES	
Annexes statistiques	210
Notice méthodologique	237
Signes conventionnels	241
Liste des abréviations	243
Liste des encadrés, tableaux et graphiques	247



Constant Montald, détail d'un projet pour un billet de 20 francs non réalisé, aquarelle et encre de Chine, non daté (vers 1900), collection Banque nationale de Belgique

Rapport présenté par le Gouverneur au nom du Conseil de régence



1. Deux chocs majeurs ont ébranlé l'économie mondiale en 2008: une accélération du renchérissement des matières premières jusqu'au milieu de l'année et une intensification brutale des tensions dans le système financier à partir de la mi-septembre. Bien qu'ils aient des causes spécifiques, ils trouvent aussi tous deux leur source dans les excès financiers des années précédentes. Il en a résulté une poussée temporaire de l'inflation et un fort ralentissement de l'activité. Les diverses autorités sont appelées à élaborer des stratégies coordonnées, comprenant mesures d'urgence et réformes plus profondes, en vue de contenir la crise, de prévenir la répétition des erreurs du passé et de mettre les économies sur la voie d'un développement durable.

Les causes des chocs survenus en 2008

2. Même si quelques institutions, parmi lesquelles l'Eurosystème, avaient déjà mis en exergue certains dangers émanant du système financier avant l'apparition des turbulences en 2007, l'ampleur des chocs advenus en 2008 était largement inattendue. Leur origine peut être attribuée à une phase prolongée d'expansion du crédit et de la liquidité, de sous-estimation des risques et de forte croissance des marchés financiers et de certains pans de l'économie réelle, dont l'envol des prix des matières premières a été la dernière manifestation et dont la crise financière constitue une correction particulièrement abrupte.
3. Le vif développement de la sphère financière est né de la combinaison d'un environnement macroéconomique de bas taux d'intérêt et d'innovations financières insuffisamment contrôlées. La relative faiblesse des taux d'intérêt à court et à long termes dans le monde s'explique elle-même par une conjonction de facteurs. Ainsi, après l'éclatement de la bulle du marché des actions en 2000-2001, la politique monétaire aux États-Unis est demeurée assez longtemps accommodante, étant donné que la crédibilité qu'elle avait acquise et les importations de produits peu coûteux en provenance des économies émergentes neutralisaient les pressions à la hausse exercées sur les prix à la consommation. Après la crise asiatique de 1997-1998, l'accumulation d'une épargne excédentaire par les pays émergents, en particulier par la Chine, dont les avoirs extérieurs officiels n'ont cessé de croître en raison du régime de change qu'elle s'est choisi, a également pesé sur les taux d'intérêt, tout comme les surplus des pays exportateurs de pétrole. Le bas niveau des taux a encouragé le financement par endettement. De plus, les acteurs des marchés financiers se sont mis en quête de rendements supérieurs sans prendre en considération de manière adéquate les risques, qu'une longue période de faible volatilité macroéconomique avait d'ailleurs conduit à minimiser.
4. Ces tendances ont aussi été soutenues par des innovations permettant une apparente dispersion des risques. Le recours à grande échelle à des techniques de transfert des risques hors des bilans bancaires, en particulier la titrisation et la prolifération de produits structurés complexes adossés

à des créances de qualité inégale, a engendré un relâchement général de la vigilance et une tarification inappropriée d'un large éventail d'instruments financiers.

5. L'emballlement financier des dernières années a contribué au renchérissement des matières premières et de l'immobilier, sans en être la cause exclusive. Ainsi, la brusque chute des prix du pétrole au second semestre de 2008, même si elle ressemble à l'éclatement d'une bulle, ne peut faire oublier que la tendance à la hausse observée précédemment reposait surtout sur une tension fondamentale entre les besoins énergétiques croissants des économies émergentes et les contraintes de l'offre. Un diagnostic d'augmentation excessive peut être posé avec plus d'assurance en ce qui concerne les prix de l'immobilier dans certains pays, dont les États-Unis, où une correction est en cours. C'est en effet vers les ménages américains qu'est allée, *in fine*, une grande partie de l'épargne excédentaire mondiale, le secteur financier produisant, au départ des crédits hypothécaires qu'il octroyait, les titres réputés de bonne qualité demandés par les investisseurs étrangers.
6. Le relèvement des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine, entamé à la mi-2004, a fini par mettre au jour la vulnérabilité de cet édifice financier. Une crise immobilière a surgi aux États-Unis dès 2006, les primes de risque sur les titres adossés aux crédits hypothécaires de moindre qualité ont sensiblement augmenté en 2007, et les turbulences financières se sont généralisées à partir du mois d'août de cette même année, lorsqu'il est apparu que des institutions financières européennes étaient gravement affectées par la dévalorisation des créances hypothécaires américaines. La crise de confiance survenue sur les marchés interbancaires, et qui a également touché d'autres marchés, s'est encore intensifiée en mars 2008, à la suite des problèmes de liquidités rencontrés par la banque d'investissement *Bear Stearns* aux États-Unis. Les réactions des autorités américaines ont alors calmé les tensions.
7. En revanche, les troubles ont brusquement pris une dimension beaucoup plus grave à partir de la mi-septembre, lorsque ces mêmes autorités ont refusé de sauver la banque d'investissement *Lehman Brothers* de la faillite. Sans doute ont-elles voulu éviter d'entretenir la conviction qu'elles interviendraient systématiquement lorsque l'insolvabilité menacerait des institutions dépassant une taille jugée critique. À la suite de cette décision, les risques de contrepartie ont été considérablement réévalués et la plupart des banques, soucieuses de préserver leur liquidité, ont interrompu leurs opérations de prêts interbancaires. En quelques jours, des banques solvables ont vu se fermer toutes leurs sources de liquidité, non seulement aux États-Unis mais aussi en Europe. Une spirale négative de pertes actées par des institutions financières, de ventes et de dépréciations d'actifs financiers s'est accélérée, interagissant avec la détérioration des perspectives économiques. Ainsi, les cours des actions ont chuté partout, sous l'effet conjugué des ventes réalisées par les établissements financiers, de la dégradation de la situation de ces derniers, des attentes de récession et de la brusque accentuation de l'aversion pour le risque.

Les mesures d'urgence prises pour sauver le système financier

8. En 2008, les principales banques centrales ont poursuivi et renforcé les actions entreprises l'année précédente en vue d'apaiser les tensions sur les marchés interbancaires. À partir de la mi-septembre, elles ont répondu à la paralysie de ces marchés en accroissant sensiblement leur propre rôle d'intermédiation. L'Eurosystème, qui avait été prompt à réagir à la crise de liquidité survenue en août 2007, a considérablement augmenté ses prêts en euro aux établissements de

crédit. En octobre 2008, la priorité a été donnée à la réduction des incertitudes qui pesaient sur les banques, l'Eurosystème dût-il se substituer au marché monétaire défaillant. Ainsi, le Conseil des gouverneurs de la BCE a modifié la procédure des opérations de refinancement, passant à des appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies à ce taux, de même qu'il a allongé la liste des actifs éligibles en garantie des prêts de l'Eurosystème. En outre, il a rétréci le corridor constitué par les taux des facilités permanentes, permettant de la sorte aux banques de couvrir leurs besoins quotidiens et, surtout, de placer leurs excédents de liquidités auprès de l'Eurosystème à des taux plus favorables qu'auparavant. En décembre, il a cependant décidé d'élargir à nouveau, à partir du 21 janvier 2009, l'écart entre les taux des facilités permanentes, afin d'inciter les banques à reprendre leur activité sur le marché interbancaire.

9. Les banques centrales ont en outre accru leur coopération en matière de gestion de la liquidité, répondant de la sorte aux besoins des banques dont l'activité transfrontalière est importante. Ainsi, les accords de *swap* conclus en décembre 2007 avec la Réserve fédérale ont été prolongés et renforcés, permettant à l'Eurosystème d'octroyer des prêts en dollar des États-Unis aux banques de la zone euro.
10. À partir de la fin de septembre 2008, en complément des opérations de gestion de la liquidité de l'Eurosystème, certaines banques centrales nationales, parmi lesquelles la Banque nationale de Belgique, ont été amenées à fournir d'urgence des liquidités supplémentaires, en euro et en dollar des États-Unis, à des institutions financières soumises à des pressions particulièrement fortes. Si les tensions ont initialement surtout touché des banques confrontées à des difficultés spécifiques, elles se sont rapidement propagées à de nombreuses autres institutions, nécessitant une action déterminée des pouvoirs publics pour endiguer les effets de contagion. Les divers programmes d'intervention nationaux, dont celui de la Belgique, ont combiné un éventail de mesures destinées, d'une part, à renforcer la solvabilité des banques et, d'autre part, à rétablir l'accès des intermédiaires financiers à la liquidité.
11. Dans un environnement où les marchés financiers ont fortement revu à la hausse leurs attentes en matière de capitalisation des banques, les gouvernements de plusieurs pays sont directement entrés dans le capital de grandes institutions à caractère systémique. Ils ont en outre parfois pris en charge, en tout ou en partie, les risques associés à des catégories d'actifs de moindre qualité détenus par certains établissements de crédit.
12. Pour relancer les opérations de financement sur les marchés professionnels, de nombreux États ont octroyé une garantie couvrant les nouveaux engagements des grandes banques de leur ressort envers les investisseurs institutionnels. Les effets encore limités de ces mesures sur la liquidité des marchés et la crainte d'une contraction sévère du crédit ont amené les autorités de certains pays, notamment des États-Unis, à intervenir de manière plus directe dans la fourniture de fonds aux emprunteurs finals. Par ailleurs, en vue de rassurer les épargnants, les systèmes de garantie des dépôts ont été renforcés dans l'UE. En Belgique, le montant de la garantie par ayant droit a été relevé de 20.000 à 100.000 euros et la protection a été ouverte à certains produits d'assurance.

Les conséquences macroéconomiques des chocs

13. La croissance de l'activité dans le monde a été freinée, dans la première partie de l'année, surtout par la flambée des prix des matières premières et, dans la seconde partie, de façon plus prononcée, par l'intensification de la crise financière, tandis que ces deux chocs ont exercé des effets opposés sur l'inflation.

14. L'expansion de l'économie mondiale est revenue de 5 p.c. en 2007 à 3,8 p.c. en 2008. Le ralentissement de l'activité, qui avait frappé les États-Unis en premier lieu, s'est généralisé, et l'espoir d'un « découplage » des économies émergentes s'est révélé vain. La crise financière a notamment fait apparaître la vulnérabilité des économies d'Europe centrale et orientale où le recours des entreprises et des ménages au crédit – souvent en monnaies étrangères – et l'endettement extérieur sont importants. Dans la zone euro, la croissance a reculé, de 2,6 à 1 p.c. Les pays ayant enregistré une forte expansion et un boom immobilier au cours des années précédentes, comme l'Espagne et l'Irlande, ont été particulièrement affectés. L'essoufflement de l'activité a été un peu moins marqué en Belgique que dans les grands pays européens : la hausse du PIB belge est retombée de 2,6 à 1,1 p.c. La croissance de l'emploi, qui réagit avec un certain décalage aux fluctuations conjoncturelles, a encore été de 1,6 p.c., contre 1,8 p.c. en 2007. Le taux de chômage harmonisé a continué à refluer, revenant de 7,5 à 7,1 p.c., même si le chômage temporaire a, quant à lui, déjà augmenté sensiblement.
15. Tous ces chiffres annuels masquent cependant une nette détérioration en cours d'année. Au dernier trimestre, en particulier, l'activité économique a chuté dans de nombreux pays, ce qui a amené les prévisionnistes à revoir fortement à la baisse les perspectives de croissance de l'économie mondiale en 2009. Les crises bancaires sont souvent suivies de contractions de l'activité, qu'elles affectent par divers canaux. Confrontées à des pertes, à la nécessité de relever leur ratio de solvabilité – autrement dit, de réduire le levier d'endettement – et au renchérissement de leur propre financement, les banques sont amenées à restreindre l'offre de crédits, par une augmentation des marges et un resserrement des autres conditions d'octroi de prêts. La chute des cours des actions, conjuguée dans certains pays à celle des prix de l'immobilier, exerce en outre des effets de richesse négatifs sur la consommation privée. Elle contribue aussi à la majoration des coûts de financement des entreprises, de même que la hausse des primes de risque incluses dans les taux des crédits bancaires et des emprunts obligataires. Enfin, la crise altère la confiance des consommateurs, les incitant à accroître leur épargne de précaution, et celle des chefs d'entreprise, ce qui les conduit à différer investissements et embauches.
16. Quant à l'inflation, elle s'est presque partout accélérée jusqu'au troisième trimestre de 2008, sous l'effet de l'envol des prix des matières premières. Elle s'est ensuite tassée en raison de la chute de ces prix, due à la brusque dégradation des perspectives de la demande.

Les réactions de politique économique

17. La crise financière, qui peut d'ores et déjà être considérée comme la plus grave depuis celle qu'a déclenchée le krach boursier de 1929, appelle une réaction à la hauteur des dangers qu'elle recèle et de l'opportunité de réformes qu'elle offre. Il s'agit en particulier de veiller à la cohérence entre court et long termes et à la coordination internationale des réponses apportées par les politiques économiques à la crise.
18. Des actions rapides ont été et sont encore nécessaires pour stabiliser le système financier et limiter les effets de la contraction de celui-ci sur l'économie réelle. Il importe cependant que les mesures d'urgence ne compromettent pas l'avenir et n'entretiennent pas les germes de crises ultérieures. Au contraire, elles doivent s'accompagner de réformes plus profondes du fonctionnement du système économique et financier, visant à éviter la répétition des anciens errements et à permettre à une économie plus forte de se développer au bénéfice du plus grand nombre, sans reposer sur le surendettement ni négliger les coûts environnementaux et les périls écologiques.

19. Ainsi, face à la menace soudaine d'une dépression mondiale, il y a lieu de sauver des banques et d'assouplir les politiques monétaire et budgétaire, mais non sans conditions. Tout d'abord, le sauvetage de banques n'équivaut pas à un blanc-seing. À cet égard, alors que la « stagflation » des années 1970 avait jeté le doute sur l'aptitude des autorités à stimuler systématiquement la croissance par des politiques macroéconomiques expansionnistes et mis en évidence l'utilité de la concurrence comme moteur du progrès économique, la crise actuelle a ruiné la croyance dans les capacités autorégulatrices des marchés. Une réforme de la réglementation et de la surveillance du système financier s'impose à l'évidence, l'objectif des autorités publiques n'étant pas de se substituer aux marchés financiers mais de leur permettre de fonctionner plus correctement au profit de l'économie. Ensuite, la conduite de la politique monétaire doit rester guidée par un objectif de stabilité des prix à moyen terme. L'assouplissement de cette politique n'est pas inflationniste, dans la mesure où il répond à une préférence extrême du secteur privé pour la liquidité et à une contraction de la demande de biens et services. Il fera place à un resserrement dès le retour à la normale, évitant ainsi d'alimenter de nouveaux emballements. Enfin, la politique budgétaire doit, elle aussi, s'inscrire dans une perspective de moyen et de long termes, sous peine notamment de voir s'étioler son efficacité anticyclique en raison de la méfiance des agents économiques. Les mesures visant à soutenir l'activité et l'emploi durant le creux conjoncturel doivent être temporaires et conçues de telle manière qu'elles ne mettent pas en péril mais, au contraire, renforcent le potentiel de croissance de l'économie et sa capacité de résister aux chocs.
20. Véritablement mondiale, la crise a aussi démontré que les interdépendances entre continents et nations étaient plus fortes que jamais et a consacré l'importance des économies émergentes. Il convient de ne pas céder à la tentation du repli protectionniste, qui a fait tant de ravages dans les années 1930. La coopération internationale doit être intensifiée, de manière, d'une part, à éviter que les mesures prises n'entraînent des retombées négatives pour d'autres pays et des distorsions de concurrence et, d'autre part, à garantir la cohérence des réformes. L'union monétaire européenne, qui a fêté son dixième anniversaire, a traversé avec succès de multiples turbulences et, aujourd'hui encore, l'euro protège les pays qui l'ont adopté de difficultés additionnelles, puisque la crise bancaire ne s'y est pas doublée d'une crise de change. Toutefois, les réactions de politique économique devraient être davantage coordonnées dans la zone. Enfin, étant donné que les crises alimentaire, financière et économique mondiales frappent durement les pays les plus pauvres, il y a lieu de maintenir, voire d'accélérer, la progression de l'aide au développement vers la norme de 0,7 p.c. du PIB, en priorité au profit de ces pays.

Politique monétaire

21. L'objectif principal de la politique monétaire de l'Eurosystème, comme de la plupart des autres banques centrales, est d'assurer la stabilité des prix. Maintenir fermement le cap sur cet objectif de moyen terme est essentiel en période de troubles, car des dérives inflationnistes ou déflationnistes pourraient nuire gravement à l'activité économique et à l'emploi. L'orientation de moyen terme de sa stratégie de politique monétaire a permis au Conseil des gouverneurs de la BCE de ne pas réagir de manière excessive aux effets directs de la hausse des prix à l'importation et de tenir compte de toute l'information disponible pour évaluer les menaces qui pèsent sur la stabilité des prix, en ce compris celles qui dérivent des dysfonctionnements du système financier.
22. Dans la première partie de l'année sous revue, la conduite de la politique monétaire dans les principales économies de l'OCDE a différé en fonction principalement des risques que le renchérissement des produits de base faisait peser sur la stabilité des prix, compte tenu, entre autres, du degré d'utilisation des capacités de production, des anticipations des agents économiques et des effets attendus des turbulences financières. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada, l'assouplissement entamé à la fin de 2007 s'est poursuivi. Dans d'autres pays,

comme le Japon, les taux directeurs sont demeurés inchangés. Dans la zone euro, en Suède, en Norvège et en Australie, les banques centrales ont au contraire haussé les taux d'intérêt, à des degrés divers. Dans le cas de l'Eurosystème, le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement a été relevé de 4 à 4,25 p.c. le 3 juillet 2008, en raison d'une détérioration des anticipations inflationnistes.

23. Les différences dans l'orientation de la politique monétaire – et l'hétérogénéité des situations intérieures qui en était la cause – ont influencé les marchés des changes. Ainsi, le cours de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis a atteint un sommet à la mi-juillet. D'autres facteurs ont concouru à cette appréciation, comme la sensibilité souvent observée de ce cours de change au prix du pétrole, qui en atténue les fluctuations au bénéfice de la zone euro.
24. Lorsque la crise financière a pris un tour plus dramatique, faisant refluer les menaces inflationnistes, toutes les banques centrales ont assoupli leur politique de taux d'intérêt. En particulier, le 8 octobre 2008, six banques centrales, dont la BCE, ont annoncé une baisse coordonnée de leur taux directeur. Aux États-Unis, l'objectif pour le taux des fonds fédéraux est revenu en trois étapes de 2 p.c., niveau auquel il avait été fixé le 30 avril, à une fourchette comprise entre 0 et 0,25 p.c. De surcroît, la Réserve fédérale a mené une politique de desserrement à la fois quantitatif, en gonflant considérablement son bilan, et qualitatif, en substituant des créances plus risquées aux emprunts d'État figurant à l'actif de celui-ci. Dans la zone euro, le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été ramené en quatre étapes de 4,25 p.c. au début d'octobre 2008 à 2 p.c. au début de janvier 2009. Il importe que cet assouplissement se traduise par une diminution des taux débiteurs et le maintien d'une offre satisfaisante de crédits bancaires.
25. La dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis, à partir d'août 2008, a notamment reflété la perspective d'une détérioration de la conjoncture européenne et la possibilité d'une réaction de l'Eurosystème, dont les taux étaient plus élevés que ceux de la Réserve fédérale. Accentuée en octobre par les tensions extrêmes sur l'ensemble des marchés financiers, cette dépréciation a été partiellement compensée par une appréciation en décembre. Compte tenu, en outre, de l'évolution d'autres monnaies, comme la livre sterling, le cours de change effectif de l'euro a atteint un sommet à la mi-décembre.
26. Les événements récents devraient raviver le débat sur la prise en considération des fluctuations des prix des actifs dans la conduite de la politique monétaire. La difficulté d'établir les valeurs d'équilibre des actifs – immeubles ou actions – est réelle mais ne constitue pas une raison suffisante pour ignorer cette problématique. La stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème, par son orientation de moyen terme et la combinaison des analyses économique et monétaire, présente l'avantage de prêter attention aux évolutions de la monnaie et du crédit ainsi qu'aux éventuels déséquilibres qui ne se traduisent pas immédiatement en pressions sur les prix à la consommation. La politique de taux d'intérêt ne peut cependant garantir à elle seule la stabilité financière, et le concours de politiques prudentielles est donc nécessaire.

Préservation de la stabilité financière

27. Les dérèglements actuels sur les marchés financiers réclament une action des autorités à plusieurs niveaux. Dans l'immédiat, il est impératif de restaurer la confiance au sein du système afin que celui-ci puisse à nouveau pleinement exercer, au bénéfice de l'ensemble de l'économie, sa fonction d'intermédiation entre épargnants et emprunteurs. Dans une perspective à plus long terme, il s'agit d'intensifier les réflexions déjà entamées pour remédier, par des réformes en profondeur, aux dysfonctionnements structurels révélés par la crise. Enfin, sur un plan plus institutionnel, il convient de réexaminer l'organisation de la supervision prudentielle, afin de

mettre en place une structure plus efficace de surveillance de la stabilité financière ainsi que de prévention et de gestion des crises.

28. Les programmes d'intervention nationaux visant à stabiliser le système financier ont été assez convergents jusqu'à présent quant à leur principe. En revanche, la coordination des modalités opérationnelles s'est avérée plus délicate, en particulier au niveau européen. La prise en compte de la situation spécifique des banques individuelles doit être conciliée avec la prévention des distorsions de concurrence entre institutions, produits et marchés. En outre, les interventions des pouvoirs publics, tant comme actionnaires que comme garants de certaines dettes bancaires, peuvent compliquer l'évaluation et la tarification des divers risques de crédit. Il importe donc de procéder à un calibrage adéquat de ces mesures de soutien, pour en assurer une utilisation effective, mais aussi pour en faciliter le démantèlement ultérieur.
29. Au delà de ces plans d'urgence, il y a lieu de corriger les excès et déficiences mis au jour par la crise actuelle, sans introduire une surcharge de nouvelles réglementations qui paralyserait l'innovation financière, mais en reconnaissant les limites de l'autorégulation. Tant la feuille de route de l'UE que le rapport du Forum sur la stabilité financière consacré à l'amélioration de la résistance des marchés et des institutions témoignent d'un large consensus quant à la nécessité de réformes.
30. Les graves lacunes apparues dans les contrôles de gestion de nombreuses institutions qui bénéficiaient pourtant d'une grande notoriété imposent, en tout premier lieu, d'améliorer la surveillance et la protection contre les risques financiers. Les situations de liquidité, ou encore les concentrations de positions auprès d'un nombre restreint de contreparties, devront, en particulier, faire l'objet d'un suivi et de rapports beaucoup plus réguliers. Vu la contribution importante des infrastructures financières à la gestion des risques de liquidité et de contrepartie sur les opérations de paiement et de règlement-titres, ce type d'infrastructure devrait aussi être introduit pour des opérations qui s'effectuent actuellement sur des marchés non centralisés, comme les dérivés de crédit. Par ailleurs, le Comité de Bâle adaptera les exigences de fonds propres pour mieux couvrir certains actifs ou risques spécifiques. Il examine aussi l'opportunité d'un relèvement plus général du niveau et de la qualité des fonds propres des banques, ainsi que des adaptations des modalités de constitution des provisions, de manière à encourager la formation d'un coussin de sécurité qui devrait permettre d'éviter que les banques n'amplifient les cycles conjoncturels en cherchant à corriger un manque de capital en cas de repli de l'activité économique.
31. Il faut aussi reconnaître que les manquements dans la gestion des risques ont été aggravés par des systèmes de rémunération et des mécanismes d'incitation qui, trop souvent, favorisaient la poursuite de résultats immédiats, au détriment des créations de valeur durables. Les structures de gouvernance et d'intéressement doivent être améliorées au sein des institutions, mais aussi prendre en compte les nouveaux modes de prestation des opérations financières, qui sont souvent fractionnées en de multiples composantes où interviennent, entre prêteurs et emprunteurs finals, divers opérateurs, tels courtiers, assureurs ou encore agences de notation. Le rôle essentiel joué par ces derniers organismes devrait impliquer, au delà d'une amélioration de leur gouvernance visant à prévenir les conflits d'intérêts, la mise en place d'un cadre approprié de surveillance par les autorités prudentielles.
32. La crise a par ailleurs mis en relief l'extrême complexité de nombreux instruments financiers. En vue d'améliorer la transparence du système, il convient de réexaminer les modes de valorisation et de comptabilisation de ces produits, afin qu'ils puissent être utilisés de manière plus cohérente dans toutes les situations de marché. Davantage de clarté, mais aussi une réglementation plus stricte et un contrôle plus rigoureux, doivent s'appliquer aux risques liés aux opérations que les banques effectuent au travers de structures et de véhicules hors bilan, ainsi qu'aux activités des organismes non soumis à la supervision, tels les fonds spéculatifs. Transparence et rigueur, qui

s'imposent plus particulièrement face à de nouveaux produits financiers, doivent se doubler d'une amélioration de la communication et des publications financières.

33. Les révisions de la réglementation ne sortiront toutefois pleinement leurs effets que si elles sont étayées par une bonne structure de supervision. Les banques centrales, qui se sont trouvées en première ligne pour pallier la paralysie des marchés interbancaires, ont pu s'appuyer sur leurs relations quotidiennes avec le marché monétaire et sur leur intégration au cœur des systèmes de paiement et de règlement. Toutefois, la rapidité avec laquelle s'est développée la phase la plus aiguë de la crise de liquidité a révélé que ces canaux de contact ne suffisent pas. Par ailleurs, dans un environnement où les marchés financiers tendent à se concentrer entre les mains de quelques grands opérateurs, la distinction entre une approche macroprudentielle, qui fixerait le domaine d'action des banques centrales, et la surveillance microprudentielle des établissements de crédit, qui resterait du ressort exclusif des superviseurs, a clairement montré ses limites. Les banques centrales doivent pouvoir accéder directement à l'information sur des évolutions qui, même si elles affectent des institutions individuelles, sont de nature à mettre en péril la stabilité financière globale.
34. Ce problème d'information ne se pose pas lorsque les banques centrales sont elles-mêmes en charge de la supervision. Dans les pays où tel n'est pas le cas, un cadre de coopération très étroite doit être établi entre les deux autorités, et les structures institutionnelles doivent être régulièrement reconsidérées à la lumière tant des failles éventuellement constatées dans la supervision de la stabilité financière que des changements souvent très rapides dans la configuration des marchés et dans les modalités d'exercice des fonctions bancaires. À l'évidence, les évolutions récentes imposent un tel réexamen en Belgique.
35. Les réflexions menées à ce sujet devront s'inscrire dans le cadre d'une réforme plus générale de l'organisation, dans l'UE, de la surveillance des banques mais aussi des compagnies d'assurances et des fonds de pension, ainsi que des modalités de la gestion de crise. En dépit de progrès réalisés dans la coopération des autorités nationales, plus particulièrement au travers des collèges de superviseurs mis en place pour les groupes bancaires transfrontaliers, la crise a fait apparaître d'importantes lacunes. Celles-ci concernent notamment la répartition du coût d'une éventuelle intervention publique en faveur de banques importantes pour le fonctionnement du système, ou l'absence d'une véritable structure européenne de surveillance prudentielle, dotée d'un centre qui assure la coordination entre les organes nationaux. C'est dans la supervision du groupe restreint des grandes banques européennes à caractère systémique que l'utilité d'un tel dispositif institutionnel serait la plus manifeste.

Politique budgétaire

36. Depuis l'aggravation de la crise financière, la priorité des autorités publiques a été, à raison, de stabiliser le système financier afin de protéger les dépôts du public et d'éviter une contraction trop sévère du crédit. Contrairement aux garanties couvrant certaines dettes bancaires, dont il a été question ci-dessus, la recapitalisation d'institutions financières a d'ores et déjà alourdi la dette publique, à concurrence de 6,3 p.c. du PIB dans le cas de la Belgique. Il s'agit toutefois d'un investissement nécessaire pour écarter le danger d'une implosion du système bancaire, comme ce fut le cas dans les années 1930, et pour jeter les bases d'une reprise, comme l'a montré l'expérience, certes plus locale, des pays nordiques dans les années 1990. Si le rôle très particulier du secteur bancaire dans l'économie justifie une telle prise en charge de risques financiers par les pouvoirs publics, celle-ci doit se faire dans la transparence, contre rémunération et de manière temporaire, et elle doit être accompagnée du renforcement déjà mentionné de la surveillance.

37. Dans plusieurs pays, des mesures budgétaires ont en outre été décidées afin de soutenir la demande et d'atténuer de la sorte les effets du marasme financier sur l'économie réelle. En vue de résorber les déséquilibres des balances courantes dans le monde, qui ont constitué l'une des causes de la crise, il convient que les pays en excédent stimulent leur demande intérieure plus activement que les autres.
38. L'efficacité des mesures budgétaires de relance dépend de manière cruciale de leur inscription dans une stratégie crédible et soutenable, indispensable au maintien de la confiance. Les agents économiques doivent être assurés que les déficits publics seront passagers et ne donneront pas lieu à un alourdissement prononcé des impôts futurs ou à une incapacité des pouvoirs publics de faire face aux coûts du vieillissement de la population, faute de quoi les impulsions budgétaires ne feront que renforcer l'épargne privée. Les mesures de relance doivent être sélectionnées sur la base de leur efficacité à court et à long termes, leur action doit être rapide et leur incidence budgétaire, temporaire.
39. En Europe, le pacte de stabilité et de croissance fournit le cadre adéquat de telles stratégies, offrant à la fois la flexibilité à court terme requise pour une stabilisation de l'économie, surtout en présence de circonstances exceptionnelles, et les balises assurant la soutenabilité des politiques budgétaires. Au delà du jeu des stabilisateurs automatiques, relativement importants en Europe, que sont par exemple le tassement des recettes fiscales et la hausse des paiements d'allocations de chômage, des mesures discrétionnaires peuvent être prises, pour autant que la situation financière des administrations publiques le permette. Le plan de relance économique adopté par le Conseil européen en décembre prévoit une impulsion budgétaire de 1,5 p.c. du PIB de l'UE – dont 1,2 p.c. à la charge des États membres – en vue de stimuler la demande. Le respect du pacte de stabilité et de croissance suppose cependant que chaque État participe à l'action coordonnée en fonction de sa situation de départ. Alors que quelques-uns, comme la Finlande, ont atteint leur objectif de moyen terme, regagnant la capacité d'exercer une action anticyclique plus significative, nombreux sont ceux qui n'ont malheureusement pas assez profité de la bonne conjoncture des dernières années pour améliorer structurellement leurs finances publiques, limitant ainsi leur marge de manœuvre dans les circonstances plus difficiles qui prévalent aujourd'hui.
40. En Belgique, en particulier, la politique budgétaire menée durant les dix années écoulées depuis l'adoption de l'euro n'a pas permis de constituer le surplus structurel annoncé et requis. Les pouvoirs publics n'ont pas utilisé la marge considérable engendrée par la baisse des charges d'intérêts pour accélérer le désendettement mais ont opté pour des accroissements de dépenses ou des réductions de certains prélèvements, inspirés notamment par la volonté de soutenir structurellement la croissance et l'emploi. Les objectifs budgétaires ont été systématiquement assouplis et parfois manqués.
41. L'année 2008 n'y a pas fait exception. Le déficit public s'est amplifié, passant de 0,3 à 1,1 p.c. du PIB, en partie sous l'effet du ralentissement conjoncturel, de sorte que l'objectif du programme de stabilité de la Belgique, qui avait pourtant été ramené d'un surplus de 0,5 p.c. du PIB à l'équilibre en avril 2008, n'a pas été atteint.
42. Un écart s'est ainsi creusé par rapport à la trajectoire budgétaire recommandée par le Conseil supérieur des finances, qui vise à garantir la soutenabilité des finances publiques dans le contexte du vieillissement de la population et à éviter que les charges qui découlent de celui-ci ne pèsent trop lourdement sur les générations suivantes. De plus, le taux d'endettement public a augmenté au cours de l'année sous revue pour la première fois depuis 1993, passant de 83,9 à 88,7 p.c. du PIB à la suite des injections de capitaux dans les institutions financières en difficulté.

43. Étant donné la gravité de la détérioration conjoncturelle, il est actuellement raisonnable de laisser jouer pleinement les stabilisateurs automatiques et d'envisager des mesures de soutien économique bien ciblées. En particulier, le système de sécurité sociale doit remplir sa mission de protection des plus faibles et d'appui de la demande. Toutefois, un éloignement de la trajectoire de moyen terme n'est tolérable que s'il est limité et temporaire. L'élargissement de l'écart entre les taux des emprunts publics et les taux allemands correspondants doit aussi inciter à la prudence, même s'il est en partie dû à une fuite vers la liquidité offerte par le marché des obligations de l'État allemand et s'il n'est pas un cas isolé en Europe. Les autorités doivent veiller à la réversibilité d'éventuelles mesures de relance. Elles doivent prendre l'engagement ferme de revenir à l'équilibre budgétaire dès le retour à une croissance économique plus normale et de constituer des surplus par la suite, dans une approche pluriannuelle.
44. Par ailleurs, l'étroitesse des marges de manœuvre budgétaires doit encourager les autorités, à tous les niveaux de pouvoir, à accroître encore la qualité et l'efficacité des interventions publiques, ainsi qu'à assurer la perception correcte des recettes et à combattre toute forme de fraude. Elle ne les empêche pas d'opérer des arbitrages entre types de dépenses et de recettes en vue de rendre les finances publiques plus favorables au potentiel de croissance de l'économie et à un développement durable.

Formation des prix et des revenus

45. Au cours des dix premières années d'existence de l'union monétaire européenne, les écarts d'inflation entre les États membres ont été similaires à ceux que l'on peut observer entre les régions d'autres vastes espaces monétaires comme les États-Unis. Toutefois, ils ont été plus persistants. Les divergences accumulées entre taux d'inflation posent problème quand elles ne reflètent pas une convergence progressive des prix liée au processus de rattrapage du niveau de productivité atteint par les économies les plus avancées de la zone, mais plutôt un emballement de la demande intérieure dans certains pays, associé à une perte de compétitivité. Tel semble avoir été le cas de l'Espagne et de l'Irlande, qui subissent aujourd'hui une nette correction. Il revient aux autorités et partenaires sociaux nationaux de prévenir de tels déséquilibres.
46. En Belgique, croissance et inflation ont généralement été proches de la moyenne de la zone euro. En 2008, cependant, la hausse des prix à la consommation y a été parmi les plus vives : 4,5 p.c. en moyenne annuelle, contre 3,3 p.c. dans la zone euro. La différence est attribuable à hauteur de 1,1 point de pourcentage aux prix des produits énergétiques. Une partie seulement – 0,2 point – s'explique par l'incidence plus prononcée des cotations internationales du pétrole brut et raffiné, due au poids plus élevé des produits pétroliers dans l'IPCH belge et au niveau plus bas des taxes à montant fixe sur ces produits. L'essentiel – 0,9 point – provient d'une augmentation plus forte des prix du gaz et de l'électricité en Belgique. Un ensemble de facteurs y ont concouru, certains d'ordre méthodologique, comme la prise en compte de prix mensuels plutôt qu'annuels dans l'IPCH belge, d'autres plus réels, concernant tant la composante énergétique proprement dite que les tarifs de transport et de distribution, lesquels ont été relevés après qu'une décision de justice eut débouté la Commission de régulation de l'électricité et du gaz, qui avait imposé des baisses en 2007. Alors que les prix des produits alimentaires se sont aussi accrus dans des proportions plus importantes que dans la zone euro, les prix des autres biens et services considérés dans leur ensemble ont augmenté au rythme moyen de la zone, soit 1,8 p.c. Une détérioration relative s'est toutefois produite en cours d'année, la hausse annuelle de ces prix atteignant 2,4 p.c. au dernier trimestre, contre 1,9 p.c. dans la zone euro.
47. Sans doute faut-il y voir l'amorce d'effets de second tour – certes nettement moins importants que ceux qui s'étaient dramatiquement manifestés au cours des années 1970 – liés au renchérissement des produits de base, dont l'incidence directe a déjà été plus prononcée en

Belgique. Le système, propre à ce pays, d'indexation automatique des salaires, ainsi que les mécanismes formels ou informels d'indexation d'autres revenus et de prix, notamment dans les branches relativement préservées de la concurrence étrangère, accroissent le risque d'une propagation plus marquée des hausses des prix des importations et, par conséquent, d'une perte de compétitivité de l'économie belge. Il est réconfortant à cet égard que la chute des prix des matières premières au second semestre de 2008 ait nettement tempéré les perspectives d'inflation.

48. Entre-temps, la position concurrentielle des entreprises belges s'est dégradée. Une orientation prédominante des exportations vers des pays dont la demande est peu dynamique et des pertes persistantes de parts de marché ont contribué à la disparition du surplus courant de la Belgique en 2008, même si celle-ci a aussi résulté du coût plus élevé des produits de base importés et de la résistance relative de la demande intérieure, en particulier des investissements. Le déclin des parts de marché provient à la fois d'une évolution défavorable des coûts relatifs et d'une spécialisation insuffisante dans des produits qui, grâce à leur contenu technologique et à leurs particularités, sont plus demandés.
49. Alors que l'amélioration des aspects plus qualitatifs de la compétitivité de l'économie belge requiert la poursuite résolue de politiques structurelles, la maîtrise des coûts repose sur deux piliers. D'une part, sur la base notamment des constats de l'Observatoire des prix nouvellement installé, l'action du Conseil de la concurrence et des instances régulatrices des industries de réseau contribuera à la fois au maintien du pouvoir d'achat des particuliers et à la modération des coûts des entreprises, grâce à une concurrence plus effective, par exemple dans le secteur du commerce, et à une réduction des rentes de position dominante dans diverses branches, comme l'électricité, le gaz ou les télécommunications. D'autre part, les négociations salariales doivent être conclues dans l'esprit de la loi relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, une autre spécificité belge. La norme salariale convenue dans ce cadre pour la période 2007-2008 a été dépassée en raison d'une inflation plus élevée que prévu. Au total, de 1996 à 2008, la majoration des coûts salariaux horaires en Belgique a dépassé de quelque 4 points de pourcentage la valeur de référence, c'est-à-dire l'augmentation moyenne enregistrée dans les trois pays voisins que sont l'Allemagne, la France et les Pays-Bas. Par l'accord interprofessionnel conclu en décembre 2008 pour les années 2009 et 2010, les partenaires sociaux ont fixé l'enveloppe de négociation à un maximum de 250 euros par travailleur en régime de croisière, en sus de l'application du mécanisme d'indexation et des augmentations barémiques. En 2009, un maximum de 125 euros pourra être octroyé, soit à imputer sur ce montant, soit de façon non récurrente. Le soutien des pouvoirs publics permettra un nouvel allègement des charges des entreprises, qui pourrait contribuer à la réduction du handicap concurrentiel. Dans une période de contraction économique et d'incertitude accrue quant à l'évolution des prix en Belgique et des salaires dans les pays partenaires, c'est surtout le souci de ne pas aggraver ce handicap et de protéger l'emploi qui devra guider les négociateurs dans les secteurs et les entreprises.

Politiques structurelles

50. À l'heure où la crise financière et ses effets mobilisent l'attention, il ne faudrait pas délaissier la stratégie de Lisbonne et les réformes structurelles visant un meilleur fonctionnement de tous les marchés et un développement durable. La crise elle-même sera source de restructurations et, s'il y a lieu d'en adoucir les conséquences, il convient surtout d'armer l'économie en prévision des changements à venir.
51. Ainsi, le marché du travail en Belgique subira inévitablement le contrecoup de la contraction de la demande mondiale. Il est essentiel, dans ces conditions, d'éviter que les pertes d'emplois conjoncturelles n'engendrent du chômage structurel et des retraits définitifs de la

vie professionnelle, comme ce fut le cas lors de récessions précédentes, car une telle dérive compromettrait le potentiel de croissance future. Il y a lieu de concentrer les efforts sur l'aide aux personnes qui perdent leur emploi, victimes de la crise, en veillant notamment à donner aux cellules d'emploi les moyens de mener une politique de reconversion adaptée aux besoins du marché du travail. Il faut plus généralement renforcer le suivi et la formation des chômeurs. L'approfondissement de la procédure d'accompagnement des nouveaux demandeurs d'emploi sera donc bienvenu. Afin d'éviter que les jeunes – notamment ceux de faible qualification – ne s'enlisent dans le chômage de longue durée, il convient aussi de les épauler dès la sortie des études et de les orienter le cas échéant vers des formations adéquates, en privilégiant notamment les stages en entreprises.

52. Préparer l'après-crise signifie aussi tenir compte des perspectives démographiques et des inadéquations structurelles entre l'offre et la demande de travail, qui risquent de provoquer la résurgence rapide de pénuries de main-d'œuvre dans certains segments du marché lorsque l'activité reprendra. Il y a lieu de tenir compte du délai de mise en œuvre des mesures. C'est ainsi que le relèvement graduel de l'âge de la retraite des femmes, décidé il y a plusieurs années, continue à produire des effets positifs sur le taux d'emploi moyen de la population en âge de travailler. Celui-ci n'était cependant encore que de 62,5 p.c. en 2008. Les efforts visant à favoriser la participation des groupes dont l'insertion professionnelle est plus difficile, comme les personnes âgées de plus de cinquante-cinq ans et celles qui proviennent de pays hors UE, doivent être poursuivis. L'amélioration de la formation initiale et tout au long de la vie active reste cruciale, afin d'augmenter les chances du plus grand nombre de trouver un emploi et de progresser dans la voie de l'économie de la connaissance. La mobilité, tant fonctionnelle que géographique, doit être encouragée.
53. Un même souci de l'avenir doit prévaloir dans le domaine du soutien aux producteurs de biens et services. À court terme, les autorités s'assureront d'un suivi des conditions de financement et prendront les mesures permettant d'éviter que les entreprises, notamment petites et moyennes, ne soient en butte à des restrictions de l'offre de fonds. Les politiques de plus long terme visant à favoriser la création et l'essor d'entreprises, à stimuler l'innovation et la créativité, et à promouvoir des modes de production et de consommation plus respectueux de l'environnement – notamment plus économes en énergie et autres ressources naturelles – doivent aussi être intensifiées; elles peuvent favoriser la sortie de crise grâce au déploiement de nouvelles activités.
54. La progression du bien-être de la population belge continuera en effet de reposer sur des gains de productivité dans tous les secteurs et sur le développement d'une offre de biens et services sans cesse améliorés, dont les qualités permettront une bonne valorisation sur les marchés étrangers. Une analyse microéconomique de l'industrie fait apparaître que les exportations de marchandises de la Belgique dépendent d'un nombre relativement restreint de firmes, qui sont plus grandes et plus productives que la moyenne. Il est important d'assurer le renouvellement et l'élargissement de la population d'exportateurs, en soutenant l'esprit d'entreprise et l'innovation. Les efforts de R&D sont eux aussi trop concentrés et devraient être accrus. Les ventes à l'étranger se bornent trop souvent aux marchés voisins, et un meilleur parti devrait être tiré de la demande des économies émergentes. S'agissant des services marchands, les résultats de la Belgique sont relativement satisfaisants en ce qui concerne les services aux entreprises, dont la croissance entre 2000 et 2005 a même dépassé celle observée aux États-Unis et dont la productivité a profité d'importants investissements en informatique et télécommunications. Il importe que ces performances s'étendent à l'ensemble des branches d'activité, y compris les services non marchands. Alors que l'innovation s'opère de plus en plus par la participation à des réseaux internationaux, le renforcement des pôles d'enseignement supérieur et de recherche et la coopération étroite entre pouvoirs publics, centres de recherche et entreprises restent des facteurs essentiels d'avantages comparatifs. En outre, il y a lieu de lever les barrières à l'entrée,

sur la scène économique, de nouveaux acteurs, susceptibles d'apporter des innovations et de stimuler la concurrence.

55. L'année 2008 s'est clôturée par une détérioration spectaculaire de la situation économique mondiale. L'enjeu est aujourd'hui de rétablir la confiance et de trouver la voie d'un renouveau, par un ensemble cohérent d'actions rapides et de réformes profondes, dans le cadre d'une coopération internationale et européenne renforcée. La Belgique ne sera pas épargnée par les retombées de la crise financière, mais la qualité des réactions de politique économique sera décisive. Il importe d'inscrire les mesures de sauvegarde ou d'atténuation des chocs dans une stratégie qui ne perde pas de vue les objectifs à plus long terme et à laquelle participent tous les responsables de la vie économique.

Bruxelles, le 28 janvier 2009

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

Comité de direction



- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8

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





Constant Montald, détail d'un projet pour un billet de 20 francs non réalisé,
aquarelle et encre de Chine, non daté (vers 1900),
collection Banque nationale de Belgique

Environnement international

1.

1.1 Vue d'ensemble

Les turbulences financières, qui se sont fait jour à la mi-2007 à la suite de l'effondrement du marché des crédits hypothécaires *subprime* aux États-Unis, ont essaimé par vagues au cours de l'année sous revue pour conduire à la crise financière internationale la plus grave depuis des décennies.

Au fil de 2008, de plus en plus de segments des marchés financiers ont été affectés, ainsi qu'un nombre toujours croissant d'institutions, au premier rang desquelles figuraient celles qui étaient fortement exposées à la crise de l'immobilier résidentiel aux États-Unis ou celles qui dépendaient largement du financement sur les marchés de gros. Ainsi, la banque d'investissement américaine *Bear Stearns* a rencontré des problèmes de liquidités au printemps, tandis que les agences gouvernementales de refinancement hypothécaire *Fannie Mae* et *Freddie Mac*, qui détiennent ou garantissent une part importante du marché hypothécaire américain, et le plus grand assureur au monde, *AIG*, ont été mis en difficulté durant l'été. La crise s'est toutefois aggravée à partir de la mi-septembre, après l'annonce aux États-Unis de la défaillance d'une banque d'investissement de premier plan, *Lehman Brothers*, et ensuite des problèmes rencontrés par la banque commerciale *Washington Mutual*.

Cela a engendré non seulement d'importantes dépréciations dans le chef de nombreuses contreparties dispersées dans le monde entier, mais aussi et surtout, une grave perte de confiance quant à la solvabilité des institutions financières. Les conséquences ont été désastreuses dans une multitude de pays : les marchés interbancaires, dont le fonctionnement était déjà obéré depuis plusieurs mois, ont été paralysés, plusieurs institutions financières ont été confrontées à un déficit aigu de liquidités, les primes de risque se sont accrues de manière exponentielle et les bourses d'actions se sont effondrées. Les marchés financiers des pays émergents, qui pourtant n'ont pas été directement affectés par les pertes sur les actifs liés aux prêts hypothécaires américains, n'ont pas été épargnés, étant donné que les investisseurs internationaux ont fui vers les placements jugés les plus sûrs, tels que les titres

d'émetteurs souverains de pays avancés. Les économies émergentes confrontées à de graves déséquilibres internes ou externes, comme de sérieux déficits publics ou une dette extérieure élevée, en devises, se sont révélées être les plus vulnérables au retournement du sentiment des investisseurs.

Les banques centrales ont réagi de manière résolue à cette situation exceptionnellement instable afin de limiter le risque systémique véhiculé par la crise, en étendant leur octroi de liquidités et en le couplant à des conditions plus souples, en matière de gage notamment. Par ailleurs, les autorités nationales sont intervenues de différentes manières pour sauvegarder le système financier, en particulier par la recapitalisation d'institutions financières et l'attribution ou l'extension de garanties pour les dépôts ou les nouveaux engagements interbancaires. Enfin, de premières impulsions ont été données au niveau européen et au sein de forums internationaux, tels que le G20, pour renforcer le cadre réglementaire. Toutes ces interventions ont ramené un calme relatif sur les marchés financiers. La situation est toutefois restée très précaire, comme l'a attesté la méfiance manifeste qu'ont continué de se témoigner les intervenants de marché, si bien que les banques centrales ont dû poursuivre leurs injections massives de liquidités.

Au fil du temps, un nombre croissant d'indicateurs ont mis en exergue les conséquences néfastes de la crise bancaire et financière mondiale sur l'économie réelle, par le biais du durcissement des conditions d'octroi de crédits aux entreprises et aux particuliers, de la chute de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise, des effets de richesse négatifs résultant de la correction des cours d'actions et du prix des logements, et des répercussions du coup de frein de l'activité économique sur les échanges commerciaux internationaux. Les estimations et les prévisions relatives à la croissance économique ont de ce fait régulièrement été revues à la baisse.

En proie non seulement à cette crise bancaire et financière d'une gravité exceptionnelle, mais aussi aux conséquences de la hausse, jusqu'à un niveau record, des prix

des matières premières ainsi que de la propagation, à plusieurs régions, d'un coup de froid sur le marché de l'immobilier résidentiel, l'économie mondiale n'a pu éviter un ralentissement sensible en 2008, après avoir connu une conjoncture exceptionnellement élevée pendant plusieurs années et atteint des taux de croissance proches de 5 p.c. Le refroidissement conjoncturel a davantage touché les économies avancées. Ainsi, la zone euro et le Japon ont enregistré une croissance négative dès le deuxième trimestre et ont été rejoints par les États-Unis à partir du second semestre, étant donné que les incitants fiscaux et la vigueur des exportations avaient soutenu dans ce pays la demande jusqu'avant l'été. Sur l'ensemble de l'année sous revue, la plupart des États membres de l'OCDE ont encore affiché une croissance positive, mais ce résultat s'explique en majeure partie par l'effet de niveau considérable découlant de l'expansion de l'activité dans le courant de 2007.

Bien que, comme les années précédentes, les économies émergentes aient, de loin, apporté la principale contribution à l'expansion de l'économie mondiale – soit 2 points de pourcentage en ce qui concerne les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine –, il est apparu de plus en plus clairement à mesure que le temps passait que les développements survenus dans les pays avancés les affecteraient également. Sur le plan financier, la recherche éperdue de liquidités par certaines institutions et l'engouement suscité par les valeurs sans risque ont fait chuter les cours des actions, ont nettement poussé à la hausse les primes de risque sur les titres émis par les administrations publiques des pays émergents et ont exercé une pression sur les cours de change. De plus, les exportations de pays tels que les nouveaux États membres de l'UE et la Chine sont encore largement dépendantes des économies avancées, qui constituent leurs principaux partenaires commerciaux. Le tassement de la croissance aux États-Unis et dans la

TABLEAU 1 CROISSANCE DU PIB DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES
(pourcentages de variation en volume par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2006	2007	2008	<i>p.m.</i> 2007, part du PIB mondial ⁽¹⁾	<i>p.m.</i> 2008, contribution à la croissance du PIB mondial ⁽¹⁾
États-Unis	2,8	2,0	1,4	21,6	0,30
Japon	2,4	2,1	0,5	6,7	0,03
Zone euro ⁽²⁾	3,0	2,6	1,0	16,3	0,17
Danemark, Royaume-Uni et Suède	3,1	2,9	0,7	4,7	0,04
Autres pays membres de l'UE ⁽³⁾	6,7	6,3	4,8	1,8	0,08
Autres pays avancés de l'OCDE ⁽⁴⁾	2,9	3,3	1,2	3,9	0,05
Chine	11,6	11,9	9,7	10,9	1,06
Inde	9,6	9,3	7,9	4,6	0,36
Autres pays émergents d'Asie ⁽⁵⁾	5,5	5,8	4,6	6,9	0,31
Amérique latine ⁽⁶⁾	5,2	5,5	4,3	7,8	0,33
Principaux pays exportateurs de pétrole ⁽⁷⁾	6,7	7,1	6,3	7,7	0,49
Reste du monde	5,1	7,3	8,0	7,2	0,58
Monde ⁽¹⁾	5,0	5,0	3,8	100,0	
<i>p.m. Commerce mondial</i> ⁽⁸⁾	9,4	7,0	4,8		

Sources: CE, FMI, OCDE.

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

(2) À l'exclusion des pays qui ont adhéré à la zone euro après 2006.

(3) Bulgarie, Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Roumanie, 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, Taiwan et Thaïlande.

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

(7) Il s'agit des pays exportateurs de pétrole qui ont affiché un surplus de la balance courante supérieur à 25 milliards de dollars des États-Unis sur la période 2005-2007 (Algérie, Angola, 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.

zone euro a, dès lors, eu une influence néfaste sur l'évolution des exportations dans ces pays.

Au premier semestre, l'inflation galopante, due en majeure partie à l'envolée des prix des matières premières, a contraint plusieurs banques centrales à infléchir la trajectoire de leurs taux directeurs. Ainsi, la Réserve fédérale américaine, a dû interrompre après le mois d'avril le mouvement de baisse du taux cible des fonds fédéraux entamé en septembre 2007. Quant au Conseil des gouverneurs de la BCE, il a décidé de relever le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement à 4,25 p.c. au début de juillet. Par la suite, le risque inflationniste s'est cependant tassé dans la foulée du net revirement des prix des matières premières et les anticipations d'inflation à moyen terme se sont à nouveau inscrites en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, si bien que les autorités monétaires ont pu prendre davantage en compte les perspectives d'évolution de l'activité économique qui, dans l'intervalle, sous l'effet de la crise financière, s'étaient sensiblement assombries. Le 8 octobre, plusieurs banques centrales, dont la Réserve fédérale, l'Eurosystème et la Banque d'Angleterre, ont dès lors procédé à une réduction coordonnée de leurs taux d'intérêt directeurs, une action qui a été suivie le même jour par la Banque populaire de Chine. Cette action a été le prélude à un mouvement plus généralisé de baisse de ces taux, conduisant même deux des plus grandes banques centrales à opter, à la mi-décembre, pour une politique de taux zéro ou quasiment nul. Ainsi, la Réserve fédérale américaine a ramené son objectif pour le taux cible des fonds fédéraux à une fourchette de 0 à 0,25 p.c., tandis que la Banque du Japon a réduit son taux directeur à 0,10 p.c. De son côté, l'Eurosystème a au total abaissé son taux directeur central à 2 p.c., si l'on tient compte de la réduction de 50 points de base décidée le 15 janvier 2009. Parallèlement, la Banque d'Angleterre et la Banque populaire de Chine ont aussi assoupli leur politique monétaire.

Les effets des mesures adoptées par les autorités en vue de contenir la crise financière et de soutenir l'activité économique se sont fait sentir sur l'évolution des finances publiques en 2008. Aux États-Unis principalement, où des incitants budgétaires avaient déjà été mis en place tôt dans l'année, le déficit public structurel s'est fortement creusé, tandis que la dette publique a augmenté encore plus considérablement. Dans la zone euro, la situation budgétaire a également été affectée, mais de manière globalement plus restreinte. Au Japon, le besoin de financement des administrations publiques a même encore enregistré une amélioration structurelle. Néanmoins, ce sera surtout en 2009 que l'incidence des plans de relance économique pèsera dans ces économies sur le solde

budgétaire, compte tenu du fait que l'adoption des mesures prises dans ce cadre n'est généralement intervenue que vers la fin de l'année sous revue.

1.2 La crise financière

Origine et causes de la crise financière

Les turbulences qui ont perturbé le système financier international à partir du milieu de l'année 2007 n'ont cessé de croître en importance et d'englober un nombre de plus en plus important d'opérateurs sur les marchés financiers. Elles ont débouché dans la seconde moitié de 2008 sur la crise bancaire et financière la plus grave depuis la grande dépression des années 1930. Si les éléments déclencheurs de ces perturbations sont la détérioration du marché de l'immobilier résidentiel aux États-Unis et la recrudescence des défauts de paiement qui en a résulté dans le compartiment américain des prêts hypothécaires à haut risque (*subprime*), les causes du désastre sont plus profondes.

Ainsi, les dernières années ont été caractérisées par une croissance particulièrement soutenue du crédit, dans un contexte de sous-tarifcation du risque qui a conduit à des prises de risque excessives, ce qui a gonflé et affaibli les bilans des institutions financières. En outre, le recul de la propension à épargner des ménages dans plusieurs pays avancés a réduit les possibilités de financement des banques dans le segment du détail (*retail funding*), poussant ces dernières à se tourner toujours plus vers le marché de gros à court terme pour financer l'octroi de prêts. Plusieurs facteurs ont favorisé l'expansion exceptionnelle du crédit et le faible niveau des primes de risque.

Il convient tout d'abord de mentionner le bas niveau des taux d'intérêt à court terme dans le monde durant la première moitié de la décennie, en particulier aux États-Unis. Après l'éclatement de la bulle du marché des actions en 2000-2001, les autorités monétaires américaines ont mené pendant plusieurs années une politique monétaire très accommodante, dans un environnement où la stabilité des prix était facilitée par l'incidence sur l'inflation de la mondialisation, à savoir la pression à la baisse exercée par des importations de plus en plus importantes de produits bon marché en provenance d'une série de pays émergents, tels que la Chine. Dans la mesure où ces pays n'ont pas laissé leur monnaie s'apprécier significativement vis-à-vis du dollar des États-Unis, ils ont eux-mêmes assoupli sensiblement leur politique monétaire et accumulé des réserves officielles considérables.

Ces évolutions ont eu pour contrepartie le creusement des déséquilibres mondiaux, avec principalement l'aggravation du déficit courant extérieur des États-Unis et l'élargissement des surplus courants dégagés par les économies émergentes, reflets respectivement d'un niveau anormalement bas de l'épargne des ménages américains et, à l'opposé, d'un excès d'épargne des particuliers en Chine et dans d'autres pays émergents. En plaçant leurs réserves officielles dans des créances sur les économies avancées, les pays émergents ont contribué à y détendre davantage les conditions financières, aussi bien à court qu'à long termes.

La faiblesse des taux d'intérêt a stimulé la demande de crédits, essentiellement dans un certain nombre de pays avancés, et a donné lieu à une quête de rendement et à un recul de l'aversion pour le risque dans un contexte de stabilité et de vigueur de l'économie mondiale. De la sorte, elle a conduit à des niveaux excessifs de prix des actifs, non seulement financiers, mais aussi parfois immobiliers.

Ensuite, un certain nombre de mutations ou de manquements dans le système financier doivent également être épinglés. Tout d'abord, les innovations financières, et en particulier celles liées au développement du modèle *originate-to-distribute*, ont exercé une incidence considérable. Dans ce modèle, les établissements de crédit cèdent les prêts qu'ils ont initialement octroyés, après une éventuelle titrisation, sur les marchés des capitaux. Les titres ainsi mis en circulation ont fait l'objet d'une demande soutenue étant donné qu'ils semblaient, à première vue, combiner haut rendement et faible risque. Par ailleurs, la concurrence acharnée dans le secteur financier et les mécanismes mis en place pour la rémunération de certaines catégories de personnel dans de nombreuses institutions financières ont entraîné un accroissement des prises de risque. Enfin, la réglementation et le contrôle, tant interne qu'externe, du secteur financier ont été, dans certains cas, nettement lacunaires. Ainsi, la réglementation n'a pas toujours été adaptée aux nouveaux développements survenant dans le secteur. Le contrôle a en outre été trop dispersé, et un manque de coordination entre les différentes autorités de surveillance a aussi parfois été constaté.

L'augmentation du nombre de défauts de paiement sur un petit marché à première vue isolé, celui des crédits hypothécaires *subprime* aux États-Unis, a mis en évidence le manque d'attention portée au profil de risque toujours plus élevé des emprunteurs, de même qu'au peu de transparence des instruments – il s'agit en particulier des produits dits de finance structurée – par lesquels les établissements de crédit qui avaient octroyé ces crédits les ont titrisés en vue de les céder sur les marchés. Il en a découlé des

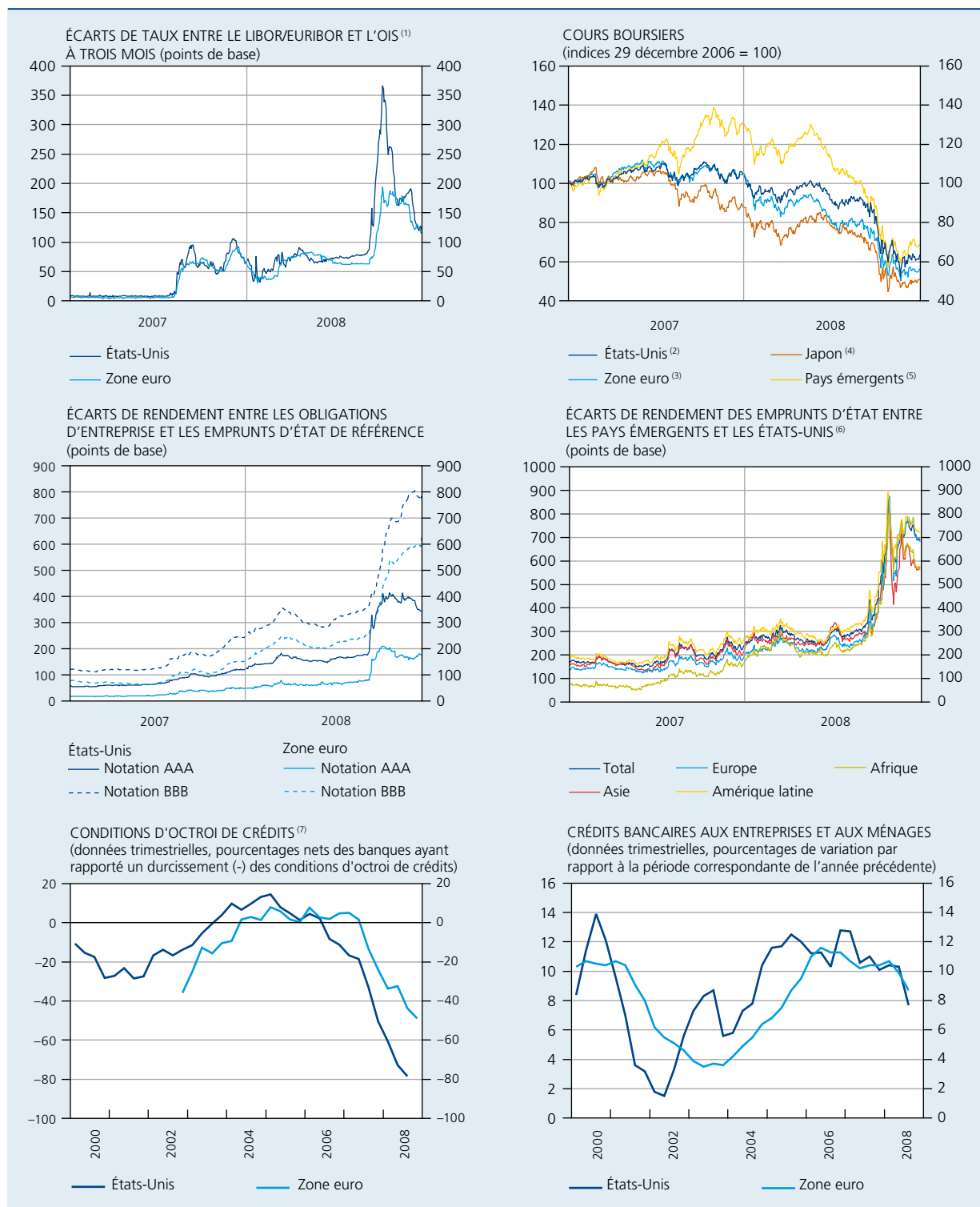
difficultés pour en déterminer la valeur de marché, ainsi que l'exposition individuelle des intervenants de marché à de possibles pertes. Ces problèmes ont entraîné une érosion de la confiance entre les institutions financières, qui sont devenues réticentes à s'octroyer mutuellement des liquidités, et une recrudescence des craintes quant à leur solvabilité à mesure que la crise se propageait à d'autres segments du marché et que la croissance économique se ralentissait. La crise a évolué par vagues, avec une succession de périodes de tension accrue, sous l'effet principalement des perspectives économiques moins favorables et du renforcement des inquiétudes quant à la vulnérabilité de certaines institutions financières. Les accalmies temporaires qui se sont dessinées entre ces phases de tension ont résulté en général de l'intervention des autorités.

Première phase de la crise financière

Comme l'explique en détail l'encadré 2 du Rapport 2007 de la Banque, les défauts de paiement dans le compartiment des crédits hypothécaires *subprime* aux États-Unis avaient commencé à se multiplier dans le courant de 2005, notamment lorsque les taux d'intérêt de marché ont augmenté à la suite du resserrement de la politique monétaire par la Réserve fédérale américaine. Il avait toutefois fallu attendre le début de 2007 pour que les primes de risque sur une série de titres adossés aux crédits hypothécaires *subprime* s'élargissent sensiblement. Ce processus s'était accéléré à partir de juin 2007 en raison des révisions par les agences de notation (*rating*) de leur méthodologie d'évaluation de ces titres, ce qui avait engendré une rétrogradation inattendue de la notation de certains de ceux-ci, et de l'annonce de pertes substantielles sur ces instruments par plusieurs fonds spéculatifs. Les volumes négociés de ces instruments avaient, de ce fait, fortement reculé et plusieurs institutions avaient éprouvé de plus en plus de difficultés à satisfaire leurs besoins de liquidités. Les retombées de la crise naissante avaient commencé à se faire ressentir en dehors des États-Unis dès la fin de juillet 2007. Les tensions avaient atteint un premier sommet provisoire le 9 août 2007, lorsque la banque française *BNP Paribas* avait annoncé que plusieurs de ses fonds d'investissement ne pouvaient plus répondre aux demandes de remboursement des investisseurs, à la suite de problèmes rencontrés pour valoriser les actifs sous-jacents. Il en était résulté une crise de confiance sur les marchés interbancaires, caractérisée par un creusement considérable de l'écart entre le taux d'intérêt interbancaire et le taux fixe payé dans les contrats d'échange à terme comme contrepartie de taux d'intérêt au jour le jour (*Overnight Index Swap* – OIS), par un accroissement de la volatilité et par un tassement des volumes traités. Ces perturbations avaient rapidement contaminé

GRAPHIQUE 1 ÉVOLUTION DES CONDITIONS DE MARCHÉ

(données journalières, sauf mention contraire)



Sources : Bloomberg, JPMorgan Chase, Thomson Financial Datastream, Réserve fédérale, BCE.

- (1) Taux fixe payé par la contrepartie d'un contrat de swaps de taux d'intérêt qui perçoit les taux au jour le jour pour un terme de trois mois (Eonia pour la zone euro, taux effectif des fonds fédéraux pour les États-Unis).
- (2) Indice *Wilshire 5000*.
- (3) Indice *Dow Jones Euro Stoxx Broad*.
- (4) Indice *Topix*.
- (5) Indice *MSCI Emerging Markets*.
- (6) Indice *EMBI +*, écarts pour des emprunts d'échéance similaire, en dollar.
- (7) Moyenne des réponses aux enquêtes auprès des établissements de crédit pour les entreprises et les ménages.

d'autres segments des marchés financiers. Ainsi, les cours boursiers avaient chuté, principalement ceux des actions du secteur financier, et l'écart de rendement entre les obligations d'entreprise et les obligations d'État s'était creusé, sous l'effet à la fois de la nécessité pour diverses institutions financières de réaliser des actifs en vue de dégager des liquidités et d'une fuite des investisseurs vers des titres sans risque. Durant cette période, les marchés financiers des pays émergents avaient relativement bien résisté, eu égard aux fondamentaux relativement bons de ces économies, ainsi qu'à la faible implication directe et indirecte de leurs établissements financiers dans le financement du marché hypothécaire américain.

Les multiples interventions des banques centrales des pays avancés sous la forme de fourniture de liquidités supplémentaires sur le marché monétaire, l'octroi par le gouvernement britannique d'une garantie sur les dépôts auprès de la banque de crédit hypothécaire *Northern Rock* et l'abaissement par la Réserve fédérale américaine de son taux directeur avaient permis une brève amélioration de la situation sur les marchés financiers à partir de la deuxième moitié de septembre 2007. La pression s'était toutefois à nouveau intensifiée dès la mi-octobre sur fond de mauvaises nouvelles quant au marché américain de l'immobilier résidentiel et de rétrogradations supplémentaires des notations des produits associés aux crédits hypothécaires *subprime*. Il était en outre apparu que les banques avaient besoin de plus de fonds que prévu initialement, à la suite de l'incorporation dans leur bilan d'une série de véhicules d'investissements structurés dont le financement par le marché – notamment par le biais d'émissions de papier commercial – ne pouvait plus être assuré. Les craintes entourant le secteur financier avaient encore été accentuées par la publication de résultats intermédiaires décevants, par les difficultés rencontrées par les *monoline insurers* (sociétés de rehaussement de crédit) et par les incertitudes planant sur la disponibilité de liquidités suffisantes en fin d'année, lesquelles avaient toutefois été rapidement dissipées grâce à l'injection massive de liquidités par les banques centrales.

Après que les tensions secouant les marchés financiers se furent quelque peu stabilisées à la fin de 2007, la publication au début de 2008 de chiffres économiques défavorables a renforcé les craintes liées à l'incidence de la crise financière sur les économies aux États-Unis et dans le reste du monde. L'approbation en février de l'*Economic Stimulus Act* par le Congrès américain n'a guère eu d'impact. Les tensions ont atteint un nouveau sommet provisoire au cours de la première moitié de mars 2008 à la suite des problèmes de liquidités rencontrés par la banque d'investissement américaine *Bear Stearns*. La crainte d'une crise systémique s'est, de ce fait, accrue substantiellement. Les

autorités américaines ont réagi en adoptant une série de mesures afin, notamment, de faciliter le financement de la reprise de *Bear Stearns* par *JPMorgan Chase*, un important groupe américain de services financiers, alors que peu après la Réserve fédérale abaissait considérablement son taux directeur, tout en prenant de nombreuses initiatives visant à améliorer la liquidité des marchés. Après s'être réduit à la fin de 2007, l'écart entre le taux interbancaire et le taux fixe de l'OIS s'est cependant à nouveau creusé, à l'instar de celui observé pour le rendement des obligations d'entreprise par rapport aux fonds d'État qui a atteint un sommet provisoire à la mi-mars, sous l'effet en partie du mouvement de fuite des investisseurs vers la qualité. Les bourses d'actions ont affiché un net repli au cours des premiers mois de l'année et, même s'ils ont relativement bien résisté, les marchés financiers des pays émergents ont également été mis sous pression.

À partir de la seconde moitié de mars et au cours des deux mois suivants, la plupart des marchés se sont redressés à la faveur des interventions répétées des autorités publiques et des banques centrales. De plus, en partie grâce à ces interventions, les perspectives économiques se sont améliorées et des messages encourageants sur les efforts de recapitalisation de diverses banques se sont fait entendre. Par conséquent, la crainte d'un risque systémique s'est estompée. Aussi plusieurs indicateurs se sont-ils améliorés pendant cette période : les écarts de rendement sur les marchés obligataires se sont réduits, les marchés boursiers se sont rétablis et la liquidité de plusieurs marchés financiers s'est accrue. Aucun resserrement notable des écarts de taux d'intérêt n'a cependant été observé sur le marché interbancaire, étant donné que les problèmes rencontrés par *Bear Stearns* avaient clairement mis au jour la vulnérabilité des institutions financières face au tarissement de la liquidité sur ce marché.

Les tensions sur les marchés financiers se sont une nouvelle fois intensifiées à partir de la fin du mois de mai compte tenu, d'une part, de l'apparition d'un nombre croissant de signes faisant état d'un ralentissement de l'activité économique mondiale, d'autre part, de la montée de l'inflation. Dès lors, une inquiétude s'est fait jour quant à la santé des entreprises et à l'évolution corrélative de leur notation. Pendant cette période, la crise s'est progressivement essaimée dans des segments de marché qui avaient jusqu'alors été relativement épargnés.

Deuxième phase de la crise financière

Après avoir accusé une légère accalmie en juillet, la situation s'est à nouveau aggravée à partir d'août en raison, notamment, des inquiétudes grandissantes à l'égard

de la solvabilité de deux agences gouvernementales de refinancement hypothécaire aux États-Unis, *Fannie Mae* et *Freddie Mac*, dans le contexte de la crise affectant le secteur de l'immobilier résidentiel outre-Atlantique. Pour y remédier, les autorités américaines ont adopté une série de mesures radicales au début de septembre visant à préserver ces deux établissements de la faillite, notamment l'injection de capital et la reprise de leur gestion journalière par la *Federal Housing Finance Agency*, l'organisme chargé de la régulation des agences gouvernementales de refinancement hypothécaire. Cette intervention étatique a revêtu une importance particulière compte tenu du rôle crucial que jouent ces deux établissements sur le marché hypothécaire américain et à l'échelle du système financier mondial. En effet, quelque 50 p.c. des emprunts hypothécaires américains sont détenus ou garantis par ces organismes et leurs titres sont répartis sur l'ensemble du système financier mondial. L'attention s'est ensuite portée sur d'autres institutions financières américaines, en particulier les grandes banques d'investissement en proie à une pression croissante. À partir de la mi-septembre, plusieurs faits marquants ont bouleversé les perspectives du secteur financier américain. Dans un premier temps, la banque d'investissement *Lehman Brothers* a fait l'objet d'une procédure de mise en concordat. Peu après, un plan de sauvetage du géant mondial des assurances *AIG*, conférant une participation majoritaire à l'État, a été annoncé; la banque d'investissement *Merrill Lynch* a été reprise par la *Bank of America* et plusieurs autres banques commerciales ont été placées sous tutelle (*Washington Mutual* a été reprise par *JPMorgan Chase* et *Wachovia*, par *Wells Fargo*, une autre banque commerciale). Enfin, les grandes banques d'investissement, *Goldman Sachs* et *Morgan Stanley*, ont annoncé leur changement de statut en holdings bancaires pour avoir un accès plus aisé aux crédits de la Réserve fédérale.

Ces événements, et en particulier la défaillance de *Lehman Brothers* eu égard au rôle joué par cette institution sur les marchés financiers internationaux comme le commente plus en détail le chapitre 8 du présent Rapport, ont engendré une perte générale et extrêmement rapide de confiance. En conséquence, les intervenants de marché ont réduit leur exposition et se sont montrés très réticents à s'accorder mutuellement des prêts, même à très court terme. Dès lors, le fonctionnement des marchés interbancaires a été fortement perturbé, et la quasi-totalité des liquidités sur ces marchés ont disparu. Les investisseurs se sont tournés vers des placements réputés sans risque, tels que l'or et les titres souverains. Les banques centrales ont réagi à cette situation exceptionnelle en octroyant davantage de liquidités et en assouplissant les conditions associées à ces opérations, comme l'explique plus en détail pour l'Eurosystème le chapitre 2 consacré à la politique

monétaire. Par ailleurs, les accords de *swap* en dollar entre la Réserve fédérale et plusieurs banques centrales, dont l'Eurosystème, ont été étendus, et de nouveaux accords ont été conclus avec d'autres banques centrales, dans le but de garantir les liquidités en dollar en dehors des États-Unis. Plusieurs autorités nationales ont également pris l'initiative de venir en aide aux marchés financiers. Aux États-Unis, la garantie temporaire de l'État a été accordée aux fonds du marché monétaire, et l'*Emergency Economic Stabilization Act*, visant entre autres à dégager 700 milliards de dollars, a été approuvé par le Congrès. Plusieurs pays ont, par ailleurs, pris la décision d'interdire la vente à découvert (*short selling*) des actions émises par les institutions financières.

En dépit de ces interventions, la nervosité s'est accrue sur les marchés à partir de la fin de septembre, et plusieurs institutions financières ont dû faire face à des problèmes de taille dans nombre de pays, comme en Allemagne, en Belgique, en Islande, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. Il appert que les institutions qui ont été soumises aux pressions les plus fortes présentaient, dans l'ensemble, une série de caractéristiques communes, à savoir une exposition à la crise immobilière aux États-Unis, l'octroi de crédits risqués, un taux d'endettement élevé et, plus particulièrement, une forte dépendance au financement sur le marché de gros. Les écarts entre le taux d'intérêt interbancaire et le taux d'intérêt fixe de l'OIS, d'une part, et les écarts de rendement sur le marché obligataire, d'autre part, ont continué de s'élargir; les cours des actions se sont effondrés; les titres d'émetteurs souverains ont suscité un nouvel engouement; les marchés émergents ont été soumis à une pression croissante qui s'est traduite par un effondrement des cours des actions et un net creusement de l'écart de rendement par rapport aux obligations d'État américaines. Dans plusieurs pays, les autorités gouvernementales ont réagi en procédant à de nouvelles interventions, en recapitalisant des institutions financières, en octroyant ou étendant des garanties sur les dépôts bancaires et en garantissant le cas échéant les engagements interbancaires. De plus, les autorités monétaires ont réagi par un abaissement coordonné de leurs taux d'intérêt directeurs, la fourniture de liquidités supplémentaires et un nouvel assouplissement des conditions d'octroi de liquidités. En outre, la Réserve fédérale a assuré la provision de liquidités illimitées en dollar à certaines banques centrales, dont l'Eurosystème. À l'échelle européenne, les autorités se sont employées à renforcer le cadre réglementaire régissant le fonctionnement du système financier. Ainsi, au début du mois d'octobre, la CE a proposé plusieurs amendements à la directive sur les exigences de fonds propres, comme la limitation du financement interbancaire par les établissements de crédit, une surveillance plus stricte des banques actives dans plusieurs

pays, l'obligation de conserver au bilan une partie des titres adossés à des créances hypothécaires émis par une institution, la définition de critères clairs concernant les fonds propres réglementaires, ainsi que l'amélioration de la gestion du risque de liquidité pour les banques actives dans plusieurs pays. En outre, les États membres de la zone euro se sont accordés sur une série de mesures visant à stabiliser le secteur financier.

Certaines actions des autorités ont atteint leur objectif et, à partir de la mi-octobre, les tensions affectant les marchés financiers ont cessé de s'intensifier, une amélioration étant même observée sur plusieurs marchés. Celle-ci a consisté, pour l'essentiel, dans le net resserrement de l'écart entre le Libor et le taux d'intérêt fixe de l'OIS. La prime d'intérêt liée aux obligations d'État émises par les économies émergentes s'est également infléchie. La situation est cependant demeurée incertaine. Ainsi, sur les marchés interbancaires, les intervenants ont continué de se montrer particulièrement méfiants les uns envers les autres, si bien que la fourniture de liquidités s'est encore opérée en majeure partie par le biais des banques centrales. Sur fond d'une nouvelle détérioration de la situation économique, les cours des actions ont continué de se replier quelque peu, l'écart de rendement entre les obligations d'entreprise ayant une notation BBB et les obligations d'État s'est encore élargi, et la prime d'intérêt liée aux obligations d'État émises par les économies émergentes s'est de nouveau accrue. Par ailleurs, la situation dans le secteur financier est demeurée instable, comme en témoigne le plan mis au point à la fin de novembre par les autorités d'outre-Atlantique en vue du sauvetage de *Citigroup*, une importante banque américaine. Le 15 novembre, le G20 – réuni exceptionnellement au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, représentant les principales économies avancées et émergentes – est parvenu à un accord de principe portant sur plusieurs réformes globales du système financier et sur la surveillance du marché. Le 26 novembre, la CE a proposé un plan visant à relancer l'économie européenne et à coordonner les efforts nationaux pour lutter contre les effets de la crise financière. Lors du sommet européen des 11 et 12 décembre, les pays membres de l'UE ont apporté leur soutien à cette initiative en annonçant des mesures de stimulation budgétaire à concurrence de 1,5 p.c. du PIB pour l'ensemble de l'Union, en ce compris 0,3 point de pourcentage à charge des institutions communautaires. De son côté, la Réserve fédérale américaine a annoncé un programme destiné à reprendre une partie des obligations et des titres adossés à des créances hypothécaires émis par des agences gouvernementales.

Au cours du mois de décembre, le sentiment des intervenants s'est amélioré sur la majorité des marchés financiers: les principales bourses se sont redressées et les différentiels de taux d'intérêt sur les marchés interbancaires et sur les marchés obligataires émergents se sont réduits, de même que ceux de certaines obligations d'entreprise. Cette amélioration tenait à la conjonction de plusieurs facteurs. Au début de décembre, le président élu Barack Obama a annoncé un nouveau plan de relance de l'économie américaine. À la mi-décembre, la banque centrale américaine a abaissé le taux cible des fonds fédéraux, le ramenant dans une fourchette comprise entre 0 et 0,25 p.c. et a, en outre, fait savoir qu'elle continuerait de soutenir le bon fonctionnement des marchés financiers et stimuler l'économie par différentes initiatives. Au terme d'une longue période de négociations, les autorités américaines ont accepté dans le même temps, sous certaines conditions, de consentir des prêts aux constructeurs automobiles *General Motors* et *Chrysler*. Enfin, à la fin de décembre, une opération de sauvetage de la société *GMAC Financial Services*, organisme spécialisé notamment dans le financement des ventes de véhicules automobiles, a été menée. Dans ce contexte, l'annonce que des fraudes avaient été commises au sein de la société *Bernard Madoff Investment Securities*, lesquelles avaient entraîné de lourdes pertes pour un grand nombre d'investisseurs institutionnels, n'a exercé qu'un effet négatif temporaire sur quelques marchés financiers. Nonobstant l'embellie observée sur les marchés financiers à la fin de l'année, la situation est restée clairement plus défavorable qu'elle ne l'était avant la défaillance de *Lehman Brothers*.

Conséquences de la crise financière

La crise financière a entraîné des pertes sèches considérables. Ainsi, dans son *Financial Stability Report* d'octobre 2008, la Banque d'Angleterre a estimé que pour les États-Unis, le Royaume-Uni et la zone euro, les moins-values liées à la dépréciation des instruments titrisés et des obligations d'entreprise étaient au total de quelque 2.800 milliards de dollars américains. La crise actuelle diffère des grandes crises bancaires survenues dans les dernières décennies en ce sens que sa couverture géographique et institutionnelle est bien plus large. Un bilan complet n'est de surcroît pas encore possible, non seulement parce que les turbulences financières ne sont pas encore tout à fait apaisées, mais aussi parce que les moins-values ne se sont pas limitées aux titres envisagés dans l'estimation de la Banque d'Angleterre, en particulier en ce qui concerne les actions et autres formes de participations financières.

Dans le courant de 2008, il est apparu clairement que la crise financière aurait des répercussions majeures non seulement sur le secteur financier mais aussi sur l'économie dans son ensemble, d'autant plus qu'elle s'inscrivait dans un contexte de ralentissement conjoncturel et qu'elle reflétait une situation de détresse tant au niveau des marchés financiers que des établissements bancaires proprement dits. Plusieurs canaux par lesquels ces conséquences se transmettent à l'économie réelle peuvent ainsi être identifiés.

Un premier canal de transmission tient à l'affermissement des coûts de financement. Ainsi, dans le contexte des turbulences affectant les marchés financiers, le financement des entreprises a renchéri partout dans le monde, en raison de l'augmentation des primes de risque et de la chute des cours des actions. Il en a été de même dans certains cas, pour les ménages. Par conséquent, la demande de crédits s'est infléchie, d'autant plus que ces évolutions se sont greffées sur un ralentissement conjoncturel.

Un deuxième canal de transmission est constitué par le durcissement des autres conditions de financement sur les marchés financiers, par exemple en ce qui concerne le crédit bancaire par une limitation des volumes ou de la durée ou par des exigences de garanties plus strictes. Ce resserrement peut conduire à une réduction de l'offre de fonds mobilisables par les entreprises ou les ménages. Il est difficile néanmoins d'appréhender l'importance effective de ce canal dans la mesure où les évolutions observées ont aussi reflété un tassement de la demande de fonds consécutivement à l'essoufflement conjoncturel, aux coûts de financement plus élevés et à la montée des incertitudes. En ce qui concerne les émissions par les entreprises d'actions cotées, d'obligations ou de titres à court terme, les conditions sur les marchés ont été telles que ces modes de financement se sont momentanément taris. Quant aux crédits bancaires, un durcissement des conditions d'attribution a été enregistré aux États-Unis dès le troisième trimestre de 2006 et dans la zone euro à partir du troisième trimestre de 2007, en réponse aux difficultés auxquelles ont été confrontés les établissements de crédit. Dans ces deux économies, l'octroi de crédits par les banques aux sociétés non financières et aux ménages a subi un sérieux coup de frein dans la seconde moitié de l'année, même si, au troisième trimestre de 2008, son rythme d'expansion est encore demeuré vigoureux, à respectivement quelque 8 et 9 p.c. à un an d'écart.

Un troisième canal de transmission réside dans les effets de richesse négatifs qui ont fait suite à l'effondrement des cours des actions et, dans certains pays, des prix immobiliers. Le recul qui en découle pour le patrimoine des ménages peut, en effet, les conduire à accroître leur

épargne en vue de disposer des actifs suffisants pour la couverture de besoins futurs et, corrélativement, à réduire leurs dépenses de consommation. Cet effet s'est concrétisé de manière plus rapide et plus pesante aux États-Unis, compte tenu des possibilités plus grandes qui sont données aux ménages dans ce pays de mobiliser la valeur de leur patrimoine immobilier par du crédit pour financer leurs dépenses courantes.

L'érosion de la confiance constitue un quatrième canal de transmission par le biais duquel l'économie réelle peut être influencée. La confiance en l'économie peut être affectée par des perspectives moins favorables en matière d'emploi et de rentabilité, ce qui peut grever les dépenses. Dans l'ensemble des économies, les indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des ménages ont subi un net tassement dans la seconde moitié de 2008.

Enfin, il convient de citer le canal de transmission international, par lequel l'essoufflement de l'activité économique dans plusieurs pays se propage de proche en proche par le biais du commerce international, le ralentissement de la demande domestique dans une zone se répercutant sur la demande extérieure des autres économies. En 2008, le rythme d'expansion du commerce mondial est ainsi revenu à 4,8 p.c., contre respectivement 9,4 et 7 p.c. les deux années précédentes.

1.3 Principales évolutions sur les marchés des changes et des matières premières

Cours de change

La tendance à la baisse du cours moyen pondéré du dollar des États-Unis s'est brusquement inversée durant l'été 2008, à la suite de la détérioration des perspectives de croissance dans le reste du monde. Le mouvement à la hausse du dollar s'est renforcé sur fond d'aggravation de la crise financière internationale, lorsque les investisseurs institutionnels se sont tournés massivement vers les placements à faible risque et que le dollar des États-Unis est redevenu attractif grâce à son statut de monnaie de réserve et à la liquidité élevée des marchés obligataires américains. Entre septembre et novembre, le dollar a ainsi regagné du terrain par rapport à pratiquement toutes les principales monnaies, à l'exception du yen japonais et du renminbi chinois.

Durant l'année sous revue, l'évolution du cours moyen pondéré du dollar s'explique dans une large mesure par celle de son cours de change bilatéral vis-à-vis

de l'euro. Dans la période allant de l'éclatement de la crise financière en août 2007 à avril 2008, l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar s'est accélérée. Le 15 juillet, le cours de change a atteint un maximum historique de 1,599 dollar pour 1 euro (*fixing* BCE). Ce mouvement à la hausse a reflété l'élargissement des écarts de taux d'intérêt entre la zone euro et les États-Unis, ainsi que les perspectives de croissance jugées relativement plus vigoureuses à ce moment pour la zone. Lorsque, après juillet, les perspectives de croissance relative ont évolué en faveur des États-Unis, l'euro a commencé à se déprécier nettement vis-à-vis du dollar. À la mi-septembre, il s'est quelque peu redressé, à la suite des inquiétudes concernant la mise en œuvre du plan de sauvetage du secteur financier américain, mais son affaiblissement s'est ensuite poursuivi à un rythme soutenu dans le contexte des difficultés grandissantes rencontrées par des institutions financières européennes. En décembre, il s'est néanmoins fortement apprécié à la suite des remous suscités par la chute de la société *Bernard Madoff Investment Securities* et de la décision des autorités monétaires américaines de ramener leur taux d'intérêt directeur à virtuellement 0 p.c. Au total, le cours de change de l'euro est ainsi presque

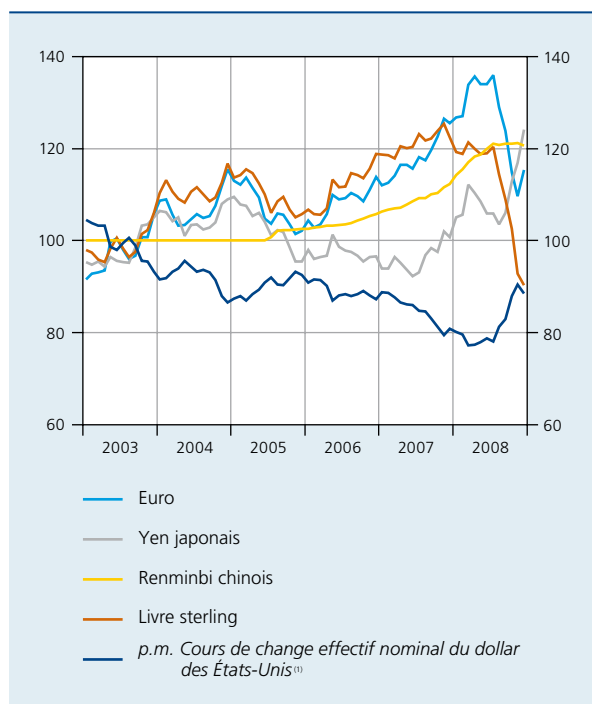
revenu à son niveau du 31 décembre 2007, ne concédant que 5,6 p.c. au dollar.

Durant le même temps, la livre sterling s'est dépréciée de 26,5 p.c. par rapport au dollar. Contrairement à l'euro, la livre s'était déjà inscrite en recul vis-à-vis de la monnaie américaine au premier semestre de l'année. Les perspectives de croissance étaient en effet moins favorables pour l'économie britannique, étant donné l'exposition plus importante des banques britanniques aux prêts hypothécaires américains à haut risque et les effets négatifs sur l'économie réelle de l'éclatement de la bulle immobilière au Royaume-Uni. Elles sont devenues franchement plus moroses encore à partir d'octobre, ce qui a alimenté des anticipations de baisses plus agressives de taux d'intérêt au Royaume-Uni. La Banque d'Angleterre a effectivement réduit son taux d'intérêt directeur de manière drastique, de 5 à 2 p.c. Ces éléments ont amplifié le recul de la livre britannique.

L'évolution du cours de change du yen diffère de celle des autres monnaies et affiche également une volatilité plus élevée. Cela s'explique notamment par le rôle que joue le yen en tant que source pour les opérations de portage (*carry trade*), dans le cadre desquelles des placements dans des monnaies à taux d'intérêt élevés sont financés par des emprunts dans des devises à taux bas, tels le yen et le franc suisse. L'attractivité de ces opérations est très sensible aux révisions de l'évaluation des risques sur la base des développements macroéconomiques et financiers. Au début de l'année sous revue le dénouement des opérations de portage s'est ainsi poursuivi, pour s'interrompre au printemps lors du retour à une certaine stabilité sur les marchés financiers. En septembre, il a repris après l'émergence de nouveaux chocs financiers. Au total, le yen s'est apprécié par rapport au dollar de 23,2 p.c.

Le renminbi chinois s'est apprécié de 7,8 p.c. entre la fin de décembre 2007 et juillet 2008. Cette nette accélération par rapport à 2007 est imputable à la nécessité de garder l'inflation intérieure sous contrôle. À mesure que les pressions inflationnistes se réduisaient et que la crise économique internationale se propageait, la priorité de la Banque populaire de Chine s'est déplacée vers le maintien de la croissance, et l'on est revenu à un régime de change quasiment fixe, de 6,84 renminbis environ pour 1 dollar des États-Unis.

GRAPHIQUE 2 COURS DE CHANGE BILATÉRAL DES PRINCIPALES MONNAIES VIS-À-VIS DU DOLLAR DES ÉTATS-UNIS
(moyennes mensuelles, indices janvier 1999 = 100)



Sources : BRI, BCE.

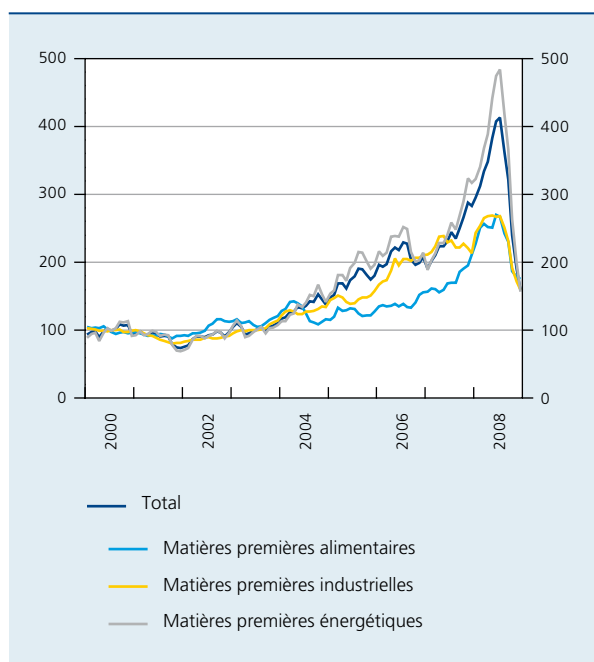
(1) Moyenne du cours de change du dollar vis-à-vis des monnaies de vingt et un pays avancés et de quatre économies émergentes d'Asie, pondérée par leur poids dans le commerce extérieur des États-Unis.

Prix des matières premières

En moyenne annuelle, les prix des produits de base exprimés en dollar des États-Unis ont augmenté de 32,4 p.c., essentiellement à la suite du renchérissement

GRAPHIQUE 3 PRIX DES PRODUITS DE BASE

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



Source : HWWI.

des matières premières énergétiques et alimentaires. L'évolution de ces prix a toutefois été très volatile et s'est caractérisée par deux périodes bien distinctes, d'abord de forte progression, ensuite de baisse très marquée. En raison des tensions permanentes entre l'offre et la demande, dans un contexte de faiblesse du niveau des stocks et des capacités excédentaires de production limitées, le mouvement haussier des années précédentes s'est poursuivi au premier semestre. Ces tensions se sont en grande partie résorbées au second semestre, à la faveur du ralentissement de la croissance économique mondiale et de l'assombrissement des perspectives en la matière. Il en a résulté une forte chute des prix, au point que la plupart des matières premières étaient meilleur marché à la fin de l'année sous revue qu'à l'issue de 2007. Selon plusieurs études réalisées par des institutions internationales, telles que le FMI ou l'Agence internationale de l'énergie, la spéculation ou un intérêt accru des investisseurs pour les matières premières à titre de placement alternatif n'aurait fait que renforcer la tendance et la volatilité des cours, sans exercer d'effet durable sur ces derniers. Exprimés en termes réels, c'est-à-dire en confrontant leur évolution à celle des prix à la consommation aux États-Unis, les prix des matières premières se situaient à la fin de 2008 à un niveau de quelque 10 p.c. plus bas que la moyenne des trente dernières années.

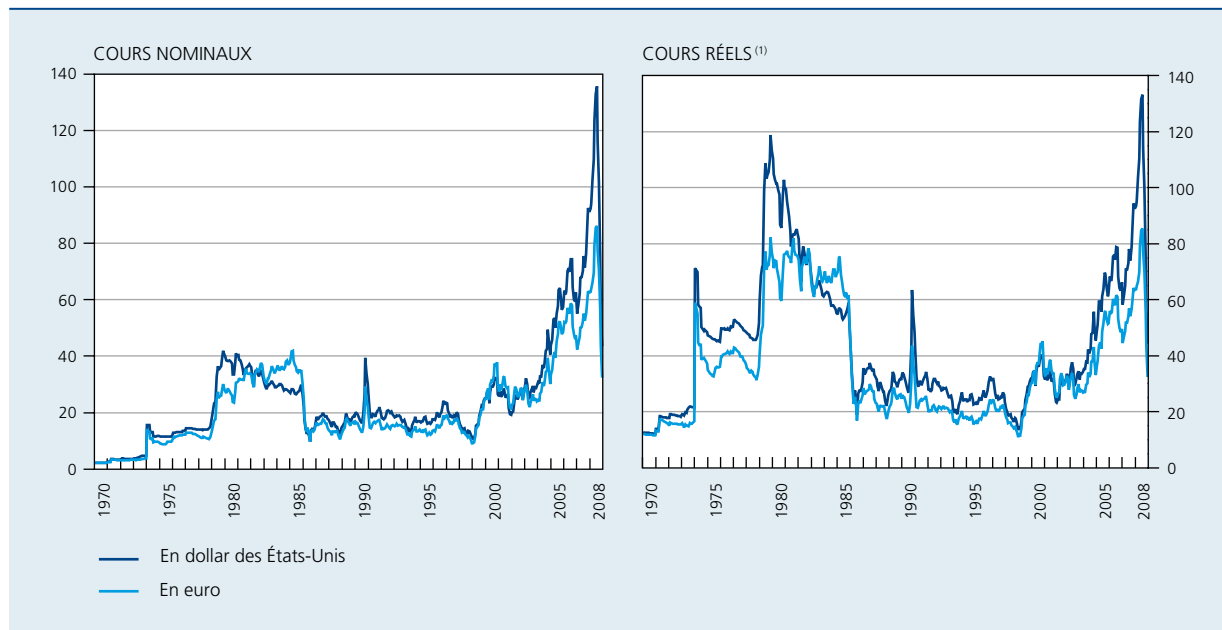
Les cotations du pétrole brut de type *Brent*, exprimées en dollar des États-Unis, ont progressé en moyenne de 35,9 p.c. Le cours du pétrole a évolué de manière très volatile durant l'année sous revue. Alors qu'il était demeuré relativement stable entre novembre 2007 et février 2008, il est reparti à la hausse, enregistrant un sommet de 145,7 dollars le 4 juillet. Il a ensuite fortement chuté à partir de la mi-juillet, revenant aux alentours de 40 dollars à la fin de décembre, soit un cours inférieur de 58 p.c. à celui observé un an auparavant. En termes réels, les prix, exprimés tant en euro qu'en dollar, ont atteint un niveau record en juillet. Les prix des matières premières énergétiques autres que le pétrole, comme le gaz naturel et le charbon, se sont également inscrits en hausse. En raison de problèmes de production et d'approvisionnement et du fait de la substitution croissante du pétrole par le charbon dans les centrales de production d'énergie, le prix du charbon a tout particulièrement augmenté, de 95 p.c. en moyenne sur l'année.

Le nouvel envol du prix du baril de *Brent* au premier semestre de l'année s'explique en partie par la persistance d'une forte demande en provenance des pays émergents. Dans ces pays, les consommateurs ont, en effet, dans une large mesure, été préservés des hausses de cours sur les marchés internationaux grâce à une politique de subsides de plus en plus généreuse les dernières années. La croissance économique y est en outre demeurée vive. Du côté de l'offre, des incertitudes ont plané sur la production, notamment à la suite de tensions géopolitiques, et des capacités de production additionnelles n'ont pu être dégagées rapidement. Enfin, plusieurs facteurs d'ordre financier, tels que la poursuite de la dépréciation du dollar, ont aussi joué un rôle.

La chute spectaculaire du cours du pétrole observée au second semestre tient au premier chef au vif repli de la demande dans les pays avancés et à la forte dégradation des perspectives économiques mondiales. Sur l'ensemble de l'année sous revue, la demande finale de pétrole a diminué pour la première fois depuis 1984, de 0,3 p.c., à comparer avec une augmentation de 1,1 p.c. en 2007. L'offre s'est maintenue à un haut niveau durant toute l'année, en dépit de la limitation de la production décidée par l'OPEP dans la deuxième moitié de celle-ci. La production totale s'est en moyenne accrue de 1,2 p.c. en 2008, contre 0,1 p.c. en 2007. Enfin, la forte appréciation du dollar au second semestre a elle aussi exercé des pressions à la baisse sur le cours du *Brent*.

Sur l'ensemble de l'année sous revue, la hausse des prix des matières premières alimentaires, exprimés en dollar des États-Unis, a été en moyenne de 33,6 p.c. par rapport à 2007. Ce renchérissement, amorcé en 2002, s'est

GRAPHIQUE 4 COURS DU PÉTROLE BRUT
(moyennes mensuelles, baril de Brent)



Sources : CE, Thomson Financial Datastream.

(1) Cours nominaux, déflatés à l'aide respectivement de l'IPC ou, si disponible, de l'IPCH (indices 2008 = 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.

poursuivi au premier semestre, essentiellement en raison de la flambée des prix de l'énergie et de la multiplication des restrictions à l'exportation. À partir de juillet, de meilleures récoltes, la levée de certaines de ces restrictions et le repli des prix des produits énergétiques ont induit un mouvement de baisse. À la fin de l'année, les prix de la plupart des matières premières alimentaires étaient inférieurs à ceux en vigueur un an plus tôt, à l'exception notable du riz, dont le prix était toujours supérieur de plus de 40 p.c.

Après avoir reculé durant la seconde moitié de 2007, les prix des matières premières industrielles ont augmenté au premier semestre de 2008, principalement sous l'effet de la hausse des prix des métaux ferreux. Au second semestre, les prix de la plupart des métaux ont sensiblement diminué, sur fond de ralentissement de la croissance mondiale et de détérioration des perspectives économiques. Sur l'ensemble de 2008, les prix des matières premières industrielles ont progressé de 5,4 p.c. en moyenne, sous l'impulsion des métaux ferreux, dont le prix s'est accru de 60,4 p.c.

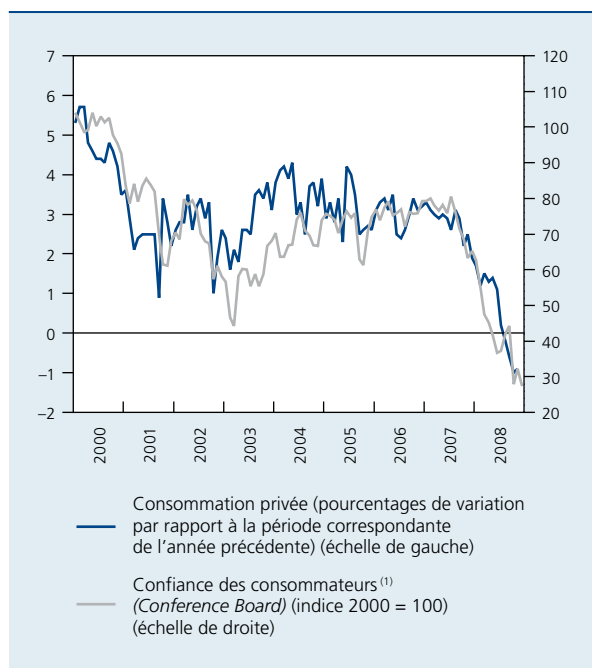
1.4 Économies avancées

1.4.1 États-Unis

La croissance de l'économie américaine est devenue négative dans le courant de 2008, sous l'effet du malaise grandissant affectant le secteur de l'immobilier résidentiel et d'une aggravation de la crise financière. L'atonie de la demande intérieure, non seulement des investissements mais aussi, pour la première fois dans le cycle conjoncturel en cours, de la consommation privée, a conduit à un ralentissement marqué de l'activité économique. En revanche, les exportations nettes ont, plus encore que l'année précédente, apporté une importante contribution positive. Sur l'ensemble de l'année, la croissance économique s'est élevée à 1,4 p.c., mais ce résultat est essentiellement imputable à l'acquis de croissance au terme de 2007 ainsi qu'à un premier semestre relativement favorable, s'expliquant entre autres par le programme de stimulation économique adopté par le gouvernement américain. La situation sur le marché du travail s'est toutefois détériorée : l'emploi a reculé et le taux de chômage a augmenté.

GRAPHIQUE 5 CONSOMMATION PRIVÉE ET CONFIANCE DES CONSOMMATEURS AUX ÉTATS-UNIS

(données mensuelles corrigées des variations saisonnières)



Source : Thomson Financial Datastream.

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

Après une légère contraction au dernier trimestre de 2007, l'activité économique a progressé de respectivement 0,2 et 0,7 p.c. lors des deux trimestres suivants. L'expansion du PIB s'est clairement repliée au deuxième semestre, pour faire place à un recul, de 0,1 p.c. au troisième trimestre et même de 0,7 p.c. au quatrième trimestre.

Les dépenses de consommation des ménages ont été nettement moins dynamiques que les années précédentes. Elles ne se sont accrues que de 0,4 p.c. sur l'ensemble de l'année, contre 3 p.c. en moyenne par an de 2003 à 2007. Plusieurs facteurs sont à l'origine de ce mouvement. Tout d'abord, la progression du revenu disponible en termes réels est revenue de 2,8 à 1,3 p.c. à la suite d'une évolution plus modérée des salaires, d'un recul de l'emploi et d'une hausse de l'inflation. Ensuite, le patrimoine net des ménages a diminué sous l'effet de la baisse supplémentaire des prix de l'immobilier résidentiel et de la correction des cours des actions : au troisième trimestre, ce patrimoine était inférieur de quelque 11 p.c. par rapport au sommet atteint au trimestre correspondant de 2007. Enfin, le nouveau durcissement des conditions appliquées par les institutions financières à l'octroi de crédits a également pesé sur les dépenses des ménages. En revanche, la consommation privée a été soutenue, essentiellement au cours du deuxième trimestre, par les

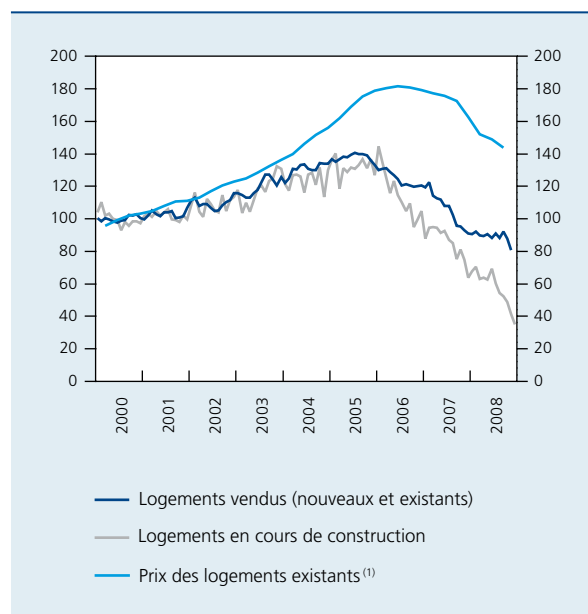
chèques d'allégement fiscal (*tax rebate cheques*) dont ont bénéficié certains ménages dans le cadre de la loi de stimulation économique (*Economic Stimulus Act*) dont question ci-dessous. Par solde, le taux d'épargne des ménages est passé de 0,6 à 1,6 p.c.

À l'instar des années précédentes, les particuliers ont considérablement réduit leurs investissements en logements, en raison du stock élevé de logements invendus – en partie imputable au nombre important de ventes forcées –, et du recul concomitant des prix de l'immobilier résidentiel. Par ailleurs, l'aggravation de la crise financière a joué un rôle-clé, engendrant un nouveau durcissement des conditions d'octroi des crédits hypothécaires et une hausse temporaire d'une série de taux hypothécaires de référence. En novembre, le nombre de logements vendus était inférieur de 42,6 p.c. à son niveau le plus élevé, atteint en juillet 2005 tandis que, en décembre, celui des logements en cours de construction l'était de 75,8 p.c. par rapport à son sommet de janvier 2006.

Les investissements des entreprises américaines ont de nouveau perdu de leur élan, n'augmentant que de 2,4 p.c., contre 4,9 p.c. en 2007. Ce ralentissement est attribuable à la détérioration du climat conjoncturel et des perspectives économiques, ainsi qu'aux conditions

GRAPHIQUE 6 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.

de financement moins favorables. Contrairement aux dépenses de construction non résidentielle, les dépenses en équipements et logiciels ont diminué, surtout en ce qui concerne le matériel industriel et de transport. Le dynamisme relatif du secteur de la construction non résidentielle peut s'expliquer par le fait que ce type de travaux est précédé d'une longue période de planification et que la demande d'investissements de remplacement est demeurée soutenue. Les branches d'activité les plus vigoureuses en matière de dépenses de construction non résidentielle ont été la chimie, le raffinage pétrolier, l'industrie aéronautique et la production d'électricité.

En net contraste avec la demande intérieure, les échanges extérieurs ont accru leur contribution à la croissance économique, sous l'effet conjugué de la progression sensible des exportations et du repli des importations. Durant la majeure partie de l'année, les exportations ont été soutenues par une forte demande émanant des principaux partenaires commerciaux et par l'incidence de la dépréciation du dollar observée les dernières années. Ce sont essentiellement les exportations de matériaux industriels qui ont considérablement augmenté. Les importations, en revanche, ont subi l'effet négatif de la stagnation de la demande intérieure. En dépit d'une détérioration marquée des termes de l'échange – essentiellement liée au renchérissement sensible de l'énergie –, le déficit commercial s'est réduit. Combinée à une nouvelle amélioration du compte de revenus, cette évolution a entraîné un recul du déficit de la balance des opérations courantes, lequel est revenu de 5,3 à 4,9 p.c. du PIB.

Mesurée par la variation de l'IPC, l'inflation est passée de 2,9 p.c. en 2007 à 3,8 p.c. Cette accélération résulte principalement de la forte hausse des prix des produits alimentaires et énergétiques. Sous l'impulsion de ces prix, l'inflation a affiché une progression, passant de 4,1 p.c. à la fin de 2007 à un maximum de 5,6 p.c. en juillet, avant de décroître brutalement pour revenir à 0,1 p.c. en fin d'année. En revanche, la tendance sous-jacente de l'inflation est restée relativement stable durant l'essentiel de l'année, oscillant entre 2,2 et 2,5 p.c., avant de chuter à 1,8 p.c. en décembre.

Face à la nouvelle aggravation de la crise de l'immobilier résidentiel et des tensions affectant les marchés financiers, tant la Réserve fédérale que le gouvernement fédéral ont pris un ensemble de mesures visant à venir en aide aux secteurs concernés et à limiter l'impact de la crise financière sur l'économie réelle.

La banque centrale américaine a tout d'abord sensiblement abaissé ses principaux taux directeurs : elle a ainsi ramené le taux cible des fonds fédéraux de 4,25 p.c. à la

TABEAU 2 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AUX ÉTATS-UNIS

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

	2006	2007	2008
Dépenses (en volume)⁽¹⁾			
Demande intérieure finale	2,6	1,8	0,2
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	3,0	2,8	0,4
Administrations publiques	1,6	1,9	2,8
Formation brute de capital fixe			
Logements	-7,1	-17,9	-21,3
Entreprises	7,5	4,9	2,4
Administrations publiques	2,1	3,0	3,6
Variation des stocks ⁽²⁾	0,0	-0,4	-0,3
Exportations nettes de biens et services ⁽²⁾	0,0	0,6	1,4
Exportations	9,1	8,4	8,5
Importations	6,0	2,2	-2,3
PIB	2,8	2,0	1,4
Marché du travail⁽³⁾			
Emploi	1,9	1,1	-0,5
Chômage ⁽⁴⁾	4,6	4,6	5,8
Prix et coûts			
Prix à la consommation (IPC)	3,2	2,9	3,8
Coûts salariaux unitaires	2,9	3,1	2,2
Prix des importations de biens et services	4,3	3,7	12,5
Termes de l'échange	-0,8	-0,1	-5,2
Balance des paiements et solde budgétaire⁽⁵⁾			
Balance des opérations courantes	-6,0	-5,3	-4,9
Solde de financement des administrations publiques			
Observé	-2,2	-2,9	-5,3
Structurel ⁽⁶⁾	-2,7	-3,0	-5,2
<i>p.m. Épargne des particuliers⁽⁷⁾</i>	<i>0,7</i>	<i>0,6</i>	<i>1,6</i>
<i>Endettement brut des administrations publiques⁽⁵⁾</i>	<i>61,7</i>	<i>62,9</i>	<i>73,2</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, en pourcentage.

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

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

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

fin de 2007 à une fourchette de 0 à 0,25 p.c. et le taux d'escompte de 4,75 à 0,50 p.c. Elle a, en outre, pris trois types d'initiatives en vue de promouvoir l'efficacité de la politique monétaire et de garantir le bon fonctionnement des marchés financiers. D'abord, elle a fourni un volume plus important de liquidités, par le biais de nouveaux instruments ou de l'extension de dispositifs existants, à un plus grand nombre d'institutions financières, et ce à des conditions plus souples en matière de garanties. Deuxièmement, elle a procuré directement des liquidités aux intervenants sur certains marchés-clés de crédit, tels que celui du *commercial paper*. Troisièmement, elle a annoncé un programme visant à reprendre jusqu'à 100 milliards de dollars de dettes des agences gouvernementales américaines de refinancement hypothécaire, *Fannie Mae (Federal National Mortgage Association)* et *Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation)*, ainsi que des *Federal Home Loan Banks*, et jusqu'à 500 milliards des titres adossés à des créances hypothécaires des deux premières citées et de *Ginnie Mae (Government National Mortgage Association)*. Enfin, elle a aussi joué un rôle important dans le sauvetage de plusieurs grandes institutions financières et dans l'élaboration par le gouvernement de plans de relance et de stabilisation économique.

Le Congrès a ainsi entériné l'*Economic Stimulus Act* en février 2008. Cette loi comportait des mesures de soutien sous la forme d'avantages fiscaux en faveur des couches de la population à faibles et moyens revenus et des entreprises, ainsi que le relèvement temporaire du plafond limitant la quotité par prêt immobilier que les agences gouvernementales américaines de refinancement hypothécaire peuvent racheter. Son coût global est de 168 milliards de dollars, soit environ 1,2 p.c. du PIB. En octobre, le Congrès a approuvé l'*Emergency Economic Stabilization Act* (loi de stabilisation économique d'urgence (EESA)). Cette loi avait pour but de restaurer la liquidité et la stabilité sur les marchés financiers américains et de limiter les retombées de la crise financière. Une partie-clé de l'EESA est le *Troubled Asset Relief Program*, autorisant l'administration à dégager un maximum de 700 milliards de dollars. Ce programme a été utilisé pour recapitaliser plusieurs institutions financières, pour refinancer certains groupes automobiles et garantir les crédits accordés par la Réserve fédérale de New York dans le cadre d'un nouvel instrument de liquidité, le *Term Asset-backed Securities Loan Facility*. L'EESA comprend aussi d'autres mesures, telles que la hausse temporaire de la garantie fédérale de dépôt, des avantages fiscaux en faveur des entreprises et des particuliers et la rémunération des réserves constituées par les institutions de dépôt auprès de la Réserve fédérale. Par ailleurs, le *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* a lancé un programme baptisé *Temporary Liquidity Guarantee Program* pour, à titre temporaire,

couvrir les nouveaux engagements non garantis contractés par les institutions financières et déplaçonner le montant de la garantie sur les comptes à vue non rémunérés des entreprises.

Le déficit budgétaire structurel des administrations publiques a grimpé de 3 à 5,2 p.c. du PIB en 2008. L'accroissement des dépenses publiques, imputable notamment aux initiatives prises afin de résoudre la crise financière, mais également à des dépenses plus élevées en matière de défense et de sécurité sociale, n'a pas été compensé par une augmentation des recettes. Au contraire, la baisse des cours des actifs a entraîné une diminution des recettes de l'impôt des personnes physiques et de l'impôt des sociétés. L'endettement brut de l'ensemble des administrations publiques s'est affiché en nette hausse, passant de 62,9 à 73,2 p.c. du PIB.

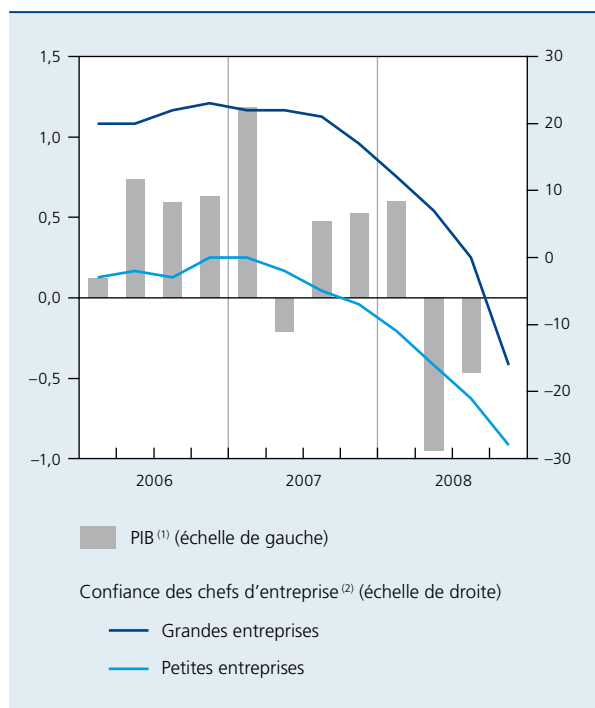
1.4.2 Japon

Les institutions financières japonaises n'ont guère été concernées par les conséquences des turbulences sur le marché du *subprime* aux États-Unis, parce qu'elles avaient renforcé leurs fonds propres après la crise bancaire qui avait affecté le Japon au cours des années 1990, et qu'elles ont depuis lors adopté une stratégie de placement très prudente. Le Japon n'a toutefois pas été épargné par le ralentissement de la demande extérieure. Au cours de l'année sous revue, le PIB n'a progressé que de 0,5 p.c., contre 2,1 p.c. en 2007. Une croissance vigoureuse a encore été enregistrée au premier trimestre de 2008, mais l'activité s'est effondrée aux deuxième et troisième trimestres. À partir du deuxième trimestre, le rythme d'expansion des exportations vers les trois principaux débouchés – États-Unis, Asie de l'Est et UE – s'est en effet sensiblement affaibli. Ce sont essentiellement les exportations vers la Chine et les nouvelles économies industrialisées d'Asie qui se sont inscrites en net recul. L'Asie de l'Est, qui représente un peu moins de la moitié des exportations japonaises, avait été, les dernières années, le moteur de la croissance économique au Japon. L'appréciation du yen en automne a constitué un frein supplémentaire aux exportations japonaises.

Alors que les investissements des entreprises avaient considérablement soutenu la croissance les dernières années, ils se sont légèrement tassés en 2008. Ce tassement s'explique d'abord par l'érosion de la confiance des chefs d'entreprise. Dans les grandes entreprises, qui sont généralement actives sur les marchés à l'exportation, celle-ci a souffert de l'évolution défavorable des débouchés extérieurs tandis que, dans les petites entreprises, elle s'est ressentie de la faiblesse de la demande intérieure.

GRAPHIQUE 7 PROFIL TRIMESTRIEL DU PIB ET CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE AU JAPON

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



Sources : Bureau statistique (Japon), Banque du Japon.

(1) Données corrigées des variations saisonnières, pourcentages de variation en volume par rapport au trimestre précédent.

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

Par ailleurs, pour des raisons de concurrence, les sociétés n'ont pu répercuter entièrement sur leur clientèle l'augmentation des prix des matières premières, obérant de la sorte leur rentabilité. Enfin, à partir de la mi-septembre, les conditions financières se sont sensiblement resserrées, à la suite de la chute du cours des actions et de la nette appréciation du yen.

Les investissements en logements se sont inscrits en net recul. Ils ne se sont en effet pas totalement rétablis de l'effondrement provoqué vers la fin de 2007 par un durcissement des normes d'octroi des permis de bâtir, et ce malgré le fait que cette mesure ait été rapidement amendée. Quant aux investissements publics, ils ont à nouveau subi des coupes sombres dans le cadre des efforts de consolidation budgétaire.

Sur fond de stagnation du pouvoir d'achat des ménages, les dépenses de consommation privée ont à peine progressé durant l'année sous revue. L'augmentation du revenu disponible des ménages a, en effet, été intégralement neutralisée par l'incidence de la hausse des prix des denrées alimentaires, des produits pétroliers, du gaz et de

TABLEAU 3 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AU JAPON

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

	2006	2007	2008
Dépenses (en volume)⁽¹⁾			
Demande intérieure finale	1,4	0,9	-0,1
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	2,0	1,5	0,7
Administrations publiques . .	-0,4	0,7	0,3
Formation brute de capital fixe			
Logements	0,9	-9,5	-9,2
Entreprises	4,3	2,1	-0,6
Administrations publiques . .	-8,1	-2,5	-4,0
Variation des stocks ⁽²⁾	0,2	0,1	-0,2
Exportations nettes de biens et services ⁽²⁾	0,8	1,1	0,8
Exportations	9,7	8,6	5,3
Importations	4,2	1,7	0,9
PIB	2,4	2,1	0,5
Marché du travail			
Emploi	0,4	0,5	-0,3
Chômage ⁽³⁾	4,1	3,9	4,1
Prix et coûts			
Prix à la consommation (IPC)	0,2	0,1	1,4
Coûts salariaux unitaires	-0,8	-1,8	0,8
Prix des importations de biens et services	11,4	7,1	6,7
Termes de l'échange	-6,9	-4,6	-9,0
Balance des paiements et solde budgétaire⁽⁴⁾			
Balance des opérations courantes	3,9	4,8	3,8
Solde de financement des administrations publiques			
Observé	-1,4	-2,4	-1,4
Structurel ⁽⁵⁾	-3,7	-3,1	-2,7
<i>p.m. Épargne des particuliers⁽⁶⁾ . .</i>	<i>3,3</i>	<i>3,1</i>	<i>3,3</i>
<i>Endettement brut des administrations publiques⁽⁴⁾ . .</i>	<i>171,9</i>	<i>170,6</i>	<i>173,0</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, en pourcentage.

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

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

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

l'électricité. De plus, la croissance des revenus des ménages s'est ralentie à la fin de l'année sous revue, en raison de l'évolution moins favorable sur le marché du travail.

Dans l'ensemble, la demande intérieure a apporté une contribution directe légèrement négative à la croissance. Le recul des dépenses intérieures a toutefois également entraîné un ralentissement marqué de la progression des importations, de sorte que les exportations nettes de biens et services ont continué de contribuer positivement à l'expansion économique. Le Japon a affiché un surplus commercial en dépit de la détérioration des termes de l'échange, mais l'excédent de la balance des opérations courantes s'explique de nouveau essentiellement par le boni du compte de revenus, sous l'effet du rapatriement par des entreprises japonaises des bénéfices de filiales étrangères.

Après avoir fluctué aux alentours de zéro durant plusieurs années, l'inflation, mesurée par la variation de l'IPC, a grimpé à 1,4 p.c. au cours de l'année sous revue. Cette rupture avec le passé tient au renchérissement sensible des matières premières et à la faiblesse du yen au début de l'année. L'inflation sous-jacente est, en revanche, demeurée insignifiante, motivant la Banque du Japon à laisser pendant l'essentiel de l'année son taux directeur inchangé, à 0,50 p.c. Le déclenchement de la crise financière internationale a conduit à une révision à la baisse des perspectives économiques, ainsi qu'à un durcissement des conditions financières, amenant la Banque du Japon, tout comme d'autres banques centrales, à procéder à un assouplissement de sa politique monétaire. Le taux directeur a été abaissé une première fois de 20 points de base à la fin d'octobre, et des mesures ont été prises en vue de garantir une fourniture suffisante de liquidités au secteur bancaire. La disposition la plus importante a été la décision de rémunérer à titre temporaire les réserves obligatoires constituées par les banques auprès de la Banque du Japon. À la mi-décembre, cette dernière a ramené son taux directeur à 0,10 p.c.

La détérioration tant de la demande intérieure que des exportations a incité les autorités japonaises à adopter deux paquets d'incitants budgétaires, comportant de nouvelles mesures à concurrence de respectivement 0,3 et 1 p.c. du PIB, dont des chèques aux ménages, un relèvement temporaire du montant de la déductibilité fiscale des emprunts hypothécaires, des garanties de crédit et des réductions provisoires d'impôts en faveur des PME, ainsi que des nouveaux travaux d'infrastructure. Les autorités japonaises ont également examiné la possibilité de procéder à de nouvelles injections de capital dans les banques, mais cela ne s'est pas avéré nécessaire durant l'année sous revue. Étant donné le vieillissement

en cours de la population et le niveau exceptionnellement élevé de l'endettement brut des administrations publiques – celui-ci a atteint en 2008 173 p.c. du PIB –, les autorités japonaises disposent toutefois de peu de marges pour donner des impulsions budgétaires. Les mesures susmentionnées n'ayant été approuvées qu'à la fin de l'année sous revue, leur incidence sur le besoin de financement structurel des administrations publiques est restée limitée en 2008, de sorte que celui-ci a poursuivi le redressement entamé en 2003, pour revenir à 2,7 p.c. du PIB.

1.4.3 Zone euro

ACTIVITÉ, MARCHÉ DU TRAVAIL ET BALANCE DES OPÉRATIONS COURANTES

Dans le courant de 2008, la zone euro est entrée en récession pour la première fois depuis la création de l'union monétaire, il y a dix ans. Le PIB n'a crû que de 1 p.c. en moyenne annuelle, alors qu'une progression sensible de l'activité avait été observée au cours des deux années précédentes, de 3 et 2,6 p.c. respectivement. Au premier trimestre, la situation économique se présentait encore sous de bons auspices: le PIB enregistrait une augmentation vigoureuse de 0,7 p.c. par rapport au trimestre précédent, en partie due, il est vrai, à l'activité exceptionnelle dans le secteur de la construction, consécutive à la douceur de l'hiver, et à la formation de stocks. Le rythme d'expansion de l'économie s'est toutefois fortement essoufflé à compter du deuxième trimestre, si bien qu'une contraction de 0,2 p.c. de l'activité en glissement trimestriel a été relevée. Au troisième trimestre, le fléchissement s'est poursuivi, le repli s'établissant à nouveau à 0,2 p.c.

Les dépenses de consommation privée ne se sont accrues que de 0,4 p.c. en 2008. Au premier semestre, elles ont été freinées par la forte grimpée des prix de l'énergie et d'autres matières premières, qui a pesé sur la croissance réelle du revenu disponible des particuliers. La stagnation de la consommation privée a également traduit le pessimisme grandissant des consommateurs, qui s'est entre autres manifesté dans la chute des ventes du commerce de détail. Amorcée à la mi-2007, l'érosion de la confiance des consommateurs s'est, en effet, poursuivie à un rythme soutenu au cours de l'année sous revue. En raison, notamment, des proportions prises par la crise financière et du refroidissement du marché de l'immobilier résidentiel, l'inquiétude des ménages quant à la situation économique générale s'est nettement renforcée de même que, essentiellement au second trimestre, la crainte de perdre leur emploi.

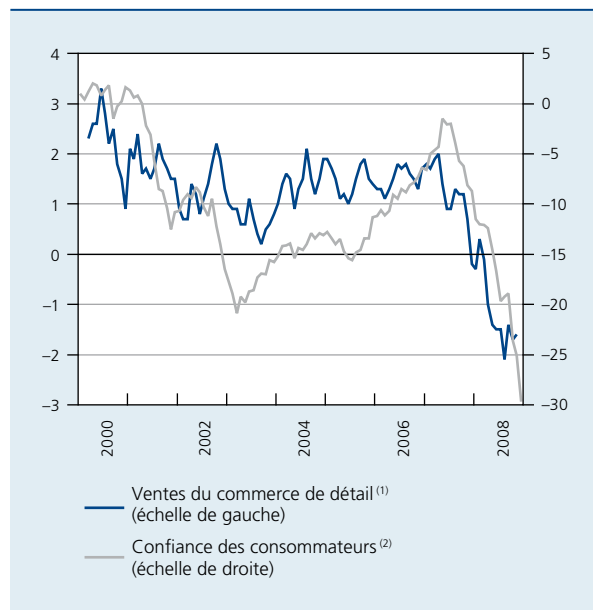
TABLEAU 4 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

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

	2006	2007	2008
Dépenses (en volume)⁽¹⁾⁽²⁾			
Demande intérieure finale	2,8	2,3	0,7
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	2,0	1,6	0,4
Administrations publiques ..	1,9	2,3	1,8
Formation brute de capital fixe			
Logements	6,7	1,4	-3,4
Entreprises	6,4	5,5	1,4
Administrations publiques ..	1,0	3,2	3,0
Variation des stocks ⁽³⁾	0,1	0,0	0,2
Exportations nettes de biens et services ⁽³⁾	0,1	0,3	0,2
Exportations	8,3	5,9	3,1
Importations	8,2	5,3	2,5
PIB	3,0	2,6	1,0
Marché du travail			
Emploi ⁽¹⁾	1,6	1,8	1,0
Chômage ⁽⁴⁾	8,3	7,4	7,5
Prix et coûts			
Prix à la consommation (IPCH) ...	2,2	2,1	3,3
Coûts salariaux unitaires ⁽¹⁾	1,1	1,8	3,4
Prix des importations de biens et services ⁽¹⁾	3,8	1,3	3,7
Termes de l'échange ⁽¹⁾	-1,1	0,2	-1,3
Balance des paiements et solde budgétaire⁽⁵⁾			
Balance des opérations courantes ⁽¹⁾	0,4	0,3	-0,4
Solde de financement des administrations publiques			
Observé	-1,3	-0,6	-1,7
Structurel ⁽⁶⁾	-1,8	-1,6	-2,3
<i>p.m. Épargne des particuliers⁽¹⁾⁽⁷⁾ ..</i>	<i>9,3</i>	<i>9,2</i>	<i>9,9</i>
<i> Endettement brut des administrations publiques⁽⁵⁾ ..</i>	<i>68,5</i>	<i>66,4</i>	<i>69,0</i>

Sources : CE, OCDE.

- (1) À l'exclusion des pays qui ont adhéré à la zone euro après 2006.
(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, en pourcentage.
(5) Solde ou encours exprimé en pourcentage du PIB.
(6) Solde corrigé de l'influence du cycle économique et de l'incidence des mesures non récurrentes.
(7) Épargne nette exprimée en pourcentage du revenu disponible net, sauf pour l'Espagne et le Portugal, où l'agrégat utilisé pour le calcul n'est disponible que sur une base brute.

GRAPHIQUE 8 VENTES DU COMMERCE DE DÉTAIL ET CONFIANCE DES CONSOMMATEURS DANS LA ZONE EURO

Sources : CE, BCE.

(1) Pourcentages de variation annuelle, moyenne mobile sur trois mois.

(2) Solde des réponses à l'enquête mensuelle, données corrigées des variations saisonnières.

Il n'est pas exclu que des effets de richesse négatifs découlant de l'essoufflement du marché de l'immobilier résidentiel dans quelques pays membres et de l'effondrement des cours des actions aient aussi déjà exercé une certaine influence sur la consommation des particuliers. Les avoirs immobiliers résidentiels dans la zone euro étaient évalués en 2007 à quelque 4,5 fois le revenu disponible brut des ménages, constituant la majeure partie de leur patrimoine. Néanmoins, il semble que les effets liés au patrimoine immobilier soient demeurés restreints en comparaison de ceux constatés dans d'autres économies avancées, telles que les États-Unis ou le Royaume-Uni, d'autant qu'en moyenne, les prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro ont au total encore quelque peu progressé durant la première moitié de l'année. Ce constat tient à certaines caractéristiques institutionnelles propres aux marchés de l'immobilier résidentiel et du crédit hypothécaire de la zone euro, notamment les possibilités généralement limitées d'extraction hypothécaire (c'est-à-dire d'obtenir une majoration du crédit hypothécaire en cas d'augmentation de la valeur du bien immobilier sous-jacent). La situation de ces marchés a néanmoins été très différente entre les États membres. Ainsi, un fléchissement des prix avait déjà été enregistré en termes réels depuis quelques trimestres dans ceux d'entre eux où les prix de l'immobilier s'étaient nettement inscrits en hausse ces dernières années, en particulier en Espagne et en Irlande. Par ailleurs, comme le montre

l'encadré 1, l'augmentation du patrimoine des ménages au cours de la période récente s'était accompagnée d'un fort accroissement de leur endettement dans certains États

membres. Les ménages ont pu dès lors chercher à rétablir l'équilibre entre actif et endettement, ce qui a encore pu freiner davantage leurs dépenses de consommation.

Encadré 1 – Avoirs et engagements des secteurs non financiers intérieurs dans la zone euro et aux États-Unis

Comme l'explique la section 1.2 du présent chapitre, la crise bancaire et financière internationale peut avoir affecté de différentes manières l'activité économique dans les pays avancés. Outre le fait qu'elle a altéré la confiance et pesé sur la valeur ajoutée du secteur financier, elle a engendré des pertes de patrimoine et une détérioration des conditions financières, lesquelles ont pu se transmettre à l'économie réelle. Le degré relatif de vulnérabilité des États-Unis et de la zone euro aux chocs financiers dépend pour partie de l'évolution et de la structure des avoirs et des engagements des secteurs non financiers dans ces économies.

Aux États-Unis, la baisse continue des prix des logements a été l'une des principales causes de la récession qui s'est abattue en 2008. Dans la zone euro, par contre, les prix des logements ont en moyenne encore légèrement augmenté durant la première moitié de l'année. De surcroît, les effets de richesse immobilière semblent rester globalement plus limités dans la zone euro, compte tenu notamment des différences de caractéristiques institutionnelles des marchés immobiliers et hypothécaires. La situation sur le marché du logement varie cependant fortement d'un État membre de la zone euro à l'autre. Ainsi, des effets de richesse négatifs ont pu se faire sentir dans les pays où les prix réels des logements ont déjà clairement reculé. Les avoirs immobiliers résidentiels des ménages de la zone euro étaient estimés en 2007 à quelque 450 p.c. de leur revenu disponible brut, soit environ 60 p.c. de leur patrimoine brut global. Ces pourcentages sont sensiblement supérieurs à ceux observés aux États-Unis, où le patrimoine immobilier résidentiel exprimé en pourcentage du revenu disponible des ménages était de moitié inférieur environ, représentant *grosso modo* un tiers de leur avoir global.

Plus que celle de l'avoir immobilier, l'évolution du patrimoine financier a sans doute influé sur l'activité économique dans la zone euro au cours de l'année sous revue. L'effondrement des cours boursiers depuis la fin de 2007 peut, en effet, avoir incité les ménages à reconstituer partiellement leur patrimoine en vue de couvrir des besoins futurs, notamment pour s'assurer d'un certain train de vie en cas de perte d'un emploi ou après le départ à la retraite. Ce facteur peut contribuer à expliquer pourquoi le taux d'épargne des particuliers s'est sensiblement accru durant l'année sous revue, alors que le ralentissement de la croissance du revenu disponible réel laissait augurer le contraire, l'expérience montrant que les particuliers tendent alors à baisser leur épargne pour maintenir leurs dépenses de consommation. L'effet du patrimoine financier pourrait toutefois être plus modéré dans la zone euro qu'aux États-Unis car, exprimé en proportion du revenu disponible, le patrimoine financier, et plus particulièrement la partie qui en est affectée à des placements sous la forme d'actions et de parts de fonds communs de placement, est plus réduit.

S'agissant des conséquences de la détérioration des conditions financières sur l'activité économique, le degré de vulnérabilité d'une économie à une hausse des taux d'intérêt, à un durcissement des conditions d'octroi de crédits ou à une moindre disponibilité du crédit bancaire dépend de la situation financière des ménages et des entreprises non financières.

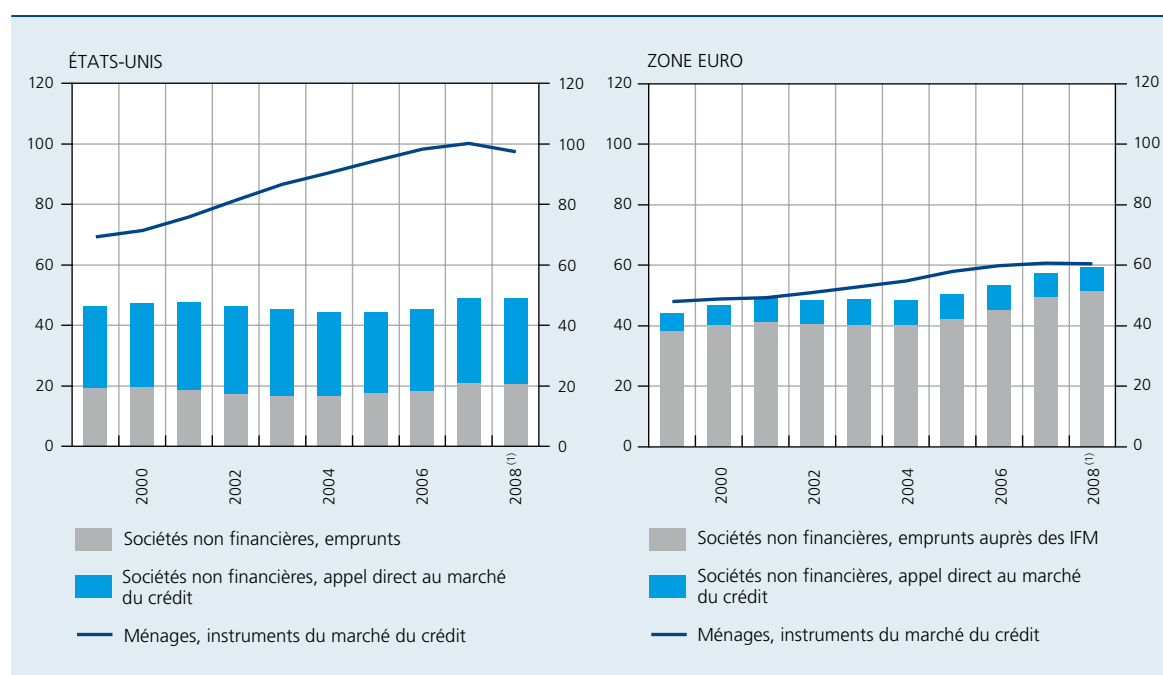
La situation financière des particuliers s'est avérée plus solide en 2007 dans la zone euro qu'aux États-Unis, de sorte que les ménages européens devraient être relativement moins vulnérables aux chocs financiers. En effet, ceux-ci sont moins endettés que leurs homologues américains. Les engagements de ces derniers se sont considérablement accrus pendant la période récente, atteignant en 2007 un peu moins de 140 p.c. de leur revenu disponible – soit quelque 100 p.c. du PIB. Dans la zone euro, le taux d'endettement des ménages s'est également inscrit en hausse, mais – même s'il faut noter que les statistiques en la matière ne sont pas totalement



comparables – il s'avère plus modeste, ne représentant qu'un peu plus de 90 p.c. de leur revenu disponible, soit quelque 60 p.c. du PIB. Dans certains États membres, l'endettement des ménages a toutefois enregistré une progression beaucoup plus marquée que dans l'ensemble de la zone: ainsi, en Irlande et en Espagne, l'expansion de la construction résidentielle est allée de pair avec un accroissement sensible de celui-ci. Aux Pays-Bas et au Portugal aussi, l'endettement des particuliers exprimé en pourcentage de leur revenu disponible est nettement plus élevé qu'en moyenne dans la zone euro. À l'exception des Pays-Bas, il s'agit de pays affichant une proportion relativement importante d'emprunts hypothécaires à taux d'intérêt variable, ce qui a pour conséquence qu'une majoration des taux d'intérêt par les banques y alourdit plus rapidement la charge d'endettement des ménages et pèse ainsi sur le revenu disponible de ces derniers.

ENGAGEMENTS DES SECTEURS NON FINANCIERS INTÉRIEURS

(encours à fin de période, pourcentages du PIB)



Sources : CE, BEA, Réserve fédérale, BCE.

(1) Trois premiers trimestres pour les États-Unis ; deux trimestres pour la zone euro.

Toutes autres choses restant égales par ailleurs, la vulnérabilité des entreprises à une augmentation des coûts de financement externe et à une disponibilité moindre du crédit est aussi fonction de leur degré d'endettement. Dans la zone euro, la dette des sociétés non financières s'est clairement accrue depuis 2004. Tel a notamment été le cas de l'encours des crédits et des engagements contractés sous la forme de titres de créance, qui est passé de près de 49 p.c. du PIB en 2004 à un peu plus de 59 p.c. au milieu de l'année sous revue. On ne dispose pas de statistiques totalement comparables pour les États-Unis mais, sur la base du concept le plus proche, on peut estimer que cet encours y a également progressé, tout en demeurant à un niveau moins élevé, soit quelque 49 p.c. du PIB à la fin du troisième trimestre de 2008. Cette comparaison permet aussi de mettre en évidence une différence notable dans le financement des entreprises entre les deux économies, à savoir que les engagements liés aux marchés du crédit des entreprises dans la zone euro sont essentiellement financés par les établissements de crédit, alors que les sociétés non financières aux États-Unis se financent de façon considérable par le biais d'instruments du marché du crédit (billets de trésorerie, obligations, etc.). Par conséquent, la grimpe des coûts de financement de

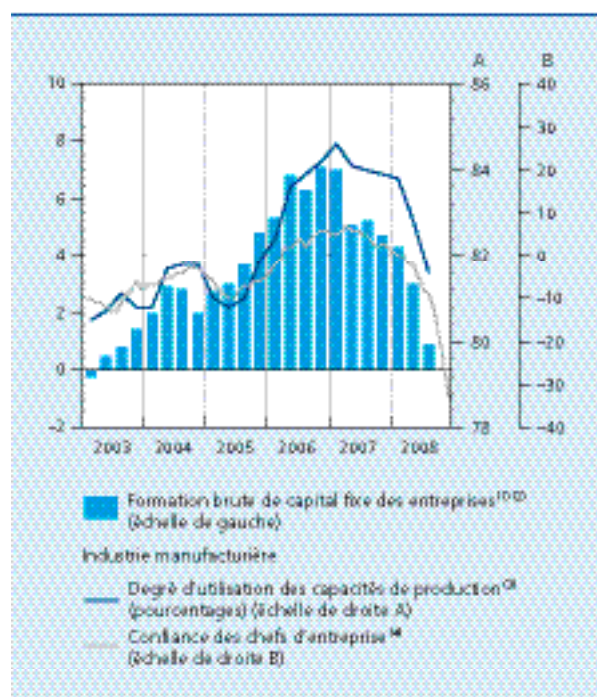
ces instruments, illustrée par le brusque creusement des primes de risque sur les obligations d'entreprise et par la faiblesse particulière des volumes d'émission de billets de trésorerie sur les marchés en 2008, peut avoir pesé plus sur le financement et l'activité des entreprises aux États-Unis que dans la zone euro. En revanche, les entreprises de la zone euro demeurent vulnérables à d'éventuelles restrictions du volume des crédits bancaires.

Alors que la formation brute de capital fixe des entreprises avait été le moteur de la reprise économique dans la zone euro au cours des deux années précédentes, celle-ci s'est sensiblement ralentie en 2008, n'augmentant que de 1,4 p.c. contre 5,5 p.c. en 2007. Cette évolution s'explique en premier lieu par l'expansion moins rapide des débouchés, qui s'est reflétée dans le net recul tout au long de l'année du degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière. Ainsi, eu égard à la progression plus lente des carnets de commandes, notamment, la confiance des chefs d'entreprise s'est fortement effritée dans l'industrie manufacturière. Elle a

également été mise à mal dans le secteur des services. Ainsi, à la fin de l'année sous revue, elle a atteint dans les deux secteurs concernés un point bas historique. Par ailleurs, la rentabilité des entreprises s'est tassée, compte tenu de l'évolution défavorable de la productivité et de coûts salariaux plus importants. Il est aussi probable que les conditions financières moins favorables apparues dans le sillage de la crise financière aient progressivement exercé une influence négative, par exemple sur les entreprises ayant une proportion élevée d'endettement à court terme. Ainsi, l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire a mis en exergue un durcissement sensible des critères d'attribution des crédits aux entreprises au cours de l'année sous revue, en particulier aux grandes entreprises. Par ailleurs, les taux d'intérêt appliqués aux crédits bancaires consentis aux sociétés non financières sont repartis à la hausse de la mi-2008 jusqu'à octobre, pour toutefois ensuite retomber. Bien que l'octroi de ces crédits ait continué d'augmenter à vive allure pendant l'année sous revue, une décélération a pu être observée à compter du deuxième trimestre. Outre le resserrement des conditions bancaires, la chute des cours des actions et le creusement de l'écart entre les taux des obligations d'entreprise et ceux des fonds d'État ont également contribué aux conditions financières moins favorables. Comme l'explique l'encadré 1, en comparaison d'autres économies avancées, en particulier les États-Unis, les entreprises non financières dans la zone euro dépendent moins du financement direct sur les marchés financiers et leur financement par le crédit se fait essentiellement par l'intermédiaire des établissements de crédit.

Après un essoufflement marqué de leur croissance en 2007, les investissements en logements des particuliers ont fléchi de 3,4 p.c., en raison principalement de la détérioration du climat sur le marché secondaire de l'immobilier. Les hausses des prix s'y sont de nouveau ralenties durant la première moitié de l'année, des baisses sensibles de prix en termes réels étant même enregistrées dans plusieurs pays membres. Dans certains d'entre eux, le grand nombre de nouvelles constructions au cours des dernières années a débouché sur une offre excédentaire de logements et, partant, sur une chute de l'activité dans ce secteur. En outre, les conditions de financement sur les

GRAPHIQUE 9 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE DANS LA ZONE EURO
(données corrigées des variations saisonnières)

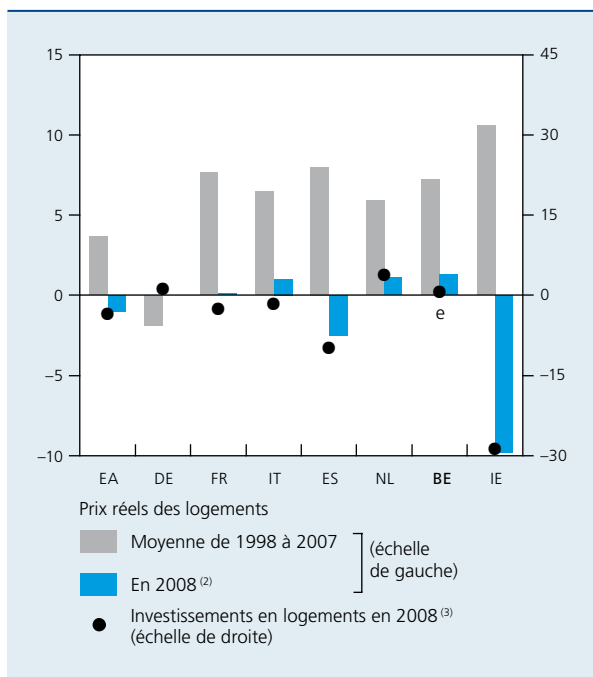


Sources : CE, OCDE.

- (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 des pays qui ont adhéré à la zone euro après 2006.
- (3) Mesurés sur la base de l'enquête trimestrielle.
- (4) Solde des réponses à l'enquête mensuelle.

GRAPHIQUE 10 PRIX RÉELS DES LOGEMENTS ⁽¹⁾ ET INVESTISSEMENTS EN LOGEMENTS DANS LA ZONE EURO

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



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

- (1) Prix nominaux des logements, déflatés par l'IPCH de la zone ou du pays correspondant.
- (2) Trois premiers mois pour l'Italie ; six premiers mois pour la zone euro, la Belgique, la France et l'Irlande ; neuf premiers mois pour l'Espagne et les Pays-Bas ; données non disponibles pour l'Allemagne.
- (3) Zone euro, à l'exclusion des pays qui y ont adhéré après 2006.

marchés hypothécaires sont devenues de moins en moins favorables. Alors que le crédit hypothécaire avait déjà progressivement renchéri depuis la fin de 2005, l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire a mis en évidence un resserrement considérable des conditions d'octroi de ce type de financement à partir de la mi-2007. La demande de crédits au logement moins soutenue qui a résulté de ces divers développements s'est traduite par un nouveau ralentissement de la croissance de leur encours dans le courant de l'année sous revue.

Le rythme d'expansion des exportations de biens et services a considérablement fléchi, revenant de 5,9 p.c. en 2007 à 3,1 p.c. Cette évolution ne peut être dissociée du net fléchissement de la croissance du commerce mondial et, partant, des débouchés de la zone euro. Initialement, les volumes exportés ont continué d'afficher une progression relativement soutenue, sans doute parce que les exportations à destination des régions à forte croissance et des pays exportateurs de pétrole ont contrebalancé les effets négatifs de la modération de la demande

observée principalement dans les économies avancées. Aux deuxième et troisième trimestres, ils ont toutefois stagné. Les exportateurs ont dû non seulement composer avec une perte de dynamisme des débouchés, mais aussi avec les effets retardés d'un euro fort : bien que celui-ci se soit nettement déprécié pendant la plus grande partie du second semestre de 2008, son cours moyen pondéré est resté, sur l'ensemble de l'année, supérieur à celui de 2007. Sous l'effet conjugué de l'affaiblissement substantiel de la demande intérieure dans la zone euro et de la hausse des prix à l'importation, l'expansion des importations de biens et services s'est considérablement ralentie, revenant de 5,3 p.c. en 2007 à 2,5 p.c. En particulier, les importations de pétrole en volume ont chuté au cours des neuf premiers mois de 2008. Compte tenu de ces développements, les exportations nettes ont apporté une contribution à la croissance du PIB légèrement inférieure à celle de 2007, à savoir 0,2 p.c. du PIB contre 0,3 p.c.

Cette contribution positive ne s'est toutefois pas reflétée dans la balance des opérations courantes, dont le surplus de 0,3 p.c. du PIB en 2007 s'est mué en un déficit de 0,4 p.c. Ceci tient en partie à l'évolution des soldes de la balance des revenus et de celle des transferts courants, mais également à la diminution de l'excédent de la balance des biens et services sous l'effet de la détérioration des termes de l'échange. Bien que le fléchissement des cours du pétrole et d'autres matières premières ait tempéré la progression des prix à l'importation à partir de la mi-2008, la hausse des prix des importations sur l'ensemble de l'année a été nettement plus sensible que celle des prix des exportations, les premières, exprimées en valeur, augmentant de ce fait bien plus que les secondes.

Aucun des quinze États membres n'a été épargné par le ralentissement conjoncturel. L'ampleur n'en a toutefois pas été identique dans tous les pays. Certains d'entre eux ont été plus lourdement touchés, eu égard à leur vulnérabilité particulière aux évolutions défavorables sur le marché de l'immobilier résidentiel. Tel fut clairement le cas de l'Espagne et de l'Irlande. Ainsi, en Irlande, la crise affectant le marché du logement s'est propagée à l'ensemble de l'économie et l'expansion de l'activité a cédé le pas à une profonde récession. En conséquence, l'Irlande, qui affichait l'une des croissances les plus vigoureuses de la zone, en est devenue en un an, de loin, l'économie la moins performante. L'Espagne, où l'activité avait encore sensiblement progressé l'année dernière, a aussi enregistré un recul prononcé de sa croissance, en raison de la compression des investissements, principalement dans la construction résidentielle, et d'une décélération du rythme de hausse de la consommation privée. Le coup de froid sur le marché du logement n'a pas non plus manqué de faire sentir ses effets en France où les investissements

TABLEAU 5 CROISSANCE DU PIB DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO⁽¹⁾

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

	2006	2007	2008
Allemagne	3,0	2,5	1,3
France	2,2	2,2	0,7
Italie	1,8	1,5	-0,6
Espagne	3,9	3,7	1,2
Pays-Bas	3,4	3,5	1,9
Belgique	3,0	2,8	1,3
Autriche	3,4	3,1	1,7
Grèce	4,5	4,0	2,9
Finlande	4,9	4,5	1,5
Irlande	5,7	6,0	-2,0
Portugal	1,4	1,9	0,2
Slovénie	5,9	6,8	4,0
Luxembourg	6,4	5,2	1,0
Chypre	4,1	4,4	3,6
Malte	3,2	3,9	2,1

Source: CE.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de l'importance de leur PIB en 2008.

dans la construction résidentielle se sont nettement repliés. La plupart des autres composantes de la demande intérieure s'y sont également affaiblies. En Allemagne, par contre, où les prix des logements avaient chuté durant plusieurs années et où la situation sur le marché de l'immobilier résidentiel ne s'était relativement stabilisée que dans la période récente, les investissements en logements ont été plus soutenus qu'en 2007. Ce pays a, en revanche, pâti de la sensibilité de son activité aux exportations, dans la mesure où la croissance de ces dernières a fléchi pratiquement de moitié en raison du recul des débouchés. En Italie, la contraction de la demande intérieure, sous l'effet notamment du tassement des investissements en logements, et la diminution des exportations expliquent que l'expansion du PIB se soit interrompue, pour faire place à une régression.

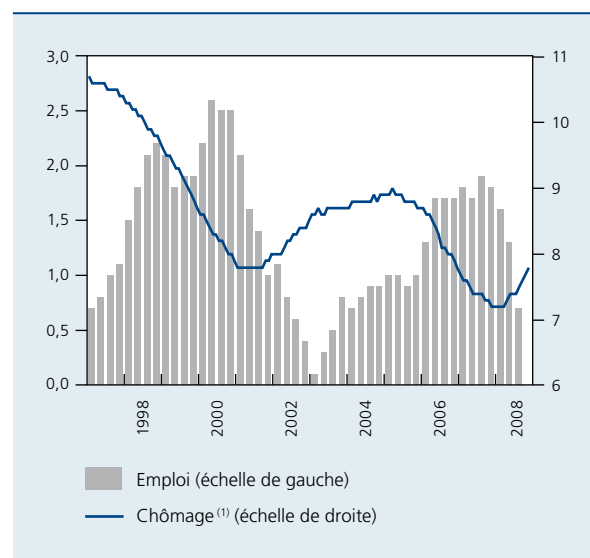
Le ralentissement de l'activité économique s'est aussi fait ressentir sur le marché du travail. La création d'emplois a été de moins en moins vigoureuse, reflétant en premier lieu les développements dans la construction. Cette branche d'activité a d'abord été caractérisée par une baisse de la création d'emplois, puis à partir du deuxième trimestre par des pertes d'emplois considérables. La croissance de l'emploi a également perdu de son dynamisme dans les

services privés, tels que les services financiers et aux entreprises. La tendance baissière affichée par le chômage s'est dès lors interrompue au deuxième trimestre de 2008 : alors que le taux de chômage atteignait un creux de 7,2 p.c. de la population active au début de 2008, il a de nouveau progressé pour s'établir à 7,8 p.c. en novembre.

Le net affaiblissement de l'activité en Espagne et en Irlande s'est traduit par une détérioration considérable de la situation sur le marché du travail dans ces pays. Compte tenu de la part relativement élevée de l'emploi dans la construction résidentielle, le repli dans cette branche y est allé de pair avec des pertes d'emplois au niveau global et un accroissement sensible du chômage. L'emploi s'est ainsi inscrit en recul dans les deux pays, alors qu'il y avait vivement augmenté les années précédentes. En Espagne, la hausse du chômage a été d'autant plus marquée que cette économie demeure toujours confrontée à une forte immigration : alors que, après une baisse quasiment ininterrompue durant plus d'une décennie, ce pays était parvenu à ramener son taux de chômage à 8,3 p.c. en 2007, il a vu celui-ci bondir à environ 11 p.c. au cours de l'année sous revue, soit le taux de loin le plus haut de la zone. En Italie, le nombre de postes créés a également été insuffisant pour offrir un travail à tous les nouveaux demandeurs d'emploi, même si la progression du chômage y a été plus modérée. Les autres pays ont affiché un taux de chômage plus ou moins stable, voire toujours en légère baisse. Seule l'Allemagne, où la décélération économique a été moins marquée qu'en moyenne, a enregistré un recul

GRAPHIQUE 11 MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO

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



Sources : CE, BCE.

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

plus sensible du chômage, après avoir mené une série de réformes importantes sur le marché du travail pendant les années précédentes.

PRIX ET COÛTS

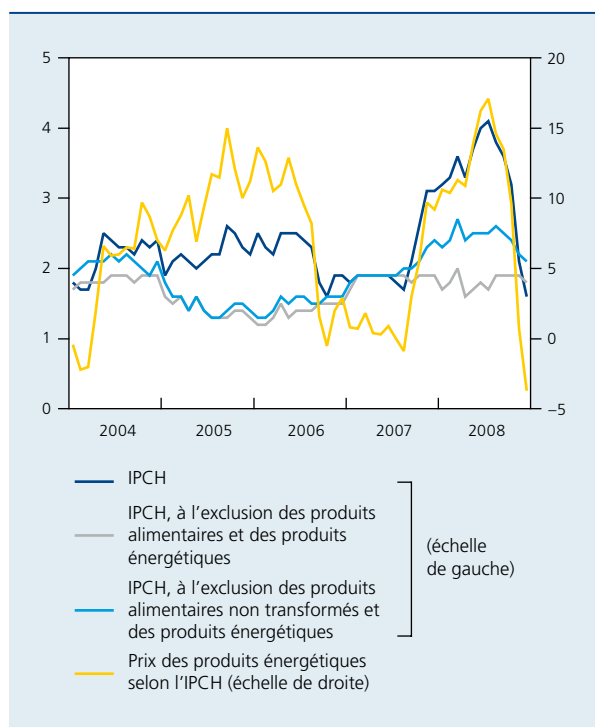
L'inflation dans la zone euro, mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est affichée en nette hausse durant l'année sous revue, passant de 2,1 p.c. en 2007 à 3,3 p.c. À partir de septembre 2007, l'inflation a augmenté de façon quasiment ininterrompue, atteignant un maximum de quelque 4 p.c. en juillet 2008, avant de redescendre à 1,6 p.c. en décembre. Le profil de l'inflation a reflété, dans une large mesure, celui des prix des matières premières au cours de l'année sous revue. Ainsi, l'évolution des prix de l'énergie s'est traduite, jusqu'à la mi-2008, par une progression notable de la composante énergétique de l'IPCH, suivie d'un ralentissement sensible. La composante des produits alimentaires a épousé un mouvement similaire, même si son amplitude a été nettement moins prononcée que pour les produits énergétiques. La tendance sous-jacente de l'inflation, c'est-à-dire la variation de l'IPCH à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et des

produits énergétiques, s'est également inscrite en hausse jusqu'au mois d'août, avant de connaître un fléchissement. L'augmentation a toutefois été beaucoup plus progressive que celle de l'ensemble de l'IPCH, atteignant 2,4 p.c. en moyenne sur l'année. Pour l'IPCH à l'exclusion de tous les produits alimentaires et des produits énergétiques, le taux d'accroissement est resté pratiquement inchangé pendant l'année sous revue, s'affichant en moyenne à 1,8 p.c. Cette situation est imputable à la hausse plus marquée des prix des produits alimentaires transformés que pour ceux qui ne le sont pas. Le taux d'inflation des services est demeuré relativement stable autour de sa moyenne annuelle de 2,6 p.c., tandis que celui des biens industriels non énergétiques est resté modéré, fluctuant aux alentours de 0,8 p.c.

Les coûts salariaux par unité produite ont également enregistré une croissance beaucoup plus soutenue qu'en 2007, de 3,4 p.c. contre 1,8 p.c. Cette accélération s'explique en partie par le rythme d'expansion de la productivité du travail, quasiment à l'arrêt après un nouveau ralentissement de 0,8 point de pourcentage durant l'année sous revue, mais la progression plus rapide des coûts salariaux par travailleur a aussi joué un rôle. Ainsi, les coûts salariaux par travailleur dans le secteur privé ont augmenté de 3 p.c., contre 2,4 p.c. en 2007. D'autres indicateurs, tels que le coût horaire total de la main-d'œuvre et les salaires contractuels, témoignent en outre d'une hausse plus vive des salaires.

GRAPHIQUE 12 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.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE

La tendance à l'amélioration du solde de financement des administrations publiques dans la zone euro, qui s'était amorcée en 2003, s'est interrompue en 2008, l'impasse budgétaire s'élargissant globalement de 0,6 à 1,7 p.c. du PIB. Si la mauvaise conjoncture a contribué pour près d'un tiers à cette détérioration, cette dernière s'explique principalement par l'orientation discrétionnaire des politiques budgétaires dans les pays membres. Ainsi, le déficit budgétaire structurel s'est accru de 0,7 point de pourcentage, pour représenter 2,3 p.c. du PIB.

L'évolution du solde budgétaire ne fournit toutefois qu'une vision partielle de la dégradation des finances publiques au cours de l'année sous revue, dans la mesure où elle n'inclut pas, ou que très peu, l'incidence des mesures de sauvegarde que plusieurs gouvernements ont dû prendre en vue de venir au secours des diverses institutions financières ébranlées par la crise financière. Comme expliqué au début du présent chapitre, l'essentiel de ces interventions ont pris la forme d'injections de capital ou d'octrois de garantie. En vertu des conventions comptables régissant l'établissement des statistiques de finances publiques (pour plus de détails à ce propos,

voir l'encadré 13 au chapitre 6 sur les finances publiques en Belgique), une prise de participation par les pouvoirs publics dans une société ne constitue pas une dépense de leur part mais la formation d'un actif financier, pour autant que la transaction s'effectue au prix du marché ou à la juste valeur des actifs concernés, tandis que les engagements implicites correspondant à des garanties publiques ne sont en principe pas comptabilisés. De la sorte, les plans de sauvetage n'ont généralement pas eu d'incidence sur le solde de financement des administrations publiques, mais ont contribué en 2008 à alourdir significativement la dette publique brute consolidée dans plusieurs pays du fait des injections de capital, à concurrence d'environ 1 point de pourcentage du PIB en Allemagne, en Autriche, en Espagne et en France, et de plus de 5 points en Belgique, au Luxembourg et aux Pays-Bas. L'endettement brut des administrations publiques

dans la zone euro s'est dès lors élevé à 69 p.c. du PIB au terme de l'année sous revue, contre 66,4 p.c. en 2007.

L'aggravation du déficit budgétaire a été le résultat en 2008 tant d'une hausse des dépenses primaires que d'une baisse des recettes. Les dépenses primaires ont progressé de 0,5 point de pourcentage du PIB en raison notamment des débours plus importants de l'assurance-chômage provoqués par le ralentissement économique. Les recettes ont, quant à elles, reculé de 0,7 point de pourcentage. D'une part, celles-ci ont subi le contrecoup d'un effet de composition de la croissance, la demande intérieure étant globalement plus touchée par le tassement conjoncturel que la demande extérieure, laquelle est moins génératrice de recettes fiscales que la première. D'autre part, la correction sur les marchés financiers et immobiliers a affecté négativement les recettes tirées de l'activité sur ces marchés.

TABLEAU 6 SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO ⁽¹⁾⁽²⁾
(pourcentages du PIB)

	2004	2005	2006	2007	2008		
					Réalisation ⁽³⁾⁽⁴⁾	Objectif du programme de stabilité ⁽⁵⁾	Différence
Allemagne	-3,8	-3,3	-1,5	-0,2	-0,1	-0,5	0,4
France	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7	-3,2	-2,3	-0,9
Italie	-3,5	-4,3	-3,4	-1,6	-2,8	-2,2	-0,6
Espagne	-0,3	1,0	2,0	2,2	-3,4	1,2	-4,6
Pays-Bas	-1,7	-0,3	0,6	0,3	1,1	0,5	0,6
Belgique	-0,2	-2,6	0,3	-0,3	-1,1 e	0,0	-1,1 e
Autriche	-4,4	-1,5	-1,5	-0,4	-0,6	-0,6	0,0
Grèce	-7,5	-5,1	-2,8	-3,5	-3,4	-1,6	-1,8
Finlande	2,4	2,9	4,1	5,3	4,5	3,7	0,8
Irlande	1,4	1,7	3,0	0,2	-6,3	-0,9	-5,4
Portugal	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6	-2,2	-2,4	0,2
Slovénie	-2,2	-1,4	-1,2	0,5	-0,9	-0,9	0,0
Luxembourg	-1,2	-0,1	1,3	3,2	3,0	0,8	2,2
Chypre	-4,1	-2,4	-1,2	3,5	1,0	0,5	0,5
Malte	-4,7	-2,8	-2,3	-1,8	-3,5	-1,2	-2,3
Zone euro	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	-1,7	-0,9	-0,8
<i>p.m. Idem, solde structurel</i>	-3,0	-2,6	-1,8	-1,6	-2,3		

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 2008.

(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 intérimaires de janvier 2009 de la CE, sauf pour la Belgique, pour laquelle on se fonde sur l'estimation de la Banque.

(4) Il n'est, en principe, pas tenu compte de l'effet direct éventuel sur le solde de financement des mesures adoptées pour renflouer des institutions financières, leur traitement statistique devant faire l'objet d'un examen par Eurostat, l'Office statistique de la CE, en vue d'en assurer la cohérence au niveau de tous les États membres de l'UE.

(5) Sur la base de la mise à jour des programmes de stabilité et de convergence à la fin de 2007 ou au début de 2008.

D'après les programmes de stabilité déposés à la fin de 2007 ou au début de l'année sous revue, le déficit public aurait dû atteindre en moyenne dans la zone euro 0,9 p.c. du PIB en 2008. Cet objectif a été manqué de 0,8 point de pourcentage, essentiellement en raison d'un dérapage en France et dans les deux pays les plus durement touchés par l'éclatement de la bulle immobilière, à savoir l'Espagne et l'Irlande. Dans plusieurs États membres, en réponse notamment à la proposition de la CE d'un plan de relance budgétaire coordonné, des initiatives en vue de soutenir l'activité économique ont été annoncées en fin d'année, dans le cadre des efforts déployés pour tenter d'amortir les conséquences de la crise financière internationale : selon des estimations réalisées par la CE en janvier, les gouvernements de la zone euro auraient ainsi décidé de mesures de relance pour un montant équivalent à 1 p.c. du PIB en 2009 – dont une partie, il est vrai, déjà planifiée antérieurement.

L'Allemagne a continué de bénéficier des importants efforts de consolidation budgétaire consentis les dernières années : selon les prévisions économiques intérimaires de la CE de janvier 2009, le budget 2008 s'est clôturé par un quasi-équilibre, alors que le programme de stabilité prévoyait encore un déficit de 0,5 p.c. du PIB. Cette amélioration est due pour l'essentiel aux bonnes performances sur le marché du travail : non seulement les recettes tirées de l'emploi et des salaires ont progressé, mais les dépenses d'allocations de chômage se sont contractées. Ces évolutions favorables ont pris le pas sur plusieurs mesures dont l'incidence sur le budget était négative, telles que la réforme de l'impôt des sociétés, la réduction du taux de cotisation à l'assurance-chômage, le relèvement des pensions et celui des salaires de la fonction publique.

En France, la détérioration de la conjoncture explique les deux tiers de l'accroissement du déficit budgétaire, qui est passé de 2,7 p.c. du PIB en 2007 à 3,2 p.c. L'objectif de limiter celui-ci à 2,3 p.c. du PIB a donc été dépassé. Tant l'évolution des dépenses que celle des recettes ont concouru à ce dérapage. Comme lors des années précédentes, les dépenses de sécurité sociale ont largement excédé les prévisions. En outre, la poussée d'inflation en cours d'année a alourdi les charges d'intérêts sur la dette indexée de l'État. Les recettes fiscales ont baissé sous l'effet des réformes fiscales adoptées les années précédentes, notamment dans le cadre de la loi de l'été 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat.

En Italie, l'important effort de consolidation budgétaire consenti en 2007 avait produit de bien meilleurs effets qu'escompté, ramenant le besoin de financement à 1,6 p.c. du PIB, son plus bas niveau depuis l'an 2000. Cependant, la détérioration conjoncturelle, plus avancée

en Italie que dans le reste de la zone euro, ainsi que des mesures expansionnistes, telles que le relèvement des salaires de la fonction publique, ont eu pour résultat que le déficit public s'est à nouveau élargi en 2008, passant à 2,8 p.c. du PIB. Par conséquent, l'objectif d'une impasse budgétaire limitée à 2,2 p.c. du PIB n'a pas été atteint.

En Espagne, le solde budgétaire a enregistré en 2008 une dégradation bien plus forte qu'attendu. Partant d'un confortable surplus de 2,2 p.c. du PIB en 2007, ce pays a clôturé ses opérations budgétaires en 2008 par un déficit de 3,4 p.c. du PIB. Cette évolution est le résultat d'un relâchement budgétaire, concourant à une diminution du solde structurel de 4,9 points de pourcentage du PIB. Le gouvernement espagnol a mis en effet en œuvre au début de 2008 un plan visant à relancer l'économie : les mesures prises ont concerné autant les dépenses que les recettes, avec notamment le relèvement de l'allocation familiale pour les nouveau-nés et une réforme de l'impôt des personnes physiques, comprenant entre autres une réduction d'impôt direct de 400 euros par salarié, retraité ou travailleur indépendant. À cela se sont ajoutés les effets du ralentissement conjoncturel observé durant l'année sous revue, associé à l'effondrement du marché immobilier espagnol.

1.4.4 Royaume-Uni

La situation économique s'est nettement dégradée au Royaume-Uni en 2008. La croissance, encore très soutenue à la fin de 2007, a décéléré rapidement dans le courant de l'année, pour devenir négative à partir du troisième trimestre. Sur l'ensemble de l'année, le PIB n'a crû que de 0,8 p.c. en 2008, contre 3 p.c. en 2007.

Les perturbations sur les marchés financiers ont été particulièrement vives au Royaume-Uni et, vu l'importance du secteur financier dans l'économie britannique, ont largement contribué à expliquer la détérioration de la croissance, se combinant à l'effet sur les investissements en logements de la correction sur le marché immobilier.

Le gouvernement a dû intervenir à plusieurs reprises pour éviter la faillite de banques commerciales. Ainsi, les banques *Northern Rock*, *Bradford & Bingley* et *Royal Bank of Scotland* ont été nationalisées. Le 8 octobre, au pic de la crise financière internationale, le gouvernement a annoncé des mesures de recapitalisation des banques et a proposé une garantie d'État sur certaines de leurs dettes à court et à moyen termes. Dans le même temps, la Banque d'Angleterre a fourni des liquidités abondantes sur le marché monétaire et a prolongé le Plan spécial pour la liquidité permettant l'échange contre des bons du Trésor

de titres illiquides adossés à des créances hypothécaires et d'autres titres détenus par le secteur bancaire, tout en étendant la liste des titres éligibles à ses opérations de prises en pension. Le contexte financier très défavorable a accentué le durcissement observé depuis l'été 2007 des conditions d'attribution des crédits bancaires aux ménages et aux entreprises. En ce qui concerne ces dernières, la baisse des cours des actions et la montée de l'aversion pour le risque sur les marchés ont aussi fortement restreint leur capacité de financement par émission d'actions cotées ou d'obligations.

L'effet conjugué du resserrement des conditions de financement et de la dégradation des perspectives concernant la demande a provoqué un brusque décrochage de la formation brute de capital fixe des entreprises, tandis que la chute des prix immobiliers s'est accompagnée d'un effondrement de l'investissement résidentiel, de 16,1 p.c. Par contre, l'investissement public, ainsi que la consommation publique, sont restés soutenus. La consommation des particuliers est demeurée en forte croissance jusqu'au premier trimestre de l'année sous revue, grâce à l'évolution encore légèrement favorable de leur revenu disponible et à la poursuite du repli de leur taux d'épargne, celui-ci devenant même négatif. Par la suite, la consommation privée s'est vivement contractée sous la pression combinée de l'effet de richesse défavorable provoqué par le recul du prix des actifs, du durcissement des conditions d'accès au crédit bancaire, de la détérioration du revenu disponible des ménages et de l'assombrissement des perspectives sur le marché du travail. Ce dernier a commencé à montrer des signes de faiblesse à partir de l'été avec une baisse de l'emploi et une montée du taux de chômage. Grâce à sa croissance au premier trimestre, la consommation privée a encore progressé de 1,8 p.c. sur l'ensemble de l'année.

Le commerce extérieur a apporté une contribution légèrement positive à la croissance, en raison du ralentissement marqué de la demande domestique et de la progression des exportations. Celles-ci ont notamment été soutenues par la dépréciation du cours de change effectif de la livre sterling à partir de septembre 2007. La balance courante est néanmoins restée en déficit, du fait entre autres de la détérioration des termes de l'échange à la suite de la hausse du prix des matières premières et des produits alimentaires.

Ce renchérissement, exacerbé par la dépréciation de la livre, a provoqué une accélération de l'inflation, mesurée par l'IPCH, celle-ci culminant à 5,2 p.c. en septembre 2008. La dégradation des conditions sur le marché du travail a contribué à modérer les demandes salariales consécutives à la progression plus rapide des prix. La correction brutale des cours des matières premières à partir du mois

de septembre a concouru à freiner l'augmentation des prix à la consommation, leur rythme de hausse revenant à 3,1 p.c. en fin d'année.

TABLEAU 7 ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE AU ROYAUME-UNI
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2006	2007	2008
Dépenses (en volume)			
Demande intérieure finale	2,6	3,4	0,7
Dépenses de consommation finale			
Particuliers	2,1	3,0	1,8
Administrations publiques	1,6	1,8	2,3
Formation brute de capital fixe			
Logements	8,9	3,3	-16,1
Entreprises	-7,2	9,8	-2,2
Secteur public ⁽¹⁾	273,5	1,7	4,7
Variation des stocks ⁽²⁾	0,0	0,2	-0,2
Exportations nettes de biens et services ⁽²⁾	0,1	-0,7	0,3
Exportations	11,0	-4,5	1,2
Importations	9,6	-1,9	0,2
PIB	2,8	3,0	0,8
Marché du travail			
Emploi	0,9	0,7	0,8
Chômage ⁽³⁾	5,4	5,3	5,7
Prix et coûts			
Prix à la consommation (IPCH)	2,3	2,3	3,6
Coûts salariaux unitaires	2,0	1,1	2,8
Balance des paiements et solde budgétaire⁽⁴⁾			
Balance des opérations courantes	-3,4	-3,8	-1,9
Solde de financement des administrations publiques			
Observé	-2,7	-2,7	-4,6
Structurel ⁽⁵⁾	-3,2	-3,7	-5,2
<i>p.m. Épargne des particuliers⁽⁶⁾</i>	<i>4,2</i>	<i>2,5</i>	<i>-0,2</i>
<i>Endettement brut des administrations publiques⁽⁴⁾</i>	<i>43,4</i>	<i>44,2</i>	<i>56,0</i>

Sources: CE, OCDE.

(1) Y compris les entreprises publiques.

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

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

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

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

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

Dès l'automne, la principale préoccupation de la Banque d'Angleterre a cessé d'être le contrôle des anticipations d'inflation, qui montraient par ailleurs des signes clairs d'apaisement, pour devenir la relance de l'activité. La détente observée sur le front de l'inflation lui a permis d'abaisser substantiellement ses taux directeurs à partir du mois d'octobre. La première baisse, de 50 points de base le 8 octobre, a été suivie de deux nouvelles réductions les 6 novembre et 4 décembre, de respectivement 150 et 100 points de base, le taux officiel revenant ainsi de 5 à 2 p.c. en l'espace de deux mois.

Comme en 2007, l'orientation de la politique budgétaire a été expansionniste, le déficit public structurel passant de 3,7 à 5,2 p.c. du PIB. Cette détérioration s'explique, d'une part, par des mesures d'allègement de la fiscalité tant directe qu'indirecte, avec l'abaissement temporaire du taux normal de TVA de 17,5 à 15 p.c., d'autre part, par le déclin des recettes consécutif notamment aux pertes dans le secteur financier ainsi qu'au tassement des prix et des transactions sur le marché immobilier. Par ailleurs, l'inflation plus élevée a pesé sur les charges d'intérêts payées sur la dette obligataire indexée du Trésor. Compte tenu des interventions de sauvegarde du système financier, l'endettement des administrations publiques a bondi en 2008 de près de 12 points de pourcentage, pour s'élever à 56 p.c. du PIB.

1.5 Économies émergentes

1.5.1 Asie

Dans l'ensemble, les fondamentaux macroéconomiques des économies émergentes d'Asie se sont améliorés, permettant à ces dernières d'amortir les retombées de la crise financière internationale. À la fin de 2007, ces pays se distinguaient par la vigueur de leur croissance économique et affichaient une inflation modérée, des excédents courants et de substantielles réserves de change. En outre, à l'issue de la crise financière asiatique de 1997, les banques de ces pays avaient renforcé leurs fonds propres et adopté une stratégie de placement prudente, tandis que les autorités n'avaient pris qu'à contrecœur des mesures visant à poursuivre la libéralisation du secteur bancaire et à assouplir les restrictions sur les entrées et les sorties de capitaux. Même si les répercussions de la crise financière internationale sur la communauté bancaire asiatique sont de ce fait demeurées relativement faibles, les bourses asiatiques ont lourdement pâti du mouvement international de fuite vers les placements sans risque, ce qui a contribué à alourdir la pression à la baisse vis-à-vis du dollar américain exercée sur la plupart des monnaies asiatiques.

De surcroît, les conditions d'octroi de crédits se sont également durcies en Asie, et de grandes entreprises ont rencontré des difficultés à lever des fonds par le biais de l'émission d'obligations sur les marchés internationaux.

Vu leur grande intégration dans le commerce mondial et l'orientation de leur croissance fortement axée sur les exportations, les économies émergentes d'Asie sont très vulnérables à une récession dans les pays avancés. Au cours de l'année sous revue, l'activité économique s'est par conséquent ralentie dans tous ces pays, et plus particulièrement dans les pays nouvellement industrialisés. Le moindre dynamisme des exportations associé à la détérioration des termes de l'échange due au niveau élevé des prix des matières premières, de même que la dépréciation de différentes monnaies asiatiques après l'été, ont entraîné une contraction des excédents courants dans tous les pays. En Corée, l'excédent courant s'est mué en un déficit pour la première fois depuis des années, et l'Indonésie a difficilement atteint l'équilibre. Des prévisions attestant d'un net ralentissement de la croissance ont incité les banques centrales de ces pays à assouplir leur politique monétaire à l'automne, alors que les pressions inflationnistes s'étaient atténuées. Par ailleurs, le Japon, la Chine, la Corée et les membres de l'ASEAN ont décidé de constituer conjointement en 2009 un fonds de secours doté d'un montant de 80 milliards de dollars des États-Unis (extension de l'accord relatif à l'initiative dite de Chiang Mai), en vue de s'aider mutuellement à faire face à d'éventuels problèmes de financement à court terme.

Parmi les pays asiatiques émergents figurent quelques économies souffrant de faiblesses structurelles. En Corée, les banques ont été fortement exposées aux évolutions survenues sur les marchés financiers internationaux, dans la mesure où elles étaient largement impliquées dans des opérations de portage consistant à contracter des emprunts à court terme en devise à un bas taux d'intérêt, et ce en vue de réaliser des investissements sur place ou d'accorder des prêts à un taux d'intérêt élevé. En Indonésie, outre le fait que la croissance a été tirée par une rapide expansion des crédits, le solde courant présente une sensibilité importante aux cours des matières premières exportées, exposant le pays à des problèmes de financement en cas de baisse des prix. En Inde, des déficits du compte courant et des finances publiques ont été enregistrés les deux dernières années, de sorte que le pays n'a guère de marge de manœuvre pour soutenir la demande intérieure.

Du point de vue de l'économie mondiale, la Chine mérite une attention particulière, que ce soit sous l'angle de l'évolution de sa situation économique ou des politiques menées par les autorités. En effet, elle est la deuxième

TABLEAU 8 INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES POUR L'ASIE ÉMERGENTE

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

	PIB en volume		Prix à la consommation		Solde du compte courant ⁽¹⁾		Solde de financement des administrations publiques ⁽¹⁾		Réserves officielles de change ⁽²⁾
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2008
Pays nouvellement industrialisés									
Hong Kong	6,4	3,7	2,0	3,9	13,5	11,7	7,6	0,1	161
République de Corée du Sud ..	5,0	4,1	2,5	4,7	0,6	-1,3	0,4	-1,3	212
Singapour	7,7	2,7	2,1	6,5	24,3	19,1	9,0	6,1	162
Taïwan	5,7	3,8	1,8	3,7	8,6	7,8	0,9	-0,1	278
Chine	11,9	9,7	4,7	6,2	11,3	9,5	1,0	0,8	1.912
Inde	9,3	7,9	6,4	10,1	-1,4	-2,8	-2,8	-3,8	258
ASEAN-4									
Philippines	7,2	4,4	2,8	9,8	4,4	2,4	1,7	-1,0	36
Indonésie	6,3	6,0	6,3	10,0	2,5	0,1	-1,2	-1,0	51
Malaisie	6,3	5,7	2,0	6,0	15,6	14,8	-3,2	-4,6	110
Thaïlande	4,8	4,5	2,2	5,6	6,4	3,1	-1,1	-0,5	102

Source: FMI.

(1) Exprimé en pourcentage du PIB, année fiscale se terminant en mars pour l'Inde.

(2) Milliards de dollars des États-Unis, à la fin d'octobre.

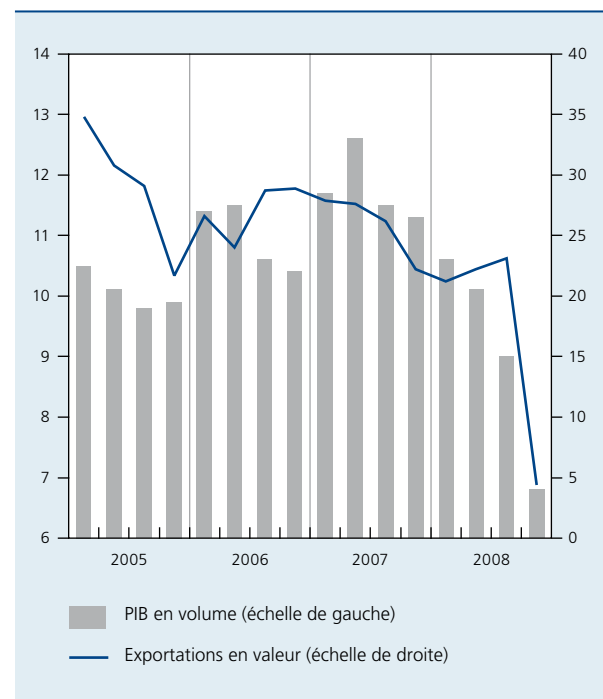
plus grande économie d'Asie après le Japon et joue un rôle essentiel dans la chaîne de production asiatique, tandis que les pouvoirs publics y disposent d'une marge budgétaire appréciable en vue de stimuler la demande intérieure. Une conjoncture internationale moins favorable a induit vers la fin de 2008 une chute des exportations et un ralentissement de la production industrielle, qui a également subi durant l'été les retombées négatives des restrictions mises en place pendant les Jeux olympiques. L'expansion du PIB est ainsi revenue à 9,7 p.c., soit le moins bon résultat enregistré depuis des années.

Ce ralentissement est également en partie imputable à l'évolution de la demande intérieure. La progression des investissements résidentiels s'est ainsi inscrite en repli, les marchés de l'immobilier résidentiel s'étant apaisés dans plusieurs grandes villes, après des années de fortes montées des prix. Par contre, les dépenses de consommation privée sont demeurées globalement dynamiques, la hausse des revenus compensant largement l'inflation, même si la confiance des consommateurs a progressivement reculé.

Compte tenu de la perspective d'une décélération encore plus marquée de la croissance économique, les autorités ont pris des mesures pour soutenir les exportations et ont indiqué leur intention de mener une politique budgétaire

GRAPHIQUE 13 PROFIL TRIMESTRIEL DU PIB ET DES EXPORTATIONS EN CHINE

(données non corrigées des variations saisonnières, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources: Thomson Financial Datastream, Bureau de statistiques national (Chine).

proactive, associée à une politique monétaire relativement souple: le 9 novembre, elles ont annoncé un arsenal important de mesures de relance, à hauteur de 14 p.c. du PIB environ en deux ans. Parmi ces mesures figurent de grands projets d'investissement public dans le logement social, les infrastructures de transport, le développement rural et la reconstruction des zones touchées par le tremblement de terre de mai 2008. Sont aussi prévus une augmentation des transferts à la population rurale, un allègement de la fiscalité des ménages sous la forme d'un relèvement du revenu minimum et une réforme de la TVA (cette dernière sera dorénavant payée par les consommateurs et non plus par les producteurs). Les autorités chinoises entendent non seulement soutenir la croissance, mais également en assurer une meilleure répartition dans la population, d'où l'objectif de doubler les revenus ruraux d'ici à 2020. Elles ont ainsi décidé de rendre cessibles les contrats de crédit-bail relatifs aux terres cultivables – qui sont encore la propriété de l'État – afin de favoriser les économies d'échelle et les gains de productivité dans l'agriculture.

À partir de la mi-septembre, la Banque populaire de Chine a assoupli sa politique monétaire à plusieurs reprises, entre autres lorsqu'elle a décidé d'abaisser ses taux d'intérêt le 8 octobre, dans la foulée de l'action menée par plusieurs banques centrales dans le monde. Au total, les taux de référence sur les prêts et les dépôts à un an ont été respectivement diminués à cinq et quatre reprises, par tranche de 27 points de base d'abord, puis le 26 novembre de 108 points de base, pour terminer par

une nouvelle fois 27 points de base le 23 décembre. Dans l'intervalle, le coefficient des réserves obligatoires imposées aux banques a été revu sensiblement à la baisse, en plusieurs étapes également, et le contrôle administratif du crédit a été levé. Après s'être progressivement apprécié au premier semestre, le cours de change du renminbi s'est maintenu à un niveau plus ou moins constant vis-à-vis du dollar des États-Unis. Contrairement à d'autres monnaies asiatiques, le renminbi ne s'est pas déprécié par rapport au dollar lorsque la crise financière internationale a atteint son paroxysme. En revanche, en décembre, il a accusé un certain repli.

Les réserves de change de la Chine, qui proviennent pour l'essentiel des excédents du compte courant, ont enregistré un nouveau record pendant l'année sous revue, en s'établissant à 1.912 milliards de dollars à la fin d'octobre. De larges excédents commerciaux ont encore pu être dégagés en dépit du ralentissement de l'expansion en volume des exportations. En effet, celles-ci étant en partie des produits assemblés à partir de pièces importées, l'augmentation des importations en volume s'est inscrite elle aussi en recul. Outre les investissements directs, la Chine a également attiré, principalement au premier semestre, des flux de capitaux spéculatifs – dont l'ampleur est difficile à évaluer –, motivés par l'appréciation attendue du renminbi. L'accumulation de réserves de change sans précédent qui en a découlé a permis à la Chine d'apporter une aide financière au Pakistan, durement touché par la crise financière internationale, et de participer au fonds de secours asiatique dont il a été question plus haut.

Encadré 2 – Les BRIC : foyers de la croissance économique mondiale ?

En octobre 2003, *Goldman Sachs* a publié un article intitulé *Dreaming with BRICs: The Path to 2050*. Il y inventait l'acronyme BRIC, en contractant les initiales du Brésil, de la Russie, de l'Inde et de la Chine, pour désigner les quatre plus grandes économies émergentes au monde et y prédisait que le poids économique de ce groupe de pays dépasserait celui du G7. La vitesse à laquelle se développent les économies chinoise et indienne est, en effet, presque sans précédent. En outre, la Chine et l'Inde comptent chacune une population de plus d'un milliard de personnes, si bien que le retour de ces pays sur la scène internationale, emmenant le Brésil et la Russie dans leur sillage, n'est évidemment pas sans conséquence pour l'économie mondiale. Le présent encadré traite de l'importance relative des BRIC et examine dans quelle mesure ils jouent un rôle de « locomotives ». Cette dernière question est plus que pertinente au vu des circonstances durant l'année sous revue, plus précisément les retombées de la crise financière internationale sur les performances des pays avancés en termes de croissance.

Les cinq dernières années, les BRIC ont, pour la première fois, apporté une contribution à la croissance mondiale supérieure à celle du G3, regroupant les États-Unis, le Japon et l'UE. En 2007, la part des BRIC dans le PIB mondial exprimé en parité de pouvoir d'achat égalait, avec 21,4 p.c., celle des États-Unis. En revanche, si l'on recourrait

aux cours de change du marché plutôt qu'aux parités de pouvoir d'achat⁽¹⁾, cette part ne s'élèverait plus qu'à 12,8 p.c. Emmenés par la Chine, les BRIC sont également parvenus à accroître, les quinze dernières années, leur part dans le commerce de biens, et ce au détriment des grandes nations commerciales traditionnelles. La part des BRIC dans le commerce de biens atteignait 15,5 p.c. en 2007, la Chine en représentant 10,2 p.c. contre 3 p.c. en 1992⁽²⁾. En dépit d'un recul progressif, les États-Unis sont demeurés la principale nation commerciale, avec une part de 17,2 p.c. en 2007.

EXPORTATIONS DE BIENS SELON LA DESTINATION EN 2007

(pourcentages des exportations totales de chaque pays ou groupe de pays)

Destination	Origine							
	États-Unis	Japon	UE	Brésil	Russie	Inde	Chine ⁽¹⁾	Autres pays émergents d'Asie ⁽²⁾
G3	26,6	35,2	23,8	40,1	57,6	38,6	56,8	45,6
États-Unis	–	20,4	20,4	14,1	4,8	15,0	23,2	17,0
Japon	5,4	–	3,4	3,1	2,6	2,5	9,7	11,3
UE	21,2	14,7	–	22,9	50,2	21,1	23,9	17,3
BRIC	11,5	23,7	18,2	13,4	6,5	14,3	5,8	36,6
Brésil	2,1	0,6	1,7	–	0,2	1,2	1,0	0,8
Russie	0,6	1,5	7,0	2,5	–	0,7	2,4	0,8
Inde	1,5	0,9	2,3	0,7	1,1	–	2,4	3,0
Chine ⁽¹⁾	7,3	20,7	7,2	10,2	5,2	12,4	–	32,0
Autres pays émergents d'Asie ⁽²⁾ ..	10,8	26,6	7,9	4,5	2,3	17,5	18,7	–
Reste du monde	51,0	14,5	50,1	42,0	33,6	29,5	18,7	17,8

Source : FMI.

(1) Y compris Hong Kong.

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

C'est en premier lieu par le canal du commerce international que les BRIC peuvent influencer la croissance économique d'autres pays. Ils ne constituent toutefois pas encore des débouchés d'envergure pour le G3. Seule exception à ce constat, la Chine était le principal débouché du Japon en 2007. À l'inverse, plus de 40 p.c. des exportations des BRIC sont destinées au G3. L'UE est un important débouché pour les exportations russes, étant donné que la Russie est un acteur-clé sur le marché européen de l'énergie et qu'elle entretient de longue date des relations commerciales avec de nombreux pays de l'Europe centrale et de l'Est appartenant aujourd'hui à l'UE.

Par ailleurs, la Chine est une destination majeure pour le Brésil, l'Inde et les autres pays émergents d'Asie. Le développement du commerce entre la Chine et le reste de l'Asie émergente reflète l'intégration rapide de celle-ci dans la chaîne de production asiatique. Selon la dynamique d'échanges mise en place, la Chine importe des composants des pays voisins, y compris le Japon, et des matières premières du monde entier pour les transformer

(1) Si les prix des biens vendus sur les marchés internationaux ont tendance à converger rapidement grâce à la loi du prix unique, il n'en va pas de même des prix des biens produits et consommés sur le marché intérieur. Ainsi, l'on peut généralement observer que les prix des produits non échangés dans les pays moins développés sont inférieurs aux prix de ces produits dans les pays riches. En utilisant le cours de change du marché, l'on obtiendrait dès lors une estimation biaisée à la baisse du pouvoir d'achat des pays pauvres. En vue d'éviter un tel biais, on recourt à un cours de change en parité de pouvoir d'achat (PPA) qui tient compte des différences de prix entre les économies. On mesure donc la valeur de la production en utilisant le système de prix d'une économie de référence, en général celle des États-Unis. Dans le cadre de l'*International Comparison Program* de la Banque mondiale et du programme commun OCDE-Eurostat, de tels exercices sont menés pour un grand nombre de pays. Le dernier exercice disponible porte sur l'année 2005. Pour la Chine et l'Inde, les rapports entre le cours de change en PPA et celui du marché s'établissaient à respectivement 1,8 et 2,3 en 2007. Ces rapports ont tendance à diminuer à mesure que les pays se développent.

(2) Le commerce est défini comme la somme des importations et des exportations et est corrigé du commerce intra-UE15.

en produits finis et ensuite les exporter en grande partie vers le G3. La chaîne de production asiatique dépend dès lors considérablement de la demande finale aux États-Unis et dans l'UE. Si cette dernière s'y effondre, la Chine enregistre un ralentissement sensible de ses exportations, ainsi que de ses importations de composants et de matières premières. Un retournement conjoncturel dans les pays du G3 engendre donc un recul de la croissance dans les BRIC par le biais des échanges commerciaux, tandis que l'inverse ne se vérifie que dans une moindre mesure.

L'avènement de la Chine et des autres économies émergentes est en partie à l'origine de l'expansion continue de la consommation de matières premières dans le monde au cours des dernières années. Cet accroissement de la demande a contribué aux pressions haussières exercées sur les prix des matières premières et, partant, aux variations des prix relatifs, tels que les termes de l'échange. Il s'agit là du deuxième canal par lequel les BRIC ont une incidence sur les revenus, les dépenses et la production dans d'autres pays.

La croissance de la demande mondiale de matières premières alimentaires a principalement été tirée par l'augmentation des revenus dans les économies émergentes, dont la Chine. Mais, les dernières années, s'y est ajoutée aussi la demande de biocarburants émanant des pays riches: en 2007, celle-ci avait apporté une contribution à la progression totale de la demande supérieure à celle de la Chine. Pour endiguer les hausses de prix intérieurs, certains pays émergents, dont la Chine, l'Inde et la Russie, avaient adopté en 2007 des mesures visant à restreindre les exportations de diverses matières premières alimentaires, ce qui a accentué la pénurie sur les marchés mondiaux. Ce phénomène a été le plus prononcé pour le riz.

La demande globale de pétrole est demeurée à un niveau élevé jusqu'à la mi-2008. Son accroissement est aussi avant tout imputable aux économies émergentes où la hausse des revenus a entraîné une augmentation de la possession de véhicules automobiles. Dans certains pays émergents, dont la Chine et l'Inde, la réaction aux prix du marché de la demande de pétrole est affaiblie par une politique de subvention et de contrôle des prix. Le consommateur n'y paye pas un prix représentatif des cours en vigueur sur les marchés internationaux et est dès lors protégé (temporairement) contre les hausses éventuelles qui s'y produisent. Au printemps, la Chine et l'Inde ont augmenté le prix de l'essence à la pompe, de respectivement 18 et 10 p.c. La consommation de pétrole de la Chine demeure cependant modérée, étant donné qu'elle recourt principalement au charbon pour subvenir à ses besoins énergétiques.

Depuis 2002, la demande mondiale de métaux progresse constamment chaque année. Cette progression trouve essentiellement son origine en Chine. Au cours des cinq dernières années, les prix de la plupart des métaux ont été fortement corrélés à l'évolution de la production industrielle en Chine. Tel a notamment été le cas des prix du nickel et du zinc, deux métaux servant d'*inputs* dans la production d'acier. Les travaux de construction menés à Beijing sur fond de Jeux olympiques ont aussi dopé la demande de métaux.

En revanche, la Chine et les autres pays émergents ont pu provoquer un recul ou une moindre croissance de certains prix à l'importation dans les économies avancées, plus particulièrement ceux des catégories de produits pour lesquelles leur part dans les importations totales est très élevée, comme le textile et les produits technologiques⁽¹⁾.

Enfin, plusieurs économies émergentes, dont la Chine et de nombreux pays exportateurs de pétrole, ont enregistré, les dernières années, d'énormes surplus de leur balance courante des paiements, ce qui est révélateur de monnaies nationales sous-évaluées et d'une politique de change inadaptée et s'est traduit par une hausse de leurs réserves de change. L'affectation de ces dernières constitue un troisième canal par lequel les pays émergents peuvent influencer l'évolution de l'économie mondiale. Ainsi, ces pays contribuent à financer le déficit de la balance courante des États-Unis. Le trop-plein d'épargne (*savings glut*) qui, dans les pays émergents, sous-tend le surplus courant, a concouru de manière substantielle au recul des taux d'intérêt mondiaux, en particulier aux États-Unis où il a ainsi favorisé le développement d'une bulle sur le marché de l'immobilier résidentiel et la vive croissance des dépenses de consommation par le biais des effets dits de richesse.

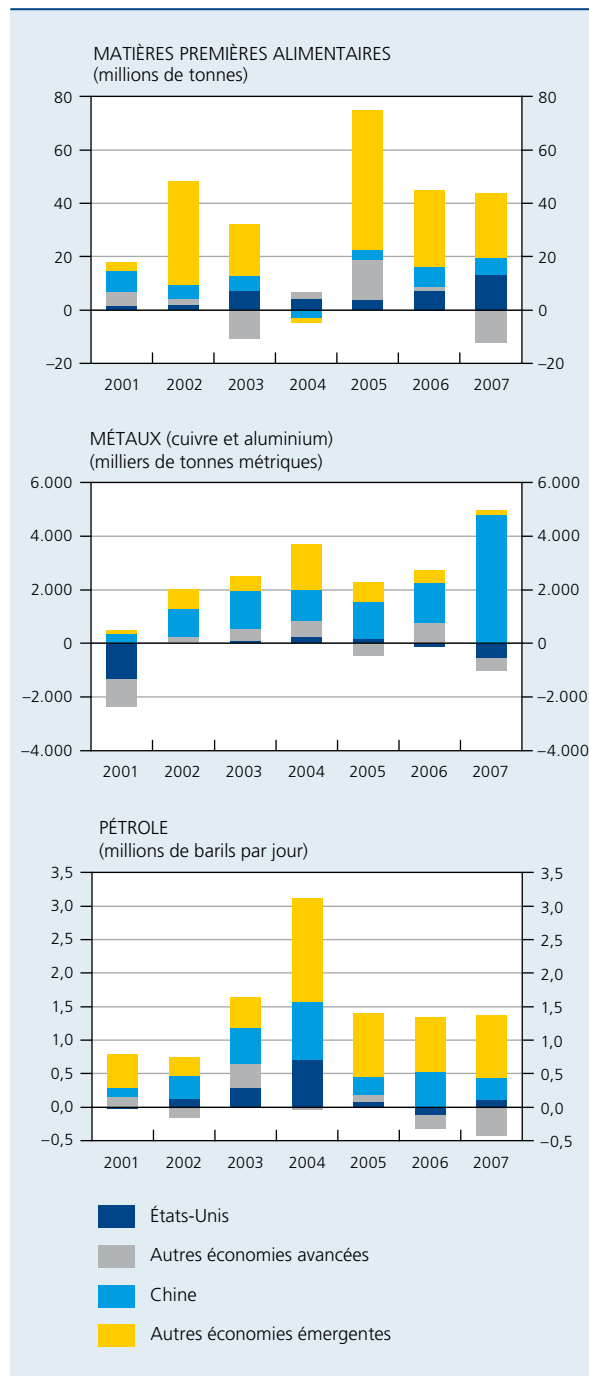
(1) Cf. Boeckx J. (2006), *La mondialisation et la politique monétaire*, BNB, Revue économique, septembre, pp. 7-23.



En conclusion, les BRIC ont, les dernières années, soutenu l'économie mondiale grâce à l'expansion du commerce international et à des placements financiers dans les pays avancés. Leurs marchés intérieurs ne sont toutefois pas encore suffisamment robustes pour rompre la dépendance de l'économie mondiale aux évolutions survenant

DEMANDE DE MATIÈRES PREMIÈRES

(contributions à la variation par rapport à l'année précédente)



Source : FMI.



dans les pays avancés. Il est aussi indéniable que les BRIC ont concouru au net ralentissement de la croissance économique dans le monde au cours de l'année sous revue en contribuant à la flambée des prix des matières premières ainsi que, compte tenu du rôle de certaines de ces économies dans le creusement des déséquilibres mondiaux, à divers des développements ayant conduit à l'éclatement de la crise financière internationale qui s'est amorcée en 2007.

1.5.2 Pays émergents membres de l'UE

Durant la première moitié de l'année sous revue, la croissance économique est restée forte dans la plupart des nouveaux États membres de l'UE d'Europe centrale et de l'Est, grâce principalement à une vive progression des investissements et de la consommation, soutenus par l'expansion rapide du crédit intérieur et des salaires.

Par la suite, le ralentissement marqué de la demande extérieure émanant des autres économies de l'UE, principaux partenaires commerciaux de ces pays, a commencé à se faire sentir sur leurs exportations. En outre, à partir de septembre 2008, la crise bancaire et financière internationale s'est propagée à ceux-ci, et y a provoqué une diminution des entrées de capitaux, un effondrement des cours des actions, une augmentation des primes de risque, un assèchement des liquidités et un resserrement des conditions du crédit, qui ont affecté négativement l'investissement et la consommation. Si tous les nouveaux États membres ont été touchés par la crise financière, ils l'ont été à des degrés divers, principalement selon l'ampleur de leurs déséquilibres intérieurs et extérieurs.

Ainsi, la Pologne, la Tchéquie et la Slovaquie, qui ont bénéficié ces dernières années de la croissance la plus équilibrée parmi les nouveaux pays membres de l'UE, soutenue tant par la demande intérieure que par les exportations, dans un environnement relativement stable caractérisé par le contrôle des tensions inflationnistes, une évolution favorable des soldes budgétaires, un déficit limité de la balance courante et un recours peu important au crédit en devises, sont en grande partie restées à l'abri des effets de la crise financière. De la sorte, leur croissance économique a encore été élevée en 2008, quoiqu'en léger retrait par rapport à l'année précédente, allant de 4,2 p.c. pour la Tchéquie à 7,1 p.c. pour la Slovaquie. Dans ces pays, le ralentissement qui s'est opéré dans la deuxième moitié de l'année provient principalement de la progression moins rapide des exportations, les dépenses intérieures ayant bien résisté grâce à l'accroissement des revenus du travail. En Tchéquie, le relèvement de 5 à 9 p.c. du taux de TVA minimum a pourtant affecté la consommation privée.

Dans ce contexte d'expansion soutenue de l'activité économique, l'assainissement des finances publiques s'est poursuivi, de sorte que les procédures sur les déficits publics excessifs prises à l'encontre de la Tchéquie, de la Pologne et de la Slovaquie ont été abrogées en juin et juillet 2008. À la même époque, le Conseil de l'UE a autorisé la Slovaquie à adopter l'euro comme monnaie officielle au 1^{er} janvier 2009 : le taux de conversion irrévocable de la couronne slovaque a été fixé à 30,1260 couronnes pour un euro, soit son cours pivot depuis mai 2008, lorsqu'elle avait été réévaluée de 17,6 p.c. à la suite de l'amélioration continue des fondamentaux économiques.

Grâce à cette perspective d'entrée certaine et rapide dans la zone euro, la couronne slovaque est restée totalement à l'abri des importantes turbulences observées à partir du mois d'octobre, au plus fort de la crise financière internationale, sur le marché des changes des différentes monnaies des nouveaux pays membres d'Europe centrale et orientale, y compris des économies disposant pourtant de fondamentaux solides, telles que la Tchéquie et la Pologne.

La couronne tchèque et le zloty polonais ont connu des destins très similaires durant l'année sous revue, s'appréciant régulièrement vis-à-vis de l'euro entre l'automne 2007 et la fin de juillet 2008, de respectivement 17 et 15 p.c. à leur point le plus haut par rapport à leur cours moyen de l'année précédente. Elles se sont ensuite dépréciées de près de 8 p.c. jusqu'à la mi-septembre, à mesure que s'affaiblissait la perspective d'un certain découplage de la croissance de ces pays par rapport à celle de la zone euro, et que montait l'aversion pour le risque sur les marchés financiers internationaux. À partir du mois d'octobre, la volatilité des cours de change de ces deux monnaies s'est brusquement accentuée. Contrairement à la couronne tchèque, et probablement à cause de fondamentaux légèrement moins robustes en Pologne, le zloty s'est déprécié très rapidement jusqu'à perdre 15 p.c. de sa valeur entre le 1^{er} et le 23 octobre, victime d'un effet de contagion provenant du forint hongrois qui subissait dans l'intervalle une dépréciation de même ampleur. Mais tandis que le forint se stabilisait ensuite à un niveau

TABLEAU 9 SITUATION ÉCONOMIQUE EN 2008 DES NOUVEAUX ÉTATS MEMBRES DE L'UE D'EUROPE CENTRALE ET DE L'EST⁽¹⁾
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	PIB en volume	IPCH	Variation annuelle des prix de l'immobilier de fin 2003 à fin 2007	Crédit domestique en 2007	Finances publiques		Balance des opérations courantes	Encours du crédit intérieur en devises au secteur privé, à fin 2007
					Solde de financement	Dette		
(en p.c. du PIB)								
Pologne	5,0	4,2	76,7	40,6	-2,5	45,5	-5,6	9,8
République tchèque ..	4,2	6,3	-0,5 ⁽²⁾	30,9	-1,2	27,9	-0,9	4,3
Hongrie	0,9	6,0	1,7	16,2	-3,3	71,9	-7,2	33,6
Slovaquie	7,1	3,9	10,6	25,9	-2,2	28,6	-6,0	8,9
Roumanie	7,8	7,9	n.	50,2	-5,2	15,2	-12,9	18,4
Bulgarie	6,4	12,0	31,9	64,1	3,2	13,8	-24,7	32,8
Lituanie	3,4	11,1	35,7	43,2	-2,9	17,1	-12,6	36,0
Lettonie	-2,3	15,3	36,9	34,4	-3,5	16,0	-14,9	82,1
Estonie	-2,4	10,6	24,6	33,6	-2,0	4,3	-10,1	74,8
<i>p.m. Zone euro</i>	1,0 ⁽³⁾	3,3	6,4	10,9	-1,7	69,0	-0,4 ⁽³⁾	4,6

Sources: CE, OCDE, BCE.

(1) Les pays sont classés par groupe, en fonction de l'importance de leur PIB en 2008.

(2) Jusque fin 2006.

(3) Zone euro, à l'exclusion des pays qui y ont adhéré après 2006.

inférieur de 5 p.c. à son cours moyen de 2007, le zloty poursuivait sa dépréciation vis-à-vis de l'euro jusqu'à atteindre en fin d'année une décote de 10 p.c. par rapport à sa moyenne de l'année précédente.

Comparés à ces trois pays, les fondamentaux économiques de la Hongrie étaient moins solides, bien que ce pays ait fait des progrès substantiels à cet égard. Ainsi, le gouvernement a réussi à réduire fortement le besoin de financement des administrations publiques, de 9,3 p.c. du PIB en 2006 à 3,3 p.c. en 2008. En outre, abstraction faite de la hausse des prix des matières premières, les autorités hongroises étaient parvenues à stabiliser les tensions inflationnistes. Par conséquent, la source principale de préoccupation est demeurée le niveau élevé de la dette extérieure brute, accumulée à l'occasion de larges déficits de la balance courante depuis le début des années 1990: celle-ci a atteint 112,8 p.c. du PIB à la fin de 2007.

Dans ce contexte économique fragile, la montée de l'aversion pour le risque accompagnant la crise financière internationale a durement touché les marchés financiers hongrois. En particulier, le niveau élevé de l'endettement en devises des ménages a alimenté la défiance des investisseurs étrangers. À partir du mois d'octobre, le gel du

marché des obligations d'État, le krach boursier et la forte dépréciation du forint ont provoqué une crise de liquidités dans l'ensemble du système bancaire. Pour remédier à cette situation d'urgence, la BCE a accordé une ouverture de crédit d'un montant de 5 milliards d'euros à la *Magyar Nemzeti Bank* le 16 octobre. Néanmoins, le 22 octobre, les tensions sur le marché des changes ont contraint cette banque centrale à relever fortement ses taux d'intérêt, faisant passer son taux directeur de 8,50 à 11,50 p.c. En outre, un prêt de 20 milliards d'euros a été accordé conjointement par le FMI, l'UE et la Banque mondiale en vue de permettre à la Hongrie de faire face au remboursement de sa dette extérieure à court terme. Ces aides ont été accompagnées de mesures visant à améliorer la soutenabilité des finances publiques et à renforcer le secteur financier. Ces décisions ont permis de stabiliser les marchés financiers hongrois et de réduire la volatilité du forint, autorisant en fin d'année la *Magyar Nemzeti Bank* à ramener en trois étapes son taux directeur à 10 p.c. dans un contexte de baisse généralisée des taux d'intérêt directeurs de banque centrale dans le monde.

Dans les trois pays baltes, la croissance de la demande intérieure a été extrêmement rapide les dernières années, portée par un optimisme général à la suite de l'entrée

dans l'UE et de la perspective de rejoindre la zone euro dans un avenir proche. Cette expansion a provoqué d'importants déséquilibres de la balance courante. Elle s'est appuyée en partie sur celle des crédits, octroyés dans une large proportion en devises par des filiales de banques étrangères, qui ont servi à alimenter un boom immobilier. Ainsi l'encours des crédits bancaires en devises au secteur privé atteignait quelque 80 p.c. du PIB à la fin de 2007 en Estonie et en Lettonie, dont près de la moitié à destination des ménages. Du fait de l'arrivée plus tardive des banques étrangères en Lituanie, le crédit en devises au secteur privé n'y représentait que l'équivalent de 36 p.c. du PIB. En outre, de fortes tensions sur le marché du travail de ces trois pays, renforcées par une émigration considérable de main-d'œuvre, ont engendré une croissance rapide des salaires, stimulant davantage la demande intérieure et l'inflation. Enfin, la politique d'ancrage de la monnaie nationale à l'euro a rendu les conditions monétaires largement procycliques, avec des taux d'intérêts réels négatifs qui ont encore accentué la surchauffe. L'ampleur des déséquilibres internes et externes qui en ont résulté a suscité l'inquiétude des banques dès 2007 et a provoqué un resserrement des conditions de prêt et une baisse de la progression des crédits.

La montée de l'aversion pour le risque sur les marchés financiers internationaux depuis l'été 2008 a amplifié ce mouvement, contribuant à la chute des prix de l'immobilier après plusieurs années de fortes hausses. Les marchés d'actions ont connu une correction sévère, en même temps que la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise plongeait. L'impact de la crise a été plus fort en Lettonie et en Estonie, vu leur niveau d'endettement extérieur très élevé. Le ralentissement de la demande intérieure, déjà perceptible en 2007, s'est accéléré en 2008, et ces deux pays n'ont pas été en mesure d'éviter la récession. La décélération du taux de croissance de l'activité économique y a été particulièrement brutale, de 10,3 p.c. en 2007 à -2,3 p.c. en Lettonie et de 6,3 à -2,4 p.c. en Estonie. Elle a été plus limitée en Lituanie, où l'expansion du PIB est revenue de 8,9 à 3,4 p.c., entre autres grâce à une diminution du taux d'imposition sur les revenus des ménages. Dans tous ces pays, le taux de chômage et les finances publiques se sont dégradés. La contraction de la demande intérieure a cependant permis d'entamer la nécessaire correction des importants déficits courants, et ce malgré le contrecoup sur les exportations de ces pays de l'expansion moins rapide de la demande en provenance du reste du monde. Ainsi, en 2008, les exportations nettes ont contribué positivement à la croissance en Estonie et en Lettonie, concourant ainsi à l'amélioration du solde de leur balance commerciale.

C'est en Lettonie que la crise financière internationale a eu les plus lourdes répercussions, du fait des problèmes rencontrés par son système bancaire, en particulier *Parex*, sa première banque domestique indépendante et deuxième plus grande du pays. Dès le mois d'août, celle-ci a été confrontée à des retraits massifs de dépôts en devises de la part des non-résidents (principalement d'origine russe), en même temps qu'elle connaissait des difficultés de financement sur les marchés internationaux des capitaux, devenus très méfiants à l'égard des débiteurs à risque. Les retraits de dépôts se sont ensuite propagés à l'ensemble du système bancaire. Entre le mois d'août et le mois de novembre, le montant des dépôts a baissé de 10 p.c. dans l'ensemble du secteur bancaire, et de l'ordre de 25 p.c. pour la seule banque *Parex*.

La crise bancaire a renforcé les craintes associées aux difficultés de financement de la balance courante à court terme, et accentué les tensions sur le marché des changes, nécessitant des interventions massives de la banque centrale lettone pour maintenir l'ancrage de la monnaie nationale à l'euro. La déperdition rapide des réserves de changes et les charges de remboursement de la dette à court terme ont contraint la Lettonie à recourir à l'aide internationale. À la fin de décembre, un prêt de 7,5 milliards d'euros lui a été accordé conjointement par l'UE, le FMI, la Banque mondiale et les pays nordiques. En contrepartie, la Lettonie s'est engagée à réduire substantiellement son déficit budgétaire (qui devrait passer à 5 p.c. du PIB en 2009 contre 12 p.c. sans mesures correctrices) et à consolider son système bancaire, notamment en nationalisant complètement la banque *Parex*. Parallèlement, les banques étrangères (principalement suédoises) opérant en Lettonie se sont engagées à maintenir un financement suffisant envers leurs filiales lettones.

Le parcours de convergence de la Roumanie et de la Bulgarie ressemble à celui des pays baltes. En effet, ces deux pays ont eux aussi bénéficié d'une forte expansion économique tirée par la progression rapide de la demande intérieure, soutenue par l'abondance des crédits et par des hausses salariales dépassant largement le rythme d'accroissement de la productivité. Combiné à la flambée des prix des matières premières et de l'énergie, ceci a provoqué une accélération de l'inflation ainsi qu'un ample déficit extérieur, en particulier en Bulgarie où l'ancrage strict à l'euro (par le système de caisse d'émission) a empêché la banque centrale de conduire une politique monétaire plus restrictive. Par contre, ce pays a affiché un net surplus budgétaire en 2008, alors que la Roumanie a mené une politique budgétaire largement procyclique. La croissance économique a été meilleure en 2008 qu'en 2007 tant en Bulgarie qu'en Roumanie, les résultats du premier semestre et les performances sur le marché du

travail faisant plus que compenser l'accroissement plus lent des investissements durant la seconde moitié de l'année.

Les importants déficits récurrents de la balance courante de ces deux pays les ont rendus particulièrement dépendants des financements extérieurs, principalement sous la forme d'investissements directs étrangers et de crédits bancaires en devises. La montée de l'aversion pour le risque sur les marchés financiers à partir de septembre

2008 a provoqué un ralentissement des investissements directs, et le risque existe que le dénouement des déséquilibres – à l'instar des pays baltes – s'opère d'une façon moins ordonnée. L'évolution du cours de change du leu roumain vis-à-vis de l'euro n'a pas eu de tendance claire jusqu'à la fin du mois d'août. Mais la volatilité du leu a fortement augmenté à partir du pic de la crise financière internationale durant l'automne. Il s'est alors déprécié rapidement, pour atteindre en fin d'année un niveau inférieur de 20 p.c. à son niveau moyen de 2007.



Emile Vloors, détail de la figure allégorique de l'abondance sur un projet pour le billet de 100 francs – 20 belga type 1933, crayon, non daté (vers 1930), collection Banque nationale de Belgique

Politique monétaire de l'Eurosystème

2.

2.1 Vue d'ensemble

L'année 2008 a confronté la politique monétaire de l'Eurosystème aux défis les plus importants qu'elle ait jamais dû relever depuis le lancement de la troisième phase de l'Union économique et monétaire (UEM) en 1999. Au premier semestre, les prix des matières premières ont continué de s'affermir, ce qui n'a pas seulement porté l'inflation à 4 p.c. en juin mais a aussi commencé à influencer les anticipations d'inflation. Parallèlement, les problèmes persistant sur les marchés financiers ont engendré une grande incertitude quant à leurs retombées sur l'économie réelle. Conjugué à une éventuelle contraction de l'offre de crédits bancaires, le resserrement des conditions de financement qui avait découlé des turbulences financières risquait, en effet, de grever l'activité économique. Celle-ci s'est cependant maintenue à un niveau raisonnable au début de l'année, tandis que l'octroi de crédits bancaires au secteur privé non financier a continué de s'accroître à un rythme soutenu. Dans ce contexte, tout en reconnaissant que des risques de ralentissement pourraient peser sur la croissance économique, le Conseil des gouverneurs a souligné, au premier semestre de 2008, l'existence de risques haussiers de plus en plus évidents pour la stabilité des prix et a finalement décidé, le 3 juillet, de relever de 25 points de base le taux directeur, le portant à 4,25 p.c., alors qu'il l'avait laissé inchangé depuis juin 2007. Cette mesure devait permettre, conformément à la mission de la politique monétaire, de garantir la stabilité des prix à moyen terme, notamment en veillant à un ancrage des anticipations d'inflation.

Au mois de septembre, les problèmes sur les marchés financiers se sont toutefois aggravés à une vitesse et avec une intensité sans précédent. Dans un climat de profonde méfiance mutuelle, les banques n'étaient plus disposées à placer leur surplus de liquidités sur le marché interbancaire auprès de celles ayant un déficit de liquidités. Elles préféraient, en effet, détenir leurs liquidités disponibles sous la forme de réserves auprès de l'Eurosystème. De ce fait, certaines banques qui subissaient déjà de plein fouet l'effet des réductions de valeur qu'elles avaient dû acter risquaient également d'accuser un déficit de liquidités.

Afin d'empêcher que l'existence de tels déficits ne contribue à renforcer le risque systémique, l'Eurosystème a sensiblement accru sa fourniture de liquidités au secteur bancaire, tant en euro qu'en devises, et en a largement adapté les modalités. L'aggravation des problèmes sur le marché interbancaire a ainsi pu être évitée, mais cela a eu pour conséquence que l'Eurosystème a pour ainsi dire repris quasi complètement l'intermédiation de ce marché. S'il faudra tôt ou tard veiller à réactiver celui-ci, les considérations de stabilité financière l'ont emporté dans un premier temps.

Les banques centrales peuvent, en principe, octroyer des liquidités sans limite, même si elles sont tenues de veiller à ce que les risques inhérents à ces opérations demeurent maîtrisables. Aussi les établissements de crédit ne peuvent-ils obtenir des liquidités auprès de l'Eurosystème, dans le cadre de la mise en œuvre de la politique monétaire, que contre remise de garanties appropriées. Vu l'aggravation exceptionnellement brusque de la crise financière, le besoin de liquidités de certains établissements est cependant devenu tellement important que ceux-ci ont en outre dû recourir à des fournitures de liquidités d'urgence (FLU), comme ce fut notamment le cas en Belgique ainsi que décrit plus en détail dans le chapitre 8 consacré à la stabilité financière. Ces opérations ne relèvent pas de la politique monétaire et sont du ressort des banques centrales nationales (BCN) auxquelles s'adressent les établissements de crédit concernés. Cependant, même une injection massive de liquidités, dans le cadre de la politique monétaire ou d'une FLU, ne peut résoudre les problèmes de solvabilité auxquels ont été confrontées certaines banques. Lorsque les fonds propres de celles-ci ne peuvent être portés au niveau approprié par un apport de capitaux privés, seule une intervention des pouvoirs publics peut endiguer le risque systémique. Outre la recapitalisation des banques, les autorités ont également adopté des mesures susceptibles de réduire la méfiance envers les établissements de crédit, notamment en leur permettant de recourir, contre rétribution, à la garantie de l'État lors de l'émission de titres de créance et en étendant le système de garantie des dépôts. En principe, ces mesures devraient aussi contribuer à un apaisement des tensions sur le marché interbancaire, même si peu

d'éléments permettent d'établir que tel a déjà été le cas pendant l'année sous revue.

Cette injection massive de liquidités par l'Eurosystème n'a-t-elle pas engendré une création excessive de monnaie et, par voie de conséquence, n'entraînera-t-elle pas, à terme, l'inflation à la hausse? Cette éventualité paraît très peu probable vu que les établissements de crédit ont utilisé les liquidités qui leur ont été allouées afin d'accroître sensiblement les avoirs détenus auprès de l'Eurosystème pour être en mesure d'absorber des chocs inopinés de liquidité. La mise en œuvre de leur rôle d'intermédiation avec les secteurs non bancaires nécessite donc un plus grand montant de réserves de banque centrale qu'auparavant, ce qui correspond à une diminution du multiplicateur monétaire. La provision des liquidités demandées ne vise qu'à compenser cette baisse et contribue donc au maintien de l'activité d'octroi de crédits et, partant, de la création normale de monnaie.

Quant à l'orientation de la politique monétaire, il est clairement apparu, à compter de septembre 2008, que l'économie réelle ne serait pas épargnée par la crise financière. En outre, les prix des matières premières ont amorcé un recul dès juillet, mouvement qui s'est renforcé à mesure que les perspectives de croissance économique étaient revues nettement à la baisse aux États-Unis, en Europe et, de plus en plus, dans les pays émergents. Les risques haussiers menaçant la stabilité des prix, qui avaient été identifiés précédemment, se sont dès lors rapidement atténués sous l'effet, d'une part, des retombées directes du fléchissement des prix des matières premières, d'autre part, des perspectives moins optimistes quant à l'activité économique dans la zone euro elle-même. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs de la BCE a procédé à des abaissements rapides et significatifs du taux directeur central, de 50 points de base en octobre et en novembre et de 75 points de base en décembre, le ramenant à 2,50 p.c. à la fin de l'année sous revue. À la suite d'une nouvelle baisse de 50 points de base, le 15 janvier 2009, le taux directeur est revenu à 2 p.c. Ces révisions de taux s'imposaient afin de prévenir un ralentissement trop marqué de l'inflation à l'horizon pertinent pour la politique monétaire. En effet, le Conseil des gouverneurs a défini la stabilité des prix comme une progression annuelle de l'IPCH de la zone euro de moins de – mais proche de – 2 p.c. à moyen terme, de telle sorte qu'une baisse importante de l'inflation et des attentes inflationnistes sous ce seuil peut conduire à un ajustement de l'orientation de la politique monétaire au même titre qu'un dépassement de celui-ci.

2.2 Le fonctionnement du marché monétaire

L'ensemble du système bancaire dépend de l'Eurosystème pour le financement de son déficit structurel de liquidités en euro. Celui-ci résulte avant tout de l'effet d'absorption des liquidités exercé par les « facteurs autonomes », c'est-à-dire les facteurs indépendants des opérations de politique monétaire, tels que les billets de banque en circulation et les avoirs que certaines administrations publiques détiennent auprès des banques centrales. Le besoin de liquidités des établissements de crédit est renforcé par les réserves obligatoires que les banques sont tenues de constituer en conservant des avoirs sur le compte courant qu'elles détiennent auprès des BCN. Le creusement du déficit de liquidités qui en découle garantit à l'Eurosystème la présence d'un besoin de refinancement du système financier, ce qui permet à la politique monétaire de mieux piloter les taux sur le marché monétaire en allouant les liquidités nécessaires. Afin d'éviter d'imposer des coûts au système bancaire, ces avoirs sont rémunérés au taux marginal des opérations principales de refinancement, pour autant qu'ils restent dans la limite du montant à constituer comme réserve obligatoire. En outre, étant donné que l'obligation doit être respectée en moyenne sur une période de constitution d'un mois environ, les déficits ou excédents de liquidités inattendus peuvent facilement être absorbés par des mouvements à court terme des avoirs en compte courant. Les éventuelles réserves excédentaires – c'est-à-dire les avoirs non rémunérés que les banques détiennent en sus des réserves obligatoires – forment une dernière composante, de peu d'importance, du besoin de refinancement.

Gestion de la liquidité jusqu'à la fin de l'été

L'Eurosystème dispose d'estimations relativement fiables du besoin consolidé de liquidités du système bancaire, qui, dans des circonstances normales, suffisent à calibrer l'ampleur des liquidités à allouer. Cependant, avec la survenance des turbulences financières en août 2007, la demande émanant des banques individuelles a largement dépassé ce besoin consolidé de liquidités, attendu que les établissements de crédit souhaitaient détenir davantage de réserves auprès de l'Eurosystème, dans le but de pouvoir faire face aux chocs de liquidités sans recourir au marché interbancaire, quasiment paralysé. En effet, compte tenu de l'incertitude quant à leur propre situation de liquidité et du risque de crédit que présentaient leurs contreparties, les établissements de crédit se sont montrés réticents à prêter leurs excédents de liquidités, préférant les accumuler sur le compte courant qu'ils détiennent auprès de l'Eurosystème. Dès le début des turbulences

financières, l'Eurosystème a accommodé cette demande accrue de liquidités de sorte que, sur une base consolidée, le montant des réserves obligatoires était déjà atteint relativement tôt durant les périodes de constitution des réserves. En l'absence d'un relâchement des tensions sur le marché monétaire, ce phénomène de préalimentation (*frontloading*) des réserves obligatoires s'est poursuivi jusqu'à la fin de l'été.

La demande soutenue de liquidités a été satisfaite en allouant des montants considérables, dépassant largement les montants dits de référence, lors des opérations principales de refinancement hebdomadaires. Les montants de référence sont calculés de façon à permettre aux établissements de crédit de constituer leurs réserves obligatoires de manière équilibrée jusqu'au règlement de l'opération principale de refinancement suivante. Ils se fondent néanmoins exclusivement sur des paramètres pertinents pour le secteur bancaire consolidé étant entendu que, dans des conditions de marché normales, l'offre et la demande de liquidités des intervenants présentant respectivement un excédent ou un déficit se rencontrent aisément sur le marché interbancaire. En présence de tensions sur le marché et lorsque les intervenants de marché se montrent méfiants, ces montants de référence perdent toutefois leur pertinence au moment où il s'agit d'évaluer l'ensemble du besoin de liquidités.

Pour éviter que le taux d'intérêt au jour le jour ne subisse une pression baissière, l'Eurosystème a réduit progressivement, au cours de chaque période de constitution des réserves, les montants alloués lors des opérations principales de refinancement hebdomadaires, et partant les avoirs en compte courant correspondants. En dépit de l'abaissement graduel du montant alloué lors des opérations principales de refinancement, l'Eurosystème s'est vu contraint de procéder systématiquement à des opérations de réglage fin de taille importante le dernier jour des périodes de constitution des réserves afin de parvenir à des conditions de liquidités équilibrées. Ainsi, entre le 15 janvier et le 9 septembre 2008, le dernier jour de chaque période de constitution des réserves, 18 milliards d'euros ont en moyenne été ponctionnés sur le marché au taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement, à l'exception du 11 mars, où 9 milliards d'euros ont dû être injectés en raison d'une estimation erronée des besoins de liquidités. Les tensions sur les marchés financiers ont aussi amené l'Eurosystème à octroyer occasionnellement des liquidités additionnelles au moyen d'autres opérations de réglage fin. Tel a été le cas lorsque, en réponse aux tensions qui ont émaillé la reprise de la banque d'affaires américaine *Bear Stearns*, 15 milliards d'euros supplémentaires ont été alloués pour une durée de cinq jours à compter du 20 mars, de même

que lors de la clôture du premier trimestre, quand l'octroi de liquidités a également dû être élargi de 15 milliards d'euros, jusqu'au lendemain seulement.

La politique mise au point en 2007 dans le but de financer une plus grande partie du déficit du marché monétaire par le truchement d'opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois a été poursuivie en 2008. En outre, des opérations d'une durée de six mois ont été introduites au début d'avril. En effet, dans le contexte de l'aggravation des turbulences financières, la demande de financement à plus long terme a encore augmenté, compte tenu de la sécurité accrue que celui-ci procure aux institutions financières. Ainsi, les 3 avril et 9 juillet, 25 milliards d'euros ont été alloués pour une durée de six mois. En revanche, les 22 mai et 12 juin, lors du renouvellement d'opérations de refinancement d'une durée de trois mois, le montant à allouer fixé préalablement a été ramené de 60 à 50 milliards d'euros, de telle sorte que l'encours total du refinancement à plus long terme s'élevait à quelque 300 milliards d'euros au début de septembre, contre 150 milliards à la fin de juin 2007, c'est-à-dire avant l'émergence des turbulences sur les marchés financiers.

Nonobstant un renforcement indiscutable de la volatilité de l'Eonia, qui est le taux au jour le jour effectif sur le marché monétaire, l'Eurosystème est globalement parvenu à maintenir ce taux proche de son taux directeur avant l'intensification de la crise financière en septembre 2008, comme il l'avait fait au second semestre de 2007. Entre le 1^{er} janvier et le 9 septembre, le différentiel moyen entre ces taux a été proche de zéro, même si son écart type, atteignant quelque 8 points de base, est demeuré plutôt élevé, surtout par rapport au niveau qu'il affichait avant août 2007. Par ailleurs, pendant cette période, les établissements de crédit se sont encore montrés largement disposés à rétribuer l'Eurosystème pour obtenir un refinancement de sa part, comme l'attestent les écarts des taux marginal et moyen pondéré vis-à-vis du taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement, qui se sont élevés respectivement à 14,8 et 19,3 points de base. De plus, la dispersion des taux offerts a quelque peu augmenté.

Réponse de l'Eurosystème face à l'intensification de la crise financière

À partir de la mi-septembre, les turbulences sur le marché monétaire ont pris des proportions sans précédent. Le matin du 15 septembre, il en a résulté de fortes pressions à la hausse sur le taux d'intérêt au jour le jour et une contraction des volumes échangés sur le segment à très

court terme du marché monétaire. C'est la raison pour laquelle l'Eurosystème a décidé de procéder à une opération de réglage fin par le biais de laquelle 30 milliards d'euros ont été injectés sur le marché. Les jours suivants, de nouvelles opérations de réglage fin visant à octroyer des liquidités ont été réalisées en sus des importantes adjudications effectuées dans le cadre des opérations principales de refinancement. Lors de la dernière opération principale de refinancement de la période de constitution alors en cours, qui a été allouée le 30 septembre, l'adjudication a été particulièrement volumineuse au regard de l'encours des opérations de refinancement. Du 1^{er} au 7 octobre, l'Eurosystème a donc permis aux établissements de crédit de replacer à des conditions favorables leurs liquidités excédentaires auprès de la banque centrale par le biais d'une série d'opérations de réglage fin. En outre, il a été décidé que, à dater du 6 octobre, tous les établissements pouvant participer aux opérations d'*open market* régulières pourraient également participer aux appels d'offres rapides (*quick tenders*) effectués dans le cadre de ces opérations de réglage fin, en vue d'assurer aux institutions financières de plus petite taille un accès aisé aux liquidités de banque centrale.

Durant cette période, certains établissements de crédit ont toutefois préféré ne pas prendre part à ces opérations de réglage fin visant à absorber des liquidités et garder des liquidités en recourant à la facilité de dépôt, en dépit du coût y afférent. La facilité de dépôt offre aux banques la possibilité de placer des avoirs auprès de la banque centrale jusqu'au lendemain, mais à un taux pénalisant, puisqu'il était inférieur de 100 points de base au taux de soumission minimal. La facilité de prêt marginal, qui permet – une fois de plus à un taux dissuasif, puisqu'il était supérieur de 100 points de base au taux de soumission minimal – d'obtenir des liquidités pour un jour auprès de la banque centrale, a elle aussi été abondamment utilisée au cours de la dernière semaine de cette période de constitution des réserves. Le recours accru à la facilité de prêt marginal est également imputable à la grande défiance mutuelle des banques qui empêchait le bon traitement des excédents et des déficits de liquidités. Dans le passé, le recours à ces facilités permanentes était resté très limité et s'observait presque exclusivement le dernier jour de la période de constitution.

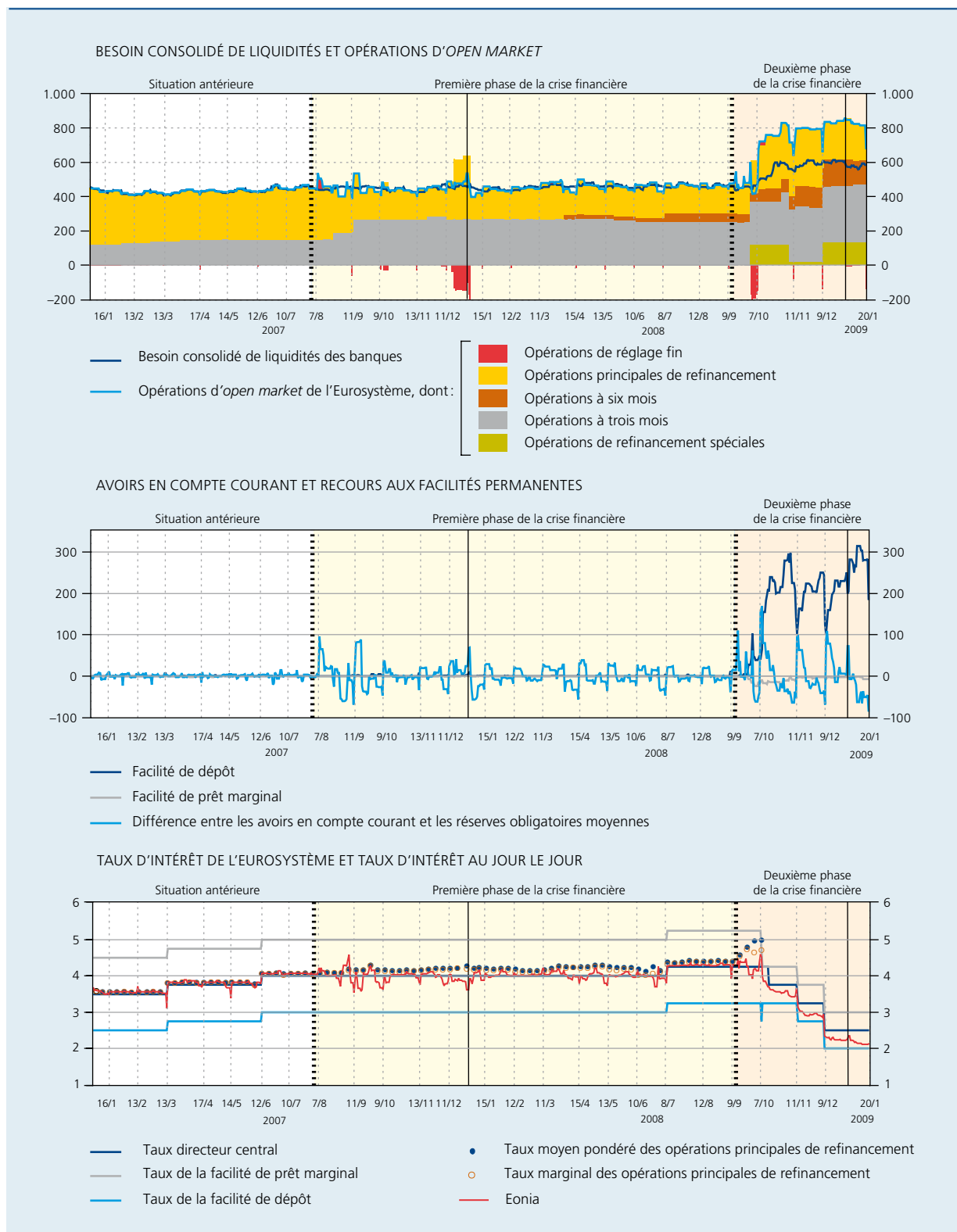
Les tensions sur le marché monétaire se sont avérées persistantes: les volumes échangés sur le marché monétaire au jour le jour sont demeurés faibles et, sur le segment à plus long terme, l'activité a même été quasiment inexistante. Des offres très élevées ont, dès lors, été enregistrées dans le cadre des opérations principales de refinancement: entre le 9 septembre et le 7 octobre, l'écart moyen entre les taux marginal et moyen pondéré, d'une part, et

le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement, d'autre part, est dès lors passé à respectivement 35 et 49 points de base, avec des pointes à respectivement 45 et 74 points de base le 7 octobre. Ceci impliquait que les banques se refinançaient, lors des opérations principales, à des conditions qui étaient nettement moins favorables qu'affichées par le taux directeur central, qui faisait office de taux de soumission minimal.

C'est la raison pour laquelle, à partir de la période de constitution des réserves démarrante le 8 octobre, l'Eurosystème a joué un rôle plus important en tant qu'intermédiaire sur le marché monétaire en euro. En fournissant aux banques qui en avaient besoin des liquidités à des conditions favorables et en leur offrant la possibilité de replacer leurs liquidités excédentaires à des taux avantageux, l'Eurosystème a tenté d'éviter que la paralysie du marché n'entraîne des problèmes de financement pour les banques de la zone euro. Le 8 octobre, constatant que la veille, lors de la première opération principale de refinancement de la nouvelle période de constitution, des taux marginal et moyen pondéré élevés avaient de nouveau été payés, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé non seulement d'abaisser le taux de ces opérations de 50 points de base, comme on l'explique dans la section 2.3, mais aussi de passer, à partir du 15 octobre, pour les opérations principales de refinancement hebdomadaires à un système d'adjudication avec un taux fixe, à savoir le taux directeur central, tout en servant l'intégralité des soumissions, de manière à répondre totalement à la demande de liquidités et éviter une pression à la hausse sur les taux effectivement payés à l'Eurosystème. Pour autant qu'ils disposent de suffisamment de garanties appropriées, les établissements de crédit n'étaient donc plus tributaires du marché monétaire pour apurer leur besoin quotidien de liquidités. En outre, il a été décidé que, à dater du 9 octobre, l'écart entre les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt serait ramené à 100 points de base, au lieu des 200 points de base habituels. Cela plaçait les banques dans une position plus confortable, dans la mesure où elles pouvaient recourir aux facilités permanentes pour financer leurs déficits ou placer leurs excédents de liquidités à un taux plus favorable qu'auparavant. Surtout ce dernier facteur, qui diminuait considérablement le coût associé à une demande prononcée de liquidités lors des opérations de refinancement, a encore stimulé la reprise, par l'Eurosystème, de la fonction d'intermédiation assurée en temps normal par le marché monétaire. L'Eurosystème a, en outre, annoncé que ces mesures resteraient en vigueur aussi longtemps que nécessaire, initialement au moins jusqu'à la fin de la période de constitution incluant la fin de l'année, c'est-à-dire jusqu'au 20 janvier 2009. Ensuite, il a été annoncé le 18 décembre que le système

GRAPHIQUE 14 CONDUITE OPÉRATIONNELLE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'EUROSYSTÈME EN 2007 ET EN 2008

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



Sources : Thomson Financial Datastream, BCE.

d'adjudication à taux fixe et de satisfaction intégrale des soumissions allait se poursuivre au moins jusqu'à la dernière adjudication de la troisième période de constitution de réserves de 2009, fixée le 31 mars. Quant au corridor constitué par les taux des facilités permanentes, le Conseil des gouverneurs a décidé le 18 décembre de le rétablir à 200 points de base à compter du 21 janvier 2009, afin d'inciter les banques à reprendre leur activité sur le marché interbancaire.

L'encours des opérations principales de refinancement a dès lors fortement augmenté à partir du 15 octobre. De plus, le nombre de participants à ces opérations a doublé par rapport à la période antérieure à l'intensification de la crise financière. L'augmentation la plus sensible s'est située par ailleurs au niveau des banques de petite taille. Dans le passé, ces dernières se finançaient dans une large mesure sur le marché interbancaire, mais la paralysie de celui-ci les a obligées de se diriger vers l'Eurosystème, qui, de son côté, venait de rendre plus favorables les conditions associées à un recours.

Afin d'assurer aussi le financement à plus long terme des banques, l'Eurosystème a décidé d'accroître encore son octroi de liquidités par le biais d'opérations de plus longue durée. C'est la raison pour laquelle une opération de refinancement spéciale a été annoncée le 29 septembre, avec règlement le lendemain. Cette opération, dans le cadre de laquelle 120 milliards d'euros étaient alloués jusqu'au 7 novembre, est venue s'ajouter aux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois et six mois en cours. En outre, le volume du refinancement à six mois a encore augmenté : le 9 octobre, lors du renouvellement d'une opération, le montant alloué a été doublé, passant à 50 milliards. Le 15 octobre, il a été précisé que l'opération de refinancement spéciale serait renouvelée à son échéance et que sa durée serait d'environ un mois, comme celle des périodes de constitution. Ce même jour, il a aussi été annoncé que toutes les opérations de refinancement à plus long terme seraient aussi assorties d'un taux fixe, à savoir le taux directeur central, et que l'intégralité des soumissions serait servie, et ce au moins jusqu'en mars 2009. En outre, un calendrier des opérations de refinancement à plus long terme a été publié, qui assurait que, en tout cas jusqu'en mars 2009, deux opérations d'une durée de trois mois, une opération d'une durée de six mois, ainsi qu'une opération d'une durée d'environ un mois, seraient menées chaque mois. En moyenne, entre le 30 septembre 2008 et le 20 janvier 2009, l'encours total du refinancement à plus long terme a atteint 511 milliards d'euros, ce qui représente une progression substantielle par rapport à l'encours d'environ 300 milliards observé à la veille de l'aggravation de la crise financière en septembre.

Le fait de servir l'intégralité des soumissions lors des opérations d'*open market* a mis fin au processus de réduction progressive de l'excédent consolidé de liquidités. À partir du troisième trimestre, à mesure que la fin de la période de constitution des réserves approchait, l'excédent de liquidités ainsi constitué a de plus en plus été placé en recourant à la facilité de dépôt. Le 9 janvier 2009, par exemple, un montant record de 315 milliards d'euros a été placé auprès de l'Eurosystème, alors que des montants supérieurs à 10 milliards étaient tout à fait exceptionnels avant l'éclatement de la crise financière. Le rétrécissement du corridor des taux d'intérêt a, en effet, rendu la facilité de dépôt moins pénalisante. Malgré la provision abondante de liquidités sur une base consolidée, des banques individuelles ont dû recourir davantage à la facilité de prêt marginal, ce qui est aussi symptomatique de la paralysie du marché monétaire. Ainsi, le montant emprunté a atteint jusqu'à 25 milliards d'euros au début d'octobre, et le recours à la facilité de prêt marginal est demeuré élevé au cours des périodes de constitution qui ont suivi, de sorte qu'en moyenne, 6,1 milliards d'euros ont été empruntés entre le 8 octobre 2008 et le 20 janvier 2009. Les 11 novembre et 9 décembre 2008 et le 20 janvier 2009, chaque fois dernier jour des périodes de constitution des réserves, une grande quantité de liquidités a néanmoins été absorbée par le biais d'opérations de réglage fin à taux variable, et ce pour des volumes de respectivement 80, 137 et 140 milliards d'euros.

Étant donné l'octroi très large de liquidités depuis les modifications apportées en octobre au cadre opérationnel, le taux d'intérêt au jour le jour a eu tendance à être inférieur au taux des opérations principales de refinancement. Le différentiel entre ce dernier taux et l'Eonia s'est établi à 27 points de base entre le 8 octobre 2008 et le 20 janvier 2009, et son écart type a atteint quelque 11 points de base. Le fait que, malgré les liquidités abondantes sur une base consolidée, le taux d'intérêt au jour le jour ne soit pas descendu jusqu'au niveau du taux de la facilité de dépôt, montre en outre que les banques sont demeurées très réticentes à se prêter mutuellement des fonds sur le marché interbancaire.

Les opérations d'*open market* et le recours à la facilité de prêt marginal ont toujours été réalisés contre remise de garanties appropriées afin de préserver l'Eurosystème de risques financiers. La liste, dite « *Single List* », des garanties éligibles comporte à la fois des actifs négociables, dont des titres adossés à des actifs (*Asset-backed Securities* – *ABS*), et des actifs non négociables, comme par exemple des crédits, et a donc été envisagée dès le départ dans un sens large. Au terme de sa révision bisannuelle des mesures visant à encadrer les risques, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 4 septembre, d'affiner sur

un plan technique, à partir du 1^{er} février 2009, les règles relatives aux garanties, de nouveaux ajustements étant encore apportés le 20 janvier 2009. Par exemple, de nouveaux *haircuts* – c'est-à-dire des décotes appliquées à la valeur de marché des titres mobilisés en fonction du risque qui y est associé – ont été fixés pour les ABS et pour les obligations bancaires non garanties, et les exigences concernant la publicité de la notation des titres proposés ont été revues à la hausse.

L'ensemble des instruments que les banques peuvent présenter à des fins de garantie lors des opérations avec l'Eurosystème a cependant été mis sous pression du fait des turbulences financières. Tout d'abord, le rôle plus important de l'Eurosystème en tant qu'intermédiaire sur le marché monétaire a entraîné un encours plus élevé d'opérations d'*open market*, qui nécessitent toutes la constitution de garanties appropriées. Ensuite, l'octroi de liquidités en devises, sensiblement renforcé au quatrième trimestre, a également pesé sur la disponibilité d'actifs considérés comme éligibles par l'Eurosystème. Enfin, des exigences plus strictes en matière de nantissement requis se sont aussi imposées sur le marché des crédits garantis, ce qui a exercé une pression supplémentaire sur la totalité des garanties appropriées. Certains établissements de crédit auraient, dès lors, pu être confrontés à un déficit d'actifs éligibles, ce qui aurait contribué à affaiblir leur position de liquidité. C'est pourquoi l'Eurosystème a décidé, le 15 octobre, de procéder à un élargissement de la liste des actifs éligibles admis en garantie, laquelle

restera d'application au moins jusqu'à la fin de 2009. L'accent a cependant été mis sur le fait que l'assouplissement des critères concernant les garanties requises pour que les titres soient éligibles irait de pair, comme cela était déjà le cas auparavant, avec une extrême vigilance de la part des BCN, qui restent libres d'apprécier au cas par cas le caractère approprié des actifs et d'en exclure certains le cas échéant.

Tout d'abord, la notation minimale des titres de créance, à l'exception des ABS, a été ramenée, à partir du 22 octobre, de «A-» à «BBB-». Un *haircut* supplémentaire de 5 p.c. est toutefois appliqué aux instruments présentant une notation «BBB-». Ensuite, une gamme plus large de titres de créance négociables a été admise à compter du 22 octobre, avec application de *haircuts* supplémentaires. Enfin, les titres de créance en dollar des États-Unis, livre britannique et yen japonais émis dans la zone euro ont également été acceptés, et ce à dater du 14 novembre.

Afin d'atténuer les difficultés que rencontrent les banques pour obtenir des liquidités en monnaies étrangères, l'octroi de liquidités en devises par l'Eurosystème, entamé à la fin de 2007, a été considérablement renforcé durant l'année sous revue. L'encadré 3 commente ces opérations, ainsi que les autres facteurs liés à l'intensification de la crise financière qui ont été à l'origine de l'extension considérable du bilan de l'Eurosystème pendant l'année sous revue.

Encadré 3 – L'évolution du bilan de l'Eurosystème au cours de la période de turbulences financières

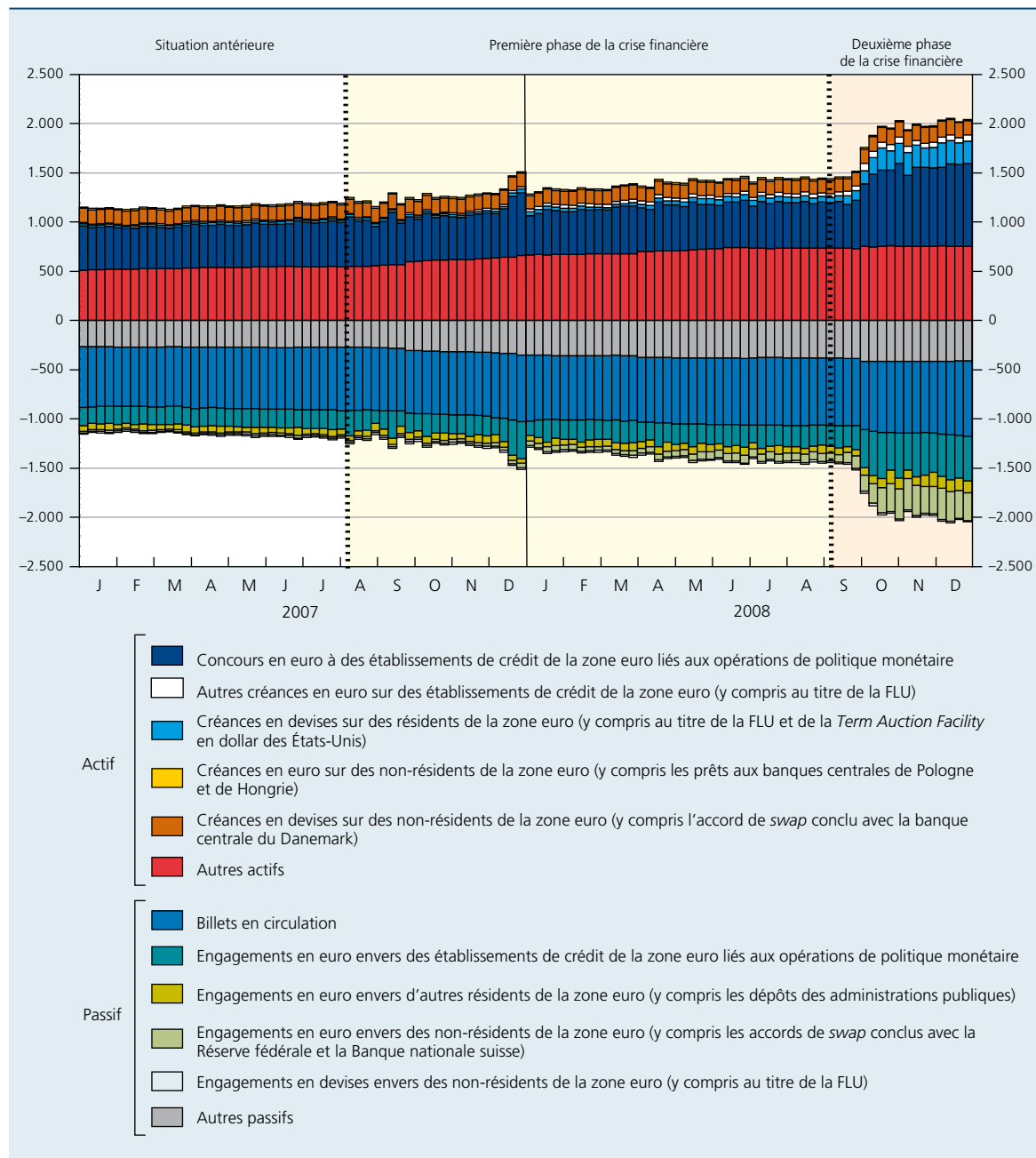
Le bilan de l'Eurosystème offre une vue d'ensemble de l'offre et de la demande de liquidités, les rubriques ayant une incidence positive sur les liquidités à la disposition du secteur bancaire et celles relatives à une ponction de liquidités figurant respectivement à l'actif et au passif. Au cours de la période de turbulences financières aiguës, le total du bilan de l'Eurosystème s'est sensiblement accru, en raison du comportement du public et de facteurs sur lesquels l'Eurosystème n'a pas de prise, mais surtout des mesures spécifiques adoptées par ce dernier, en vue de se substituer – tant en euro qu'en monnaies étrangères – au marché interbancaire défaillant. Il est ainsi passé de moins de 1.500 milliards d'euros en août 2008 à plus de 2.000 milliards en novembre. Bien qu'elle ait été considérable, cette extension du bilan de l'Eurosystème découle uniquement de transactions avec les établissements de crédit, alors que la Réserve fédérale a aussi repris une partie de l'intermédiation avec les secteurs non bancaires.

Les concours en euro à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire comprennent l'encours des opérations d'*open market* visant à octroyer des liquidités et le recours à la facilité de prêt marginal. Ces rubriques ont fortement augmenté sur fond d'aggravation des tensions financières en septembre, à la suite du renforcement du rôle d'intermédiaire joué par l'Eurosystème sur le marché monétaire. La hausse des avoirs en compte courant et le recours accru à la facilité de dépôt, qui représentent l'essentiel des



BILAN DE L'EUROSISTÈME

(données hebdomadaires, milliards d'euros)



Source : BCE.

engagements envers les établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire, en ont été la contrepartie.

L'octroi de liquidités en euro par l'Eurosystème a progressé également parce que l'effet de resserrement de la liquidité émanant des facteurs autonomes s'est singulièrement amplifié au début d'octobre. Entre le 1^{er} octobre

et le 31 décembre 2008, cet effet s'est ainsi élevé à 352 milliards d'euros en moyenne, contre 249 milliards pour les neuf premiers mois de l'année. Les incertitudes accrues quant à la pérennité de certaines institutions financières ont, par exemple, engendré une hausse de la demande de billets en octobre, laquelle a conduit à une augmentation du besoin de liquidités global du secteur bancaire. L'encours total des billets en circulation est ainsi passé à 730 milliards d'euros en moyenne entre le 1^{er} octobre et le 31 décembre, contre 670 milliards en moyenne au cours des neuf premiers mois de 2008. Les dépôts détenus par certaines administrations publiques de la zone euro auprès des BCN représentent aussi un besoin de liquidités, qui s'est accentué au cours de la période d'intensification des turbulences financières.

Les opérations en devises réalisées par l'Eurosystème ont également entraîné une extension sensible de son bilan. Compte tenu de la persistance des tensions sur les marchés monétaires internationaux, les institutions financières européennes ont, en effet, éprouvé des difficultés à financer des besoins de liquidités en devises, surtout en dollar. Le marché des *swaps* de change, lesquels constituaient auparavant une source importante de financement en devises pour les institutions financières, s'est asséché. C'est pourquoi les établissements de crédit de la zone euro se sont vu offrir, dans le cadre du dispositif temporaire d'adjudication (*Term Auction Facility*) qui est le fruit d'une action coordonnée entre banques centrales, la possibilité d'obtenir des liquidités en dollar contre la mise en garantie d'actifs considérés comme éligibles par l'Eurosystème. Les deux opérations lancées en décembre 2007, pour un montant total de 20 milliards de dollars, ont été renouvelées en janvier, mais suspendues au début de mars. Cependant, ces opérations d'une durée de 28 jours ont repris à la fin de mars, à la suite des nouvelles difficultés rencontrées par les banques de la zone euro pour obtenir des liquidités en dollar, si bien qu'à la fin de juillet, le refinancement en devises s'élevait à 50 milliards de dollars. Il a été annoncé le 30 juillet qu'en sus des opérations d'une durée de 28 jours, des opérations d'une durée de 84 jours seraient proposées, sans toutefois accroître l'encours total. De nouvelles mesures ont été adoptées dans le courant des mois de septembre et d'octobre afin d'apaiser les tensions croissantes sur le marché du financement en dollar. Ainsi les banques ont-elles eu la possibilité d'obtenir des liquidités en dollar jusqu'au jour suivant, tandis qu'un refinancement d'une durée d'une semaine a été instauré. Après que le volume du financement en dollar eut été progressivement relevé en septembre et en octobre, des opérations en dollar, à taux fixe et dans le cadre desquelles l'intégralité des soumissions était satisfaite, ont été menées à partir du 16 octobre. À compter du 23 octobre, l'Eurosystème a, en outre, réalisé un deuxième type d'opération en dollar: les établissements de crédit de la zone euro ont pu obtenir des dollars au moyen de *swaps* de change avec l'Eurosystème. Les dollars nécessaires à ces deux types d'opération ont été mis à disposition par la Réserve fédérale par le biais d'un accord de *swap* conclu en 2007. L'Eurosystème et la Réserve fédérale ont, en outre, convenu pendant l'année sous revue d'adapter les montants de l'accord de *swap*, de manière à ce que la totalité du besoin de liquidités en dollar soit servie. L'Eurosystème a ainsi injecté 262 milliards de dollars en moyenne entre le 16 octobre et le 31 décembre, dont en moyenne environ 16 milliards par le biais des *swaps* de change. Par ailleurs, des *swaps* de change en franc suisse ont été mis en place à partir du 20 octobre, par l'intermédiaire desquels les établissements de crédit de la zone euro ont pu échanger avec l'Eurosystème des euros contre des francs suisses pour des durées de 7 et de 84 jours, pour un encours moyen qui s'est élevé à 14 milliards d'euros entre le 20 octobre et le 31 décembre. Ces francs suisses ont été mis à disposition via un accord de *swap* entre l'Eurosystème et la Banque nationale suisse.

Même si ces opérations en devises ont gonflé le total du bilan de l'Eurosystème, elles n'ont eu qu'une incidence directe plus limitée sur le besoin de liquidités en euro. En effet, la hausse des engagements en euro envers des non-résidents, en l'occurrence les avoirs en euro détenus par la Réserve fédérale et la Banque nationale suisse sur un compte auprès de l'Eurosystème découlant des *swaps* entre l'Eurosystème et ces banques centrales, est en grande partie compensée par celle des créances en devises sur des résidents de la zone euro. En revanche, la provision de liquidités en devises au moyen de *swaps* de change avec les établissements de crédit de la zone euro – c'est-à-dire une fraction de la liquidité fournie en dollar et l'entièreté des opérations en franc suisse – augmente à due concurrence le besoin de liquidités en euro du secteur bancaire. Les devises ont, en effet, été procurées au secteur bancaire européen en échange d'euros et non, comme ce fut le cas pour les autres opérations, contre la mise en garantie d'actifs considérés comme éligibles.



Certains établissements de crédit ayant été confrontés en septembre et en octobre à des problèmes de liquidité menaçant leur survie, les BCN de plusieurs États membres ont été contraintes d'assurer une fourniture de liquidités d'urgence (FLU), et ce tant en euro qu'en devises. Alors que les opérations en devises réalisées dans ce cadre et financées par l'intermédiaire de l'accord de *swap* conclu avec la Réserve fédérale ou d'emprunts en devises contractés auprès de la BRI, n'ont pas eu d'effet direct sur le besoin net de liquidités en euro lors des opérations régulières de politique monétaire, il n'en a pas été de même des crédits d'urgence qui ont dû être octroyés en euro. Par ce biais, des liquidités en euro ont, en effet, été mises à la disposition des établissements de crédit en dehors de ces opérations. Les montants alloués par le canal de la FLU en euro ont toutefois été relativement limités, surtout si on les compare au total du bilan de l'Eurosystème.

En octobre, les établissements de crédit établis en dehors de la zone euro ont éprouvé des difficultés à obtenir des liquidités en euro, à l'instar des banques européennes qui peinaient à s'en procurer en dollar et en franc suisse. C'est pourquoi l'Eurosystème a conclu, le 27 octobre, un accord de *swap* avec la banque centrale du Danemark, en vertu duquel 12 milliards d'euros pouvaient être échangés contre des couronnes danoises détenues par l'Eurosystème sur un compte auprès de celle-ci. Les euros ont été fournis par la banque centrale du Danemark à la communauté bancaire de ce pays. Les 16 octobre et 21 novembre, l'Eurosystème a ouvert une ligne de crédit contre garantie aux banques centrales hongroise et polonaise respectivement, pour un montant total de 15 milliards d'euros, afin de garantir la provision de liquidités en euro dans ces pays. À mesure que ces lignes de crédit étaient mobilisées, la provision de liquidités en euro par des banques centrales étrangères qui en découle a eu un effet d'élargissement de la liquidité dans la zone euro.

La structure des taux sur le marché monétaire

Les taux d'intérêt interbancaires non garantis à plus d'un jour (Euribor) ont diminué au cours du mois de janvier, après l'apaisement progressif de la nervosité traditionnelle de la fin d'année, liée à la clôture par les établissements de crédit de leurs comptes annuels. Au printemps et en été, ils ont toutefois recommencé à augmenter, principalement pour les échéances plus longues. Ce mouvement découlait des anticipations haussières concernant les taux directeurs, telles que celles-ci se reflètent dans les taux d'intérêt garantis de même échéance (Eurosto). Comme le révèle la progression des taux non garantis plus vigoureuse que celle des taux garantis, il s'y est ajouté une prime de risque accrue, offrant une compensation pour les risques de défaut de paiement et de liquidité.

Dans la seconde moitié du mois de septembre, les taux des emprunts en blanc, c'est-à-dire sans garantie, se sont inscrits en forte hausse, essentiellement pour les échéances plus courtes. Un net accroissement de la prime de risque a été à l'origine de cette augmentation, comme l'atteste la réduction des taux d'intérêt garantis qui s'est opérée dans le même temps à mesure que des attentes de baisses futures du taux directeur étaient incorporées. De ce fait, l'écart entre les taux d'intérêt garantis et non garantis à trois mois a atteint, le 10 octobre, une valeur

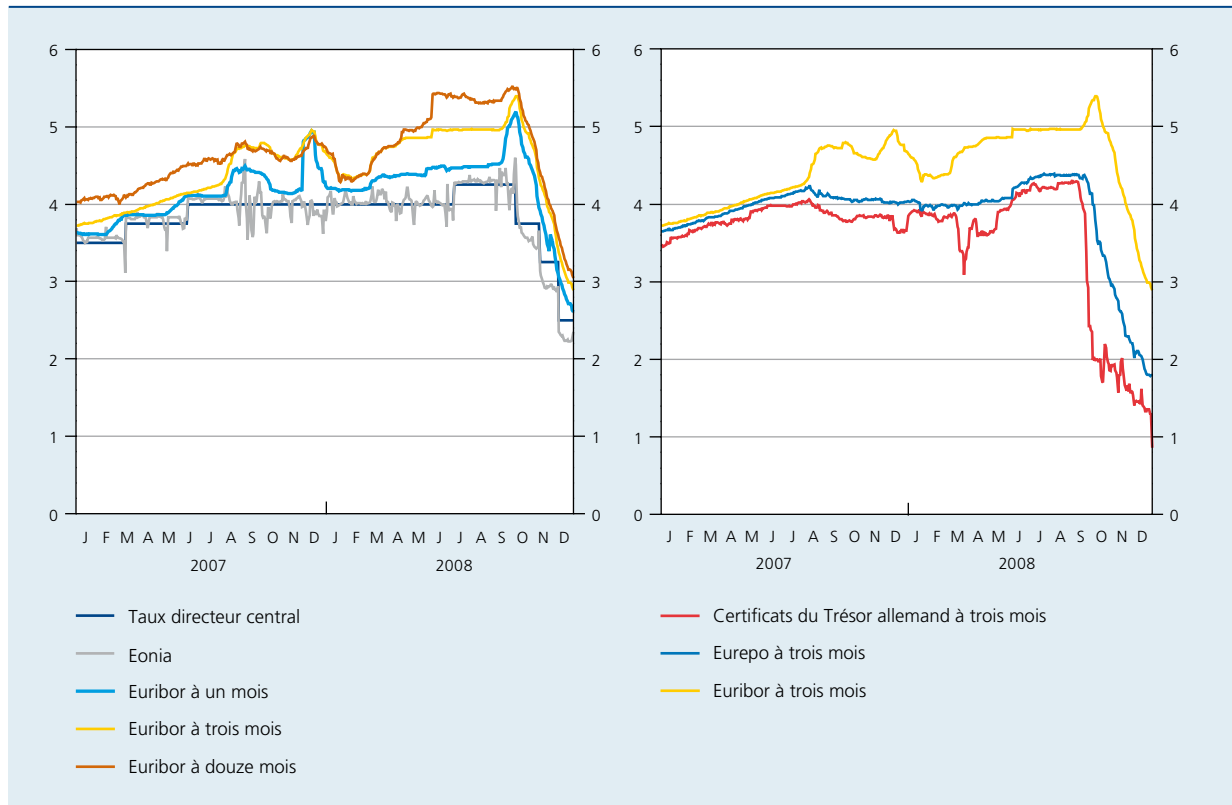
record de 184 points de base. Au premier semestre de 2007, c'est-à-dire avant l'éclatement des tensions financières, il s'établissait en moyenne à 7 points de base.

Les réductions successives du taux directeur et les attentes grandissantes de nouvelles réductions de taux ont entraîné un recul des taux d'intérêt sur le marché monétaire durant l'automne. Cette diminution a été plus prononcée pour les taux d'intérêt non garantis que pour les taux garantis, de sorte que l'écart entre les deux types d'emprunts, et donc également la perception du risque de défaut de paiement, se sont inscrits en baisse. Toutefois, en fin d'année, cet écart atteignait toujours quelque 110 points de base.

Le dernier accès de turbulences financières est allé de pair avec une diminution très sensible des rendements des titres à court terme des émetteurs souverains. Ainsi, le rendement des certificats du Trésor allemand à trois mois est retombé à environ 1 p.c. à la fin de décembre. Ces reculs importants reflètent les modifications de l'orientation de la politique monétaire et les attentes y afférant, mais ils sont tout autant imputables au statut de valeur refuge dont bénéficient ces actifs dans des périodes de turbulences financières. En outre, ces actifs étaient très recherchés pour être utilisés à titre de nantissement dans le cas d'emprunts garantis, tant auprès de l'Eurosystème que sur le marché privé. De ce fait, pour

GRAPHIQUE 15 STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO

(données journalières)



Sources : Bloomberg, Thomson Financial Datastream.

l'échéance à trois mois, l'écart entre les taux d'intérêt sur le marché interbancaire des prêts garantis et le rendement des titres publics allemands a atteint une valeur maximale de 200 points de base le 3 octobre.

La banque centrale n'a pas de prise directe sur les primes de risque incluses dans les taux d'intérêt non garantis. En effet, celles-ci résultent exclusivement de l'évaluation du risque de défaut de paiement des contreparties, alors que la politique monétaire ne peut piloter que les taux d'intérêt sans risque. Lors de la définition de l'orientation de la politique monétaire, les mouvements des taux interbancaires non garantis sont toutefois pris en considération, étant donné qu'ils font office de taux de référence pour de nombreux contrats financiers. Une hausse de l'Euribor découlant uniquement d'une prime de risque accrue implique donc un durcissement des conditions de financement dans l'économie, indépendamment de la politique monétaire. Sans être en mesure d'influencer directement la prime de risque, la politique monétaire peut toutefois, si besoin en est, en compenser l'incidence par le biais d'une baisse des taux directeurs ou de leur hausse moins rapide.

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

Comme elle a modifié l'octroi de liquidités, l'intensification de la crise financière internationale au milieu du mois de septembre a également marqué un changement radical de l'orientation de la politique monétaire.

De janvier jusqu'à la fin de l'été : risques à la hausse accrus pour la stabilité des prix

Les données disponibles au début de l'année sous revue ont fait apparaître que l'activité économique n'avait été que peu affectée par les turbulences financières qui avaient débuté en août 2007. La croissance trimestrielle du PIB en volume avait certes reculé au dernier trimestre de 2007, à 0,3 p.c., contre 0,6 p.c. au trimestre précédent, mais la plupart des indicateurs à court terme étaient restés à un niveau relativement élevé. Dès lors, les prévisions de croissance pour 2008 et 2009 n'ont été que légèrement

revues à la baisse durant le premier semestre. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a estimé que les fondamentaux économiques de la zone euro demeuraient sains et qu'ils étaient soutenus par la vigueur persistante de la demande extérieure. L'émergence des nouveaux pays industrialisés et la constatation que la forte expansion économique s'y appuyait moins sur les exportations et était davantage tirée par la demande intérieure ont, en effet, conforté l'hypothèse selon laquelle la croissance mondiale pourrait se découpler du cycle américain. Le degré élevé d'utilisation des capacités de production et la rentabilité des entreprises de la zone euro paraissaient, en outre, devoir continuer de soutenir le développement de leurs investissements. Dans le même temps, malgré le net renchérissement des matières premières, la consommation privée semblait pouvoir contribuer encore à l'expansion économique, grâce à la progression de l'emploi et au recul à 7,2 p.c. du taux de chômage, soit le niveau le plus bas des vingt-cinq dernières années. Ces deux facteurs résultent à leur tour, non seulement de l'évolution favorable de la conjoncture, mais aussi de la politique de réformes structurelles sur le marché du travail et de la modération salariale. Enfin, la croissance persistante du crédit au secteur privé faisait apparaître que les problèmes sur les marchés financiers ne pesaient pas encore sur l'offre de crédits.

Le scénario de base décrit ci-dessus est toutefois allé de pair avec un niveau élevé d'incertitude et des risques essentiellement orientés à la baisse. Les principaux risques, identifiés par le Conseil des gouverneurs, étaient pour la plupart liés aux problèmes sur les marchés financiers. Ces problèmes pouvaient non seulement se prolonger davantage, mais également avoir un impact plus important sur l'économie réelle que selon le scénario de base. En outre, l'on craignait que la poursuite du renchérissement des matières premières, en particulier du pétrole brut, ne pèse sur la consommation et sur les investissements des entreprises. Enfin, il ne pouvait pas être exclu que les économies émergentes enregistrent un net ralentissement de leur croissance, de sorte que la demande extérieure s'avèrerait plus faible que l'hypothèse retenue dans le scénario de base.

Malgré la légère révision à la baisse des perspectives de croissance de l'Eurosystème publiées au début de mars, la progression de l'activité au premier trimestre de l'année sous revue est restée étonnamment vigoureuse, avec une croissance trimestrielle du PIB en volume de la zone euro de 0,7 p.c. Ce résultat a toutefois été largement imputable à des facteurs temporaires, à savoir les conditions météorologiques favorables, qui ont soutenu l'activité de construction en hiver. On prévoyait, dès lors, un recul de l'expansion du PIB réel au deuxième trimestre et, dès le départ, l'accent a été mis sur le fait qu'il

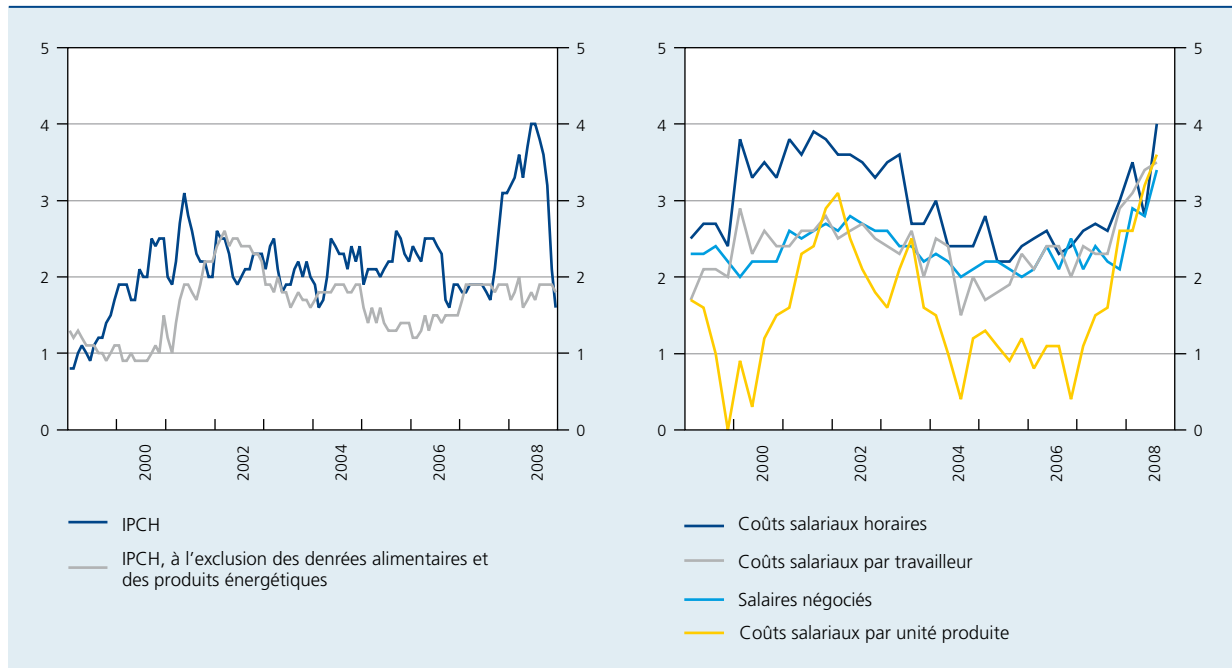
convenait d'apprécier les chiffres de la croissance de la zone euro sur l'ensemble du premier semestre de 2008. Tout cela s'est clairement reflété dans les projections publiées au début du mois de juin par l'Eurosystème. La progression attendue de l'activité pour 2008 n'a été que faiblement revue à la hausse – il était prévu que la croissance en 2008 s'établirait entre 1,5 et 2,1 p.c. –, tandis que les perspectives de croissance pour 2009 étaient quelque peu revues à la baisse, en raison de la poursuite du renchérissement des matières premières. À ce moment, les prévisions de croissance pour 2009 étaient comprises entre 1 et 2 p.c. Les principales institutions internationales et la plupart des prévisionnistes professionnels sont arrivés, au premier semestre, à des projections de croissance économique similaires pour 2008 et 2009.

Contrairement aux évolutions de l'activité, celles relatives à l'inflation ont inspiré des inquiétudes croissantes au Conseil des gouverneurs. Au premier semestre, l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro a atteint un niveau jamais observé depuis 1999, dépassant largement la limite supérieure de 2 p.c. fixée dans la définition quantitative de la stabilité des prix. La vigueur persistante de la demande d'énergie et de denrées alimentaires émanant des économies émergentes, ainsi que, dans le cas de certaines matières premières alimentaires, des évolutions négatives, quoique de nature essentiellement temporaire, au niveau de l'offre ont entraîné une élévation considérable des prix des matières premières, laquelle a rapidement exercé un effet substantiel sur les composantes énergétique et alimentaire de l'IPCH. Il est possible que, pour ces composantes, la flambée des prix ait été nourrie par un appétit accru pour les instruments financiers dérivés basés sur les cours des matières premières. La transmission de ces hausses de cours aux prix des autres biens et services est toutefois restée limitée, comme le reflète la progression quasiment constante de l'IPCH hors denrées alimentaires et produits énergétiques, à un rythme légèrement inférieur à 2 p.c., ainsi que l'évolution toujours modérée des coûts salariaux sur la base des données disponibles à l'époque, c'est-à-dire jusqu'au dernier trimestre de 2007.

Ce constat corroborait l'hypothèse retenue dans les projections de l'Eurosystème, du moins dans le scénario de base, selon laquelle l'incidence du renchérissement des matières premières sur l'inflation globale serait de nature temporaire et qu'aucun effet généralisé de second tour ne se manifesterait. À mesure que, contrairement aux prévisions antérieures, les hausses des prix des matières premières se poursuivaient et que, dès lors, l'inflation restait également supérieure aux prévisions initiales, il est toutefois devenu de plus en plus clair que celle-ci ne

GRAPHIQUE 16 INDICATEURS DE PRESSIONS INFLATIONNISTES DANS LA ZONE EURO

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



Sources : CE, BCE.

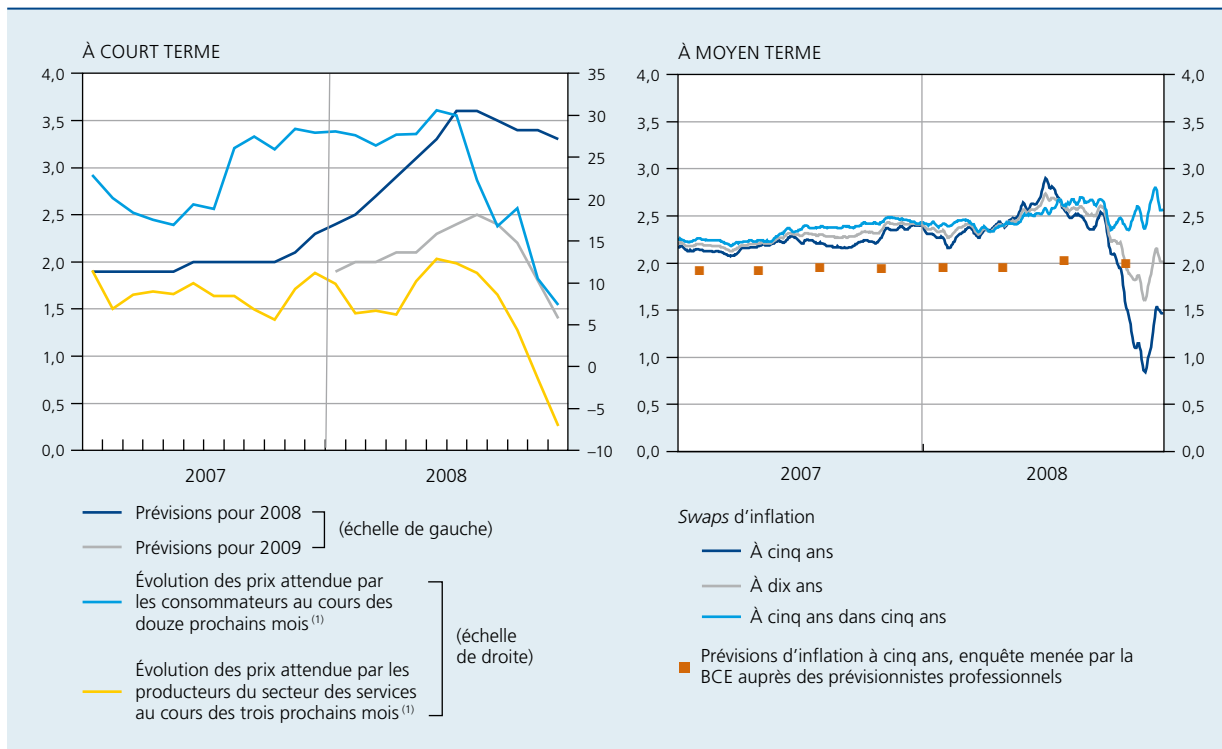
repasserait probablement pas sous les 2 p.c. avant un certain temps. La projection d'inflation de l'Eurosystème pour 2009 a par conséquent été revue à la hausse, tant en mars qu'en juin, s'établissant dans la fourchette de respectivement [1,5;2,7] et [1,8;3,0] p.c. En outre, à mesure que l'ampleur et la persistance attendue de la poussée d'inflation s'intensifiaient, le Conseil des gouverneurs a attiré plus fermement l'attention sur le risque d'effets de second tour dans la fixation des prix et la formation des salaires. C'est pourquoi il a appelé les parties concernées, tant le secteur privé que le secteur public, à prendre leurs responsabilités, afin notamment que les évolutions salariales restent conformes aux développements de la productivité. Il a également exprimé ses préoccupations quant à l'existence de mécanismes par lesquels les salaires nominaux sont indexés sur la base de l'indice des prix à la consommation. Dans le même temps, l'importance d'un ancrage solide des attentes d'inflation a été systématiquement soulignée. En effet, dès le moment où elles sont effectuées, les anticipations relatives à l'évolution future de l'inflation exercent une incidence sur la fixation des prix et sur la formation des salaires, de sorte qu'elles ont une importance immédiate pour l'inflation elle-même. Un fait préoccupant, au deuxième trimestre, a été que non seulement les anticipations d'inflation à court terme ont été revues à la hausse, en conformité avec les projections de l'Eurosystème, mais aussi les attentes d'inflation à

moyen terme. Ce sont surtout ces dernières qui donnent des informations sur la crédibilité dont jouit la politique monétaire quant au maintien de la stabilité des prix à un horizon temporel pertinent. Tant la progression légère, mais néanmoins nette, des prévisions d'inflation à cinq ans dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels que la hausse de l'inflation prévue à cinq ans dans cinq ans, telle que déduite des contrats de *swaps* d'inflation, ont inspiré de vives inquiétudes au Conseil des gouverneurs.

Au premier semestre de 2008, l'analyse monétaire confirmait l'existence de risques haussiers pesant sur la stabilité des prix à moyen et à long termes. En dépit d'un léger ralentissement qui pouvait être imputé au durcissement de la politique monétaire opéré en 2006 et en 2007, la progression annuelle de M3 et celle de l'octroi de crédits au secteur privé sont demeurées robustes. Il convient néanmoins de souligner que le Conseil des gouverneurs a jugé que les taux de progression de M3 surestimaient vraisemblablement quelque peu la croissance sous-jacente de la masse monétaire, notamment en raison du profil relativement plat de la courbe des taux d'intérêt, qui a donné lieu à des réaménagements de portefeuille au profit d'instruments de placement à court terme inclus dans M3. La substitution entre les composantes de M3 s'est en outre poursuivie, du fait de la hausse des taux à

GRAPHIQUE 17 ANTICIPATIONS D'INFLATION DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation annuelle, sauf mention contraire)



Sources : CE, Consensus Economics, Thomson Financial Datastream, BCE.

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

court terme, qui rendait les dépôts à terme plus attractifs, au détriment des dépôts à vue.

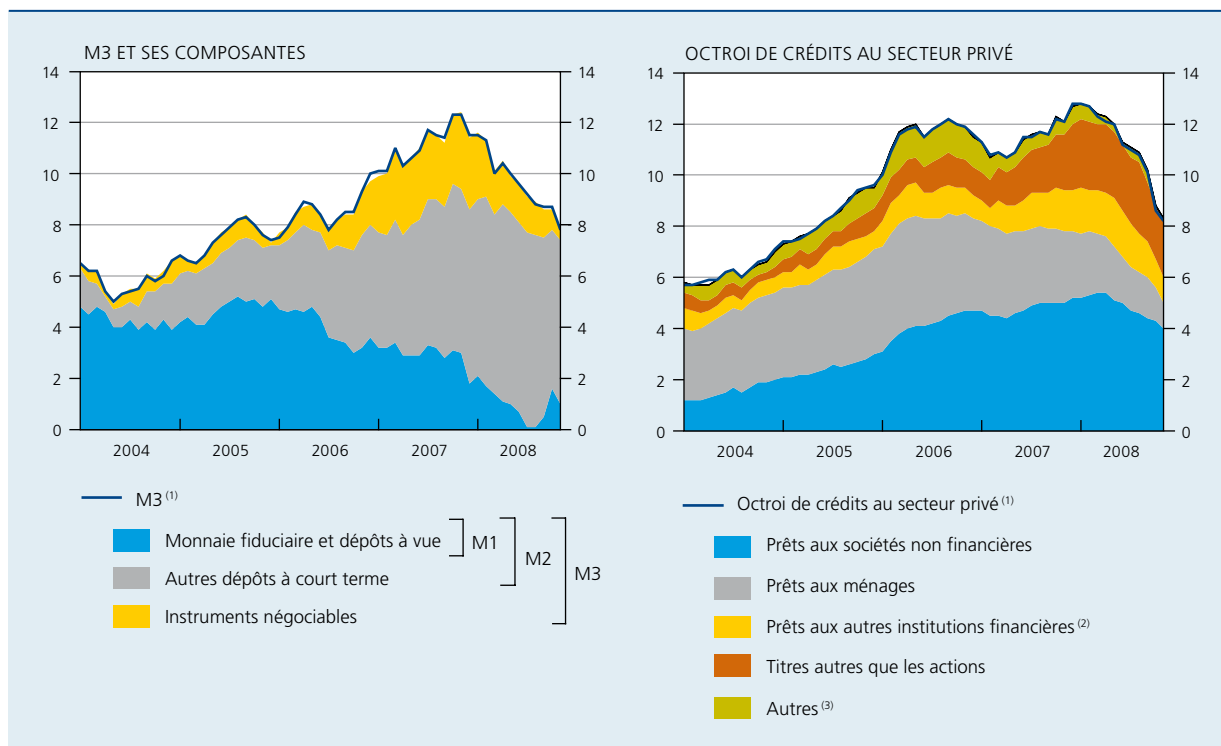
L'augmentation de l'octroi de crédits est également demeurée vive, soutenant ainsi la vigueur de la croissance de la masse monétaire. La dynamique à court terme, à savoir l'évolution de la croissance trimestrielle, a cependant indiqué un léger tassement dès le premier trimestre. Celui-ci semblait néanmoins être essentiellement attribuable à une baisse de la demande de crédits, en raison notamment de la hausse des taux d'intérêt et de la poursuite de la détente sur le marché du logement, plutôt qu'à une réduction par les banques de leur offre à la suite des difficultés qu'elles rencontraient sur les marchés financiers. À court terme, les turbulences financières ont même exercé un effet haussier sur le taux de croissance de certaines composantes de l'octroi de crédits, ce qui était imputable à la réintermédiation induite par ces perturbations et n'était nullement le signe d'une augmentation des ressources financières totales dont dispose le secteur non financier. Trois évolutions allaient dans ce sens. D'abord, le net accroissement de l'octroi de prêts aux « autres institutions financières » était le reflet du fait que les véhicules de titrisation, qui étaient confrontés à

des problèmes de financement sur le marché du papier commercial et des obligations d'entreprise, ont été contraints de recourir aux lignes de crédit qu'ils détenaient auprès des banques auxquelles ils étaient liés. Ensuite, les bilans de ces véhicules ont également été allégés par la reprise de titres, ce qui s'est traduit par une progression de la rubrique « titres autres que les actions » dans le bilan consolidé du secteur des IFM. Le fait que les banques puissent utiliser ces titres comme garantie dans le cadre des opérations de refinancement de l'Eurosystème était pour elles une raison supplémentaire de les faire figurer dans leur bilan. Enfin, l'expansion des crédits aux sociétés non financières a été soutenue par un effet de substitution, c'est-à-dire par un glissement du financement des entreprises non financières du marché vers les banques.

Après avoir systématiquement attiré l'attention au premier semestre sur les risques haussiers pesant sur la stabilité des prix, risques soulignés tant par l'analyse économique que par l'analyse monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 4 juillet, de relever le taux directeur de 25 points de base, le portant à 4,25 p.c., une décision qui était du reste tout à fait anticipée par les marchés.

GRAPHIQUE 18 MASSE MONÉTAIRE ET OCTROI DE CRÉDITS AU SECTEUR PRIVÉ DANS LA ZONE EURO

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



Sources : CE, BCE.

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

(2) Prêts aux institutions financières non monétaires, à l'exclusion des sociétés d'assurances et des fonds de pension.

(3) Actions et prêts aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension.

Au cours de l'été, le Conseil des gouverneurs a continué de prévoir un ralentissement modéré de la croissance, tout en soulignant les risques, essentiellement orientés à la baisse, pouvant affecter son évolution. L'existence de risques haussiers pesant sur la stabilité des prix a par ailleurs été confirmée. S'agissant de l'activité économique, même si le renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires allait grever la demande intérieure, l'on considérait que la persistance de la vigueur de la demande extérieure, en particulier de la part des économies émergentes, resterait un facteur de soutien de la croissance. La contraction de 0,2 p.c. du PIB au deuxième trimestre a donc constitué une surprise, même si une correction technique de la progression du PIB était anticipée. En outre, plusieurs indicateurs de confiance se sont de plus en plus infléchis à la baisse. L'inflation est néanmoins demeurée exceptionnellement élevée, en dépit d'un repli de 20 p.c. du cours du pétrole exprimé en euro entre début juillet et début septembre. Elle a encore atteint 3,8 p.c. en août, contre 4 p.c. en juillet. Le Conseil des gouverneurs est dès lors resté vigilant quant aux risques d'effets de second tour au niveau de la formation des salaires et de la fixation des prix. Les premières données relatives à l'évolution

des coûts salariaux en 2008, qui ont été publiées durant l'été, indiquaient en outre que ceux-ci avaient sensiblement augmenté, alors que la productivité du travail s'était affaiblie, ce qui avait entraîné un net accroissement des coûts salariaux par unité produite. Enfin, l'expansion de la masse monétaire et de l'octroi de crédits est demeurée vigoureuse, mais la dynamique à court terme de ces variables a montré des signes de modération, et le nouveau recul de la croissance de M1 – la composante de M3 qui est la plus proche de la demande de monnaie pour des motifs de transaction – était le signe que le ralentissement de la croissance économique n'était peut-être pas encore arrivé à son terme. Ces éléments confirmaient que des risques haussiers pesaient sur la stabilité des prix, mais semblaient également indiquer que ceux-ci ne s'intensifiaient plus.

À partir de la mi-septembre : aggravation de la crise financière et nette atténuation des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix

Dans le courant du mois de septembre, la crise sur les marchés financiers est entrée dans une nouvelle phase. Elle a posé de nouveaux défis, au niveau tant de la stabilité financière que du maintien de la stabilité macroéconomique. Il s'agissait plus particulièrement d'examiner dans quelle mesure les scénarios de croissance du PIB et d'inflation en vigueur jusqu'alors devaient être modifiés et ce que cet ajustement impliquait pour l'orientation de la politique monétaire. De même qu'il est primordial de reconnaître à temps les modifications du climat économique et financier et de quantifier autant que possible leur portée véritable, il est essentiel de garder le cap de la politique monétaire, en respectant son objectif de maintien de la stabilité des prix à moyen terme et le cadre analytique y associé, de manière à donner un point d'ancrage clair aux acteurs économiques, ce qui est encore plus important en période de grande incertitude. Dans le cas de l'Eurosystème, l'objectif comme le cadre analytique sont suffisamment généraux et sont, en outre, conçus de manière symétrique, de sorte qu'ils restent pertinents en cas de chocs majeurs à la baisse. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a confirmé à plusieurs reprises que tout serait mis en œuvre pour ancrer solidement les anticipations d'inflation à moyen terme à un niveau inférieur à – mais néanmoins proche de – 2 p.c., apportant ainsi la meilleure contribution non seulement à la réalisation d'une croissance économique et d'une création d'emplois durables à moyen terme, mais également à la stabilité financière. Dans la mesure où les répercussions de la crise financière sur l'économie réelle pouvaient avant tout être considérées comme étant principalement le résultat d'un choc de demande, la poursuite de l'objectif de la stabilité des prix devait, en outre, concourir largement à la stabilisation de la croissance économique à court terme.

À partir de la fin de septembre, il est rapidement devenu évident, à la lumière notamment de la nette dégradation des indicateurs de conjoncture, que l'économie réelle allait elle aussi être lourdement affectée. Cette contagion à l'économie réelle a principalement découlé de la hausse des coûts de financement, du resserrement des conditions d'accès aux crédits bancaires, qui a entre autres été signalé dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de l'Eurosystème, des effets de richesse négatifs et d'un recul de la confiance. La crise financière s'est, en outre, de plus en plus propagée, si bien que la demande étrangère en a à son tour fortement pâti. Conformément à ce constat, le PIB en volume de la zone euro s'est à nouveau contracté au troisième trimestre. Tous ces éléments ont accrédité la thèse d'un ralentissement plus marqué,

mais surtout plus durable, de l'activité économique. Dans ce contexte, les projections relatives à la croissance économique de l'Eurosystème ont sensiblement été revues à la baisse en décembre, puisqu'elles ont été ramenées à $[-1,0;0,0]$ p.c. en 2009 et n'ont permis de tableer que sur une reprise modérée en 2010, l'expansion du PIB à cet horizon étant estimée à $[0,5;1,5]$ p.c. Les principales institutions internationales et la plupart des prévisionnistes professionnels sont arrivés à des conclusions similaires en fin d'année.

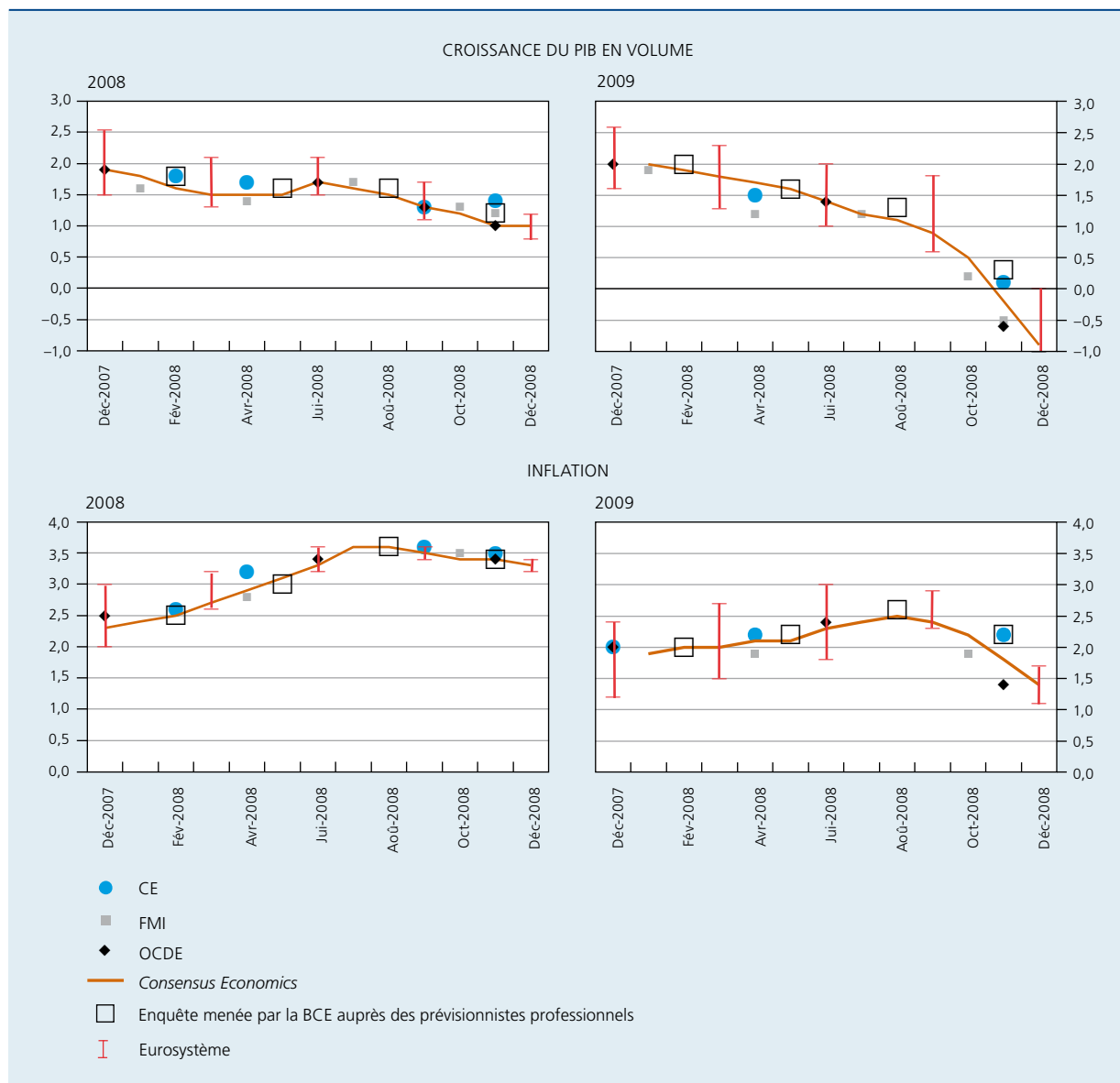
Le Conseil des gouverneurs de la BCE a jugé qu'un certain nombre des risques baissiers identifiés précédemment s'étaient matérialisés et a estimé que ceux-ci exerceraient une incidence substantielle sur l'activité économique, et ce pour une période relativement longue. En outre, en dépit de la révision du scénario de base, il a continué de considérer que les risques affectant les projections de croissance économique étaient nettement orientés à la baisse et que l'incertitude était beaucoup plus grande qu'elle ne l'aurait été dans des circonstances plus normales.

Outre les effets sur l'activité économique, il est rapidement apparu que l'aggravation de la crise financière internationale allait avoir des implications pour les risques pesant sur la stabilité des prix. La baisse déjà amorcée des cours du pétrole brut, mais aussi d'autres matières premières, s'est accélérée. L'inflation est de ce fait retombée à 1,6 p.c. en décembre, tandis qu'une nouvelle vive décélération était attendue à court terme, en partie à la suite d'effets de base. À moyen terme également, les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix se sont estompés, à la faveur de la révision des prévisions de croissance économique, si bien qu'à un horizon pertinent s'est profilée la perspective d'un niveau d'inflation correspondant à la définition de la stabilité des prix. Cette évolution s'est reflétée dans les projections d'inflation publiées en décembre par l'Eurosystème. Celles-ci ont été fortement revues à la baisse pour 2009, puisqu'elles ont été ramenées à $[1,1;1,7]$ p.c. alors que, selon ces projections, l'inflation devrait se situer dans une fourchette de $[1,5;2,1]$ p.c. en 2010.

Le recul de l'inflation et la révision des projections se sont également reflétés dans diverses mesures des anticipations d'inflation, même si celles tirées d'instruments financiers doivent être interprétées avec une grande prudence, étant donné qu'elles ont pu subir l'influence de la crise financière indépendamment des anticipations d'inflation effectives comme indiqué dans l'encadré 4. L'analyse monétaire, reposant sur les données allant jusqu'au mois de novembre, a corroboré l'appréciation du Conseil des gouverneurs selon laquelle la pression inflationniste se

GRAPHIQUE 19 PROJECTIONS DE CROISSANCE DU PIB ET D'INFLATION DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation annuelle)



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

réduisait, dans la mesure où la croissance de la masse monétaire et de l'octroi de crédits poursuivait son ralentissement. À cet égard, il convient de remarquer que la dynamique à court terme de l'octroi de crédits, tant aux sociétés non financières qu'aux ménages, s'est fortement repliée à partir d'octobre.

Après que les banques centrales se furent concertées quant à la provision de liquidités et qu'elles aboutirent à des actions coordonnées dans ce domaine, il a été décidé, le 8 octobre, d'adopter une décision coordonnée en matière de taux d'intérêt. Au vu de la gravité de la

situation économique, six banques centrales de grandes économies avancées, à savoir les États-Unis, la zone euro, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et le Canada, ont abaissé simultanément leur taux directeur respectif de 50 points de base, tandis que la Banque du Japon a apporté son plein soutien à ces décisions de politique monétaire. Après qu'il fut apparu clairement que l'incidence de la crise financière sur l'économie réelle augmentait et que la pression inflationniste se modérait sensiblement, le taux directeur de l'Eurosystème a de nouveau été réduit de 50 points de base en novembre et de 75 points de base en décembre. Il a ainsi été ramené

Encadré 4 – L’interprétation des mesures des anticipations d’inflation tirées d’instruments financiers pendant la crise financière

L’ancrage des anticipations d’inflation est essentiel pour la politique monétaire, de sorte que pouvoir disposer d’indicateurs les mesurant est indispensable. Outre des enquêtes, telles celles de la BCE ou de *Consensus Economics* auprès des prévisionnistes professionnels, il existe différents instruments financiers qui permettent d’appréhender les anticipations d’inflation. Le présent encadré examine ceux qui sont les plus pertinents en la matière, ainsi que les indications qui ont pu en être déduites au cours de l’année sous revue quant à l’évolution des anticipations d’inflation.

Un de ces instruments sont les obligations d’État indexées, c’est-à-dire les obligations dont le taux de rendement comprend, outre une composante fixe, une partie correspondant au taux d’inflation. En comparant leur rendement à celui d’une obligation d’État à taux fixe de maturité similaire, désignée sous le vocable d’obligation nominale dans la suite du texte, l’on obtient ce que l’on appelle le point mort d’inflation, à savoir la compensation implicite au titre de l’inflation qui est incluse dans le rendement nominal de l’obligation à taux fixe et qui, lorsqu’elle en est soustraite, permet de dégager le rendement réel. Un autre produit est constitué par les *swaps* d’inflation pour une vaste gamme d’échéances fixes. Il s’agit de contrats par lesquels des contreparties s’échangent la partie de leurs flux de trésorerie futurs qui dépend de l’inflation ou bien spéculent à la baisse ou à la hausse sur l’évolution de celle-ci. Une compensation au titre de l’inflation peut être directement dérivée du taux auquel ces contrats se négocient.

La mesure de l’inflation qui est déduite de ces instruments financiers n’est pas seulement déterminée par les anticipations d’inflation effectives, mais aussi par d’autres facteurs, tels que les primes de risque d’inflation et de liquidité. La prime de risque d’inflation, qui est en quelque sorte une compensation face à l’incertitude entourant les prévisions d’inflation, est logiquement plus élevée pour les maturités plus longues. La prime de liquidité est plus importante pour les marchés moins liquides.

Ainsi, l’écart entre les primes de liquidité des obligations nominales et indexées revêt une importance-clé pour le point mort d’inflation, puisque c’est de la différence de rendement entre ces deux instruments que ce dernier se déduit. Le marché des obligations nominales étant plus liquide, un effet baissier s’exerce, en effet, sur le point mort d’inflation. Il s’est toutefois réduit très sensiblement au fil des années, compte tenu du fort développement du marché des obligations indexées. Dans le cas des *swaps* d’inflation, en revanche, le biais exercé par la prime de liquidité est positif. De même que pour les obligations indexées, il s’est atténué au fil du temps avec le renforcement de l’activité sur le marché où les *swaps* d’inflation sont négociés de sorte que, tout comme les obligations indexées, ceux-ci sont devenus de plus en plus utiles pour mesurer les anticipations d’inflation dans la zone euro.

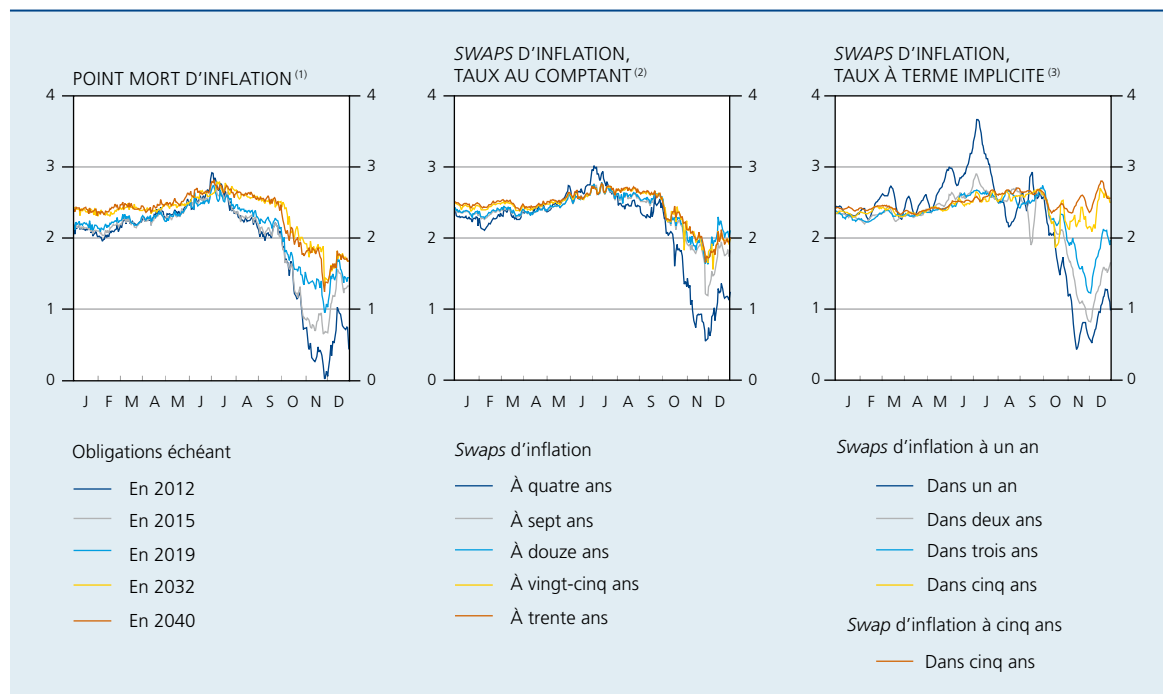
Si l’on considère les primes de risque d’inflation et de liquidité dans leur ensemble, leur incidence globale sur la mesure des anticipations d’inflation conduit, dans des circonstances normales, à surestimer l’inflation prévue quel que soit celui des deux instruments susvisés qui est utilisé, dans une proportion quelque peu supérieure toutefois pour le taux des *swaps* d’inflation. Ceux-ci tendent, en effet, à afficher un taux d’inflation légèrement plus élevé que le point mort d’inflation correspondant. En outre, il convient de tenir compte d’un certain niveau de volatilité propre aux marchés financiers, qui n’est pas sans effet sur ces primes. Tel est évidemment le cas depuis août 2007, et plus encore depuis l’aggravation de la crise financière en septembre 2008, si bien que l’interprétation du point mort d’inflation et du taux des *swaps* d’inflation est devenue plus complexe.

Depuis août 2007, les périodes de volatilité accrue se sont succédé à un rythme accéléré sur les marchés financiers, ce qui a nécessité une interprétation prudente des fluctuations à court terme du point mort d’inflation. Ce dernier a néanmoins continué d’être un *input* précieux au premier semestre de l’année sous revue. Son évolution indiquait que les risques pesant sur la stabilité des prix s’étaient intensifiés. De février à juillet 2008, le point mort d’inflation s’est ainsi inscrit en nette hausse aux divers horizons, conformément aux informations dérivées de l’évolution



MESURES EN 2008 DES ANTICIPATIONS D'INFLATION DÉRIVÉES D'INSTRUMENTS FINANCIERS

(pourcentages)



Source : Thomson Financial Datastream.

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

(2) Les échéances, qui sont fixes dans le cas des *swaps* d'inflation, sont comparables avec l'échéance résiduelle des obligations sur la base desquelles le point mort d'inflation est calculé.

(3) Moyenne mobile des cinq derniers jours.

du taux des *swaps* d'inflation. Ce signal a, en outre, également été confirmé par les mesures des anticipations d'inflation tirées des enquêtes.

À partir de la fin de septembre 2008, le point mort d'inflation a toutefois été largement influencé par l'aggravation de la crise financière internationale, ce qui a fortement perturbé sa fonction de signal des anticipations d'inflation effectives. Faisant montre d'une préférence manifeste pour les obligations d'État nominales, les investisseurs ont, en effet, procédé à un mouvement de report vers des valeurs liquides, ce qui a comprimé la prime de risque sur le marché des obligations d'État nominales et l'a fortement gonflée sur le marché des obligations indexées. Il en a résulté une inflexion notable du point mort d'inflation, indépendante de l'évolution des anticipations d'inflation effectives, même si celles-ci ont également reculé dans la foulée de la baisse des cours des matières premières et de la détérioration des perspectives pour l'activité économique. Appréhender ces deux effets isolément est impossible, de sorte que le point mort d'inflation a perdu de sa valeur en tant qu'indicateur des anticipations d'inflation au cours des derniers mois de l'année sous revue.

Les taux au comptant des *swaps* d'inflation ont aussi été orientés à la baisse à partir de la fin de septembre 2008, mais dans de moindres proportions que le point mort d'inflation à des horizons comparables. Il est probable que l'intensification de la crise financière les a quelque peu influencés à la hausse, même si ces instruments sont moins exposés aux conséquences de modifications dans la volatilité sur les marchés financiers. La divergence d'évolution, historiquement élevée, entre les deux indicateurs reflète dans une large mesure l'incidence du mouvement de report vers des valeurs liquides.

En ce qui concerne les taux à terme implicites des *swaps* d'inflation, on observe non seulement que ceux-ci se sont repliés au niveau du très court terme, à la suite de la forte baisse des cours des matières premières, mais aussi qu'ils se sont établis nettement en deçà de la limite supérieure de la définition quantitative de la stabilité des prix pour les taux d'inflation à un an dans un, deux et trois ans. Les marchés financiers ont donc semblé anticiper un recul à la fois vif et persistant de l'inflation. Ils ont néanmoins continué de tabler sur le fait que l'inflation augmenterait à nouveau progressivement et se rapprocherait des 2 p.c. Durant les derniers mois de l'année sous revue, en dépit d'une certaine volatilité, le taux du *swap* d'inflation implicite à un an dans cinq ans, comme celui à cinq ans dans cinq ans, qui reflètent les anticipations d'inflation à moyen terme et sont dès lors souvent utilisés pour évaluer la crédibilité de la politique monétaire, sont demeurés à des niveaux qui, vu l'existence de primes de risque d'inflation et de liquidité, peuvent être considérés comme étant conformes avec la stabilité des prix.

à 2,50 p.c. en fin d'année. Une nouvelle baisse du taux directeur de 50 points de base a été décidée le 15 janvier 2009, de sorte que celui-ci a été fixé à 2 p.c.

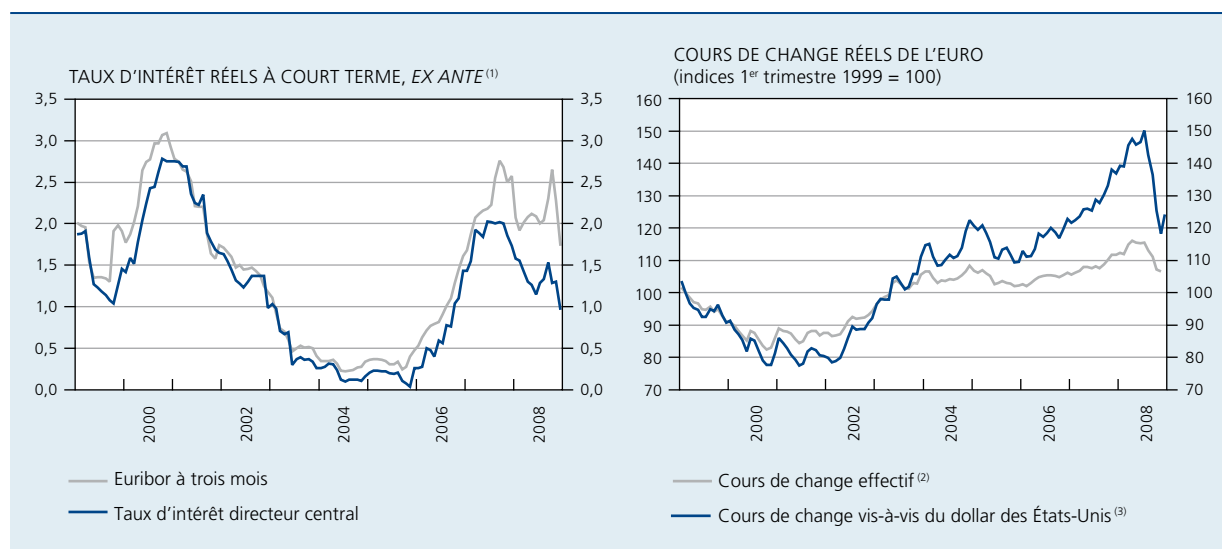
2.4 Conditions monétaires et financières

Conditions monétaires

En dépit d'une interruption, au second semestre de 2007 et au premier semestre de 2008, dans la phase ascendante du cycle du taux directeur de l'Eurosystème, l'élévation des taux d'intérêt réels à court terme amorcée

à la fin de 2005 s'est encore quelque peu poursuivie, en raison de l'accroissement de la prime de risque incorporée dans les taux à trois mois sur le marché des prêts interbancaires non garantis. La tendance à l'augmentation des taux d'intérêt réels à court terme a pris fin au cours de l'année sous revue. Initialement, ceux-ci ont été soumis à une pression baissière du fait d'un renforcement des anticipations de hausse des prix. Le relèvement du taux directeur au début de juillet a cependant fait contrepoids. Plus tard dans l'année, les abaissements sensibles de ce taux ne se sont reflétés que partiellement dans l'évolution des taux réels à court terme, eu égard au net repli des anticipations d'inflation et au nouvel accroissement de la prime de risque sur le marché interbancaire.

GRAPHIQUE 20 CONDITIONS MONÉTAIRES DANS LA ZONE EURO



Sources : Consensus Economics, Thomson Financial Datastream, BCE.

(1) Taux d'intérêt, déflaté par une moyenne pondérée des anticipations d'inflation relatives à l'année en cours et à l'année suivante. Le poids de l'année en cours (suivante) diminue (augmente) au fil de l'année.

(2) Cours de change effectif de l'euro par rapport aux devises des vingt-deux principaux partenaires commerciaux, déflaté par le rapport entre les IPC.

(3) Cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis, déflaté par le rapport entre les IPC.

Dans l'hypothèse d'un retour à la normale sur le marché interbancaire, grâce notamment aux injections plus importantes de liquidités, aux mesures de soutien aux établissements de crédit prises par les pouvoirs publics et à la décision en fin d'année de rétablir à 200 points de base le corridor constitué par les taux des facilités permanentes, ces baisses du taux d'intérêt directeur pourraient constituer une impulsion précieuse à la reprise de l'activité économique. Une telle évolution n'est toutefois possible que si la communauté bancaire prend pleinement ses responsabilités pour assurer un meilleur fonctionnement de ce marché.

L'appréciation sensible du cours de change réel de l'euro au premier semestre de 2008 a impliqué que les conditions monétaires effectives étaient plus restrictives que l'image donnée par la seule évolution des taux d'intérêt réels à court terme. Ce mouvement haussier s'est expliqué en grande partie par la différence entre les prévisions de croissance pour la zone euro et pour les États-Unis et par la divergence concomitante des politiques monétaires et des attentes y afférentes. L'euro s'est ensuite déprécié jusqu'au début de décembre. Il est, en effet, apparu clairement que, dans la zone euro aussi, la crise financière allait toucher l'économie réelle. Par ailleurs, les risques d'inflation se sont faits plus ténus et le différentiel,

attendu dans un premier temps puis effectif, avec les taux d'intérêt à court terme outre-Atlantique s'est réduit. Le net assouplissement de la politique monétaire américaine en décembre a toutefois mis un terme à la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis. L'euro s'est par ailleurs apprécié vis-à-vis de la livre sterling tout au long de l'année sous revue.

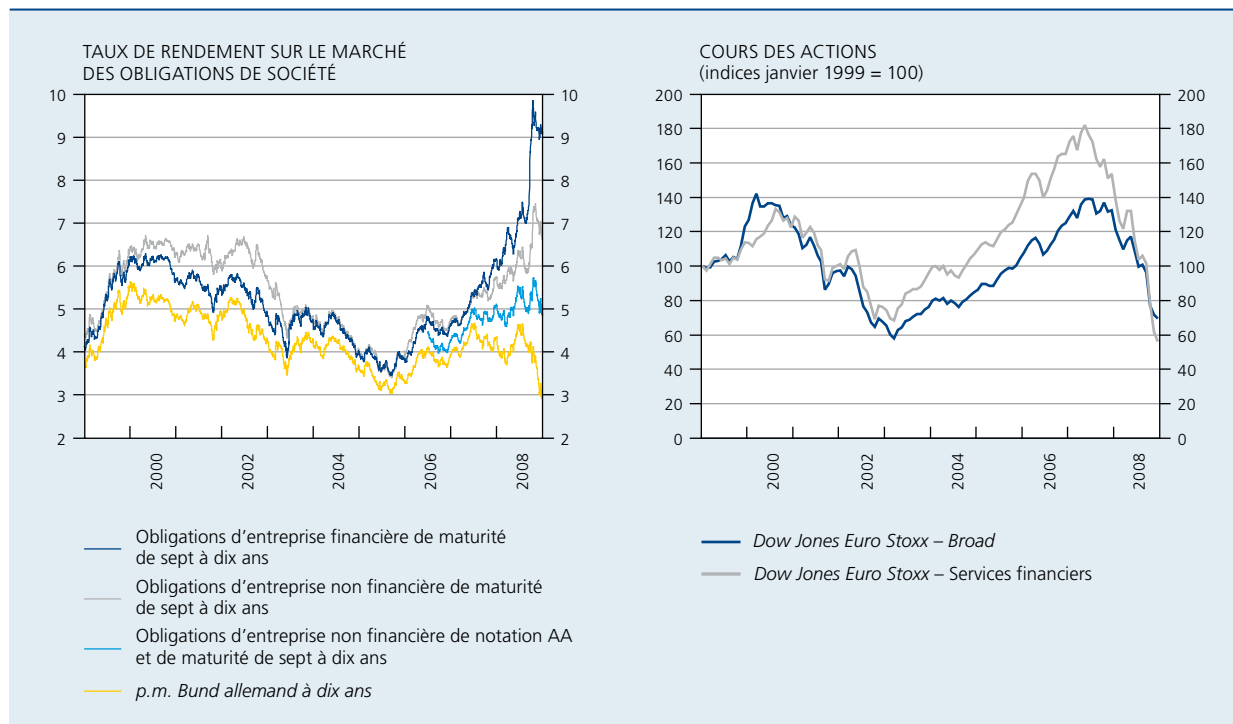
Conditions financières

Les conditions de financement ont continué de se dégrader en 2008 dans la plupart des secteurs de l'économie, qu'il s'agisse du financement par l'émission de titres sur les marchés financiers ou par le crédit bancaire. Ce durcissement tient à l'intensification de la crise financière, qui a poussé les primes de risque à la hausse. De plus, la rémunération des différents risques ayant été plus différenciée, le resserrement des conditions de financement a été particulièrement marqué dans certains cas.

Pendant l'année sous revue, le taux d'intérêt des obligations d'État à long terme de la meilleure qualité, à savoir celles de l'État allemand, a dans un premier temps augmenté, pour s'établir à 4,6 p.c. en juillet, dans un

GRAPHIQUE 21 CONDITIONS DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS DANS LA ZONE EURO

(données journalières)



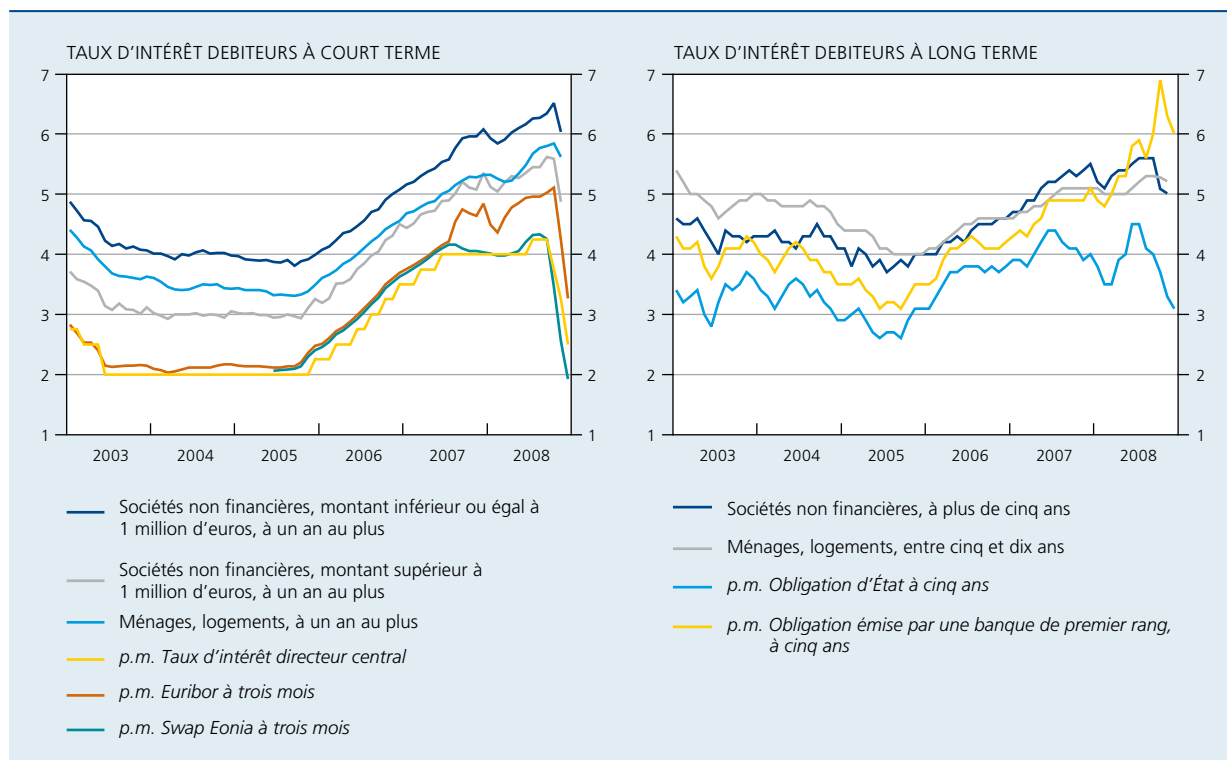
Source : Thomson Financial Datastream.

climat d'inquiétude croissante quant à l'accélération de l'inflation. Il a ensuite enregistré un important repli au second semestre, dans la foulée de l'aggravation de la crise financière, non seulement du fait d'un assombrissement des perspectives économiques et de l'affaiblissement des risques d'inflation, mais aussi en raison de la forte remontée de l'aversion pour le risque et de la fuite vers la qualité et la liquidité qui en a découlé. Les titres de l'État allemand bénéficient, en effet, de la notation la plus élevée et se caractérisent généralement par une meilleure liquidité. À la fin de 2008, le taux d'intérêt des emprunts de l'État allemand à dix ans est donc descendu en dessous de 3 p.c. S'agissant des autres pays de la zone euro, l'intensification de la crise financière a induit un net creusement de l'écart de rendement entre les obligations d'État et le *Bund* allemand, si bien que la baisse des taux d'intérêt à long terme observée au second semestre y a été plus faible. Les taux relatifs aux titres de certains émetteurs souverains de la zone euro ont même continué de progresser pendant cette période.

D'emblée, les turbulences financières ont eu un impact prononcé sur les taux d'intérêt des obligations émises par les institutions financières et sur les cours de bourse de celles-ci, étant donné leur forte exposition à des instruments

risqués. L'aggravation de la crise survenue en septembre a considérablement renforcé cet effet, de telle sorte que les taux de rendement des obligations émises par les institutions financières ont atteint des niveaux qu'ils n'avaient plus affichés depuis dix ans. Au même moment, les cours boursiers du secteur financier ont également accusé un nouvel effondrement. Cette deuxième phase de la crise financière s'est aussi caractérisée, pour les sociétés non financières, par un brusque creusement de l'écart de taux d'intérêt de leurs obligations vis-à-vis des obligations d'État, ainsi que par une chute du cours de leurs actions. Ce constat fait apparaître que les intervenants de marché ont de plus en plus anticipé une contagion de la crise financière à l'ensemble de l'économie. L'aversion accrue pour le risque a même entraîné une nette élévation des primes de risque des émetteurs de bonne qualité. Il va sans dire que ce mouvement a été encore plus marqué pour l'ensemble des sociétés non financières, puisque les risques jugés plus grands ont davantage été pénalisés. En outre, le relèvement des taux d'intérêt de référence des obligations d'entreprise d'une qualité donnée sous-estime le resserrement réel des conditions de financement, étant donné qu'il ne tient aucunement compte de la révision à la baisse des notations ayant accompagné la dégradation du climat économique.

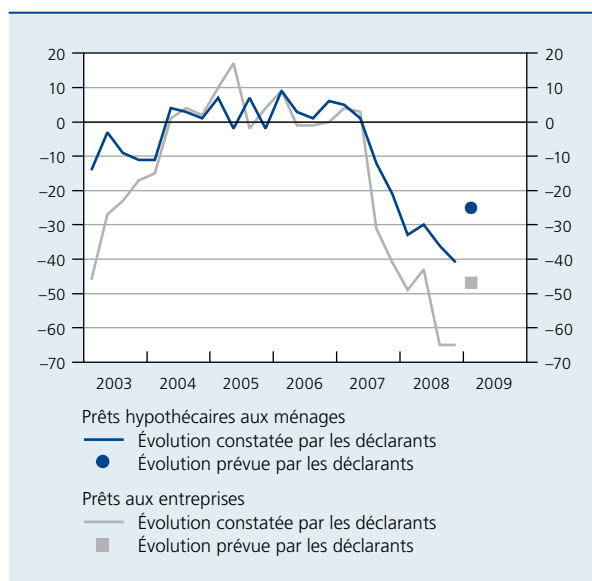
GRAPHIQUE 22 CONDITIONS DE FINANCEMENT AUPRÈS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES ET MONÉTAIRES DANS LA ZONE EURO



Sources : Thomson Financial Datastream, BCE.

GRAPHIQUE 23 CRITÈRES D'OCTROI DE CRÉDITS DANS LA ZONE EURO ⁽¹⁾

(données trimestrielles)



Source : BCE.

(1) Pourcentages nets (non pondérés) des réponses des établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit, indiquant le degré d'assouplissement ou de durcissement (-) des critères d'octroi de crédits.

S'agissant du financement par recours au crédit bancaire, les taux d'intérêt sur les crédits consentis à court terme aux ménages et aux entreprises ont connu une évolution parallèle à celle du taux interbancaire non garanti à trois mois, lequel reflète, dans des conditions de marché normales, le coût marginal du financement à court terme des établissements de crédit. Bien que l'activité sur le marché interbancaire en blanc ait été presque entièrement paralysée au cours de l'année sous revue, l'Euribor à trois mois est demeuré pertinent pour la fixation des taux débiteurs à court terme appliqués aux ménages et aux entreprises.

Ceux-ci ont, en effet, continué d'augmenter jusqu'en octobre, avant qu'un repli important soit observé en novembre. Ce constat fait clairement apparaître que la persistance des tensions affectant le marché interbancaire a effectivement constitué un facteur de resserrement des conditions de financement pour les secteurs non financiers même si les impulsions de la politique monétaire ont continué à être transmises.

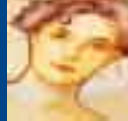
Dans la mesure où ils suivent davantage le taux des obligations bancaires – qui est un bon indicateur du coût de financement des banques – que celui des obligations d'État, les taux d'intérêt débiteurs à long terme des établissements de crédit ont été orientés à la hausse jusqu'en octobre. De ces informations, il ressort que la crise financière a aussi affecté le segment à long terme du crédit bancaire. Les taux débiteurs à long terme pour les sociétés non financières se sont toutefois repliés en novembre.

L'enquête trimestrielle de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire met également en évidence un resserrement des conditions d'octroi de crédits. Au quatrième trimestre de l'année sous revue, le pourcentage net d'établissements de crédit déclarant avoir appliqué des critères plus stricts aux crédits octroyés aux entreprises et aux ménages avait progressé, pour s'établir à respectivement 64 et 41 p.c. du total des établissements participants. Par contre, un pourcentage net moins important d'entre eux s'attendait à un nouveau durcissement des conditions d'octroi au premier trimestre de 2009. Si ce resserrement a été imputable à des facteurs directement liés à la situation précaire dans laquelle se trouvaient les banques, en proie à une érosion de leurs fonds propres et à des difficultés grandissantes pour financer leur position de liquidité sur le marché, il a aussi de plus en plus découlé de la dégradation des perspectives relatives à l'activité économique, qu'il s'agisse de l'ensemble de l'économie ou des évolutions propres aux diverses branches ou entreprises.



Fernand Toussaint, visage de l'allégorie de la Belgique, détail d'un projet pour un billet de 20 francs non réalisé, aquarelle et crayon, 1907, collection Banque nationale de Belgique

Production, dépenses et opérations courantes en Belgique



3.

3.1 Vue d'ensemble

En Belgique, le ralentissement graduel de l'activité amorcé dans le courant de 2006 s'est accéléré en 2008. Ainsi, après avoir été pendant quatre années proche de, ou supérieur à, la croissance potentielle de l'économie, le rythme de progression du PIB est revenu en moyenne de 2,6 p.c. en 2007 à 1,1 p.c.

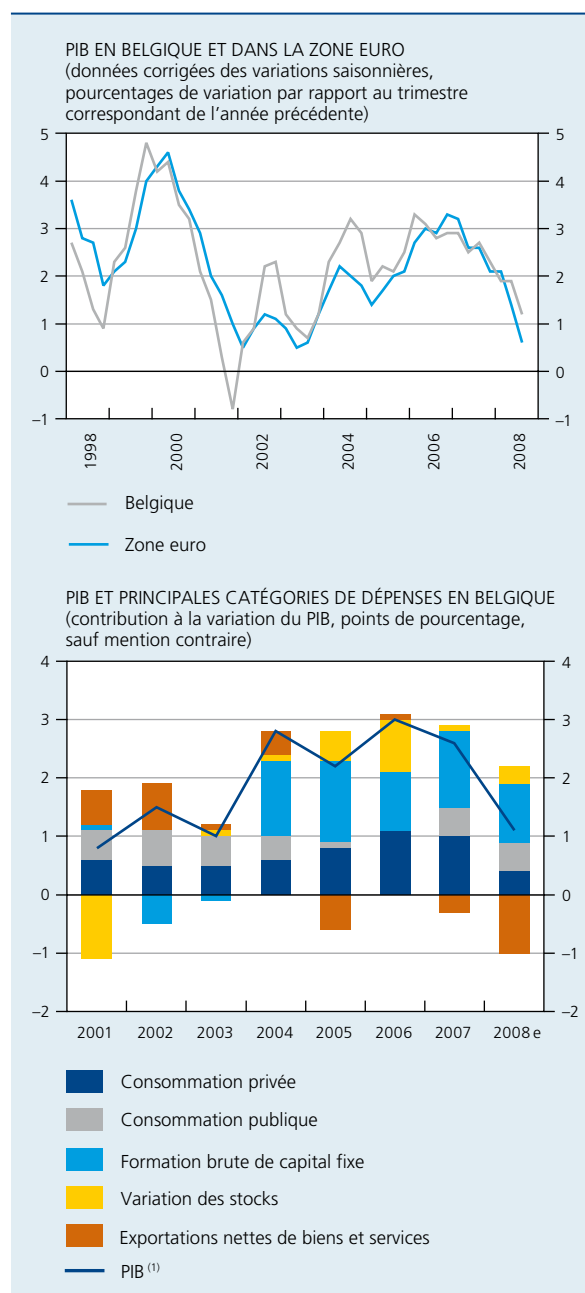
Bien que résultant largement des mêmes causes – en l'occurrence le renchérissement des matières premières, la perte de vitesse du commerce mondial et l'appréciation de l'euro –, la détérioration de l'activité a été initialement moins prononcée en Belgique que dans l'ensemble de la zone euro. En effet, contrairement à ce que l'on a pu observer dans cette dernière, la variation trimestrielle du PIB est demeurée positive, quoique faible, aux deuxième et troisième trimestres de 2008. Calculé à un an d'écart, le taux de croissance du PIB atteignait encore 1,2 p.c. en Belgique au troisième trimestre, contre 0,6 p.c. dans la zone euro, principalement sous l'effet d'une demande intérieure plus vigoureuse.

Au quatrième trimestre, à l'instar des autres économies européennes, l'économie belge a toutefois été pleinement touchée par la dégradation très brutale des conditions économiques générales, dans le prolongement des tensions financières au niveau mondial et de leur intensification extrême à partir de la mi-septembre 2008. Le PIB a reculé de 1,3 p.c. par rapport au trimestre précédent. En termes trimestriels, il s'agit d'un repli comparable à ceux observés lors des forts ralentissements conjoncturels de 1980-1981 et de 1992-1993, et la plongée des indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs ne laisse pas présager un retournement rapide à court terme. Les prévisions intérimaires publiées par la Banque simultanément au présent Rapport tablent, en effet, sur la poursuite du recul du PIB pendant la plus grande partie de 2009. Comme bon nombre d'économies avancées, la Belgique serait donc entrée dans une phase de récession économique.

Alors que l'expansion robuste du PIB observée de 2004 à 2007 reposait sur une large assise, les différents chocs auxquels l'économie a été soumise en ont érodé les

GRAPHIQUE 24 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES

(données en volume corrigées des effets de calendrier)



Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Pourcentages de variation annuelle.

fondements en 2008. L'évolution des exportations de biens et services a été la première à faiblir, sous l'effet conjugué de la moindre vigueur de la demande extérieure et de l'appréciation de l'euro. La vive hausse de l'inflation durant la première partie de l'année a, de son côté, progressivement pesé sur la consommation privée, et a contribué à la poursuite de la décélération du taux de croissance des investissements en logements, entamée déjà en 2006. En revanche, les investissements des entreprises ont encore fait montre d'un certain dynamisme durant les premiers mois de 2008. À partir de septembre, l'assombrissement marqué et rapide des perspectives économiques, particulièrement dans la zone euro, a certes donné lieu à un apaisement sur les plans de l'inflation et du cours de change, mais l'effet de soutien de ces mouvements sur la demande et l'activité a été largement insuffisant pour contrecarrer les répercussions néfastes de la crise financière. S'exerçant par différents canaux, comme explicité dans la section 1.2 du chapitre 1 consacré à l'environnement international, celle-ci a touché *in fine* toutes les catégories de dépenses privées. Au total, alors que le léger essoufflement de la croissance du PIB observé en 2007 trouvait avant tout son origine dans les exportations nettes, celui plus sensible enregistré en 2008 est attribuable à toutes les composantes de la demande, abstraction faite de la variation des stocks.

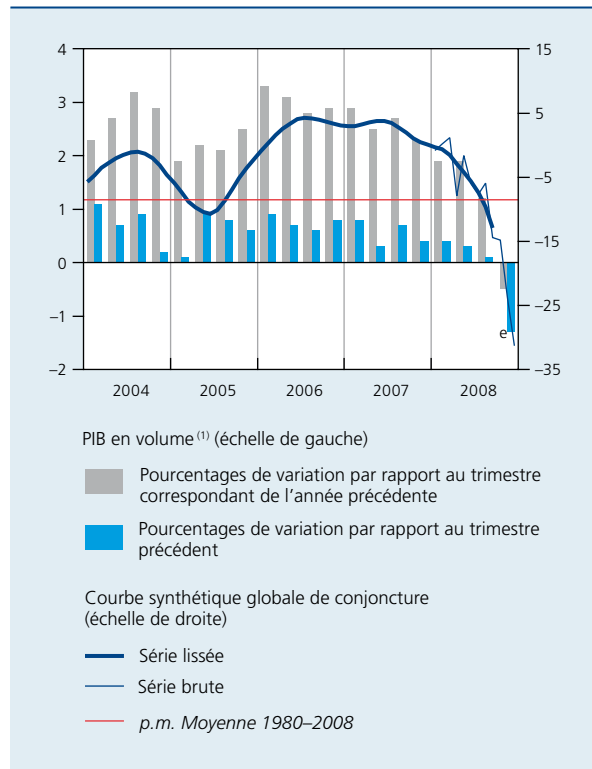
3.2 Activité

Alors que le taux de progression de l'activité s'était maintenu à un niveau proche de 3 p.c. en 2006, une décélération s'est ensuite marquée progressivement en 2007. Elle s'est poursuivie à un rythme encore modéré au premier semestre de l'année sous revue. Concomitamment à la montée des tensions financières et à l'affaiblissement des échanges internationaux, elle s'est toutefois clairement accentuée par la suite. La variation à un an d'écart du PIB est ainsi revenue au fil de l'année sous revue d'une croissance de 1,9 p.c. à un recul de quelque 0,5 p.c.

L'évolution de l'indicateur de conjoncture de la Banque montre, elle aussi, que le ralentissement s'est opéré en deux temps. Durant les huit premiers mois de 2008, la confiance des chefs d'entreprise a continué de s'éroder, dans le prolongement de la tendance baissière encore modérée observée durant la seconde moitié de 2007, mais l'indicateur brut est demeuré, jusqu'en août, à un niveau supérieur à sa moyenne de long terme, ce qui s'est reflété dans le caractère encore limité de la moindre croissance du PIB. À partir de septembre, toutefois, l'indicateur brut s'est sensiblement replié, pour s'établir en décembre à son plus bas niveau depuis le début de la période pour laquelle les indicateurs sont calculés sous leur forme

GRAPHIQUE 25 PIB ET INDICATEUR DE CONJONCTURE

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : ICN, BNB.

(1) Données corrigées des effets de calendrier.

actuelle, à savoir 1980. De surcroît, l'ampleur et la vitesse auxquelles la confiance des chefs d'entreprise s'est ainsi détériorée ont été tout à fait inédites, puisque jamais une dégradation comparable à celle du second semestre de l'année sous revue ne s'était opérée en l'espace de six mois seulement.

Comme le montre l'encadré 5, le bas niveau de la confiance des chefs d'entreprise a résulté largement de leur appréciation particulièrement pessimiste des perspectives de la demande. À cet égard, les résultats de l'enquête ont été de loin les plus mauvais depuis 1980. L'effondrement de la confiance des chefs d'entreprise en 2008 s'est manifesté de manière généralisée dans les différentes branches d'activité couvertes par l'enquête. Il a touché tout aussi fortement non seulement l'industrie manufacturière – la branche traditionnellement la plus sensible à la conjoncture internationale – et, sous l'effet adverse de la hausse de l'inflation et de la montée en fin d'année des incertitudes économiques, le commerce, mais également les sociétés de services aux entreprises. En revanche, la dégradation, dans le courant de 2008, a été de moindre ampleur dans la construction.

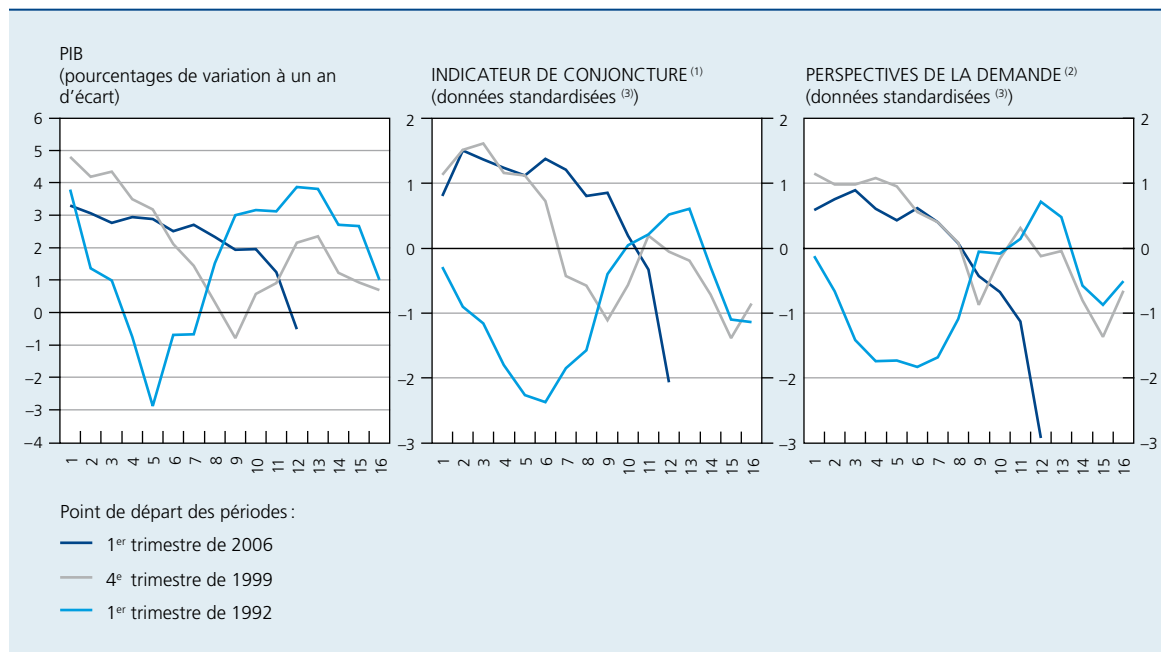
Encadré 5 – La fonction de signal des perspectives de la demande

Si l'on considère son évolution du premier trimestre de 2006 jusqu'à la fin de 2008, le ralentissement de l'activité économique a été relativement limité, en comparaison de celui observé lors des cycles conjoncturels précédents. En revanche, il apparaît que les chocs ayant émaillé l'année sous revue ont plus largement détérioré la confiance et, en particulier, les perspectives de la demande, celles-ci ayant atteint un plancher historique en fin de période. La fonction de signal de l'indicateur relatif aux prévisions de la demande dans l'enquête de conjoncture ne doit pas être sous-estimée. Dans un passé récent, cet indicateur a, en effet, permis d'appréhender correctement et en temps utile l'évolution future de l'activité économique.

Le fléchissement de l'activité économique dans le courant de 2008 s'inscrit dans le contexte d'un repli conjoncturel qui, mesuré à l'aune de la croissance à un an d'écart du PIB, s'était amorcé de manière hésitante au début de 2006 et avait pris forme plus clairement dans le courant de 2007. Cette phase s'est caractérisée jusqu'au premier semestre de 2008 par un recul prolongé mais graduel du rythme d'expansion de l'activité, la progression annuelle du PIB revenant de 3,3 à 1,9 p.c. Bien que ce mouvement se soit nettement accéléré au second semestre de l'année sous revue, il a été sensiblement plus lent et, jusqu'à présent, un peu moins profond que lors des épisodes précédents de ralentissement conjoncturel important, tels ceux qui ont suivi les pics de progression du PIB atteints au premier trimestre de 1992 et au quatrième trimestre de 1999. En effet, après onze trimestres, la croissance à un an d'écart s'est établie à un niveau toujours supérieur à celui observé au plus bas de ces deux épisodes.

COMPARAISON DE L'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE, DE LA CONFIANCE ET DES PERSPECTIVES DE LA DEMANDE

(moyennes trimestrielles, pic de croissance à un an d'écart du PIB en période 1)



Sources : ICN, BNB.

(1) Indicateur synthétique global brut de conjoncture.

(2) Moyenne des prévisions de la demande tirées de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie manufacturière, le commerce et la construction.

(3) Séries originales, diminuées de leur moyenne et divisées par leur écart type.

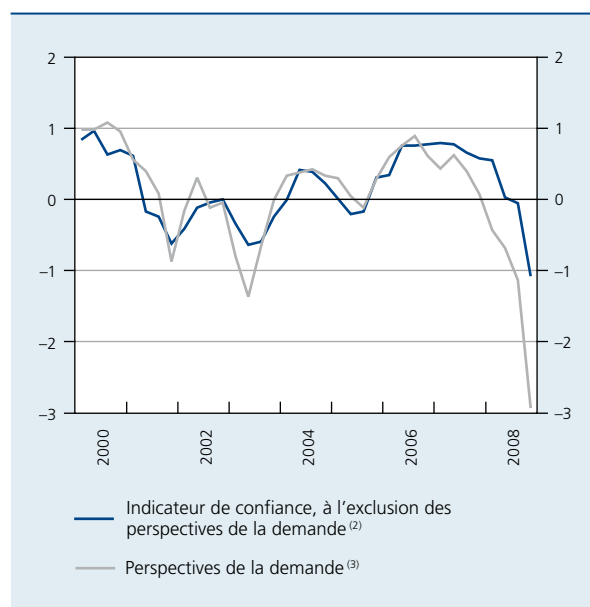
Comparativement au tassement de l'activité, la confiance des chefs d'entreprise a été lourdement affectée au cours du second semestre de 2008. Contrairement à l'activité, l'indicateur synthétique global de conjoncture a, en effet, chuté en deçà du creux observé lors du cycle de 1999, tout en demeurant, en moyenne trimestrielle, proche du creux de 1993.

Ce bas niveau de confiance est, dans une large mesure, imputable aux indicateurs partiels relatifs aux perspectives de la demande. À la fin de 2008, la moyenne des prévisions de la demande dans l'industrie, le commerce et la construction était à son plus bas niveau jamais enregistré sur l'ensemble de la période de disponibilité des indicateurs sous leur forme actuelle, à savoir depuis 1980 : elle est descendue clairement sous les creux de 1993 et de 2001. Les perspectives de la demande dans les services aux entreprises, pour lesquelles les données ne sont disponibles que depuis juin 1994, ont également atteint un minimum absolu. La nette détérioration de ces perspectives peut s'expliquer par l'ampleur, la diversité et la vitesse des chocs survenus en 2008. Elle peut aussi indiquer que les chefs d'entreprise ont considéré que ces chocs affecteront l'activité économique de manière plus prolongée qu'en 1992 et en 1999.

Les anticipations jouent un rôle crucial dans l'économie. Elles président, par exemple, à la décision d'engager ou de licencier de la main-d'œuvre ou encore d'investir, les flux futurs de recettes d'une extension des capacités de production étant confrontés au coût de celle-ci. Plus les anticipations relatives à l'évolution de l'activité et, partant, le rendement attendu de l'investissement sont élevés, plus les entreprises seront enclines à investir. Dans le cas inverse, les entreprises renonceront vraisemblablement à des décisions d'investissement, ce qui comprimera l'activité. Les anticipations peuvent ainsi avoir en partie un effet d'auto-réalisation, renforçant les mouvements conjoncturels. Lors des replis de 1992 et 1999, les perspectives de la demande ont, en revanche, été relativement préservées, exerçant sans doute une action stabilisatrice.

CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE

(moyennes trimestrielles, données standardisées ⁽¹⁾)



Source : BNB.

(1) Séries originales, diminuées de leur moyenne et divisées par leur écart type.

(2) Moyenne des indicateurs partiels tirés de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie manufacturière, le commerce et la construction, à l'exception des sous-questions relatives aux prévisions de la demande et aux prix.

(3) Moyenne des prévisions de la demande tirées de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie manufacturière, le commerce et la construction.

Le rôle et le pouvoir prédictif des perspectives de la demande eu égard à l'évolution future de l'activité économique varient au fil du temps, de sorte que la détérioration sensible qu'elles ont enregistrée en 2008 doit être interprétée avec une certaine prudence. Il n'en reste pas moins que leur lien avec l'évolution future de l'activité économique s'est révélé relativement étroit au cours de la période récente, puisque l'altération marquée des perspectives durant le premier semestre de l'année a été suivie d'un repli d'une ampleur comparable des autres composantes de l'indicateur de conjoncture au second semestre et, de manière concomitante, d'une décélération de l'activité.

Même s'il peut être aussi partiellement affecté par un pessimisme exagéré de la part des chefs d'entreprise, le recul de l'indicateur des perspectives de la demande laisse clairement présager une période longue et intense de basse conjoncture.

Parallèlement au recul de la confiance des chefs d'entreprise, la croissance de la valeur ajoutée a, selon les comptes nationaux, ralenti dans toutes les branches marchandes d'activité au cours des trois premiers trimestres de 2008, alors que l'année précédente, le repli conjoncturel s'était cantonné à l'industrie et à la construction.

La détérioration a été plus prononcée dans l'industrie où la croissance en volume de la valeur ajoutée est revenue à 0,6 p.c. au cours des neuf premiers mois de 2008 par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Encore cette moyenne masque-t-elle une diminution de l'activité dans le courant de l'année, la valeur ajoutée

s'étant contractée au troisième trimestre. Selon l'enquête de conjoncture, le déclin sensible de l'activité industrielle s'est marqué dans toutes les sous-branches. La dégradation du climat économique a été particulièrement abrupte dans les branches d'activité les plus sensibles à la conjoncture internationale, les faisant passer en quelques mois d'une phase de haute conjoncture à une phase de basse conjoncture. Ainsi, la courbe synthétique brute dans la sidérurgie était en mars à son niveau le plus élevé jamais enregistré, avant de s'approcher en novembre de son étiage.

L'activité dans le secteur des services, qui génère environ les trois quarts de la valeur ajoutée totale en Belgique, a enregistré un fléchissement plus modéré. Au cours des

TABLEAU 10 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⁾	2004	2005	2006	2007	2008 Trois premiers trimestres ⁽²⁾
Agriculture	0,8	5,2	-11,6	-4,3	3,4	2,9
Industrie	19,2	2,9	0,3	3,6	2,5	0,6
Construction	5,1	2,9	4,7	8,5	3,5	1,7
Services	74,9	1,8	2,7	2,4	2,5	2,1
dont:						
Services marchands ⁽³⁾	51,8	2,1	3,2	3,0	3,1	2,5
Services non marchands ⁽⁴⁾	23,0	1,3	1,6	1,1	1,1	1,3
Total	100,0	2,1	2,2	2,9	2,6	1,8
<i>p.m. PIB</i>		2,8	2,2	3,0	2,6	1,7

Source: ICN.

(1) Pourcentages de la valeur ajoutée totale en 2007.

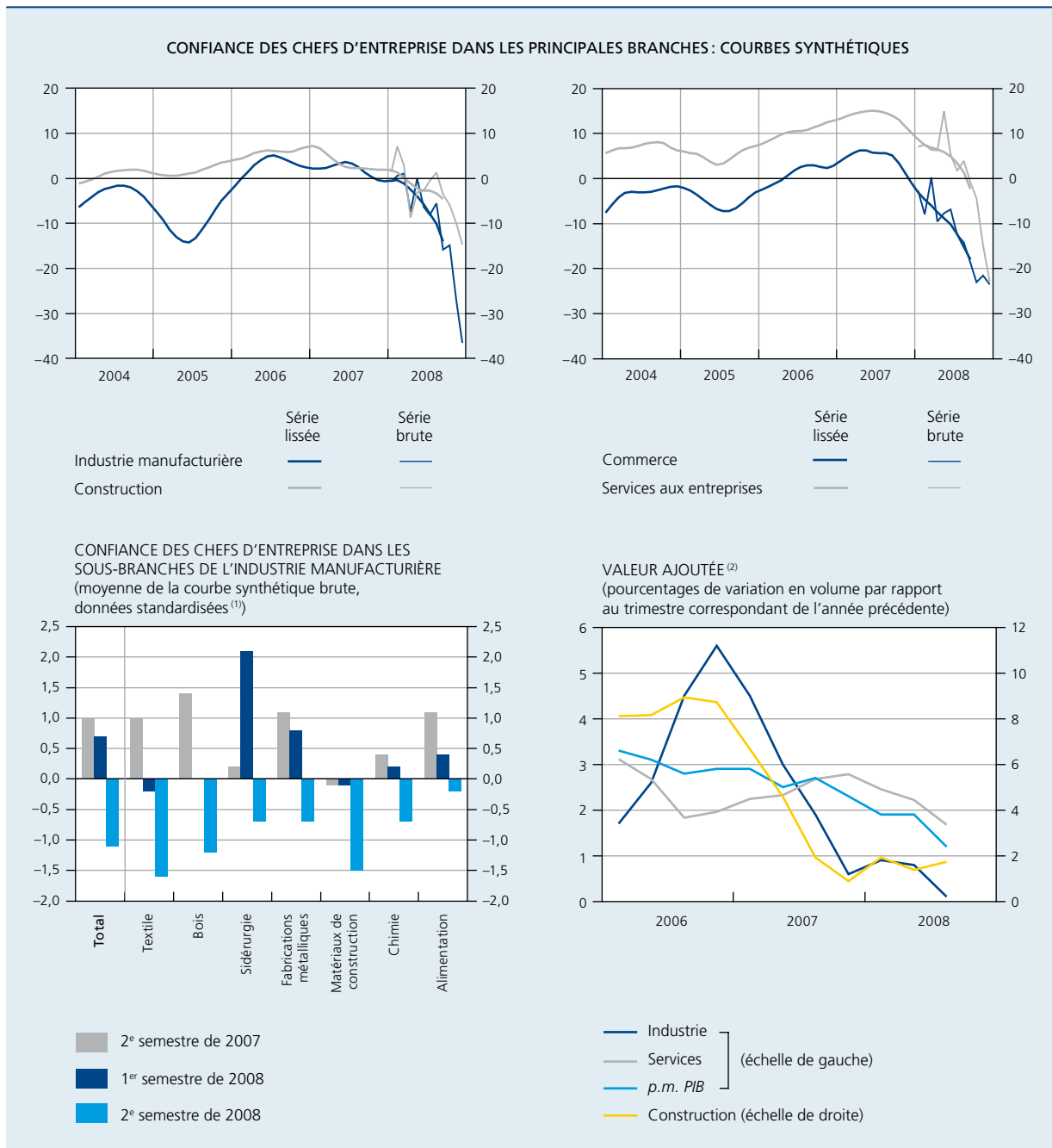
(2) Pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de 2007.

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

(4) Administration publique et éducation, et autres services.

GRAPHIQUE 26 INDICATEURS DE CONJONCTURE ET VALEUR AJOUTÉE DANS LES PRINCIPALES BRANCHES D'ACTIVITÉ

(données corrigées des variations saisonnières, sauf mention contraire)



Sources : ICN, BNB.

(1) Séries originales, diminuées de leur moyenne et divisées par leur écart type.

(2) Données corrigées des effets de calendrier.

trois premiers trimestres, la croissance dans ce secteur s'est élevée à 2,1 p.c., accusant un léger essoufflement par rapport à 2007 où elle s'était établie à 2,5 p.c. Cependant, cette perte de vitesse s'est marquée dans le courant de l'année de façon de plus en plus sensible. Cette évolution a touché, pour l'essentiel, le commerce

au sens large, dont la valeur ajoutée s'est inscrite en recul à partir du troisième trimestre, sur fond de tassement de la consommation privée. La retenue des consommateurs s'est principalement concentrée sur les biens de consommation durables, comme l'atteste la forte contraction de l'indicateur relatif à l'évolution du

chiffre d'affaires dans l'enquête mensuelle de conjoncture pour les branches du commerce de voitures personnelles et d'appareils électroniques. Dans ces branches, l'indicateur synthétique a chuté au second semestre à son niveau le plus bas depuis 1980. Les autres services marchands, tels que les services aux entreprises, ont également accusé une décélération de leur croissance dans le courant de l'année sous revue, qui a en grande partie découlé de la détérioration observée dans l'industrie, branche à laquelle leur activité est largement liée. Seuls les services non marchands, comme c'est généralement le cas lors d'un repli conjoncturel, n'ont pas participé au ralentissement du rythme d'expansion de l'activité économique en 2008, le taux de progression de leur valeur ajoutée demeurant stable durant l'année sous revue aux alentours de 1,3 p.c., contre une progression de 1,1 p.c. en 2006 et 2007.

Dans le secteur de la construction, la croissance s'est aussi inscrite en recul sur l'ensemble des trois premiers trimestres de 2008, revenant à 1,7 p.c. après s'être élevée à 3,5 p.c. en 2007 et à plus de 6,5 p.c. en moyenne les deux années précédentes. Sur la base du profil trimestriel, il apparaît toutefois que la décélération qui s'était fait jour tout au long de 2007, sous l'effet principalement de la construction résidentielle, ne s'est pas poursuivie durant l'année sous revue. En particulier, le ralentissement y aurait été moins prononcé qu'en 2007, comme l'a attesté la moindre diminution de l'octroi de permis de

bâtir. En revanche, d'autres segments de la construction, tels que le non-résidentiel et le génie civil, ont cette fois marqué le pas. Dans l'ensemble, d'après l'enquête, le climat conjoncturel s'est progressivement essoufflé dans la construction, dans une mesure comparable au tassement observé entre 2000 et 2002. Contrairement à ce qui s'était passé durant cette période, la valeur ajoutée a toutefois continué de progresser en 2008, la situation en Belgique étant dès lors bien moins défavorable que celle relevée dans plusieurs pays de la zone euro, notamment en Irlande et en Espagne où le secteur de la construction a largement contribué au retournement conjoncturel.

3.3 Évolutions réelles dans les principaux secteurs

Entreprises

Prolongeant l'élan des quatre années précédentes, les entreprises ont continué de renforcer leurs capacités de production au début de 2008, en matière tant de stock de capital que d'emploi. Ainsi, sur l'ensemble de l'année, elles ont accru leur formation brute de capital fixe de 6,7 p.c. en termes réels par rapport à l'année précédente. Largement supérieur à l'accroissement du PIB, le rythme d'expansion des investissements des entreprises ne s'est, dès lors, inscrit qu'en léger recul par rapport à 2007,

TABLEAU 11 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)

	2004	2005	2006	2007	2008 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	1,1	1,5	2,1	2,0	0,8
Dépenses de consommation finale des administrations publiques	1,8	0,4	0,1	2,3	2,1
Formation brute de capital fixe	6,8	7,3	4,8	6,1	4,4
Logements	9,8	10,0	7,9	1,3	0,9
Entreprises	6,5	5,2	5,6	8,5	6,7
Administrations publiques	0,5	15,5	-10,6	3,4	-3,2
<i>p.m. Total des dépenses intérieures finales</i>	2,4	2,4	2,2	3,0	1,9
Variation des stocks ⁽¹⁾	0,1	0,5	0,9	0,1	0,3
Exportations de biens et services	6,1	3,9	2,7	3,9	3,0
Importations de biens et services	6,0	4,9	2,7	4,4	4,2
<i>p.m. Exportations nettes de biens et services⁽¹⁾</i>	0,4	-0,6	0,1	-0,3	-1,0
PIB	2,8	2,2	3,0	2,6	1,1

Sources: ICN, BNB.

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

lorsque ceux-ci avaient progressé de 8,5 p.c. Ce résultat annuel moyen cache toutefois un fléchissement en cours d'année, puisque le taux de croissance s'est réduit de moitié entre la fin de 2007 et le deuxième trimestre de l'année sous revue et que, par la suite, il est devenu négatif en termes trimestriels.

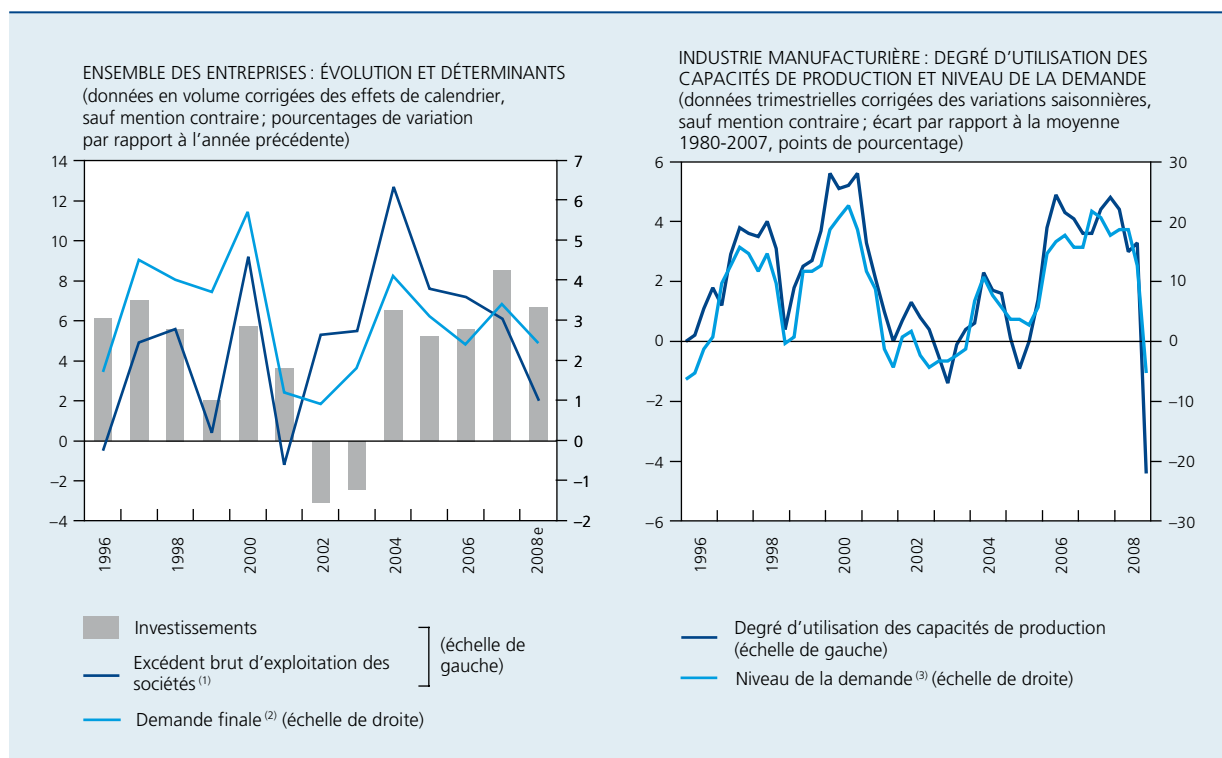
Cette moindre propension des entreprises à investir a résulté de différents facteurs, au rang desquels certains peuvent déjà être mis en relation avec la crise financière internationale. Ainsi, dans leurs décisions d'investissements, les entreprises ont en grande partie été influencées par l'inflexion négative des perspectives d'évolution des débouchés. En effet, la demande extérieure s'est tassée sous l'effet du ralentissement de la croissance mondiale et de l'affaiblissement du commerce international. Si la demande intérieure finale s'est encore maintenue à un niveau satisfaisant au premier trimestre, elle s'est aussi progressivement repliée par après. D'après les données issues des déclarations à la TVA, l'industrie manufacturière a été la première à réduire ses investissements, mais au troisième trimestre, le rythme de progression des investissements a également fléchi dans le secteur des

services. Par ailleurs, à la suite de l'intensification de la crise financière en fin d'année, un rétablissement rapide des perspectives de la demande est apparu de plus en plus improbable, comme l'a montré la nette détérioration de la composante de l'indicateur de confiance des chefs d'entreprise relative à cette question.

Ce constat est corroboré par le fait que, selon l'enquête trimestrielle dans l'industrie manufacturière, le degré d'utilisation des capacités de production a accusé un repli drastique en fin d'année. Quelque 71 p.c. des entreprises invoquaient à la fin de 2008 l'insuffisance de débouchés comme étant l'un des principaux motifs expliquant la sous-utilisation des capacités de production, contre 44 p.c. seulement au deuxième trimestre de 2007.

Parallèlement au repli de la demande, la hausse des coûts de financement a également pesé sur l'évolution des investissements. Ainsi, les coûts du financement externe se sont envolés au cours de l'année écoulée, comme l'explique en détail le chapitre 7 du présent Rapport. En réaction à la crise financière et à son incidence sur l'économie réelle, les cours des actions se sont effondrés et, pour les

GRAPHIQUE 27 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES



Sources: ICN, BNB.

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

(2) Hors variation des stocks.

(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.

autres instruments de financement, les investisseurs ont aussi requis des primes de risque de plus en plus élevées, alors que celles-ci avaient été, il est vrai, particulièrement faibles pendant la période 2004-2006. Cette majoration des primes de risque a traduit, d'une part, une adaptation du prix fixé pour un risque donné, d'autre part, un risque accru de défaut de paiement dans le contexte de la détérioration de la conjoncture. Au total, le renchérissement le plus important a touché le financement par fonds propres, suivi de celui par émission d'obligations. Le coût du financement bancaire s'est également alourdi, mais cette hausse a été plus limitée. Il ne semble toutefois pas que les sociétés non financières aient eu à faire face de manière généralisée, durant l'année sous revue, à des restrictions quantitatives dans l'octroi de crédits par les banques, même si ces dernières se sont montrées plus regardantes quant aux conditions auxquelles elles les consentent.

En outre, les entreprises n'ont plus pu compenser la dégradation des conditions de financement externe en recourant davantage à des ressources internes, comme elles l'avaient fait les deux années précédentes. En 2008, l'excédent brut d'exploitation des entreprises n'a, en effet, progressé que de 2 p.c., alors qu'il avait en moyenne crû de 7,8 p.c. au cours des cinq années précédentes. Plus que d'un relâchement de la croissance du volume des ventes des entreprises, cette nette décélération a découlé d'une contraction, de l'ordre de 1,1 p.c., de leur marge brute d'exploitation par unité vendue. Au premier semestre de l'année sous revue, la flambée généralisée des prix des matières premières, et en particulier des cours pétroliers, a en effet entraîné une forte hausse des coûts liés à l'importation de biens et services. L'augmentation des coûts d'origine intérieure s'est également accélérée, spécialement celle des coûts salariaux unitaires. La productivité apparente du travail s'est ainsi

TABLEAU 12 PRINCIPALES COMPOSANTES ET DÉTERMINANTS DE L'EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION DES SOCIÉTÉS, À PRIX COURANTS

	2004	2005	2006	2007	2008 e
Déterminants de l'excédent brut d'exploitation des sociétés (pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)					
Excédent brut d'exploitation	12,7	7,6	7,2	6,1	2,0
Marge brute d'exploitation par unité vendue ⁽¹⁾	7,3	4,5	4,2	2,1	-1,1
Prix de vente unitaire ⁽¹⁾	2,7	3,3	3,3	2,3	4,2
Sur le marché intérieur ⁽¹⁾	3,1	2,4	3,1	1,6	4,9
À l'exportation	2,4	4,1	3,4	3,0	3,6
Coûts par unité vendue ⁽¹⁾	2,0	3,1	3,1	2,4	5,1
Biens et services importés	2,8	4,4	4,1	2,6	6,7
Coûts d'origine intérieure par unité produite ⁽¹⁾⁽²⁾	0,4	0,7	1,4	1,8	2,3
dont: coûts salariaux unitaires	-0,7	1,0	1,6	3,1	3,6
Ventes finales en volume ⁽¹⁾	5,0	3,0	2,9	3,9	3,1
Sur le marché intérieur ⁽¹⁾	3,3	2,3	3,2	3,9	3,0
À l'exportation	6,5	3,6	2,6	4,0	3,2
Principales composantes du compte des sociétés (pourcentages du PIB)					
Revenu disponible brut	14,6	14,5	14,8	14,9	14,8
Excédent brut d'exploitation	22,4	23,1	23,5	23,7	23,3
Autres composantes du revenu disponible ⁽³⁾	-7,7	-8,6	-8,7	-8,8	-8,5
Utilisations	12,5	10,0	13,4	13,7	16,0
Formation brute de capital	12,9	12,9	14,0	14,4	16,4
Transferts en capital ⁽⁴⁾	-0,3	-2,9	-0,6	-0,6	-0,5
Solde de financement	2,1	4,4	1,4	1,1	-1,2

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, y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits, par exemple, les terrains ou les brevets et fonds de commerce.

légèrement tassée, dans la foulée du ralentissement conjoncturel tandis que, à l'instar de 2007, les coûts salariaux horaires nominaux se sont davantage accrus que les années précédentes, la progression en 2008 résultant notamment de la forte poussée inflationniste compte tenu du mécanisme d'indexation automatique. Eu égard à l'affaiblissement de la demande finale, les entreprises n'ont pas été en mesure de répercuter intégralement la hausse de leurs coûts sur leurs prix de vente, au contraire des années précédentes lorsque la demande finale était encore très dynamique.

La faiblesse de l'augmentation de l'excédent brut d'exploitation des sociétés a été contrebalancée par l'évolution plus favorable des autres composantes de leur revenu disponible. Ainsi, en pourcentage du PIB, les sociétés ont payé moins d'impôts et de prestations sociales. C'est dès lors

essentiellement le renforcement sensible de leur formation brute de capital – y compris la formation de stocks – qui a pesé sur leur solde de financement, lequel est de la sorte devenu négatif pour la première fois depuis 2001.

Particuliers

En 2008, les dépenses de consommation des particuliers ont progressé de 0,8 p.c. en termes réels, contre une augmentation de quelque 2 p.c. en 2006 et en 2007. Cette nette détérioration est principalement imputable à la stagnation du revenu disponible réel des ménages et, dans une moindre mesure, à la diminution de leur patrimoine financier net, sous l'effet du plongeon des cours boursiers durant la seconde moitié de l'année sous revue.

Encadré 6 – Quelle est la position des entreprises à la veille d'un sérieux ralentissement de la croissance à l'échelle mondiale ?

Au cours de la période de 2004 à 2007, l'économie belge a affiché une croissance moyenne de 2,6 p.c. par an, soit un rythme légèrement supérieur à la croissance potentielle. Les entreprises ont été un moteur-clé de cette dynamique, comme en témoigne notamment la contribution moyenne de 0,8 point de pourcentage des investissements des entreprises à l'expansion du PIB durant cette période, nettement supérieure à la moyenne de 0,6 point de pourcentage observée depuis 1996. Un autre canal par lequel les entreprises ont concouru à la progression du PIB est celui de la création d'emplois, laquelle a, à son tour, soutenu le pouvoir d'achat des particuliers et leurs dépenses de consommation. Un retournement s'est toutefois opéré en 2008. Tant le rythme des investissements que la création nette d'emplois ont, en effet, commencé à se tasser dans le courant de l'année, sur fond d'aggravation de la crise financière et de ralentissement de la croissance mondiale. La question se pose dès lors de savoir dans quelle mesure les entreprises sont suffisamment armées pour affronter ces conditions économiques défavorables, dont on pense qu'elles devraient perdurer plusieurs trimestres.

La situation en matière de rentabilité constitue un facteur déterminant de la capacité de résistance des entreprises. Au cours de la période de 2004 à 2007, ces dernières ont pu enregistrer une augmentation exceptionnellement soutenue de leur excédent brut d'exploitation, celui-ci représentant de loin leur principale source de revenus. Cet accroissement des résultats s'explique à la fois par l'extension sensible du volume de leurs ventes et par l'élargissement de la marge brute d'exploitation par unité vendue, dans un contexte de demande intérieure et extérieure soutenue. La marge a été tirée jusqu'en 2006 par la hausse relativement limitée des coûts salariaux par unité produite, la croissance conjoncturelle des gains de productivité ayant partiellement amorti l'augmentation des coûts salariaux horaires. Au total, l'excédent brut d'exploitation des sociétés est passé de quelque 20,5 p.c. du PIB au cours de la période 1995-2003 à 23,7 p.c. du PIB en 2007. Il a certes crû moins rapidement que le PIB durant l'année sous revue, mais est demeuré néanmoins à un niveau largement supérieur à celui observé de 1995 à 2003, ce qui indique que, sur ce plan, les entreprises jouissaient encore d'une position relativement confortable.

L'affaiblissement de la demande a cependant déjà commencé à exercer un effet d'érosion à cet égard, et son intensification conduira certainement les entreprises à des ajustements, notamment en matière d'emploi. Les coûts salariaux par unité produite ont augmenté à un rythme accéléré durant les deux dernières années, de

3,1 p.c. en 2007 et de 3,6 p.c. en 2008, contre une progression annuelle moyenne de 1,5 p.c. depuis 1995. Cet envol est dans une large mesure imputable au ralentissement de la productivité apparente du travail, qui résulte d'une croissance vigoureuse de l'emploi dans le secteur privé et qui a encore été renforcé en 2008 par la dégradation du climat conjoncturel. De surcroît, les coûts salariaux horaires se sont inscrits continuellement en hausse, dans le contexte des pressions qui s'exerçaient sur certains segments du marché du travail dans la foulée de la phase de haute conjoncture et, spécifiquement en 2008, de l'incidence accrue de l'indexation des salaires consécutive à l'accélération de l'inflation. La détérioration de la conjoncture ne permettant plus de répercuter ces surcoûts sur les prix de vente, la marge brute d'exploitation des entreprises a dès lors été mise sous pression. Les entreprises devraient donc tenter de relever la productivité apparente du travail, en cherchant dans un premier temps à diminuer le nombre d'heures ouvrées – en recourant au chômage temporaire ou, dans une moindre mesure, en comprimant le nombre d'heures supplémentaires –, mais aussi en réduisant leurs effectifs. Le déficit de main-d'œuvre qualifiée qui subsistait sur certains segments du marché du travail pourrait toutefois tempérer quelque peu l'incidence baissière sur l'emploi, dans la mesure où les entreprises seraient soucieuses de retenir un facteur de production rare.

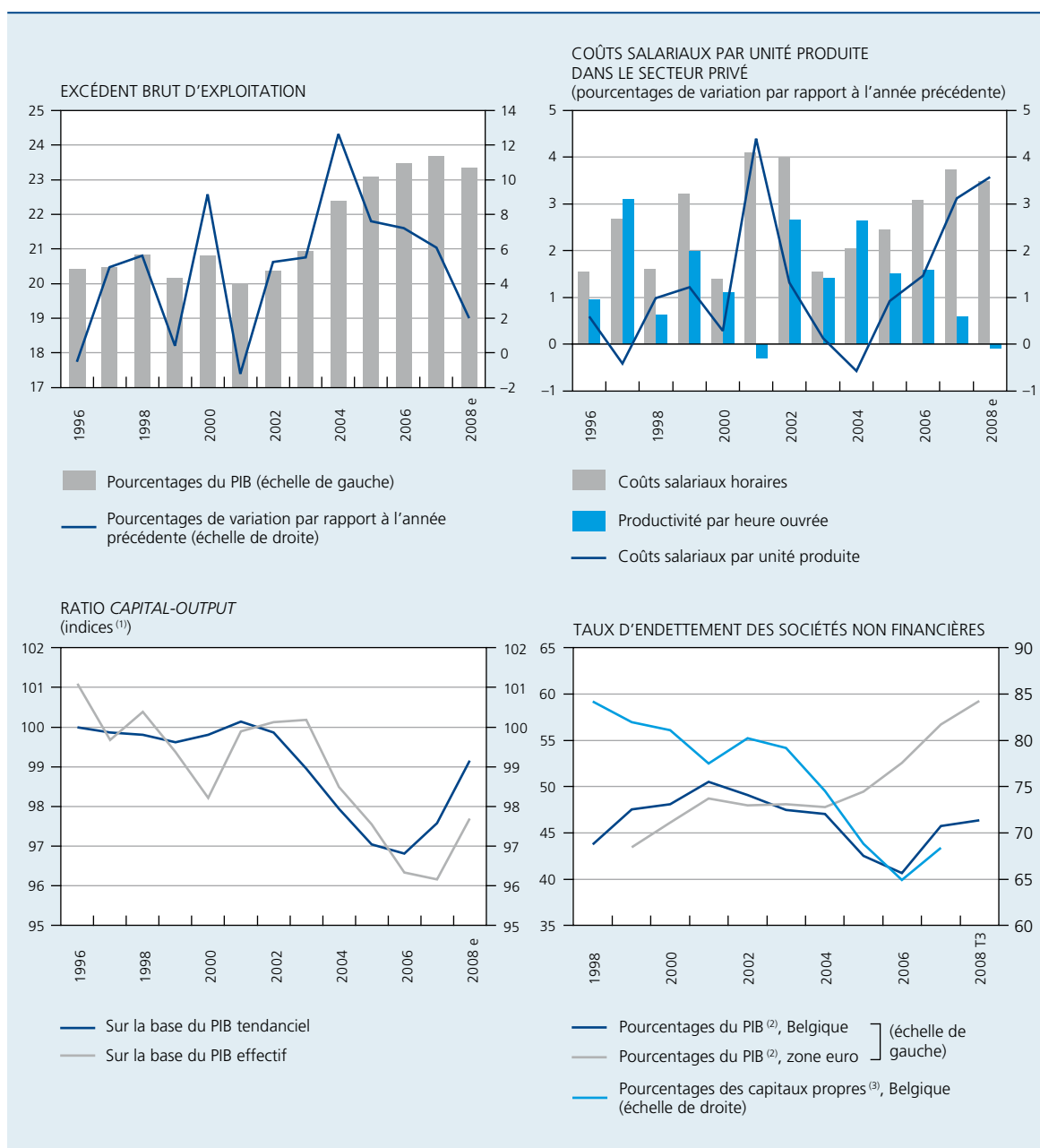
En complément des efforts de réduction des coûts d'exploitation visant à soutenir leurs résultats d'activité et face à la détérioration des perspectives de la demande, les entreprises devraient restreindre plus sensiblement leurs dépenses d'investissement. L'ampleur de cette réduction dépendra toutefois aussi de l'évolution des coûts de financement externe, dont le chapitre 7 consacré aux comptes financiers montre qu'ils ont crû très rapidement au cours de l'année sous revue. Conjugué à un moindre apport des sources internes de financement, ce renchérissement du financement externe pèsera de manière probablement forte sur la propension à investir des entreprises. En revanche, il n'apparaît pas que celles-ci étaient dotées de capacités de production excédentaires au moment de l'éclatement de la crise financière. En particulier, même s'il a augmenté au cours des deux dernières années, le ratio *capital-output* – c'est-à-dire le rapport entre le stock net de capital et la production – mesuré sur la base du PIB tendanciel est resté inférieur au niveau qu'il avait atteint durant la période de 1996 à 2002, à la suite de l'ajustement des investissements des entreprises en 2002 et en 2003. Le niveau relativement bas du stock de capital est encore plus visible lorsqu'il est rapporté au PIB effectif. Toutes autres choses restant égales par ailleurs, l'ajustement des investissements devrait, dès lors, être moins important que lors de la phase précédente de ralentissement conjoncturel, au début du millénaire. Pour sa part, le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière s'est maintenu à un niveau relativement élevé, de l'ordre de 83 p.c. pendant les trois premiers trimestres de 2008, avant toutefois de se replier fortement au quatrième trimestre.

Outre la rentabilité, la position financière joue elle aussi un rôle-clé dans la solidité des sociétés. Le fait que les entreprises soient parvenues à accumuler des ressources permet d'amortir, à tout le moins temporairement, l'incidence de l'érosion de leur rentabilité. La vive croissance de l'excédent brut d'exploitation des entreprises au cours de la période de 2004 à 2007 a engendré, année après année, une capacité de financement, qui a atteint un sommet de 4,4 p.c. du PIB en 2005. Ces excédents ont concouru à un abaissement du taux d'endettement des sociétés non financières. Ainsi, l'encours total de leurs dettes auprès des établissements de crédit de la zone euro et de leurs engagements sous la forme de titres à revenu fixe est passé de 50,5 p.c. du PIB en 2001 à 40,6 p.c. du PIB en 2006. À titre de comparaison, pour cette dernière année, le taux d'endettement des sociétés non financières de la zone euro dans son ensemble s'élevait à 52,6 p.c. du PIB, tandis qu'il était à un niveau comparable à celui de la Belgique au cours de la période 2001-2004. Le rapport entre les fonds de tiers (en ce compris les dettes financières vis-à-vis des autres sociétés non financières) et les capitaux propres des sociétés non financières en Belgique s'est également inscrit en forte baisse de 2002 à 2006. Ces dernières ont en effet réservé une partie des bénéfices qu'elles avaient dégagés lors de cette très rentable période pour les affecter à l'assainissement de leurs bilans. Par ailleurs, l'émission d'actions a été relativement plus intéressante que le financement par endettement, du fait entre autres des excellentes performances boursières. Enfin, l'instauration de la déduction fiscale pour capital à risque, via le mécanisme dit des intérêts notionnels, a incité les entreprises à renforcer, à partir de 2005, leurs capitaux propres, ce qui a donné lieu à une diminution du taux d'endettement, contrairement à l'évolution observée au même moment dans la zone euro.



Cette situation favorable s'est toutefois quelque peu détériorée ces deux dernières années. Sous l'effet de la forte croissance de la formation brute de capital fixe et du tassement de l'excédent brut d'exploitation, la capacité de financement des entreprises s'est transformée en un déficit de 1,2 p.c. du PIB en 2008. Le taux d'endettement des sociétés non financières a de nouveau progressé ces deux dernières années, en raison notamment de l'expansion

INDICATEURS DE LA POSITION DES ENTREPRISES



Sources : CE, BCE, ICN, BNB.

(1) Ratio *capital-output*, sur la base du PIB tendanciel, en 1996 = 100.

(2) Encours des dettes auprès des établissements de crédit de la zone euro et des engagements sous la forme de titres à revenu fixe exprimé en pourcentage du PIB ; données issues des comptes financiers.

(3) Encours de l'ensemble des dettes financières exprimé en pourcentage des capitaux propres ; données issues du bilan des entreprises.

soutenue des crédits bancaires accordés aux entreprises. Par ailleurs, les charges d'intérêts moyennes des dettes financières ont augmenté depuis 2006. Il résulte de ces développements que les entreprises sont devenues plus vulnérables à un resserrement des conditions d'octroi des crédits par les banques. Le taux d'endettement demeure toutefois bien en deçà du niveau observé pour l'ensemble de la zone euro. L'on peut ainsi s'attendre à ce que les entreprises belges fassent montre d'une plus grande résilience que leurs homologues européennes durant la période difficile qui se profile.

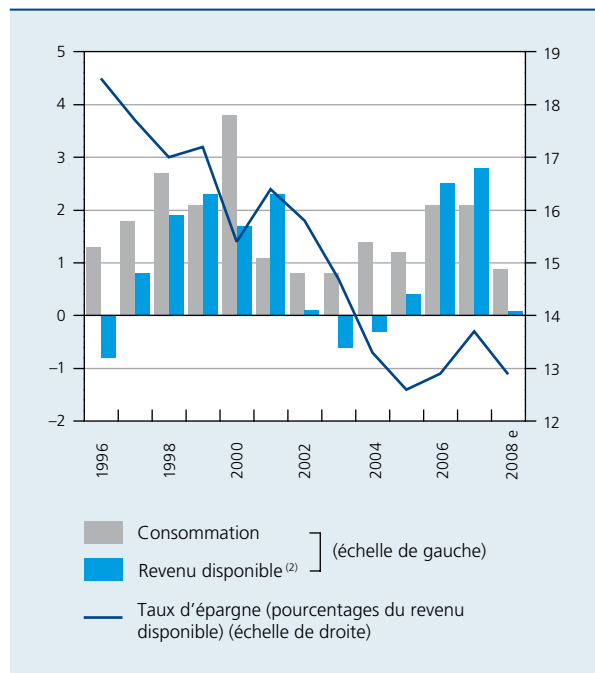
Globalement, au moment où la crise financière s'est exacerbée, en septembre 2008, la position de départ des entreprises belges était solide, celles-ci n'ayant guère accumulé ces dernières années de déséquilibres importants, qui pourraient requérir des corrections substantielles dans le sillage du tassement conjoncturel. Néanmoins, face à l'aggravation de la situation économique qui se dessinait à la fin de 2008, elles seront certainement amenées à réduire le rôle de soutien de l'activité, via les investissements et les créations d'emplois, qu'elles ont joué récemment.

Le revenu disponible réel des particuliers n'a dans son ensemble progressé que de 0,1 p.c. en raison, pour l'essentiel, de la vive accélération de l'inflation. La rémunération des salariés considérés globalement – qui représente environ 70 p.c. du revenu primaire

des ménages – a certes continué d'augmenter à un rythme relativement vigoureux, soutenue aussi par des créations d'emplois toujours dynamiques, mais l'effet de l'indexation des salaires, comme d'ailleurs de celle des prestations sociales, est demeuré en retrait de l'évolution effective des prix à la consommation. L'indexation n'a, en effet, pas entièrement compensé l'érosion du pouvoir d'achat induite par l'inflation, compte tenu de l'utilisation de l'indice-santé comme référence pour sa mise en œuvre, de l'effet de retardement occasionné par les mécanismes existants d'indexation et, pour un certain nombre de conventions salariales collectives, de l'existence de clauses *all-in*, dont l'objectif est précisément d'amortir l'incidence de chocs d'inflation imprévus. De son côté, l'ensemble des revenus constitué de l'excédent brut d'exploitation et du revenu mixte brut des particuliers a crû à un rythme plus modeste que les années précédentes, sur fond d'évolution plus modérée de l'activité. Le revenu net de la propriété a subi en 2008 le contrecoup de la moindre croissance des dividendes consécutive au recul de la rentabilité des entreprises. Enfin, les impôts sur le revenu et sur le patrimoine se sont accrus plus rapidement que le revenu primaire des particuliers, et ce contrairement aux deux années précédentes où leur hausse avait été moins vive à la faveur de la réforme fiscale. Au total, en termes nominaux, le revenu disponible des particuliers a dès lors progressé moins vigoureusement que lors des deux années précédentes.

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.

Les particuliers n'ont toutefois pas réduit la croissance de leurs dépenses de consommation dans une mesure comparable. En présence de variations temporaires importantes de leur revenu disponible, on observe en effet qu'ils ont tendance à lisser quelque peu l'évolution de leurs

TABLEAU 13 DÉTERMINANTS DU REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS

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

	2004	2005	2006	2007	2008 e	<i>p.m.</i> 2008 e, milliards d'euros
Revenu primaire brut	2,2	3,2	4,5	5,8	4,7	255,5
<i>p.m. En termes réels</i> ⁽¹⁾	-0,4	0,4	1,6	2,9	0,4	
Rémunérations des salariés	2,7	3,4	4,8	5,8	5,0	180,9
Emploi salarié	0,9	1,3	1,5	1,9	1,7	
Rémunération par personne	1,9	2,0	3,3	3,8	3,2	
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte brut	1,9	4,3	4,3	5,8	3,9	45,9
dont: revenu d'activité des indépendants ..	3,6	2,0	2,2	4,6	4,2	23,7
Revenu de la propriété ⁽²⁾	-0,2	0,5	3,0	5,8	3,8	28,7
Transferts courants ⁽²⁾	2,0	2,9	0,8	6,6	5,9	-46,5
Transferts courants reçus	4,0	3,8	2,4	4,9	5,0	73,7
Transferts courants versés	3,2	3,4	1,8	5,5	5,4	120,2
Revenu disponible brut	2,3	3,3	5,4	5,6	4,4	209,0
<i>p.m. En termes réels</i> ⁽¹⁾	-0,3	0,4	2,5	2,8	0,1	
Dépenses de consommation finale	4,0	4,1	4,9	4,9	5,2	184,2
Taux d'épargne ⁽³⁾	13,3	12,6	12,9	13,7	12,9	

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.

dépenses de consommation. Ainsi, en 2006 et en 2007, lorsque leur revenu disponible s'est fortement accru, les ménages avaient proportionnellement moins augmenté leurs dépenses de consommation et, ce faisant, ils avaient épargné une part plus élevée de leur revenu disponible. Dès lors, leur taux d'épargne était passé de 12,6 p.c. en 2005 à 13,7 p.c. en 2007. À l'inverse, en 2008, les particuliers ont réagi à la stagnation de leur revenu disponible réel en diminuant leur épargne.

Cette inflexion ne signifie pas que l'évolution du taux d'épargne ait renoué avec la tendance à la baisse observée de 1994 à 2005. Au contraire, le mouvement de 2008 s'inscrit dans le prolongement des quatre années précédentes où le taux d'épargne avait, en effet, fluctué dans une étroite fourchette autour d'un niveau moyen se situant à 13 p.c. du revenu disponible. En outre, dans le futur immédiat, il apparaît probable que les particuliers tenteront d'accroître leur épargne, compte tenu de la moins-value importante qu'ils ont subie sur leur patrimoine financier, en particulier sur leurs avoirs en actions, et de la perspective d'une détérioration prolongée du marché du travail. Le recul très rapide de l'indicateur de

confiance des consommateurs à partir d'octobre 2008, sous l'effet principalement d'un pessimisme nettement plus marqué quant aux perspectives de chômage pour les douze prochains mois, suggère que les ménages ont revu leurs perspectives de revenus à la baisse, ce qui devrait les conduire à renforcer leur épargne de précaution.

À l'instar de celle des dépenses de consommation, la progression des investissements en logements s'est ralentie en 2008. 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 de la période 2004-2006, le rythme de hausse de celles-ci est revenu à 1,3 p.c. en 2007 et à 0,9 p.c. en 2008. Cette évolution est partiellement imputable à la modération des prix des logements sur le marché secondaire, ce qui a rendu l'acquisition de maisons et d'appartements existants relativement plus attrayante et a pesé sur la construction de logements neufs. En outre, les taux d'intérêt hypothécaires ont affiché à partir de 2006 une tendance haussière, après avoir atteint un niveau exceptionnellement bas dans le courant de 2005. Par ailleurs, compte tenu de la stabilisation, exprimée en termes réels, du revenu disponible

des particuliers en 2008, le remboursement des crédits hypothécaires a été plus lourd à supporter. Globalement, les investissements en logements en Belgique ont accusé un ralentissement de leur croissance moins prononcé que dans l'ensemble de la zone euro.

Rapportés au PIB, les investissements en logements sont demeurés en 2008 quasiment au même niveau qu'en 2007, et la diminution de l'épargne brute est, dès lors, le principal facteur expliquant le recul du solde de financement des particuliers, de 1,3 à 0,7 p.c. du PIB.

Administrations publiques

En 2008, les dépenses de consommation finale des administrations publiques se sont accrues de 2,1 p.c. en termes réels, soit un rythme de croissance supérieur de 0,4 point de pourcentage à la moyenne observée depuis 1995. Tout comme en 2007, ce sont principalement les prestations sociales en nature, surtout les dépenses de soins de santé, qui ont augmenté sensiblement. Il convient toutefois de noter que leur progression a été dopée en 2008 par l'inclusion des « petits risques » dans les prestations obligatoires de soins de santé couvertes par l'INAMI pour le régime des indépendants. Les dépenses ainsi assurées sont désormais comptabilisées dans les dépenses de consommation des administrations publiques, plutôt que dans la consommation privée.

Les investissements publics ont reculé de 3,2 p.c. en termes réels en 2008. Ce fléchissement résulte principalement des investissements des pouvoirs locaux, qui se sont fortement repliés, tout comme en 2007. Eu égard au fait que 2006 avait été une année d'élections communales, une telle évolution n'est toutefois pas inhabituelle: en effet, alors que les dépenses d'investissement des pouvoirs locaux affichent généralement une forte expansion l'année précédant l'élection des conseils communaux, elles sont la plupart du temps réduites lors des deux années qui la suivent.

Reste du monde

Alors que le ralentissement de la demande intérieure s'est manifesté de manière progressive dans le courant de 2008, les exportations ont subi dès la fin de l'année précédente les effets de la détérioration du commerce international. En effet, après avoir présenté une croissance vigoureuse, de l'ordre de 7,6 p.c. par an en moyenne entre 2004 et 2006 et de 5,1 p.c. en 2007, le rythme d'expansion des débouchés extérieurs est revenu à 2,8 p.c. Pour sa part, la croissance en volume des exportations de biens et services n'a plus atteint que 3 p.c., contre 3,9 p.c. en 2007.

Jusqu'au milieu de 2008, la demande extérieure a perdu graduellement de son dynamisme, puis elle s'est apparemment effondrée durant le second semestre. À cet égard, l'indicateur issu de l'enquête de conjoncture relatif à l'opinion des entrepreneurs quant à l'évolution des commandes à l'exportation s'est inscrit en baisse tout au long de l'année, mais un déclin marqué est survenu dans les résultats les plus récents, à partir d'octobre. Au total, compte tenu aussi de l'effet négatif de l'appréciation de l'euro sur la compétitivité en termes de prix pendant une grande partie de l'année, les exportations ont relativement bien résisté à la détérioration de la demande en 2008. Cette constatation pour l'année sous revue ne permet cependant pas de conclure à une inflexion durable de la tendance structurelle des exportations de la Belgique à croître de manière plus lente que dans les autres pays européens.

L'expansion moins rapide des exportations, ainsi que de la consommation privée, s'est fait ressentir au niveau de la demande de biens importés. Les importations ont toutefois encore été soutenues par la formation brute de capital des entreprises, particulièrement au premier semestre de l'année sous revue. Au total, le rythme annuel de croissance des importations s'est légèrement infléchi, revenant de 4,4 p.c. en 2007 à 4,2 p.c. Par solde, les exportations nettes de biens et services ont apporté une contribution négative à la progression du PIB, de l'ordre de 1 point de pourcentage.

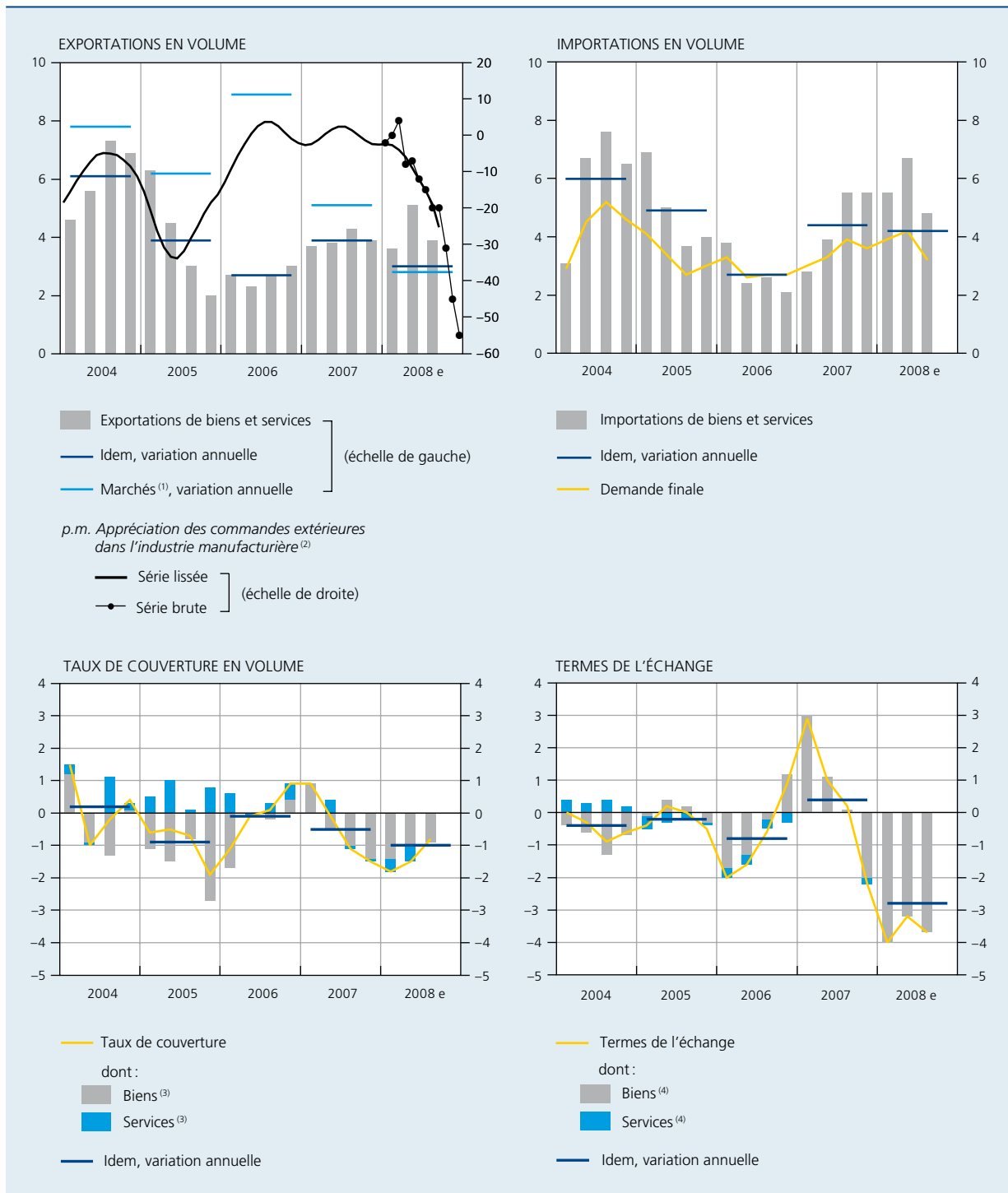
À cet effet négatif des évolutions en volume s'est ajoutée une forte détérioration des termes de l'échange. Ceux-ci ont connu une contraction sévère en 2008, de 2,8 p.c., en raison principalement de l'évolution des cours des matières premières durant le premier semestre de l'année sous revue. Au quatrième trimestre, la chute des cours pétroliers a toutefois freiné la croissance des déflateurs, en particulier de celui des importations.

Si l'évolution des déflateurs des exportations et des importations est largement influencée par celle des prix des matières premières, l'effet net de leur renchérissement en 2008 a été très différent de celui observé au cours des années précédentes. Cette réaction divergente des termes de l'échange est largement attribuable à la capacité ou non des producteurs à répercuter sur leurs prix de vente la hausse des prix des *inputs*; fondamentalement, elle dépend donc des conditions de marché.

Ainsi, les cours de la plupart des matières premières ont progressé de manière très marquée depuis 2003, sous l'effet d'une augmentation substantielle de la demande mondiale, dans un contexte de forte utilisation des capacités de production. À titre d'exemple, exprimés en dollar

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 : CE, OCDE, BCE, ICN, BNB.

(1) Marchés à l'exportation, calculés comme la moyenne pondérée de la croissance des importations des partenaires commerciaux.

(2) Données corrigées des variations saisonnières, niveaux.

(3) Contribution à la variation totale du taux de couverture.

(4) Contribution à la variation totale des termes de l'échange.

des États-Unis, les prix du pétrole de type *Brent* et des minerais métallifères ont triplé entre 2002 et 2007. En euro, la hausse a atteint respectivement 100 et 118 p.c. À partir de 2007, ce mouvement s'est stabilisé pour les minerais, mais les cotations du pétrole ont encore gonflé de plus de 40 p.c. en euro entre les troisièmes trimestres de 2007 et de 2008.

Ces évolutions se sont transmises intégralement aux prix des importations et des exportations belges de ces produits. Compte tenu du fait que la Belgique est importatrice nette de ces matières premières, leur renchérissement

a affecté négativement les termes de l'échange pour l'ensemble de l'économie, ce qui a reflété le transfert de revenus vers les pays qui en sont les producteurs.

Au total, l'évolution du prix des échanges extérieurs de matières premières a apporté une contribution négative de 4 points de pourcentage aux termes de l'échange de l'ensemble des marchandises sur la période de 2002 à 2007, dont 2,9 points pour les combustibles et 1,1 point pour les autres matières premières non alimentaires. Toutefois, durant cette période, les entreprises qui utilisent ces matières premières comme *input* ont été

TABLEAU 14 TERMES DE L'ÉCHANGE POUR LES BIENS
 (pourcentages de variation, sauf mention contraire)

	Prix des exportations ⁽¹⁾	Prix des importations ⁽¹⁾	p.m.
			Contribution à la variation des termes de l'échange
Évolution cumulée sur la période 2002-2007			
Total	15,3	16,2	-0,7
Combustibles minéraux	64,2	66,3	-2,9
dont:			
Pétrole	88,5	94,4	-2,8
Gaz	24,1	15,6	-0,1
Autres matières premières	26,7	44,3	-1,1
dont:			
Minerais métallifères	117,5	100,6	-0,8
Ensemble des autres produits ⁽²⁾	11,5	9,0	3,2
dont:			
Matières plastiques	34,9	31,0	0,9
Produits sidérurgiques	74,3	59,2	1,7
Évolution entre les troisièmes trimestres de 2007 et de 2008			
Total	5,4	10,1	-4,3
Combustibles minéraux	47,5	51,7	-3,1
dont:			
Pétrole	38,1	43,8	-2,0
Gaz	72,0	69,1	-0,9
Autres matières premières	14,4	12,7	-0,2
dont:			
Minerais métallifères	23,7	8,5	0,0
Ensemble des autres produits ⁽²⁾	1,1	1,5	-1,0
dont:			
Matières plastiques	5,5	6,5	0,2
Produits sidérurgiques	3,9	20,1	-0,5

Source: ICN.

(1) Valeurs unitaires moyennes, données du commerce extérieur selon le concept national.

(2) Contribution calculée par solde.

largement en mesure d'en répercuter les mouvements sur leurs prix de vente, dans un contexte de demande mondiale soutenue, notamment pour les produits sidérurgiques et les matières plastiques sous leurs formes primaires.

Certes, compte tenu des autres facteurs de coûts qui entrent en ligne de compte – en particulier les coûts salariaux –, les prix de vente des entreprises n'ont pas progressé au même rythme que ceux des matières premières. Cependant, l'augmentation de plus de 30 p.c. des valeurs unitaires pour les exportations de matières plastiques et de 60 à 70 p.c. pour celles de produits sidérurgiques a largement dépassé l'accroissement moyen des prix des échanges extérieurs. Étant donné la spécialisation de la Belgique dans ces produits, ces évolutions de prix ont apporté une contribution positive aux termes de l'échange totaux: cette contribution est estimée à 0,9 point de pourcentage pour les matières plastiques, mais pour les produits sidérurgiques, elle a été encore plus forte, atteignant 1,7 point, dans la mesure où l'effet de spécialisation a été renforcé par l'amélioration intrinsèque des termes de l'échange pour cette catégorie même.

Au delà de cet effet positif, le mouvement d'appréciation de l'euro – de quelque 20 p.c. par rapport au dollar en 2003, de 10 p.c. en 2004 et d'environ 10 p.c. en 2007 – contribue aussi à expliquer la quasi-stabilité des termes de l'échange sur la période de 2002 à 2007, en dépit du renchérissement marqué des matières premières. Toutes autres choses restant égales par ailleurs, une appréciation de la monnaie donne, en effet, lieu à une amélioration à court terme des termes de l'échange pour l'ensemble des produits. Celle-ci est toutefois largement de nature temporaire, les exportateurs étant tenus d'adapter graduellement leurs prix aux conditions des concurrents pour maintenir leur part de marché.

En revanche, la situation s'est complètement modifiée dans le courant de 2007 et en 2008, puisque les producteurs nationaux ne semblent plus avoir été en mesure de répercuter les hausses supplémentaires des prix du gaz, du pétrole et, dans une moindre mesure, des minerais de fer sur les prix de vente à l'exportation des produits transformés. Au contraire, dans un contexte de ralentissement de la demande mondiale, les prix à l'exportation de l'ensemble des produits manufacturés ont été mis sous pression, contribuant aussi aux pertes des termes de l'échange de 4,3 p.c. observées dans les statistiques du commerce extérieur entre les troisième trimestres de 2007 et de 2008. En particulier pour les produits sidérurgiques, la croissance des prix à l'exportation est demeurée largement en retrait de celle des prix à l'importation.

Opérations courantes de la balance des paiements

L'effet négatif des évolutions de prix s'ajoutant à celui des mouvements en volume, le montant des importations a crû à un rythme largement supérieur à celui des exportations, ce qui a donné lieu en 2008 à une réduction très importante du solde des opérations sur marchandises. Le solde commercial de la Belgique est en effet devenu largement déficitaire durant l'année sous revue, à hauteur de 10,5 milliards d'euros, alors qu'il présentait un excédent de 1,5 milliard en 2007.

Cette détérioration se marque de la même manière sur le solde des opérations courantes, celui-ci s'étant inscrit en déficit pour la première fois depuis plus de deux décennies. Selon les estimations inférées de la balance des paiements de l'UEBL jusqu'en 1994 et des données pour la seule Belgique par après, le solde courant a été systématiquement positif à partir du milieu des années 1980, atteignant un maximum de 5,5 p.c. du PIB en 1998. Une dégradation continue de l'excédent courant s'est toutefois manifestée de 2002 à 2007, à concurrence de 0,5 point de PIB par an, en raison de la baisse de l'excédent du commerce de marchandises. Cette évolution s'est accélérée au dernier trimestre de 2007 et en 2008, donnant lieu à un déficit estimé à 2 p.c. du PIB pour l'ensemble de l'année.

Outre les opérations sur marchandises, les autres principales composantes de la balance courante ont globalement participé à la détérioration du solde, mais avec une ampleur beaucoup plus limitée. Certes, le surplus dégagé sur les opérations de services s'est légèrement élargi durant l'année sous revue, alimenté par la hausse du surplus des services divers aux entreprises, tels que la comptabilité, le conseil juridique, la publicité ou l'ingénierie, et par la réduction du déficit des voyages au titre des déplacements professionnels. Ces mouvements ont toutefois été partiellement compensés par l'augmentation des dépenses de R&D réalisées à l'étranger par des entreprises pharmaceutiques belges ainsi que par le repli du solde du négoce international et de transport.

Pour sa part, le solde des revenus des facteurs s'est quelque peu amenuisé en 2008, sous l'effet principalement de la disparition du léger surplus dégagé par les revenus de placements et d'investissements qui s'est mué en un faible déficit. Exprimé en euro, le rendement moyen des placements ou crédits portant intérêt a ainsi augmenté plus rapidement pour les engagements des secteurs belges vis-à-vis du reste du monde que pour les avoirs belges à l'étranger, à la suite notamment de la hausse des taux à court terme et de l'appréciation de l'euro. Le recul des recettes nettes d'intérêts perçues par la Belgique a

TABLEAU 15 PRÊT NET AU RESTE DU MONDE

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

	2005	2006	2007	2008 e	Neuf premiers mois	
					2007	2008
1. Compte courant	7,9	6,3	5,6	-6,8	7,9	-3,3
Biens et services	8,7	7,6	6,3	-5,5	7,8	-3,2
Biens	4,7	2,6	1,5	-10,5	3,8	-7,5
Services	4,0	5,0	4,8	5,1	4,0	4,3
Revenus	4,2	4,0	4,3	4,1	3,7	3,7
Revenus du travail	3,9	4,1	4,2	4,2	3,1	3,1
Revenus des placements et investissements	0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,7	0,5
Transferts courants	-5,1	-5,2	-5,0	-5,3	-3,7	-3,7
Transferts des administrations publiques ...	-3,8	-4,3	-4,3	-4,7	-3,2	-3,3
Transferts des autres secteurs	-1,3	-1,0	-0,7	-0,7	-0,5	-0,4
2. Compte de capital	-0,7	-0,3	-1,1	-1,4	-0,5	-1,0
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)	7,1	6,0	4,5	-8,1	7,4	-4,2
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB</i>	2,4	1,9	1,4	-2,3	3,0	-1,7
<i>Besoin (-) ou capacité de financement des secteurs intérieurs, selon les comptes nationaux, pourcentages du PIB</i>	2,8	2,5	2,1	-1,5		

Sources: ICN, BNB.

toutefois été en partie contrebalancé par une diminution des dividendes versés au reste du monde. Pour sa part, le surplus structurel des revenus du travail, formé principalement des salaires payés par l'UE à son personnel résidant dans le pays, est demeuré inchangé.

Enfin, le déficit des transferts courants opérés par les administrations publiques s'est également creusé. En particulier, les contributions de la Belgique au budget européen, au titre tant des droits de douane que des recettes TVA et de la contribution RNB, se sont accrues tandis que les aides de marché perçues par les producteurs belges de biens alimentaires se sont inscrites en recul en raison de la bonne tenue des marchés de produits agricoles.

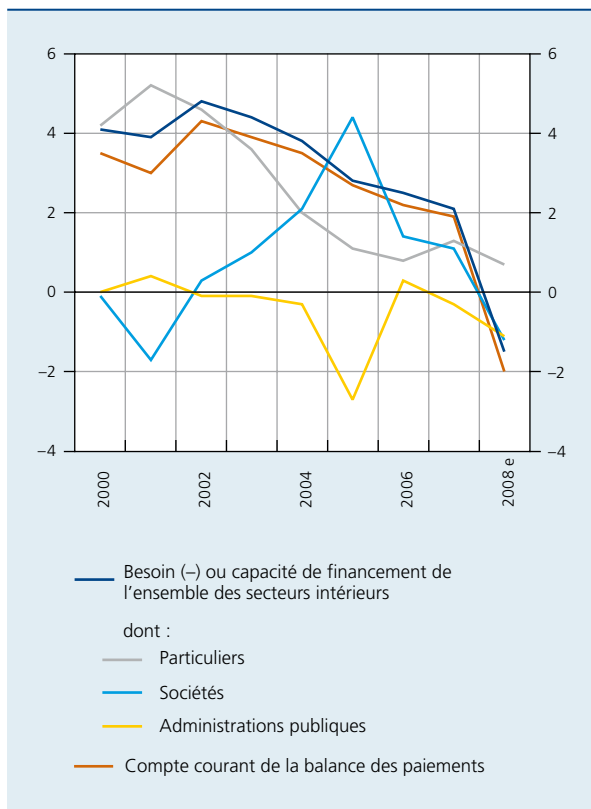
Au delà de la détérioration du solde des opérations courantes, le solde de financement de l'ensemble de l'économie a également été affecté en 2008 par l'aggravation du déficit des opérations en capital. Celui-ci a présenté un déficit de 1 milliard d'euros durant les neuf premiers mois de l'année, à la suite des résultats 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. Les achats nets de

droits d'émission relativement importants par des sociétés belges ont toutefois été freinés par le ralentissement économique en fin d'année. Au total, le prêt net de la Belgique au reste du monde, qui avait été de 4,5 milliards d'euros en 2007, s'est transformé durant l'année sous revue en un besoin de financement, de quelque 8 milliards. Exprimée en pourcentage du PIB, cette évolution correspond à une diminution de 3,7 points de pourcentage, le surplus de financement de l'économie de 1,4 p.c. se muant sur l'entrefaite en un déficit de 2,3 p.c.

Sur la base des statistiques des comptes nationaux, il apparaît que l'ensemble des principaux secteurs de l'économie ont participé à la dégradation du solde de financement en 2008. La contraction la plus importante a concerné les sociétés, la formation brute de capital de celles-ci ayant excédé le montant de leur épargne, tandis que le besoin de financement des administrations publiques s'est creusé et que la capacité de financement des particuliers s'est de nouveau amenuisée. Cette dernière évolution s'inscrit dans la ligne du mouvement observé de 2002 à 2006, qui avait largement déterminé le recul enregistré pour l'ensemble de l'économie au cours de ces dernières années.

GRAPHIQUE 30 BESOIN (-) OU CAPACITÉ DE FINANCEMENT DES SECTEURS INTÉRIEURS ET COMPTE COURANT DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

3.4 Développements structurels

Dans le contexte de mondialisation et de concurrence accrue entre les économies, les sources de la croissance des économies avancées résident plus que jamais dans leur capacité d'innovation. Idéalement, cette dernière doit concerner l'ensemble des branches d'activité en vue d'améliorer leur efficacité productive. À cet égard, il ressort de la comparaison des évolutions récentes de part et d'autre de l'Atlantique que des progrès sont possibles en Europe et en Belgique.

Au cours des quinze dernières années, l'expansion de l'activité s'est, en effet, révélée nettement plus dynamique aux États-Unis que dans l'UE15 ou en Belgique. Tant de 1991 à 2000 que de 2001 à 2005, l'écart de croissance en faveur de la première économie a atteint, voire légèrement dépassé, 1 point de pourcentage par an en moyenne. Selon les données harmonisées établies sous l'égide de la CE dans le cadre du programme EU KLEMS, le dynamisme américain s'est appuyé, dans la première

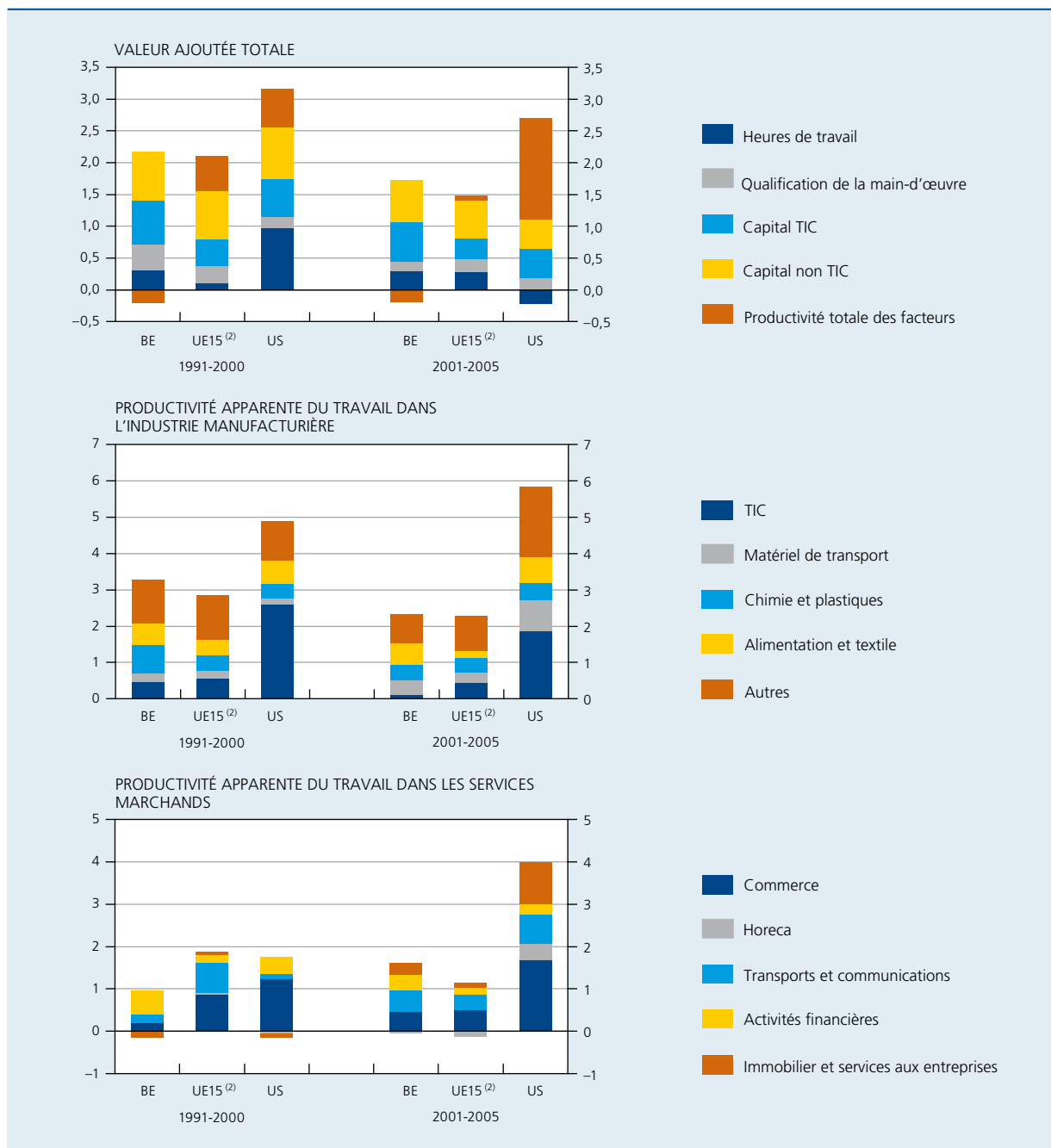
décennie, sur des contributions relativement équilibrées des différents facteurs explicatifs, le déficit de croissance de l'économie européenne trouvant principalement son origine dans une contribution nettement inférieure du volume de travail. À l'inverse, lors des cinq années suivantes, l'écart s'est essentiellement marqué au niveau de la productivité totale des facteurs (PTF), dont la contribution à la croissance s'est élevée à 1,6 point de pourcentage en moyenne par an aux États-Unis, alors qu'elle était à peine positive dans l'UE15. En Belgique, la PTF a par contre pesé sur l'expansion économique au cours des deux périodes considérées.

La PTF indique l'efficacité globale avec laquelle sont combinés les facteurs de production que sont le capital et le travail ; son augmentation traduit la possibilité d'un surcroît de production à partir des mêmes quantités de facteurs. À ce titre, elle est largement assimilée à l'innovation qui, par exemple au travers du progrès technologique et de modifications dans l'organisation des entreprises, permet d'améliorer le processus de production et d'amener des produits nouveaux sur le marché. La PTF englobe cependant aussi des facteurs institutionnels et réglementaires influençant le cadre général de fonctionnement de l'économie. Dans les faits, étant habituellement calculée de manière résiduelle, elle intègre encore d'autres éléments, y compris des effets conjoncturels et d'éventuelles erreurs de mesure. S'il convient dès lors d'interpréter son estimation avec précaution, la PTF n'en représente pas moins, à côté des politiques de mobilisation de l'emploi, une source de croissance indispensable pour les économies développées, déjà largement capitalisées.

Conjointement à l'intensité capitalistique de l'économie – le rapport entre le stock de capital et le volume de l'emploi – et à la qualification de la main-d'œuvre, la PTF détermine la productivité apparente du travail. Il ressort de l'observation des données américaines que l'obtention de gains de productivité au travers de la PTF concerne potentiellement toutes les branches d'activité de l'économie, et pas uniquement l'industrie manufacturière. Dans cette dernière branche, les écarts observés entre les deux côtés de l'Atlantique trouvent en bonne partie – et même quasi exclusivement de 1991 à 2000 – leur origine dans les branches productrices de technologies de l'information et de la communication (TIC). De 2001 à 2005, ces branches ont contribué à hauteur de 1,9 point de pourcentage à la progression annuelle moyenne de 5,8 p.c. de la productivité apparente du travail aux États-Unis ; dans le même temps, leur contribution s'est limitée à 0,4 point dans l'UE15 et à 0,1 point en Belgique. Le rôle joué par les TIC est lié à la place significative qu'ont rapidement occupée ces

GRAPHIQUE 31 DÉTERMINANTS DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE ⁽¹⁾

(contributions à la variation annuelle moyenne du total, points de pourcentage)



Sources : Banque de données EU KLEMS, mars 2008; Biatour B. et C. Kegels (2008), *Growth and productivity in Belgium*, BFP, Working Paper 17-08.

(1) Les données relatives à la décomposition de la croissance sont celles de la banque de données européenne EU KLEMS. Outre le fait de rendre possible une analyse sectorielle, cette décomposition présente la particularité de mesurer les contributions des facteurs de production sur la base des services qu'ils rendent, plutôt que sur celle de la variation du stock comme il est d'usage dans la plupart des études sur les sources de la croissance. Pour ce faire, on distingue plusieurs catégories d'emploi et de capital, associées à leurs productivités marginales respectives. Pour l'emploi, ces catégories sont établies en fonction de l'âge, du genre et du niveau d'éducation ; un facteur « qualification de la main-d'œuvre » comptabilise alors l'effet des modifications de structure de l'emploi. Pour le capital, sept types de biens sont identifiés, regroupés ensuite en capital technologique et capital non technologique. En conséquence, la contribution des facteurs de production peut être différente des résultats obtenus dans d'autres études, de même que celle de la PTF.

(2) Limitée aux pays suivants : Belgique, Danemark, Allemagne, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Finlande et Royaume-Uni.

industries aux États-Unis et témoigne de l'importance de la capacité d'ajustement d'une économie aux activités naissantes et potentiellement dynamiques. Au niveau

relativement agrégé considéré ici, il semblerait que les gains de productivité totaux soient surtout issus de développements intra-branches, les effets de réallocation vers

des branches plus productives étant relativement limités. Dans la période plus récente, d'autres branches industrielles que les TIC ont également contribué à creuser l'écart en faveur des États-Unis, à savoir les machines et le matériel de transport.

Le principal soutien à l'envolée de la productivité apparente du travail aux États-Unis de 2001 à 2005 est cependant venu des services marchands. Ceux-ci représentent en effet près de la moitié de la valeur ajoutée de l'économie. Toutefois, leur contribution déterminante s'explique surtout par l'accélération sensible de leur propre productivité, qui a crû à un rythme annuel de 4 p.c. de 2001 à 2005. Par ailleurs, à l'exception des activités financières, toutes les grandes branches de services ont participé à ce mouvement, à commencer par le commerce et les services aux entreprises.

De par leur nature, l'industrie manufacturière et les services suivent vraisemblablement des voies différentes pour dégager les gains de productivité nécessaires à leur croissance. Ils seront en conséquence abordés séparément dans la suite de cette section. Il convient cependant de ne pas perdre de vue le degré élevé d'interconnexion qui relie ces deux types d'activité.

Industrie manufacturière

La fragmentation de la chaîne de production constitue une des caractéristiques de la vague actuelle de mondialisation. Elle vise à accroître la productivité d'ensemble en faisant appel, à chaque stade, à l'unité de production la plus efficace. Pour les branches industrielles d'une petite économie ouverte, ce phénomène nécessite d'être en relation avec le reste du monde, que ce soit via les échanges commerciaux ou les liens d'investissement direct, afin de pouvoir bénéficier d'*inputs* ou de savoir-faire spécialisés et d'élargir les perspectives de débouchés.

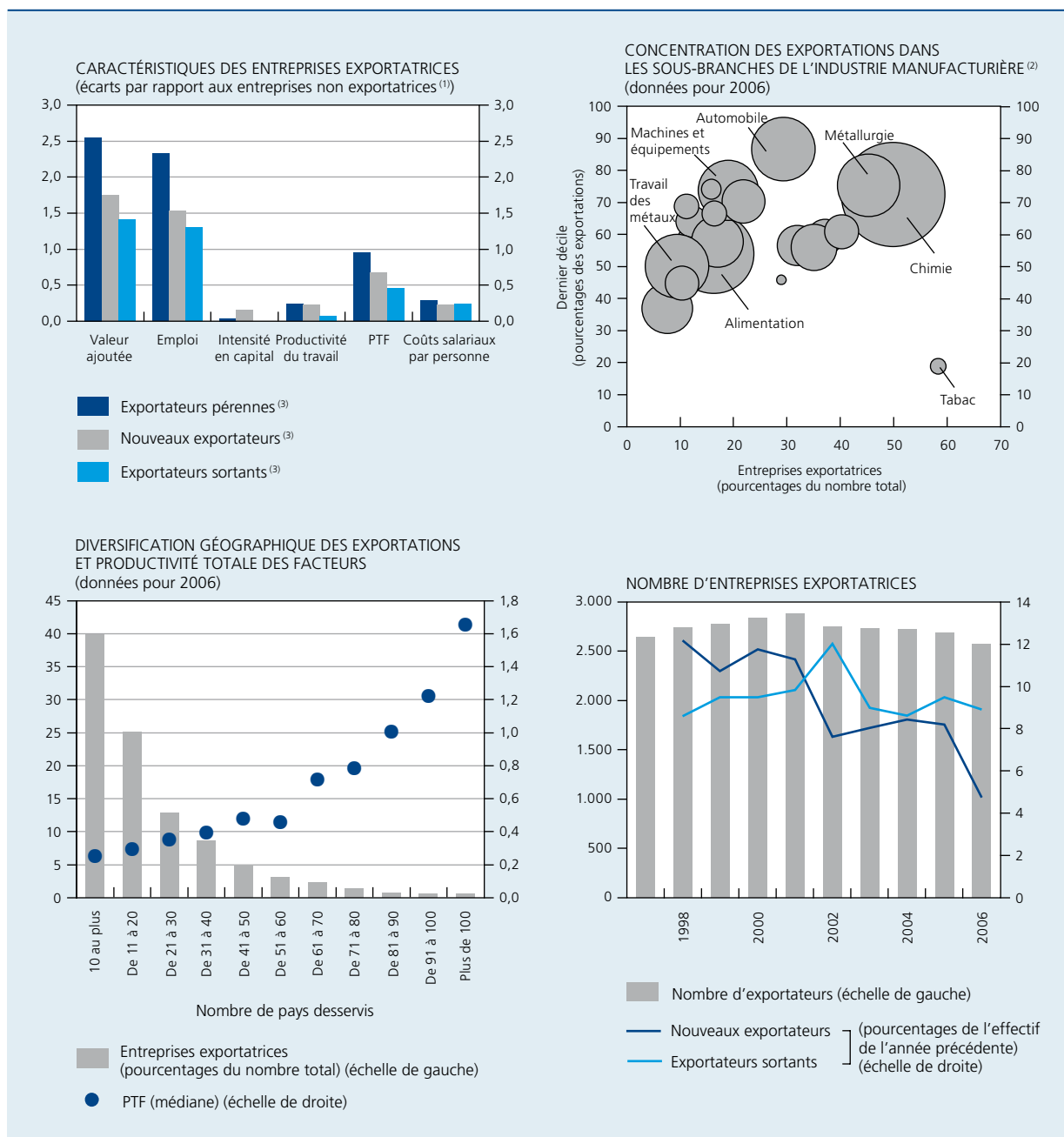
L'exploitation d'une base de données individuelles pour la Belgique, collectées par la Banque, permet ainsi de montrer que les entreprises engagées de manière pérenne dans des activités d'exportation se distinguent à plusieurs égards de celles qui ne le sont pas. Tout d'abord, elles sont en général plus grandes, que ce soit en termes de valeur ajoutée ou d'emploi. Ensuite, contrastant avec le contexte de déclin global de l'emploi industriel, les entreprises belges impliquées dans le commerce extérieur ont contribué à des créations nettes d'emplois de 1998 à 2005, à concurrence de près de 3.000 ETP par an. L'emploi y a, en outre, enregistré un taux de rotation plus faible. Enfin, même après prise en compte des différences de taille ou de branches d'activité, ces entreprises apparaissent plus

productives, ce qui leur permet d'offrir des salaires plus élevés.

De fait, les analyses empiriques ont démontré que, tant en Belgique que dans d'autres pays, pour être actives à l'exportation, les entreprises devaient être suffisamment productives, de façon à supporter les coûts irrécupérables liés à l'entrée sur un marché étranger (études de marché, mise en place d'un réseau de distribution, etc.). Inversement, une firme ouverte au commerce extérieur peut y gagner en productivité, au travers de transferts de technologies – un tel processus de *learning-by-exporting* est toutefois *a priori* plutôt présent dans les économies en rattrapage – ou de la sous-traitance à moindres coûts d'une partie de sa production, ce qui lui permet de se concentrer sur son métier de base. Par ailleurs, dans le même ordre d'idées, les entreprises qui franchissent le pas supplémentaire de l'investissement direct à l'étranger affichent un niveau de productivité encore plus élevé que celles qui sont uniquement exportatrices. Les coûts inhérents à l'investissement direct sont, en effet, généralement plus importants que ceux liés au commerce extérieur.

La nécessité d'atteindre préalablement un niveau de productivité suffisant explique que les exportations apparaissent partout fortement concentrées, même dans une économie telle que la Belgique où les indicateurs macro-économiques témoignent d'un degré d'ouverture élevé. Cette concentration se manifeste à plusieurs niveaux, en premier lieu sur le plan du nombre d'entreprises concernées. Ainsi, en 2006, seules 17,3 p.c. des entreprises industrielles belges affichaient une présence significative à l'exportation – à savoir des exportations d'une valeur annuelle d'au moins 1 million d'euros. Dans de nombreuses branches, ce pourcentage se situait dans une fourchette allant de 11 à 20 p.c. et, à l'exception de la production de tabac, il était systématiquement inférieur à 50 p.c. La concentration se marque aussi sur la répartition des volumes d'exportations entre les entreprises. Ainsi, en 2006, 10 p.c. des entreprises s'arrogeaient environ les trois quarts de la valeur des exportations de l'industrie manufacturière. C'est en particulier le cas dans la chimie et la métallurgie, sous-branches qui se distinguent cependant en comptant davantage – près de 50 p.c. – d'entreprises exportatrices. La concentration des exportations est moins élevée dans l'industrie alimentaire, même si le dernier décile – les 10 p.c. d'entreprises affichant les montants d'exportations les plus élevés – y totalise encore un peu plus de la moitié de celles-ci, alors que c'est dans l'industrie automobile qu'elle est la plus forte, à hauteur de 86,7 p.c. pour le dernier décile. La concentration des exportations a enfin une dimension géographique, elle aussi liée à la PTF. En effet, en raison des coûts irrécupérables encourus lors de

GRAPHIQUE 32 ENTREPRISES EXPORTATRICES DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE



Source : BNB.

- (1) Coefficients issus de régressions sur la période 1998-2006. Multipliés par 100, ils peuvent s'interpréter comme étant le pourcentage de différence par rapport aux entreprises non exportatrices.
- (2) La surface des cercles est proportionnelle à la part de la sous-branche dans la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière.
- (3) Statut défini sur la base de l'année courante (t) et de l'année précédente (t-1). Les exportateurs pérennes étaient actifs à l'exportation en t et t-1, les nouveaux uniquement en t et les sortants exclusivement en t-1.

l'entrée sur chaque nouveau marché, les entreprises les moins productives sont présentes sur un nombre moindre de marchés. Au total, près de 40 p.c. des entreprises industrielles exportatrices se limitent à desservir moins de dix pays. Les trois principaux pays voisins sont naturellement ceux abordés en priorité, chacun par 84 à 90 p.c. des exportateurs.

Le statut d'exportateur d'une entreprise n'est pas figé dans le temps, mais possède néanmoins une certaine persistance. De 1998 à 2006, en moyenne près de 10 p.c. de nouveaux exportateurs ont fait leur apparition chaque année, alors que simultanément quelque 10 p.c. d'exportateurs abandonnaient cette activité, parmi lesquels environ un quart avaient commencé à exporter l'année

précédente. Cependant, dans la mesure où le taux d'entrées a affiché une tendance à la baisse au fil du temps, chutant même à 5 p.c. en 2006, alors que le taux de sorties s'est montré stable, le nombre total d'entreprises industrielles exportatrices s'est contracté de 2,7 p.c. sur l'ensemble de la période considérée. De façon générale, le passage d'une activité exclusivement locale à l'exportation est peu fréquent: seules 7 p.c. des entreprises uniquement présentes sur le marché intérieur en 1997 et encore actives en 2006 étaient devenues exportatrices.

Les résultats à l'exportation de la Belgique reposent donc sur un nombre relativement restreint d'entreprises de grande taille présentes depuis un certain temps sur les marchés étrangers. Il importe, dès lors, de disposer d'un environnement propice à la montée en puissance de nouveaux exportateurs, en assurant une diffusion plus large des gains de productivité au sein de l'économie, au travers de la mise en place d'un système d'innovation performant et de la stimulation de l'esprit d'entreprise.

Au niveau macroéconomique, la croissance des exportations dépend en premier lieu des marchés sur lesquels

opèrent les entreprises belges. Or, de façon générale, en comparaison avec un groupe de douze pays de l'UE15, les spécialisations, tant géographiques que par produit, de la Belgique pèsent sur le dynamisme global de ses marchés à l'exportation. Sous l'angle géographique, l'orientation privilégiée des exportations de la Belgique vers les pays de l'UE15, et vers les pays voisins en particulier, a eu pour conséquence que ses marchés extérieurs n'ont progressé que de 8,1 p.c. par an de 1996 à 2007, contre 8,4 p.c. dans le reste de l'UE15. Les débouchés extérieurs de la Finlande et de l'Allemagne ont été parmi les plus dynamiques: ces deux pays ont bénéficié du poids plus important de la Russie et des pays asiatiques pour le premier et des pays d'Europe centrale et orientale pour le second. Les marchés extérieurs de la Belgique ont, cependant, été plus porteurs que ceux de l'Irlande, de l'Espagne ou des Pays-Bas.

Le caractère porteur ou non de la structure par produit des exportations peut quant à lui s'apprécier au travers de l'intensité relative de la demande dont ceux-ci font l'objet. Il est ainsi préférable d'être spécialisé dans des produits progressifs, pour lesquels la demande extérieure

TABEAU 16 PERFORMANCES À L'EXPORTATION DE BIENS EN VALEUR
(pourcentages de variation annuelle moyenne, sauf mention contraire, de 1996 à 2007)

	Marchés ⁽¹⁾	<i>p.m.</i> <i>Effet produit</i> ⁽²⁾	Parts de marché ⁽³⁾	Exportations ⁽⁴⁾
Belgique	8,1	0,3	-2,3	5,6
Autres pays de l'UE15 ⁽⁵⁾ : médiane	8,4	0,8	-1,5	6,9
Pays-Bas	7,7	1,4	1,3	9,2
Autriche	8,7	-0,4	0,1	8,8
Irlande	7,4	5,5	0,9	8,4
Allemagne	8,9	0,5	-1,2	7,6
Espagne	7,7	0,3	-0,5	7,2
Finlande	9,3	0,8	-2,1	7,0
Suède	8,4	1,3	-1,4	6,9
Portugal	8,1	0,8	-1,6	6,4
Italie	8,6	-0,3	-2,4	6,0
Grèce	9,4	-1,7	-3,1	6,0
Royaume-Uni	8,2	3,3	-3,1	4,9
France	8,4	0,9	-3,5	4,6

Sources: CE, CNUCED, FMI, OCDE, ICN.

(1) Obtenus par pondération géographique des marchés mondiaux.

(2) Différence entre la croissance des marchés de l'UE calculée par double pondération, géographique et par produit, et la croissance des marchés de l'UE calculée par simple pondération géographique; contributions en point de pourcentage.

(3) Gains ou pertes (-) de parts de marché, mesurés par le ratio entre l'évolution des exportations et celle des marchés mondiaux pondérés sur la seule base géographique.

(4) Séries exprimées en écu avant 1999, en euro ensuite. Données selon le concept national pour la Belgique.

(5) À l'exclusion du Danemark et du Luxembourg. Pays classés par ordre décroissant de la variation annuelle moyenne des exportations de 1996 à 2007.

est supérieure à la moyenne, et de se détourner de produits régressifs. Le caractère progressif ou régressif d'un produit doit cependant être envisagé avec prudence. D'une part, les classes de produits utilisées au niveau de l'analyse statistique pour poser ce jugement ne sont pas homogènes. D'autre part, ce caractère s'avère variable dans le temps: les véhicules routiers sont ainsi devenus régressifs dans la période récente, à l'inverse des produits sidérurgiques, tous deux constituant des spécialisations majeures de l'industrie belge. Au total, sur l'ensemble de la période 1996-2007, la structure par produit des exportations belges a été moins porteuse qu'ailleurs: en effet, si l'« effet produit », à savoir la contribution marginale de la structure par produit à la croissance des marchés à l'exportation par rapport à des marchés calculés sur la seule base géographique, est positif, atteignant quelque 0,3 point de pourcentage par an, il est sensiblement plus bas que dans la plupart des autres pays européens, en particulier dans les trois principaux pays voisins.

Par ailleurs, l'économie belge aurait enregistré des pertes de parts de marché en valeur de 2,3 p.c. par an au cours des douze années considérées, principalement dans la période récente. Ce résultat est plus défavorable que celui obtenu par la plupart des autres pays de l'UE15 – la perte médiane de ces derniers s'établissant à 1,5 p.c. par an –, même si certains pays, parmi lesquels la France, l'Italie et le Royaume-Uni, ont essuyé des pertes encore plus importantes.

La combinaison de marchés quelque peu moins porteurs et de pertes de parts de marché relativement élevées explique la progression sensiblement moins vive qu'ailleurs des exportations belges. De 1996 à 2007, celles-ci ont augmenté en valeur à un rythme annuel moyen de 5,6 p.c., contre une médiane de 6,9 p.c. dans le reste de l'UE15. Seules les exportations de la France et du Royaume-Uni ont crû moins rapidement.

Services

Les activités de services n'échappent pas à la nécessité d'innover et d'engranger des gains de productivité. Au sein des services marchands, deux branches ont régulièrement été épinglées au niveau de l'UE pour leur déficit de productivité vis-à-vis des États-Unis: le commerce et les services aux entreprises. Ces deux branches, dont le poids économique est non négligeable, ont ainsi été sélectionnées dans le cadre de la procédure de *screening* menée par la CE visant à identifier les marchés de l'économie européenne susceptibles d'être caractérisés par un fonctionnement déficient. L'aptitude de ces branches à intégrer les TIC dans leur processus de production est

a priori importante, d'autant plus que certaines activités impliquant un degré élevé de connaissances se logent au sein des services aux entreprises, branche par ailleurs fortement hétérogène. Si, tout comme pour les industries productrices de TIC, il est délicat de circonscrire ces activités avec précision, on peut s'avancer à y placer les services informatiques, la R&D et les conseils légaux et techniques.

Le commerce et les services aux entreprises occupent une place majeure dans l'économie belge. En 2005, le commerce de gros et de détail y représentait 13,1 p.c. de la valeur ajoutée, contre quelque 10 p.c. dans l'UE15 et aux États-Unis. De 2001 à 2005, l'activité y a crû plus rapidement que dans l'UE15, au rythme annuel de 2,2 p.c. contre 1,5 p.c., bien en deçà cependant de l'expansion enregistrée aux États-Unis. Pour leur part, les services aux entreprises à degré élevé de connaissances totalisaient 9 p.c. de la valeur ajoutée en 2005, contre quelque 7 p.c. dans l'UE15 et aux États-Unis, soit la deuxième position parmi les pays de l'UE15, derrière le Royaume-Uni. La croissance récente des services aux entreprises, partout supérieure à la moyenne de l'économie, a en outre été sensiblement plus vive en Belgique qu'ailleurs, accentuant l'écart déjà existant.

En Belgique, la croissance de ces deux branches de 2001 à 2005 a reposé plus largement qu'ailleurs sur le capital TIC, que l'on peut considérer comme un *input* de l'innovation. La contribution annuelle de ce dernier s'est élevée en moyenne à 0,9 point de pourcentage dans le commerce et à 1,6 point dans les services aux entreprises. À l'inverse, la PTF, davantage révélatrice des effets de l'innovation, a pesé à concurrence de respectivement 0,5 et 0,2 point de pourcentage par an sur l'expansion des branches du commerce et des services aux entreprises, alors qu'elle l'a dynamisée aux États-Unis, surtout dans le commerce. Quant à la qualification de la main-d'œuvre, indicatrice de l'aptitude des travailleurs à assimiler le progrès technologique, sa contribution à la croissance a été de 0,3 point de pourcentage par an dans le commerce en Belgique, tout comme aux États-Unis, mais s'est révélée neutre dans les services aux entreprises alors qu'elle était positive dans l'UE15 en moyenne et, davantage encore, aux États-Unis.

Si les facteurs de production, en particulier technologiques, ne font pas défaut, leur mise en œuvre au travers d'une combinaison efficace semble poser problème. C'est principalement le cadre réglementaire dans lequel s'exerce l'activité qui semble jouer un rôle à cet égard. Or, sur la base des rares indicateurs disponibles, datant de 2003, la position du commerce belge paraît défavorable. Selon un indicateur de l'OCDE visant à mesurer

TABLEAU 17 PRODUCTIVITÉ, RÉGLEMENTATION ET INNOVATION DANS LE COMMERCE ET LES SERVICES AUX ENTREPRISES

	Commerce			Services aux entreprises ⁽¹⁾		
	Belgique	UE15	États-Unis	Belgique	UE15	États-Unis
Part dans la valeur ajoutée en 2005 (pourcentages du total de l'économie)	13,1	9,9	10,9	9,0	7,3	7,0
Croissance de la valeur ajoutée en volume (pourcentages de variation annuelle moyenne de 2001 à 2005)	2,2	1,5	3,9	3,7	2,5	2,8
dont:						
Contribution (points de pourcentage):						
Capital TIC	0,9	0,3	0,7	1,6	0,8	1,2
PTF	-0,5	0,5	2,9	-0,2	-1,3	0,9
Qualification de la main-d'œuvre	0,3	0,1	0,3	0,0	0,3	0,6
Impact de la réglementation ⁽²⁾ (2003)	0,45	0,39	0,32	0,34	0,32	0,23
Réglementation dans le commerce de détail ⁽³⁾ (2003)	4,52	2,60	2,63	-	-	-
Taux d'innovation ⁽⁴⁾ : écart par rapport (points de pourcentage)						
aux services marchands	3,2	-1,5	-	23,5	15,6	-
au total de l'économie	-2,9	-5,0	-	17,3	12,1	-

Sources: ECI 2006; Banque de données EU KLEMS, mars 2008; OCDE.

(1) À l'exclusion des activités immobilières et limités dans la mesure du possible aux services à degré élevé de connaissances, à savoir les services informatiques, la R&D et les conseils légaux et techniques.

(2) Répercussion, dans le commerce et les services aux entreprises, de la réglementation dans certaines branches non manufacturières (énergie, transports, communications). Les liens entre le commerce et les services aux entreprises, d'une part, et ces branches non manufacturières, d'autre part, sont établis à partir des tableaux *input-output*. Une valeur plus élevée de l'indicateur signifie une répercussion plus forte de réglementations contraignantes dans ces branches non manufacturières (source: OCDE).

(3) Indicateur synthétique regroupant les barrières à l'entrée, les restrictions opérationnelles et les contrôles de prix. Par construction, sa valeur est comprise entre 0 et 6, une valeur plus élevée indiquant un plus fort degré d'entraves à la concurrence (source: OCDE).

(4) Nombre d'entreprises ayant déclaré avoir introduit une innovation de produit ou de processus entre 2004 et 2006, exprimé en pourcentage du nombre total d'entreprises de la branche correspondante. Pour le commerce, commerce de gros uniquement (source: ECI 2006).

l'impact de la réglementation en vigueur dans certaines branches non manufacturières sur chacune des branches de l'économie, les répercussions de divers règlements entravant la concurrence sont particulièrement fortes dans le commerce en Belgique. Au niveau des services aux entreprises, l'impact de la réglementation est équivalent en Belgique et dans l'UE15, mais est plus défavorable qu'aux États-Unis. Par ailleurs, sur la base d'une autre série d'indicateurs établis par l'OCDE et liés à la réglementation pour le seul commerce de détail, la Belgique obtient le plus mauvais score synthétique de l'UE15. Pour tous les indicateurs partiels, à l'exception de l'inscription au registre de commerce, les scores de la Belgique sont sensiblement moins bons que ceux de l'UE15, en particulier s'agissant des autorisations d'activité, de la protection des entreprises existantes et des heures d'ouverture. Depuis 2003, plusieurs modifications législatives ont visé à faciliter l'activité commerciale en Belgique, que ce soit au niveau de l'implantation de nouveaux magasins ou de la flexibilité des heures d'ouverture. Par ailleurs, de façon générale, le temps

nécessaire à la création d'une société a été sensiblement réduit, entre autres via l'octroi d'un numéro d'entreprise unique.

Pour sa part, le comportement innovateur des firmes belges actives dans le commerce ou les services aux entreprises ne s'inscrit pas en retrait, que ce soit relativement aux autres branches d'activité ou à la moyenne de l'UE15. Selon l'ECI 2006, 52,2 p.c. de l'ensemble des entreprises belges ont déclaré avoir introduit entre 2004 et 2006 un produit ou processus de production nouveau pour elles-mêmes, voire pour le marché. Il s'agit de la deuxième performance des pays de l'UE15, derrière l'Allemagne. Le taux d'innovation dans les services aux entreprises les plus innovants dépasse en Belgique plus que dans l'UE15 les taux moyens dans les services marchands et dans l'ensemble de l'économie. Bien que moins innovant, le commerce de gros se positionne aussi plus favorablement en Belgique que dans l'UE15.



Constant Montald, projet pour un détail du billet de 50 francs type 1909,
aquarelle et encre de Chine, non daté (vers 1907),
collection Banque nationale de Belgique

Marché du travail et coûts salariaux

4.

4.1 Marché du travail

Évolution récente et indicateurs du marché du travail

L'expansion de l'emploi intérieur s'est maintenue à un niveau relativement stable et historiquement élevé tout au long de 2007 et au début de 2008. Ce n'est qu'à la fin de l'année qu'un net infléchissement s'est marqué, lorsque le retournement de la conjoncture a commencé à produire ses effets sur le marché du travail : au premier trimestre, l'on comptait ainsi quelque 84.000 emplois de plus que douze mois plus tôt, soit 1,9 p.c. d'accroissement, alors qu'au dernier trimestre, la progression ne s'est plus élevée qu'à 1,2 p.c. Outre le fait que les fluctuations de l'évolution du PIB ne se font sentir d'ordinaire sur l'emploi que dans un délai de trois trimestres environ, le ralentissement de la croissance économique depuis le début

de 2006 a, en effet, été globalement plus progressif que lors d'épisodes précédents de refroidissement de l'activité.

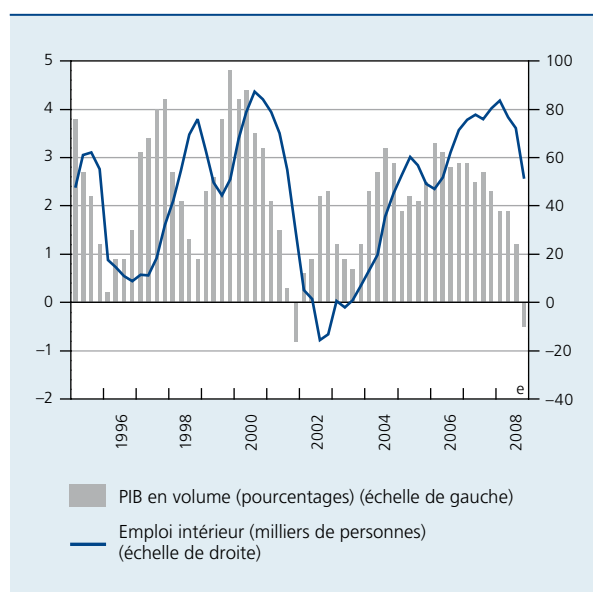
En moyenne annuelle, le nombre de personnes occupées a encore augmenté de quelque 72.000 unités en 2008, soit seulement 6.000 de moins que l'année précédente, laquelle avait pourtant donné lieu à la hausse la plus importante depuis 2000. Le taux d'emploi harmonisé s'est encore quelque peu accru en 2008. Selon les estimations, en moyenne 62,5 p.c. de la population en âge de travailler était occupée, contre 62 p.c. en 2007.

La décélération du rythme de création de postes de travail en 2008 trouve son origine dans le secteur privé. Dans les branches où l'activité est largement déterminée par la conjoncture économique, et qui regroupent pour l'essentiel l'industrie, la construction et les services marchands, la progression du nombre de salariés a été de fait plus limitée qu'en 2007, passant de 54.000 à 43.000 unités en moyenne. Au quatrième trimestre de 2008, elle n'était plus que de 24.000 unités à un an d'écart. Dans l'industrie, l'emploi salarié a continué de reculer au début de 2008, bien que dans une moindre mesure que lors des années précédentes, puis s'est stabilisé aux deuxième et troisième trimestres. Dans le secteur tertiaire, le rythme d'accroissement de l'emploi est demeuré soutenu jusqu'au troisième trimestre, en particulier dans la branche des services financiers, immobiliers et aux entreprises, mais un certain ralentissement a été observé en cours d'année dans les services marchands.

Si l'on se base sur les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture menée par la Banque, les attentes des chefs d'entreprise concernant l'évolution de leurs effectifs au cours des trois prochains mois se sont dégradées. Dans l'ensemble des branches sensibles à la conjoncture, l'altération du sentiment quant aux perspectives d'emploi a été particulièrement vive en fin d'année. Dans l'industrie, la courbe lissée s'est repliée durant la deuxième moitié de 2007 et le solde des réponses s'est ensuite continuellement détérioré. Au mois de novembre, l'indicateur brut a enregistré le recul le plus important depuis 1980 et a encore cédé quelques points en décembre pour atteindre son niveau le plus bas jamais observé. Ce fut également

GRAPHIQUE 33 ACTIVITÉ ET MARCHÉ DU TRAVAIL

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



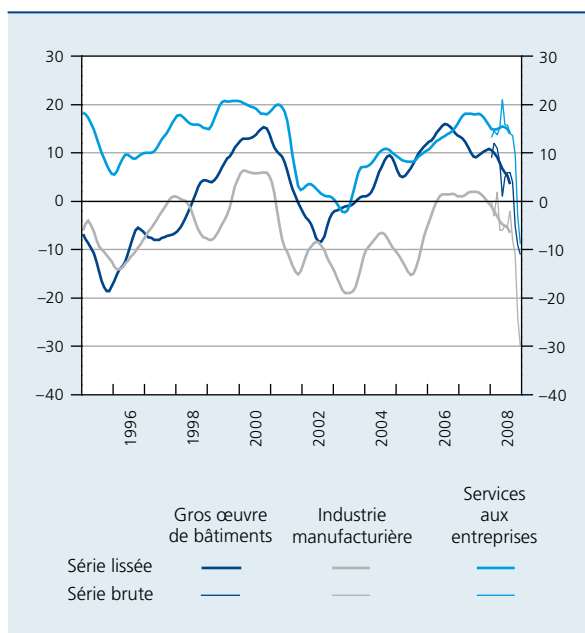
Sources : ICN, BNB.

le cas dans la sous-branche des services aux entreprises, où la baisse en novembre a été la plus forte depuis 2001. Enfin, la contraction de la série relative aux prévisions d'emploi dans le gros œuvre de bâtiments, entamée pendant le second semestre de 2006, s'est brièvement interrompue mais, dès le début de 2008, la tendance à la baisse a repris.

Le subventionnement dont bénéficie le système des titres-services a continué de soutenir la création d'emplois. En moyenne, quelque 12.000 postes supplémentaires ont encore été créés au sein des services marchands dans le cadre de ce dispositif en 2008, alors que 11.000 l'avaient déjà été en 2007 et 7.000 en 2006. Il s'agit d'une création nette de postes de travail, c'est-à-dire après déduction de ceux qui, selon la méthodologie en vigueur pour l'élaboration des comptes nationaux, correspondent à des « régularisations » de personnes préalablement occupées dans l'économie informelle. Dans le but d'assurer la viabilité budgétaire du système, certaines mesures complémentaires ont été prises : le 1^{er} mai 2008, le prix d'achat d'un titre-service est passé pour l'utilisateur de 6,7 à 7 euros et à partir du 1^{er} juin 2008, le nombre de titres-services a été limité à 750 par utilisateur et par année civile (certaines catégories d'utilisateurs bénéficient cependant d'un plafond plus élevé). En revanche, la réduction d'impôt dont bénéficient les personnes utilisatrices est demeurée inchangée et s'élève à 30 p.c. du montant effectivement payé.

GRAPHIQUE 34 PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE L'EMPLOI

(soldes des réponses à l'enquête mensuelle, données corrigées des variations saisonnières)



Source : BNB.

TABEAU 18 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL

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

	2004	2005	2006	2007	2008 e	p.m. 2008 e, niveau ⁽¹⁾
Population en âge de travailler ⁽²⁾	30	44	63	70	59	7.070
Population active	69	75	52	23	44	4.998
Emploi national	30	55	61	78	72	4.493
Travailleurs frontaliers	2	1	2	1	1	57
Emploi intérieur	28	55	58	77	71	4.436
Indépendants	0	8	7	8	7	710
Salariés	28	47	51	69	64	3.726
Branches sensibles à la conjoncture ⁽³⁾ ..	9	23	35	54	43	2.346
Administration publique et éducation ..	10	14	7	2	2	770
Autres services non marchands ⁽⁴⁾	10	10	9	13	19	611
Chômage ⁽⁵⁾	39	20	-8	-56	-28	505

Sources : BFP, 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 ». Les emplois titres-services relèvent principalement de cette dernière branche d'activité.

(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.

Dans le secteur non marchand autre que l'administration publique et l'éducation, le nombre de salariés s'est encore accru de 19.000 unités, soit un rythme plus vigoureux qu'en 2007. Cette évolution est influencée par l'intervention des pouvoirs publics qui, par des politiques de subventions notamment, soutiennent la création et le maintien de l'emploi: c'est notamment le cas des entreprises actives dans la branche de la santé et de l'action sociale, qui représente l'essentiel des services non marchands.

Quant aux indépendants, leur nombre a progressé de quelque 7.000 unités. Après avoir affiché six années consécutives de déclin jusqu'en 2003, cette catégorie de travailleurs a présenté un profil de croissance régulier à partir de 2005, porté notamment par l'inscription de ressortissants des nouveaux États membres comme indépendants en Belgique. En effet, les mesures transitoires visant à limiter l'accès direct de ces personnes à l'emploi salarié en Belgique ont été prolongées jusqu'en 2009.

L'augmentation du personnel de l'administration publique et de l'enseignement a été du même ordre de grandeur qu'en 2007, soit quelque 2.000 personnes supplémentaires, alors que, jusqu'en 2005, des hausses nettement plus substantielles avaient été relevées. Ce tassement s'est observé tant dans l'administration que dans l'enseignement.

Dans le secteur privé, la progression du volume de travail – c'est-à-dire le nombre total d'heures ouvrées –, qui dépend plus directement des développements de l'activité, est revenue de 2,3 p.c. en 2007 à 1,4 p.c., soit une inflexion plus marquée que celle enregistrée pour le nombre de personnes en emploi, dont le taux de variation n'a cédé dans l'intervalle en moyenne que 0,2 point de pourcentage, pour s'établir à 1,9 p.c. Les entreprises tendent, en effet, à d'abord réduire le volume d'heures par personne en réaction à un fléchissement de la croissance économique.

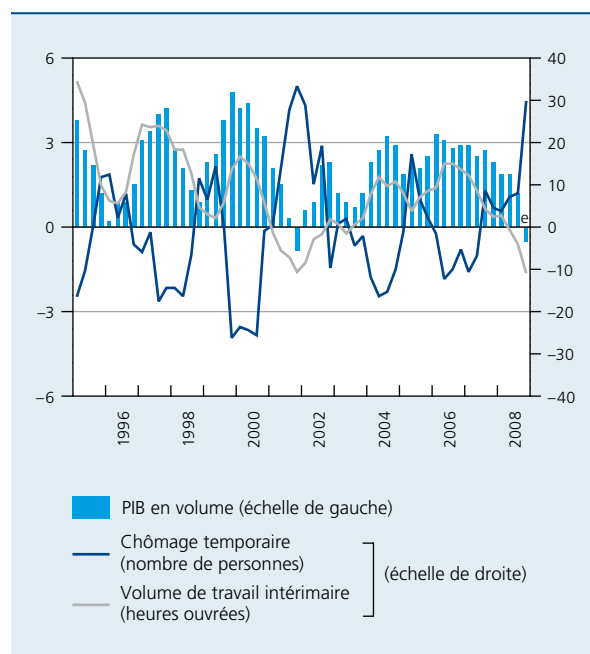
Ainsi, grâce à divers systèmes d'organisation, comme la réduction des heures supplémentaires et le recours au régime du chômage temporaire ou à des modifications du régime de travail, les entreprises peuvent moduler leur capacité de production sans nécessairement procéder à des licenciements. On observe, en outre, que l'ajustement de l'emploi à une détérioration de la croissance économique passe davantage par une réduction des engagements que par des licenciements, non seulement en raison du coût de ceux-ci, mais aussi compte tenu des frais et délais nécessaires à l'embauche de personnel qualifié lorsque la conjoncture redevient favorable. En Belgique, ces contraintes jouent un rôle d'autant plus important que, comme on le montre plus loin, le marché du travail est

caractérisé par des problèmes d'inadéquations structurelles entre l'offre et la demande de travail, qui s'expliquent notamment par un manque de mobilité géographique des demandeurs d'emploi et par un niveau de qualification insuffisant ou inadapté.

Le chômage temporaire se démarque du régime général de l'assurance-chômage en ce sens que le travailleur qui y émarge demeure lié par un contrat de travail à son employeur alors que, dans le système général, une telle relation n'existe pas ou ne subsiste plus. De ce fait, compte tenu des conventions statistiques en usage sur le plan international, le chômeur temporaire est toujours considéré, même lorsqu'il l'est à temps plein, comme une personne occupée sur le marché du travail. Dès lors, le recours au régime du chômage temporaire n'implique pas une diminution du nombre d'emplois, mais bien du nombre d'heures ouvrées. Il peut être justifié notamment par un accident technique impliquant une paralysie de l'outil de production, par des intempéries ou, le plus couramment, par des causes économiques. De l'observation historique, il ressort que l'évolution du chômage temporaire est négativement corrélée à celle de l'activité. Le nombre de chômeurs temporaires s'est inscrit en net recul en 2006, avec une diminution culminant à 12 p.c. à un an d'écart au deuxième trimestre. La baisse s'est infléchie au

GRAPHIQUE 35 ACTIVITÉ, TRAVAIL INTÉrimAIRE ET CHÔMAGE TEMPORAIRE

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



Sources : Federgon, ICN, ONEM.

cours des trimestres suivants, pour faire place à partir de la seconde moitié de 2007 à une hausse progressivement de plus en plus importante parallèlement à la forte dégradation de la situation économique, atteignant 30 p.c. au quatrième trimestre de l'année sous revue. On dénombrait alors en moyenne quelque 157.000 personnes sous ce statut, que ce soit à temps plein ou partiel, ce qui représentait quelque 4,2 p.c. de l'emploi salarié.

Le moindre appel à l'intérim et le non-renouvellement des contrats à durée déterminée constituent pour l'employeur d'autres moyens par lesquels celui-ci peut ajuster le volume de la main-d'œuvre au travail sans devoir recourir au licenciement, avec comme corollaire cette fois une diminution du nombre de personnes recensées dans les statistiques d'emploi. L'activité dans le secteur de l'intérim est, de fait, étroitement liée aux évolutions conjoncturelles. Ainsi, après avoir atteint un pic au deuxième trimestre de 2006, l'accroissement à un an d'écart des heures totales ouvrées par des intérimaires s'est régulièrement modéré et est devenu négatif à partir du deuxième trimestre de 2008. Cette inflexion s'observe à la fois chez les employés et chez les ouvriers mais, pour ces derniers, l'effet du ralentissement conjoncturel a été plus accusé. Le nombre d'heures d'intérim prestées par des ouvriers s'est en effet inscrit en recul continu depuis le dernier trimestre de 2007, et ce de manière de plus en plus marquée: à la fin de 2008, il affichait d'ailleurs la plus forte diminution sur un an depuis le début des années 1990. Le taux de croissance du nombre d'heures d'intérim ouvrées par des employés n'a, quant à lui, cessé de ralentir depuis la fin de 2006.

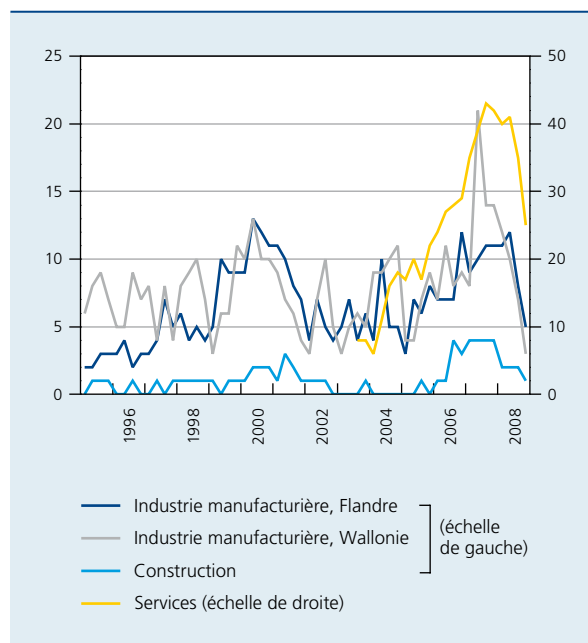
L'évolution du recours par les entreprises à de telles formes d'ajustement marque un fléchissement des tensions sur le marché du travail. L'enquête de conjoncture de la Banque, qui comporte une question relative aux entraves à l'activité des entreprises résultant d'une pénurie de main-d'œuvre qualifiée, complète ce constat. Dans les branches concernées, sous l'effet de la décélération de la croissance économique, les freins à la production liés au manque de personnel ont généralement diminué au cours de l'année sous revue. L'indicateur pour l'industrie manufacturière wallonne a continuellement baissé à partir de la mi-2007. Ce repli s'est produit plus tard en Flandre, à partir du troisième trimestre de 2008. Dans la construction, les tensions, qui étaient apparues en 2006 et s'étaient maintenues l'année suivante, se sont relâchées dès le début de 2008. Dans les services, le déficit de main-d'œuvre qui n'avait pratiquement pas cessé de s'accroître depuis le début de 2004, s'est affaibli à la fin de 2007 et encore plus en 2008, l'indicateur enregistrant au quatrième trimestre le recul le plus important depuis qu'il est disponible.

De la même manière que l'évolution du nombre de chômeurs donne une indication de celle de l'offre de travail non satisfaite, les statistiques relatives au nombre d'emplois vacants communiquées par les services publics régionaux de l'emploi peuvent permettre d'appréhender l'ampleur de la demande de travail non satisfaite. Dans la mesure où une part substantielle des offres d'emploi passent par d'autres canaux que ces services – des canaux informels par exemple – et ne sont dès lors généralement pas recensées, l'image qui s'en dégage n'est toutefois que partielle, fonction non seulement de l'importance de la part de marché desdits services mais aussi de sa variation dans le temps. En outre, chacun de ces services publics utilise sa propre méthodologie pour recenser les offres d'emploi vacant.

Parmi les offres d'emploi reçues, il en demeure au bout du compte un certain nombre qui ne sont ni satisfaites, ni annulées. À la fin de 2008, Actiris recensait ainsi 2.270 emplois restés vacants, le FOREM 4.287 et le VDAB 38.661. Afin de pallier les problèmes les plus susceptibles d'affecter la comparabilité régionale des données relatives aux emplois vacants ou d'en biaiser le total, les offres d'emploi émanant du secteur de l'intérim, ainsi que les offres d'emploi relatives à des mesures de politique de

GRAPHIQUE 36 ENTRAVES À L'ACTIVITÉ RÉSULTANT D'UNE PÉNURIE DE MAIN-D'ŒUVRE QUALIFIÉE

(données trimestrielles, proportion des entreprises qui s'estiment confrontées à ces difficultés⁽¹⁾)



Source : BNB.

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

l'emploi, celles provenant de l'étranger ou encore celles issues de l'échange entre les services publics, ont été exclues de ces chiffres. Il s'agit d'un réservoir potentiel non négligeable de postes de travail mais, comme le suggèrent les indicateurs de l'enquête de conjoncture menée par la Banque, ce gisement pourrait tendre à s'assécher dans un futur proche pour certaines professions exercées dans des branches sensibles aux fluctuations de l'activité économique.

Certains emplois sont plus difficiles à pourvoir que la moyenne, et les services publics régionaux de l'emploi établissent annuellement un inventaire des fonctions dites « critiques », basé notamment sur des critères relatifs au taux de satisfaction des offres d'emploi et à leur durée d'ouverture. Les facteurs structurels à l'origine des inadéquations entre l'offre et la demande de travail peuvent être de nature quantitative, qualitative ou liés à des conditions de travail défavorables; la plupart du temps, ils se combinent. Une pénurie quantitative de main-d'œuvre se traduit par un manque de candidats à une profession déterminée, dont les causes peuvent être le déclin de certaines filières de formation, l'inadéquation des matières enseignées aux besoins des entreprises ou encore la perception négative de certains secteurs. Une pénurie qualitative de main-d'œuvre est due au manque de compétences des candidats parce que, par exemple, ces derniers ne répondent pas aux exigences posées en matière d'expérience, de connaissances techniques ou linguistiques, ou en matière de traits de personnalité. Des conditions de travail défavorables peuvent aussi décourager l'exercice de certains métiers: elles peuvent avoir trait entre autres aux horaires atypiques, à la faible attractivité des salaires, à la pénibilité du travail ou à l'éloignement entre le domicile et le lieu de travail. L'identification des difficultés de recrutement est nécessaire, car les réponses qui peuvent y être apportées dépendent de leur origine.

Chômage et politique d'activation

En 2008, la population active s'est accrue de 44.000 unités. Cette augmentation a été inférieure à celle de l'emploi, de sorte que la baisse du nombre de demandeurs d'emploi inoccupés s'est poursuivie, atteignant 28.000 unités. Environ 500.000 demandeurs d'emploi inoccupés ont ainsi été recensés en moyenne au cours de l'année sous revue. Quant au taux de chômage harmonisé, il s'est établi à 7,1 p.c., contre 7,5 p.c. en 2007.

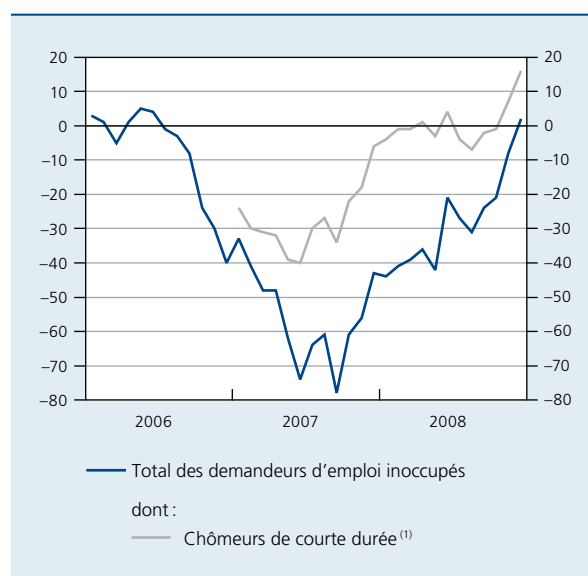
L'évolution du chômage a subi les conséquences du retournement conjoncturel dès 2007. Alors qu'au premier semestre, le recul à un an d'écart du nombre de chômeurs, qui s'était amorcé à partir de la mi-2006, s'était

encore accéléré, il avait commencé à s'infléchir au dernier trimestre, et ce mouvement s'est prolongé au cours de l'année sous revue. Mais ce n'est qu'à la fin de 2008 que le nombre de chômeurs est devenu supérieur à celui enregistré à un an d'écart: en décembre, l'accroissement s'est ainsi élevé à 2.000 unités sur une base annuelle.

En revanche, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés depuis moins d'un an avait déjà cessé de diminuer à partir du début de 2008. Le chômage de courte durée est en effet plus sensible à la conjoncture: lors d'une phase de repli du cycle économique, non seulement le flux d'« entrées » est plus important dans la mesure où davantage de personnes perdent leur emploi et où les jeunes en trouvent plus difficilement un au terme de leurs études, mais le flux de « sorties » est aussi plus réduit vu qu'un nombre moins élevé de chômeurs parvient à décrocher un travail. Corrélativement, une proportion plus élevée de chômeurs atteint alors le seuil d'un an de chômage, de sorte que les « sorties » du chômage de courte durée alimentent plus massivement les « entrées » dans le chômage de longue durée. Au fil du temps, le nombre de personnes au chômage depuis plus d'un an augmente d'autant plus que, sans expérience récente sur le marché du travail, ce public a moins de chances de trouver un emploi. Le risque existe, dès lors, pour ces personnes de s'enliser dans le chômage, même lorsque l'activité redémarrera.

GRAPHIQUE 37 DEMANDEURS D'EMPLOI INOCCUPÉS

(variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente, milliers de personnes)



Source : ONEM.

(1) Demandeurs d'emploi inoccupés depuis moins d'un an. Cette information n'est disponible sous cette forme que depuis janvier 2006.

À la fin de l'année sous revue, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés s'est accru sur une base annuelle en Flandre, alors qu'un reflux limité a encore été enregistré en Wallonie et à Bruxelles. En raison d'une plus forte proportion d'emplois dans le secteur privé, notamment dans l'industrie, c'est en Flandre que le chômage est le plus sensible à la conjoncture: les variations à un an d'écart y sont non seulement plus amples, mais les points de retournement s'y dessinent aussi généralement plus tôt que dans les deux autres régions.

Les pouvoirs publics disposent au travers de leur politique de l'emploi de puissants leviers d'action sur le marché du travail, en particulier en assurant les conditions et incitants nécessaires pour favoriser la transition vers l'emploi des personnes au chômage.

Mis en place en juillet 2004, le programme d'activation du comportement de recherche d'emploi, qui associe l'accompagnement à la recherche d'un travail au contrôle du respect des critères qui ouvrent le droit à l'indemnisation de l'assurance-chômage, a été progressivement étendu et concerne, depuis juillet 2006, tous les chômeurs complets

indemnisés de moins de cinquante ans. Il a, en effet, été convenu que l'opportunité d'englober ceux âgés de cinquante ans et plus serait examinée ultérieurement. Ce programme vise à suivre individuellement les demandeurs d'emploi, pour les aider dans leurs efforts de recherche ou à entamer un projet de formation professionnelle permettant d'envisager une (ré)insertion sur le marché du travail. Pour compléter l'information émanant des services publics régionaux de l'emploi sur la participation aux actions organisées dans le cadre de leur mission, l'ONEM convie les demandeurs d'emploi à un ou plusieurs entretiens personnalisés afin d'évaluer leurs efforts de recherche d'emploi. Si ceux-ci sont jugés insuffisants, un plan d'action est imposé. Il tient compte des situations spécifiques, comme l'âge, le niveau de formation, les aptitudes, les possibilités de déplacement et la situation sur le marché du travail dans la sous-région où le chômeur est domicilié. Ce dernier est supposé réagir à un nombre déterminé d'offres d'emploi ou déposer des candidatures spontanées auprès d'employeurs potentiels. En cas de non-respect du plan, le programme d'activation conduit à des sanctions, qui prennent la forme d'une réduction ou d'une suspension des allocations.

TABLEAU 19 ACTIVATION DU COMPORTEMENT DE RECHERCHE D'EMPLOI: SITUATION À LA FIN DE DÉCEMBRE 2008
(milliers d'unités, sauf mention contraire)

	Bruxelles	Flandre	Wallonie	Belgique
Nombre de convocations par l'ONEM à un premier entretien . . .	68	100	221	389
Âgés de moins de 30 ans	30	50	115	196
Âgés de 30 à 39 ans	25	31	69	124
Âgés de 40 à 49 ans	13	19	37	69
Part des chômeurs qui ont directement fourni des efforts suffisants (pourcentages)	55,1	52,0	58,5	56,3
Âgés de moins de 30 ans	57,1	55,5	60,6	58,8
Âgés de 30 à 39 ans	55,9	49,8	58,1	55,7
Âgés de 40 à 49 ans	48,8	46,1	52,4	50,1
Nombre de sanctions (jusqu'à décembre 2008 inclus) ⁽¹⁾	12	18	33	64
Suspensions partielles de quatre mois ⁽²⁾	2	4	10	15
Exclusions ⁽³⁾	1	2	5	8
Suspensions au titre de l'article 70 ⁽⁴⁾	9	12	19	40
<i>p.m. Pourcentage de sanction</i> ⁽⁵⁾	3,8	5,6	5,1	5,0

Source: ONEM.

- (1) Le nombre de chômeurs concernés est inférieur, étant donné que plusieurs sanctions peuvent avoir été infligées à certains d'entre eux au cours de la procédure.
- (2) Cohabitants ou jeunes sortant de l'école qui reçoivent une évaluation négative, soit lors du premier entretien et ne veulent pas signer le contrat (par lequel ils s'engagent à suivre un plan d'action), soit lors du deuxième entretien et signent le contrat.
- (3) Chômeurs qui reçoivent une évaluation négative, soit lors du deuxième entretien et qui ne veulent pas signer le contrat, soit lors du troisième entretien.
- (4) Suspension après qu'un chômeur n'a pas justifié son absence à un entretien ou n'a pas réagi à une convocation en vue de la conclusion d'un contrat. Cette suspension peut être levée si la personne se manifeste auprès de l'ONEM.
- (5) Nombre de sanctions irrévocables (suspensions partielles de quatre mois et exclusions) par rapport au nombre de chômeurs qui auraient éventuellement pu être sanctionnés. Les données ont trait à la période de juillet 2004 à juin 2008.

De juillet 2004 à décembre 2008, l'ONEM avait envoyé quelque 389.000 convocations à un premier entretien, dont 221.000 à des demandeurs d'emploi en Wallonie, 100.000 en Flandre et 68.000 à Bruxelles. La moitié des destinataires avaient moins de trente ans, 32 p.c. étaient âgés de trente à trente-neuf ans et 18 p.c. avaient entre quarante et quarante-neuf ans. Cette répartition par âge ne traduit pas tant la structure d'âge des chômeurs que la mise en place par phases du programme et les échéances qui diffèrent selon l'âge des intéressés. Les personnes âgées de moins de vingt-cinq ans sont, en effet, suivies plus rapidement, pour éviter qu'elles ne s'enlisent dans le chômage de longue durée.

En moyenne, 56 p.c. des personnes qui se sont présentées au premier entretien avaient déployé des efforts suffisants en vue de trouver un emploi. Avec 58 p.c., cette proportion était légèrement supérieure en Wallonie, alors qu'elle était la plus faible en Flandre, soit 52 p.c. Dans toutes les régions, le pourcentage des évaluations positives diminue clairement avec l'âge.

De juillet 2004 à décembre 2008 inclus, au total, quelque 64.000 sanctions ont été infligées: il s'agissait dans deux tiers des cas environ de sanctions révoquables pour absence injustifiée aux entretiens d'évaluation (article 70). Les autres sanctions ont été imposées à la suite d'évaluations négatives au cours de la procédure: 15.000 chômeurs ont vu leurs allocations suspendues pour quatre mois et 8.000 personnes ont été définitivement exclues de l'assurance-chômage dans ce cadre. Tout comme pour les convocations, la Wallonie enregistre le plus grand nombre de sanctions, quelle qu'en soit la nature. Toutefois, en termes relatifs, lorsque le nombre de sanctions irrévocables est rapporté au nombre de demandeurs d'emploi qui auraient éventuellement pu être sanctionnés, le pourcentage de sanction en Flandre est comparable à celui observé en Wallonie, s'établissant chaque fois à plus de 5 p.c., tandis que celui enregistré à Bruxelles a représenté moins de 4 p.c.

Du reste, s'ils sont toujours chômeurs, les demandeurs d'emploi dont les efforts de recherche d'emploi ont été jugés suffisants sont de nouveau convoqués pour une nouvelle procédure après un certain laps de temps. À la fin de décembre 2008, 15.034 chômeurs étaient engagés dans une troisième procédure et 17 dans une quatrième.

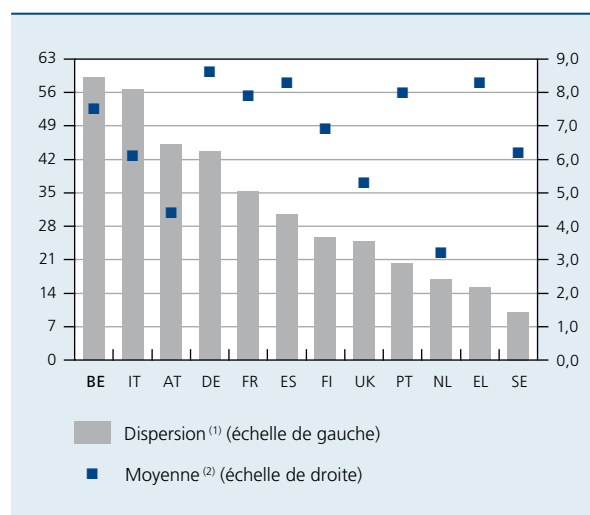
L'ONEM a publié en octobre 2008 un rapport d'évaluation du programme pour la période allant jusqu'au 30 juin 2008. Selon cet organisme, l'instauration du programme a contribué à une diminution sensible du chômage dans toutes les catégories d'âge visées. En revanche, le nombre de chômeurs âgés de cinquante ans et plus, qui ne sont

pas concernés, a fortement augmenté, pour partie en raison de l'obligation faite depuis quelques années aux nouveaux chômeurs âgés de cinquante à cinquante-huit ans de rester disponibles sur le marché du travail. Enfin, le rapport conclut que la législation est appliquée de manière uniforme dans les trois régions.

Disparités structurelles entre régions et mobilité géographique

La situation sur le marché du travail varie considérablement d'une région du pays à l'autre. Selon les résultats de l'enquête sur les forces de travail, en 2007, c'est en Belgique que la dispersion régionale des taux de chômage était la plus élevée de toute l'UE15. La Belgique devance désormais l'Italie qui, en raison des grandes disparités entre le nord et le sud de son territoire, avait été en tête du classement jusqu'en 2006. Cet indicateur doit être interprété avec prudence, car si la Belgique se démarque par l'importance des écarts de taux de chômage entre les provinces, le taux de chômage moyen y est inférieur à celui de l'Allemagne, de la France, de l'Espagne, du Portugal et de la Grèce, pays où la dispersion territoriale du sous-emploi est plus équilibrée.

GRAPHIQUE 38 TAUX DE CHÔMAGE HARMONISÉS DANS LES PAYS DE L'UE15 EN 2007: MOYENNE ET DISPERSION (personnes de quinze ans et plus)



Source: CE.

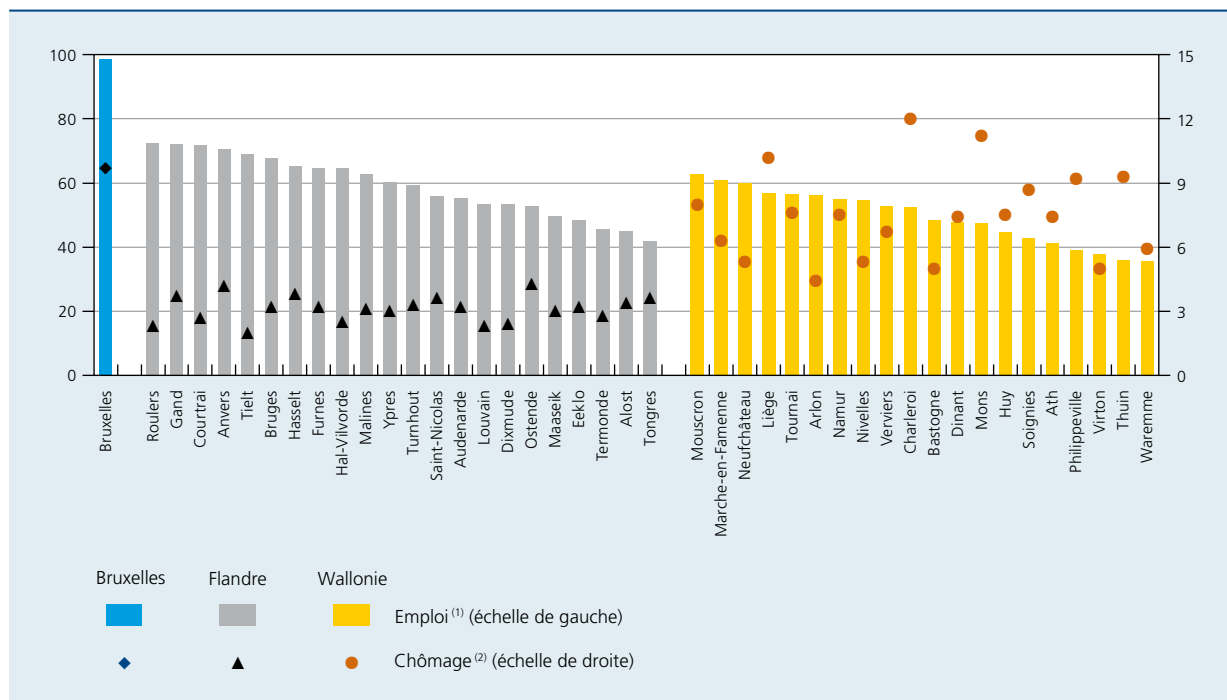
- (1) L'indicateur de dispersion, exprimé en pourcentage, correspond au rapport entre la racine carrée de la variance (pondérée par la part, par région, de la population active dans la population active totale) des taux de chômage harmonisés régionaux au niveau d'agrégation NUTS2 (qui correspond en Belgique aux provinces) et le taux de chômage total. Il indique, donc, dans quelle mesure le taux de chômage diffère entre les subdivisions administratives d'un pays donné. Comme ces données ne sont pas disponibles pour le Danemark, l'Irlande et le Luxembourg, ces pays ne sont pas repris dans le graphique.
- (2) Rapport entre le nombre de chômeurs selon la définition du BIT – c'est-à-dire les personnes sans emploi qui recherchent activement du travail et sont disponibles sur le marché du travail – et la population active, en pourcentage.

En Belgique, les disparités de taux de chômage s'expriment non seulement au niveau des régions et des provinces, mais des écarts notables existent aussi au sein de ces dernières. Pour l'illustrer, on se fonde sur un concept de taux de chômage qui peut être calculé jusqu'à un niveau géographique très détaillé, sur la base du rapport entre le nombre de chômeurs au sens administratif et la population en âge de travailler, soit un concept différent de celui utilisé dans le reste du présent Rapport où le taux de chômage est calculé selon une méthodologie qui en assure la comparabilité internationale et correspond au ratio entre le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés au sens du BIT et la population active. Durant les onze premiers mois de l'année sous revue, le taux de chômage administratif ainsi défini s'est en moyenne établi à 5,6 p.c. en Belgique tandis que, au niveau des régions, il a été de respectivement 3,3 p.c. en Flandre, 8,5 p.c. en Wallonie et 9,7 p.c. à Bruxelles. Les statistiques détaillées montrent, en outre, que la dispersion intrarégionale du chômage est aussi nettement plus réduite en Flandre qu'en Wallonie : ainsi, au niveau des arrondissements, le taux de chômage s'est situé dans une fourchette allant de 2 à 4,3 p.c. en Flandre et de 4,4 à 12 p.c. en Wallonie.

Cette image de la situation régionale sur le marché du travail en Belgique change assez radicalement lorsqu'on considère les différentes régions non pas sur la base de la situation de leurs résidents sur le marché du travail, mais en fonction des emplois recensés sur leur territoire. C'est à Bruxelles que, rapportée à la population en âge de travailler, l'offre d'emplois est la plus vaste. En 2006, dernière année pour laquelle ces données sont disponibles, l'on comptait en moyenne près d'un poste de travail par Bruxellois en âge de travailler. En Flandre et en Wallonie, le nombre de postes de travail rapporté à la population âgée de quinze à soixante-quatre ans était beaucoup plus faible, puisqu'il s'établissait, en moyenne, à respectivement quelque 62 et 51 p.c. En Wallonie, il variait, en fonction de l'arrondissement, entre 35,5 et 62,7 p.c. ; en Flandre, il fluctuait entre 41,8 et 72,2 p.c. Dix des vingt-deux arrondissements flamands avaient un ratio d'emploi supérieur à celui observé dans l'arrondissement wallon réalisant le meilleur résultat, à savoir Mouscron, tandis que cinq des vingt arrondissements wallons présentaient un ratio inférieur à celui de Tongres, l'arrondissement flamand affichant la plus mauvaise performance.

GRAPHIQUE 39 SITUATION SUR LE MARCHÉ RÉGIONAL DU TRAVAIL

(pourcentages de la population en âge de travailler correspondante au 1^{er} janvier de l'année concernée)



Sources : DGSIE, ICN, ONEM.

(1) Nombre de personnes (salariés et indépendants) occupées au sein de la zone administrative considérée. Les données concernent l'année 2006, qui est la dernière pour laquelle ces données sont disponibles.

(2) Nombre de chômeurs (définition de l'ONEM) par zone administrative. Les données concernent les onze premiers mois de 2008.

La corrélation entre taux de chômage et ratio d'emploi au niveau des arrondissements (y compris Bruxelles) n'est pas significativement différente de zéro, ce qui indique qu'il n'y a pas de lien statistique entre la disponibilité des postes de travail au niveau local et le taux de chômage de la population de cet arrondissement.

Ces deux indicateurs fournissent donc une image très contrastée de la situation du marché du travail, surtout pour Bruxelles: l'emploi y est abondant, mais le taux de chômage y est très élevé. Ce paradoxe s'explique en partie par le fait qu'à Bruxelles, une part substantielle des emplois est liée directement (fonctionnaires qui travaillent pour les différents niveaux de pouvoir) ou indirectement (personnel d'entreprises qui établissent leur siège social dans la capitale ou à proximité du pouvoir central) à son statut de capitale régionale, nationale et européenne. Ces fonctions concernent plutôt des personnes qualifiées, soit un profil différent de celui d'une large frange de la population qui y habite. À ce problème de qualification s'ajoute le fait qu'à Bruxelles réside également une vaste population d'origine

étrangère, qui ne remplit pas nécessairement les critères des postes vacants en termes de nationalité ou de connaissance des langues. Ces différents éléments concourent à rendre l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail particulièrement aiguë à Bruxelles.

De nombreux emplois y sont, dès lors, occupés par des travailleurs domiciliés ailleurs dans le pays et qui font quotidiennement la navette vers la capitale. Les informations sur les navettes tirées de l'enquête sur les forces de travail de 2007 permettent de quantifier ces déplacements. Ceux-ci sont proportionnellement plus importants pour les habitants des provinces les plus proches: ainsi, environ 19 p.c. de la population en âge de travailler des deux provinces de Brabant a un emploi à Bruxelles. Ceci explique pourquoi ces provinces affichent les taux d'emploi provinciaux les plus hauts, respectivement, de Flandre et de Wallonie, alors que la part de l'emploi local y est la plus faible. Mais Bruxelles accueille chaque jour également un flux élevé de navetteurs en provenance de Flandre orientale et des provinces de Namur et du Hainaut.

TABLEAU 20 VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DE L'EMPLOI EN BELGIQUE EN 2007

(pourcentages de la population en âge de travailler de la région ou de la province concernée)

Lieu de résidence	Travailleurs ⁽¹⁾	dont occupés dans						p.m. PIB par habitant ⁽²⁾
		leur propre subdivision NUTS2	une autre subdivision NUTS2 (navetteurs)	dont:				
				Bruxelles	Autres provinces de:		Étranger	
			Flandre	Wallonie				
Bruxelles	54,8	46,0	8,8	–	5,7	2,4	0,7	58,3
Anvers	64,9	56,7	8,2	2,3	4,5	n.r.	1,3	35,4
Brabant flamand	67,9	38,6	29,4	19,1	8,5	1,3	n.r.	31,6
Limbourg	62,9	50,3	12,6	1,0	6,4	n.r.	4,3	24,6
Flandre occidentale	67,7	60,1	7,6	1,5	5,0	0,6	n.r.	28,1
Flandre orientale	66,9	50,7	16,2	6,4	8,8	n.r.	0,6	27,0
<i>p.m. Flandre</i> ⁽³⁾	66,1	51,9	14,2	5,8	6,5	0,6	1,3	30,0
Brabant wallon	62,7	33,8	28,9	18,9	4,6	4,7	n.r.	29,4
Hainaut	53,8	41,8	11,9	5,0	2,0	4,2	0,7	19,7
Liège	56,4	48,8	7,5	2,1	1,2	2,3	1,9	21,8
Luxembourg	61,6	40,7	20,9	n.r.	n.r.	4,1	15,4	20,7
Namur	60,2	39,5	20,6	5,4	n.r.	13,8	n.r.	20,7
<i>p.m. Wallonie</i> ⁽³⁾	57,0	42,7	14,3	5,4	1,8	5,0	2,2	21,6

Sources: DGSIE, ICN, BNB.

(1) Taux d'emploi harmonisé par région ou par province.

(2) PIB par habitant des provinces et régions en 2006, à prix courants, milliers d'euros par personne.

(3) Moyenne pondérée des cinq provinces.

Les navettes vers une destination autre que la capitale concernent dans la majorité des cas les autres provinces de la région de résidence du travailleur. Ainsi, à peine 1,8 p.c. des personnes en âge de travailler vivant en Wallonie travaillent en Flandre, et ce malgré la situation sur le marché du travail pourtant très différente entre les deux régions. À cet égard, l'allocation de mobilité proposée aux chômeurs de longue durée qui acceptent un emploi exigeant des absences de longue durée de leur domicile ne semble guère stimuler les déplacements transrégionaux. Une connaissance fonctionnelle insuffisante du néerlandais de la part des Bruxellois et des Wallons sans emploi demeure, semble-t-il, un obstacle important à l'occupation de postes vacants en Flandre. Pour accroître la mobilité inter-régionale, les services publics régionaux de l'emploi ont dès lors conclu depuis 2006 des accords de coopération concernant, notamment, l'échange des offres d'emploi et les formations en langues.

Selon les données de l'enquête sur les forces de travail, aussi bien en Flandre qu'en Wallonie, quelque 14 p.c. des personnes âgées de quinze à soixante-quatre ans occupaient un emploi en dehors de leur province de résidence en 2007. Dès lors, l'écart de quelque 9 points de

pourcentage entre les taux d'emploi dans les deux régions s'explique entièrement par la mesure dans laquelle la population a un emploi dans sa propre province: en Flandre, ce pourcentage atteignait en moyenne environ 52 p.c., contre 43 p.c. en Wallonie. Cette différence tient en partie au degré d'activité économique plus élevé: en 2006, le PIB par habitant de la Flandre était supérieur de près de 40 p.c. à celui de la Wallonie.

La résorption des disparités existantes sur le marché du travail nécessite, outre les politiques visant à promouvoir l'activité économique, à améliorer la qualité du système d'éducation et à rendre le marché du travail plus performant, une plus grande mobilité, en particulier entre les régions. Les employeurs ont aussi un rôle crucial à jouer: la formation permanente de leurs salariés permet de trouver en interne les compétences indispensables pour répondre à l'évolution de leurs besoins en termes de personnel, concourant de la sorte à alléger les tensions sur le marché du travail et les restrictions au développement de nouvelles activités. Sur la base des données tirées des bilans sociaux, l'encadré 7 examine la situation des branches d'activité en matière de formation formelle assurée par les entreprises, ainsi que l'incidence de la conjoncture sur celle-ci.

Encadré 7 – Importance des efforts de formation formelle des entreprises selon la conjoncture et la branche d'activité

L'éducation initiale et la formation continue sont des leviers importants de la croissance économique, notamment par le biais de l'innovation et des gains de productivité que la mise en œuvre de nouvelles technologies dans le processus de production implique. Dans ce cadre, la formation professionnelle joue aussi un rôle de diffusion des connaissances. Elle permet d'éviter l'obsolescence des compétences des travailleurs et d'augmenter celles-ci, renforçant ainsi leur employabilité.

Conscients de cet enjeu, les partenaires sociaux en Belgique ont de longue date fixé des objectifs de formation à l'ensemble des entreprises du secteur privé, objectifs qui ont été repris dans le pacte de solidarité entre les générations négocié à la fin de l'année 2005. Les coûts de formation devaient ainsi représenter 1,9 p.c. des coûts salariaux supportés par l'ensemble des entreprises du secteur privé en 2006, et, à l'horizon 2010, un travailleur sur deux devra bénéficier chaque année d'une formation.

Ces objectifs sont loin d'être atteints. Selon les données issues des bilans sociaux relatifs à l'exercice comptable de 2006⁽¹⁾, les frais de formation représentaient moins de 1,2 p.c. de la masse salariale et le nombre de travailleurs ayant eu accès à une formation, 35,2 p.c. de l'effectif total. Ces résultats donnent la mesure des efforts considérables qui restent à faire en la matière. Les données provisoires pour l'exercice 2007 sont basées sur l'évolution constatée par rapport à l'année précédente au sein d'une population réduite constante, comprenant les bilans sociaux de 44.718 entreprises dont 4.102 avaient rempli le tableau relatif à la formation formelle⁽²⁾.

(1) Certaines entreprises du secteur privé ne sont pas comprises dans la population d'analyse utilisée. Les sociétés qui comptent moins d'un ETP ou clôturent leur exercice à une date ne coïncidant pas avec la fin de l'année civile, notamment, en sont exclues.

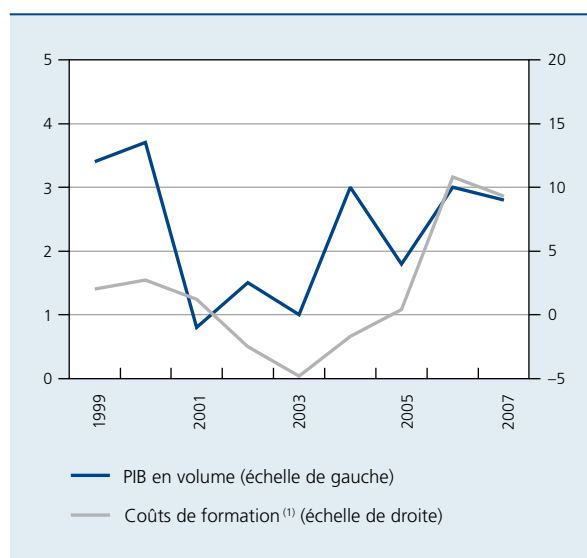
(2) Les indicateurs de formation obtenus pour 2007 reposent sur une population réduite où les grandes entreprises sont surreprésentées, ce qui peut impliquer un biais dans la mesure où celles-ci rapportent généralement leurs investissements en formation de manière plus systématique que les PME.

Elles font état d'une très légère progression pour les deux indicateurs qui, appliquée aux résultats de la population totale de 2006, porterait la part des dépenses de formation dans les coûts salariaux à 1,22 p.c. et le taux de participation à 35,3 p.c. en 2007.

Cet accroissement est encourageant, mais encore faut-il noter qu'il s'est produit dans un contexte conjoncturel favorable. Les dépenses de formation ont en effet un comportement procyclique, le coefficient de corrélation entre leur croissance et celle du PIB s'établissant à 0,5 sur la période de 1999 à 2007. Dès lors, le retournement conjoncturel qui s'est amorcé à la fin de 2007 peut avoir été de nature à compromettre une nouvelle progression de l'indicateur financier de formation en 2008. Lors du ralentissement conjoncturel précédent, les budgets dévolus à la formation s'étaient ainsi contractés pendant trois années consécutives.

SENSIBILITÉ CONJONCTURELLE DES BUDGETS DÉVOLUS À LA FORMATION

(pourcentages de variation à un an d'écart)



Sources : ICN, BNB (bilans sociaux).

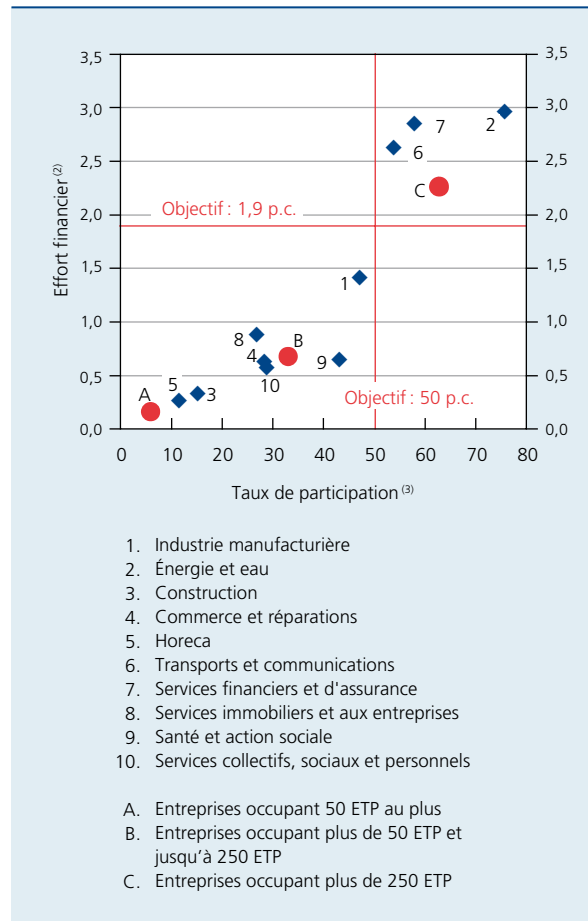
(1) La croissance des budgets de formation pour l'année 2000 a été corrigée de manière à éliminer l'impact de la prise en compte, pour la première fois à partir de cette année, de la SNCB dans la population d'analyse, eu égard à la taille relative de cette firme. Les résultats de 2007 sont calculés sur la base d'une population réduite d'entreprises.

Parallèlement aux objectifs macroéconomiques applicables à l'ensemble du secteur privé, le pacte de solidarité entre les générations prévoyait une évaluation des efforts de formation au niveau sectoriel et des sanctions sous la forme d'une cotisation spécifique destinée à financer le régime du « congé-éducation » pour les secteurs dont les efforts se révéleraient insuffisants. Cette évaluation sectorielle des efforts de formation ne pourra être mise en œuvre de façon complète que pour les exercices clôturés à partir du 1^{er} décembre 2008, pour lesquels est entré en vigueur un nouveau formulaire du bilan social, nettement plus complet en ce qui concerne la collecte d'informations sur la politique de formation des entreprises. Il est cependant possible de donner un aperçu de la position relative des différentes branches d'activité par rapport aux objectifs sur la base des informations disponibles dans les bilans sociaux existants.



POSITION, EN 2007, DES BRANCHES D'ACTIVITÉ ⁽¹⁾ PAR RAPPORT AUX OBJECTIFS DE FORMATION

(pourcentages, population réduite)



Source : BNB (bilans sociaux).

(1) L'agriculture et l'industrie extractive n'ont pas été prises en considération vu leur faible importance relative.

(2) Coûts de formation, pourcentages des frais de personnel.

(3) Nombre de participants à une formation, pourcentages de l'emploi moyen.

Si les investissements et l'accès des travailleurs à la formation augmentent avec la taille de l'entreprise, la politique de formation dépend aussi très largement des besoins spécifiques des différentes branches d'activité. Certaines ont ainsi de longue date mis en place des initiatives de formation accessibles à une large part de leur personnel. En 2007, dans la branche « énergie et eau », trois quarts des travailleurs ont reçu une formation. Cette proportion était aussi sensiblement supérieure à l'objectif global de 50 p.c. fixé pour l'horizon 2010 dans les branches « services financiers et d'assurance » et « transports et communications », tandis qu'elle s'en approchait dans l'industrie manufacturière. En revanche, la probabilité de bénéficier d'une telle initiative pour les travailleurs occupés dans les branches « Horeca » et « construction » était nettement en retrait, puisque seulement 11 et 15 p.c. d'entre eux respectivement y avaient accès à une formation. En termes d'effort financier, le classement des branches et leur position par rapport à l'objectif global sont très semblables. Ainsi, les trois branches les plus performantes sont les mêmes : elles affectaient plus de 2,5 p.c. des frais de personnel à la formation tandis que, dans les branches qui investissaient le moins, telles que la construction ou l'Horeca, moins de 0,5 p.c. de la masse salariale était

consacrée à la formation des travailleurs. La branche « santé et action sociale » se démarque des autres : alors que le taux de participation (43 p.c.) y était sensiblement supérieur à la moyenne (39 p.c.), les moyens alloués à la formation (0,65 p.c. de la masse salariale seulement) y étaient nettement inférieurs à la moyenne (1,42 p.c.). Dans cette branche, le choix se porte donc davantage sur une politique de formation accessible au plus grand nombre, mais relativement peu coûteuse et de courte durée.

Groupes à risque

Un certain nombre de groupes sont sous-représentés dans l'emploi en Belgique, en particulier les jeunes, les personnes âgées de cinquante-cinq ans et plus et celles d'origine étrangère. Une mobilisation plus grande de ce potentiel inexploité de main-d'œuvre est indispensable d'autant que, comme le montre l'encadré 8, ce sont précisément ces groupes de personnes qui verraient leur effectif progresser dans le futur.

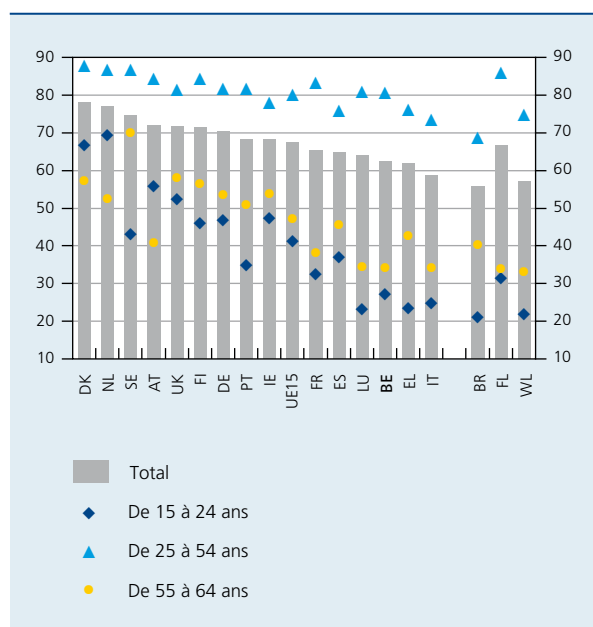
Le taux d'emploi des personnes âgées de vingt-cinq à cinquante-quatre ans en Belgique ne diffère pas de la moyenne de l'UE15 : au cours des trois premiers trimestres de 2008, un peu plus de 80 p.c. des personnes de cette tranche d'âge occupaient un emploi. On dénombre, en

revanche, beaucoup moins de jeunes et de seniors actifs en Belgique. Le taux d'emploi des premiers présente même une légère tendance baissière en raison de la proportion accrue de jeunes qui suivent des études supérieures et du prolongement de la durée de celles-ci. Parmi les pays de l'UE15, ce n'est qu'en Italie, en Grèce et au Luxembourg que la proportion des jeunes en emploi est inférieure à celle de la Belgique, où elle ne s'élève qu'à 27 p.c. Quant aux personnes âgées de cinquante-cinq à soixante-quatre ans, une sur trois seulement est occupée sur le marché du travail en Belgique, soit la proportion la plus faible de l'UE15.

Les pays où le taux d'emploi des personnes âgées de cinquante-cinq à soixante-quatre ans est le plus élevé affichent aussi les meilleures performances en termes d'occupation des jeunes. Ce constat de complémentarité apparente peut, du reste, être étendu à l'ensemble des tranches d'âge. Dans la plupart des pays, l'on recense relativement plus de personnes en emploi âgées de cinquante-cinq ans et plus que de jeunes, mais cette situation tient au fait qu'une frange importante de ceux-ci sont toujours aux études et ne combinent pas cet état avec un emploi, fût-il à temps partiel.

GRAPHIQUE 40 TAUX D'EMPLOI DANS LES PAYS DE L'UE15 ET DANS LES RÉGIONS DE BELGIQUE EN 2008 : VENTILATION PAR TRANCHE D'ÂGE

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



Sources : CE, DGSIE.

En Belgique, au niveau régional, on observe aussi en général un lien positif entre les taux d'emploi des différentes tranches d'âge. En Flandre, l'écart entre les taux d'emploi des seniors et des jeunes est très étroit, en raison d'une proportion nettement plus élevée de jeunes qui exercent, sous l'une ou l'autre forme, une activité professionnelle rémunérée. À Bruxelles, il est en revanche très large, puisque 40 p.c. des personnes âgées de cinquante-cinq à soixante-quatre ans étaient occupées au cours des trois premiers trimestres de 2008, soit de loin le taux d'emploi le plus élevé des trois régions pour cette tranche d'âge, tandis que seul un jeune Bruxellois sur cinq travaillait.

Même si un tiers seulement des cinquante-cinq ans et plus sont occupés en Belgique, cette proportion a sensiblement augmenté depuis le début de la décennie, de quelque 8 points de pourcentage. Cette hausse a été la conséquence notamment de la mise en œuvre d'une série de mesures visant à prévenir la sortie précoce du marché

du travail. Ainsi, l'âge légal de la retraite des femmes a été progressivement revu à la hausse depuis 1997 : en janvier 2009, il est ainsi passé de soixante-quatre à soixante-cinq ans, comme celui des hommes. L'âge permettant de prétendre au statut de chômeur âgé non demandeur d'emploi a également été relevé : il est fixé à cinquante-huit ans depuis 2004, à quelques exceptions près ayant trait à la durée de la carrière. En outre, dans le cadre du pacte de solidarité entre les générations adopté en décembre 2005, les possibilités de recours à la prépension ont été limitées, et les personnes qui demeurent actives après l'âge de soixante-deux ans, ou à l'issue d'une carrière d'au moins quarante-quatre ans, bénéficient, depuis 2007, d'un bonus dans le calcul de leur pension. En décembre 2008, quelque 29.000 retraités ont perçu un tel bonus de pension.

L'incidence de ces mesures se reflète en partie dans l'évolution de l'utilisation des différents régimes de sortie anticipée du marché du travail que sont le système des chômeurs âgés, les prépensions et les crédits-temps. Bien que le nombre de prépensions conventionnelles à temps plein ait de nouveau augmenté les dernières années, la part des prépensionnés dans la population âgée de cinquante-cinq à soixante-quatre ans s'est affaiblie entre 2000 et 2008, revenant de 10,1 à 8,7 p.c. La décreue du nombre de chômeurs âgés dispensés de recherche d'emploi entamée

TABLEAU 21 PRÉPENSIONS, CHÔMEURS ÂGÉS ET CRÉDITS-TEMPS

(nombre de bénéficiaires âgés de cinquante-cinq à soixante-quatre ans, moyennes annuelles, sauf mention contraire)

	Chômeurs âgés avec dispense de recherche d'emploi	Prépensions à temps plein	Crédits-temps à temps plein ⁽¹⁾	p.m. Population âgée de cinquante-cinq à soixante-quatre ans (milliers)
2000	85.558	105.759	1.432	1.044
2001	92.561	102.793	1.773	1.062
2002	99.132	100.403	2.150	1.089
2003	105.285	101.462	2.934	1.115
2004	108.749	102.630	3.882	1.139
2005	108.885	102.914	4.976	1.167
2006	108.784	106.290	4.849	1.205
2007	106.943	110.027	4.305	1.246
2008 ⁽²⁾	100.828	111.793	3.719	1.281 e

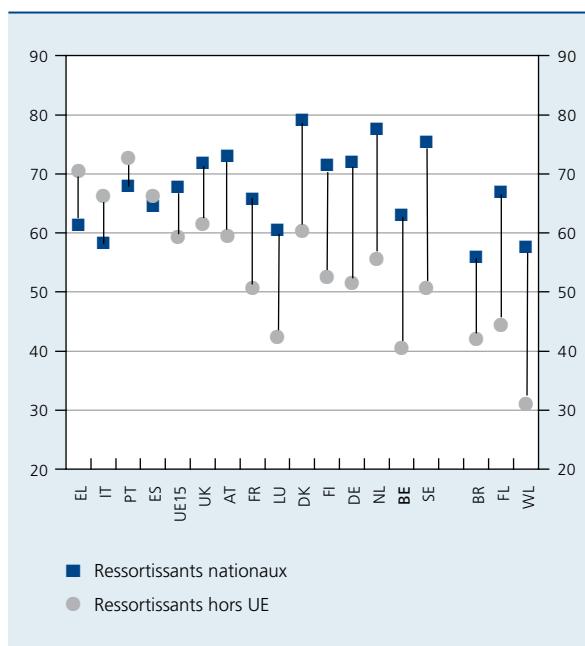
Sources : BFP, DGSIE, ONEM.

(1) Ces chiffres reprennent les bénéficiaires d'une interruption de carrière complète et, à partir de 2003, également du crédit-temps à temps plein.

(2) Moyenne des onze premiers mois.

GRAPHIQUE 41 TAUX D'EMPLOI DANS LES PAYS DE L'UE15 ET DANS LES RÉGIONS DE BELGIQUE EN 2008 : VENTILATION PAR NATIONALITÉ⁽¹⁾

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



Sources : CE, DGSIE.

(1) Aucune information en fonction de la nationalité n'est disponible pour l'Irlande. Les pays sont classés selon l'ordre croissant de l'écart de taux d'emploi entre ressortissants nationaux et hors UE.

en 2006 s'est poursuivie au cours de l'année sous revue. Alors qu'il avait continuellement progressé jusqu'en 2005, le nombre de crédits-temps à temps plein (y compris les interruptions de carrière complètes dans le secteur public) a diminué par la suite. Le succès du système général du crédit-temps ne décline pourtant pas mais les travailleurs âgés se tournent davantage vers les formules de réduction des prestations. Sur les onze premiers mois de 2008, l'ONEM a enregistré 53.020 bénéficiaires âgés de cinquante-cinq à soixante-quatre ans ayant opté pour un crédit-temps ou une interruption de carrière à temps partiel, ceux-ci représentant près du tiers de l'ensemble des bénéficiaires de ces régimes.

À l'instar des jeunes et des seniors, les personnes de nationalité étrangère sont sous-représentées sur le marché belge du travail. D'après les données disponibles de l'enquête sur les forces de travail – où, compte tenu du fait que la ventilation est basée sur la nationalité, les allochtones ayant obtenu la nationalité belge sont comptabilisés comme Belges –, seuls quatre ressortissants hors UE résidant en Belgique sur dix étaient occupés en moyenne durant les trois premiers trimestres de 2008, contre 63 p.c. des Belges. Il s'agit non seulement du taux

d'emploi des étrangers le plus faible parmi les pays de l'UE15 mais en outre, si on le compare à celui des nationaux, seule la Suède présente un écart supérieur.

La situation défavorable de ce groupe sur le marché du travail transparaît également au travers des statistiques relatives au chômage: au cours des trois premiers trimestres de 2008, en moyenne 27,4 p.c. de la population active des ressortissants hors UE résidant en Belgique était à la recherche d'un emploi, une proportion quatre fois supérieure au taux de chômage total. La situation de ces personnes est cependant loin d'être homogène, comme le montre une étude récente menée par l'OCDE qui fait apparaître que la position sur le marché du travail des immigrants qui résident en Belgique depuis moins de cinq ans est relativement plus favorable que celle des résidents issus de vagues migratoires antérieures.

La faible proportion d'étrangers en emploi sur le marché du travail en Belgique ne peut être attribuée exclusivement au fait qu'ils présentent un niveau de qualification moins élevé. En effet, qu'il s'agisse de personnes faiblement, moyennement ou hautement qualifiées, le taux d'emploi des ressortissants hors UE est d'au moins 10 points de pourcentage inférieur aux taux correspondants observés pour les ressortissants belges. Cet écart augmente même avec le niveau de qualification: au cours des trois premiers trimestres de 2008, parmi les personnes qui ont achevé des études supérieures, 84 p.c. des Belges travaillaient, contre seulement 58 p.c. des étrangers; le taux d'emploi de ces derniers se situait ainsi quelque 10 points de pourcentage en deçà de

TABLEAU 22 TAUX D'EMPLOI HARMONISÉS EN BELGIQUE EN 2008: VENTILATION SELON LE NIVEAU D'ÉDUCATION ET LA NATIONALITÉ

(moyenne des trois premiers trimestres de 2008, pourcentages de la population en âge de travailler correspondante; entre parenthèses, part des différents niveaux de qualification par groupe de nationalités)

	Belges	R ressortissants hors UE
Secondaire inférieur au plus	39,7 (32,9)	29,6 (52,8)
Secondaire supérieur au plus	68,0 (38,7)	48,3 (24,7)
Supérieur	83,6 (28,4)	57,8 (22,5)

Source: DGSIE.

celui des Belges moyennement qualifiés. Le rendement des études apparaît ainsi nettement moindre pour les ressortissants hors UE, ce qui témoigne d'une mauvaise utilisation des ressources disponibles sur le marché du travail et de l'existence probable de pratiques de discrimination.

La situation des ressortissants étrangers sur le marché du travail est particulièrement défavorable en Wallonie: à 31 p.c., leur taux d'emploi n'y était qu'à peine supérieur à la moitié de celui des Belges. À Bruxelles et en Flandre, le taux d'emploi des étrangers était nettement plus élevé et assez comparable, dépassant les 40 p.c., mais l'écart vis-à-vis des Belges était assez différent, s'établissant à respectivement 14 et 22 points de pourcentage.

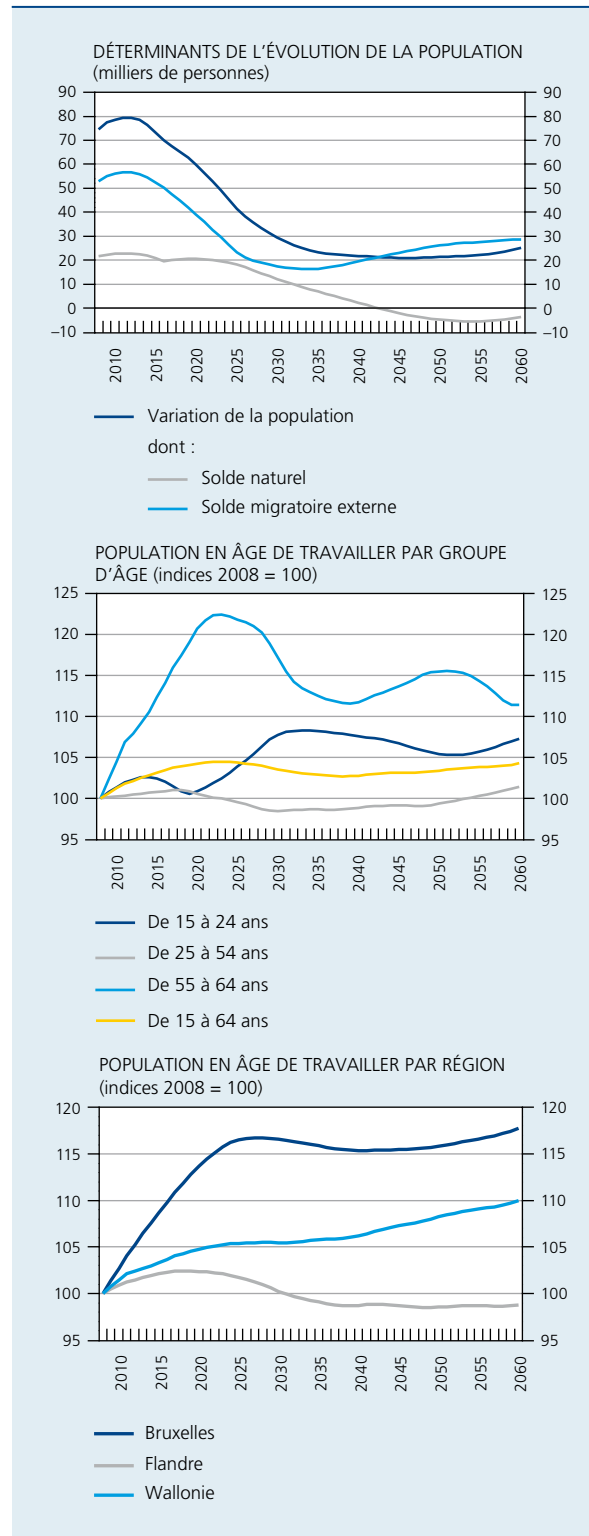
Encadré 8 – Perspectives démographiques

Le faible taux d'emploi des moins de vingt-cinq ans, des cinquante-cinq ans et plus et des personnes de nationalité étrangère pèse sur le développement potentiel de l'activité économique en Belgique, d'autant que les marges de relèvement de la mobilisation de la population d'âge mûr sont limitées étant donné son taux de participation déjà très élevé. Cette problématique sera encore plus aiguë à l'avenir si l'on se réfère aux projections démographiques du Bureau fédéral du plan (BFP) et de la Direction générale Statistique et information économique (DGSIE) actualisées au printemps 2008.

À l'horizon 2025, la population de la Belgique devrait progresser de plus de 10 p.c. pour s'établir à quelque 11.800.000 personnes. Cette évolution s'explique à raison d'un tiers seulement par le solde naturel des naissances et des décès, alors que les deux tiers restants résulteraient d'un flux migratoire net vers notre pays. Jusqu'en 2015, quelque 50.000 nouveaux résidents sont ainsi attendus chaque année. Le mouvement se ralentirait ensuite, pour se stabiliser aux alentours de 20.000 par an à partir de 2025. Au delà, la contribution positive du solde naturel se réduirait régulièrement, pour devenir négative à partir des années 2040. L'augmentation de la population de la Belgique ne reposerait plus alors que sur les entrées nettes de personnes migrantes.



NOUVELLES PERSPECTIVES DÉMOGRAPHIQUES POUR LA BELGIQUE



Source : Perspectives de population 2007-2060, BFP-DGSIE.



Toutes autres choses restant égales, même s'il est établi que le taux d'emploi des primo-arrivants est plus élevé que celui de la population de nationalité étrangère déjà établie dans le pays, ce mouvement de fond de la démographie de la Belgique constitue un défi pour le développement du potentiel de croissance de notre économie.

La population en âge de travailler, c'est-à-dire âgée de quinze à soixante-quatre ans, devrait quant à elle progresser encore quelque peu pendant une dizaine d'années, pour demeurer stable ensuite. Sa composition selon les catégories d'âge est néanmoins appelée à se modifier sensiblement, de façon préoccupante si le taux d'emploi de ces tranches d'âge devait se maintenir à son niveau actuel. En effet, les vingt-cinq à cinquante-quatre ans, qui constituent le groupe d'âge le plus actif, vont voir leur effectif stagner dans les prochaines années et même diminuer à compter de 2025. Celui-ci reculerait de 1,5 p.c. dans les années 2030 et resterait inférieur à son niveau actuel jusque dans les années 2050. Ce sont les groupes d'âge aujourd'hui les moins actifs qui verraient leur nombre progresser sur l'ensemble de l'horizon de projection. Le vieillissement de la population en âge de travailler se marquerait tout particulièrement dans les quinze à vingt prochaines années, avec une augmentation de plus de 20 p.c. d'ici 2025 du groupe des cinquante-cinq à soixante-quatre ans; le départ progressif des cohortes du *baby-boom* se marquerait ensuite. La progression du nombre des quinze à vingt-quatre ans, dont une forte proportion est aux études, serait relativement modérée au cours des dix prochaines années, mais s'accélérait ensuite régulièrement jusqu'à la fin des années 2030.

Si à l'échelle de la Belgique considérée dans son ensemble, c'est principalement l'évolution de la structure de la population en âge de travailler qui interpelle, à l'échelon régional, c'est aussi son niveau en termes absolus qui retient l'attention. À Bruxelles, grâce principalement à une population plus jeune et aux importants apports de la migration externe, la population âgée de quinze à soixante-quatre ans va progresser de près de 17 p.c. à l'horizon 2025 et se maintiendra ensuite à ce niveau. En Wallonie, l'augmentation serait plus modeste, mais quasiment continue sur toute la période de projection. En Flandre, en revanche, l'accroissement de la population en âge de travailler devrait plafonner à 2 p.c. d'ici à 2015, avant de diminuer. À partir des années 2030, la Région flamande compterait même, en nombres absolus, moins de personnes âgées de quinze à soixante-quatre ans qu'aujourd'hui.

4.2 Coûts salariaux dans le secteur privé

Évolutions récentes et déterminants

En 2008, les coûts salariaux horaires dans le secteur privé ont augmenté de 3,5 p.c., soit une progression légèrement inférieure à celle enregistrée en 2007, où elle s'était établie à 3,7 p.c. La vive accélération de l'indexation automatique a été entièrement compensée par une moindre contribution du glissement des salaires. L'incidence des cotisations que les employeurs versent à la sécurité sociale a été légèrement positive, pour la première fois depuis 2003. Les autres cotisations patronales ont eu un effet modérateur, au contraire de 2007, où elles avaient exercé une pression à la hausse. À l'instar de l'année précédente, les adaptations conventionnelles réelles sont demeurées très modérées.

L'augmentation des salaires découlant du mécanisme de liaison automatique aux prix à la consommation a atteint 2,9 p.c. en 2008, soit une contribution d'une ampleur jamais observée depuis l'entrée en vigueur de la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité. Cette évolution reflète la hausse considérable de l'indice-santé à partir du quatrième trimestre de 2007. La forte accélération de l'inflation a eu des répercussions sensibles sur les salaires qui se sont fait sentir tout au long de 2008 et même au début de cette année. L'adaptation des salaires à l'indice-santé s'effectue, en effet, avec un certain décalage, dépendant des procédures d'indexation mises en œuvre qui peuvent différer fortement d'une branche d'activité à l'autre selon les conventions collectives en vigueur. Ces procédures reposent toutefois toutes sur l'évolution d'une moyenne quadrimestrielle mobile de l'indice-santé. Dans le large éventail des méthodes d'indexation appliquées, deux grandes catégories de mécanismes peuvent être distinguées. Dans la première – qui concernait, selon

TABLEAU 23 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	2008 e	p.m. 2007-2008 e
Salaires bruts par heure ouvrée	1,5	2,4	2,6	3,4	3,4	3,7	7,2
Salaires conventionnels ⁽¹⁾	1,8	2,4	2,5	2,3	1,9	3,4	5,4
Adaptations conventionnelles réelles	0,4	1,0	0,4	0,5	0,3	0,5	0,7
Indexations	1,5	1,4	2,0	1,8	1,6	2,9	4,6
Glissement des salaires ⁽²⁾	-0,3	-0,1	0,3	1,0	1,5	0,2	1,7
Cotisations sociales des employeurs ⁽³⁾	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	0,4	-0,2	0,2
Sécurité sociale	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,2	0,2
Autres cotisations ⁽⁴⁾	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,4	-0,4	0,0
Coûts salariaux par heure ouvrée	1,5	2,0	2,4	3,1	3,7	3,5	7,3
<i>p.m. Y compris les effets des réductions du précompte professionnel⁽⁵⁾</i>	<i>1,5</i>	<i>2,0</i>	<i>2,4</i>	<i>2,8</i>	<i>3,4</i>	<i>3,2</i>	<i>6,8</i>
Productivité du travail ⁽⁶⁾	1,4	2,6	1,5	1,6	0,6	-0,2	0,4
Coûts salariaux par unité produite	0,1	-0,6	0,9	1,5	3,1	3,7	6,9

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

(6) Valeur ajoutée en volume, par heure de travail des salariés du secteur privé et des indépendants.

le Rapport technique du Secrétariat du Conseil central de l'économie (CCE) de novembre 2008, 42,5 p.c. des travailleurs du secteur privé pour la période conventionnelle 2007-2008 –, l'indexation s'effectue après que la moyenne mobile de l'indice-santé a dépassé un indice pivot, ordinairement par palier de 2 p.c. Pour 57,5 p.c. des travailleurs, un pourcentage qui a augmenté les dernières années, les indexations ont lieu à intervalles fixes, tous les un, deux, trois, quatre, six ou douze mois selon les cas : la périodicité d'un an est de loin la plus fréquente puisque, d'après le CCE, le salaire de deux salariés sur cinq dans le secteur privé est indexé selon ce rythme. Ainsi, pour près de 26 p.c. du total des travailleurs de ce secteur, cette indexation annuelle a été réalisée le 1^{er} janvier ou le 1^{er} février de cette année. Cela signifie que le salaire d'un peu plus d'un demi-million de salariés n'a été adapté qu'au début de 2009 à l'inflation élevée enregistrée en 2008.

Au cours de l'année sous revue, l'incidence de l'indexation sur les coûts salariaux a, en outre, été tempérée par le fait que près d'un quart des salariés du secteur privé relèvent d'une convention collective de travail sectorielle

TABLEAU 24 MÉTHODES D'INDEXATION APPLIQUÉES DANS LE SECTEUR PRIVÉ

Méthode	Nombre de commissions paritaires	Part en pourcentage de l'emploi total couvert par les commissions paritaires
Dépassement de l'indice pivot	130	42,5
Tous les 12 mois	22	37,9
dont :		
En janvier ou février	13	25,8
Tous les 6 mois	4	3,6
Tous les 4 mois	1	0,2
Tous les 3 mois	24	9,6
Tous les 2 mois	9	5,1
Tous les mois	4	1,1
Total	194	100,0

Source : CCE.

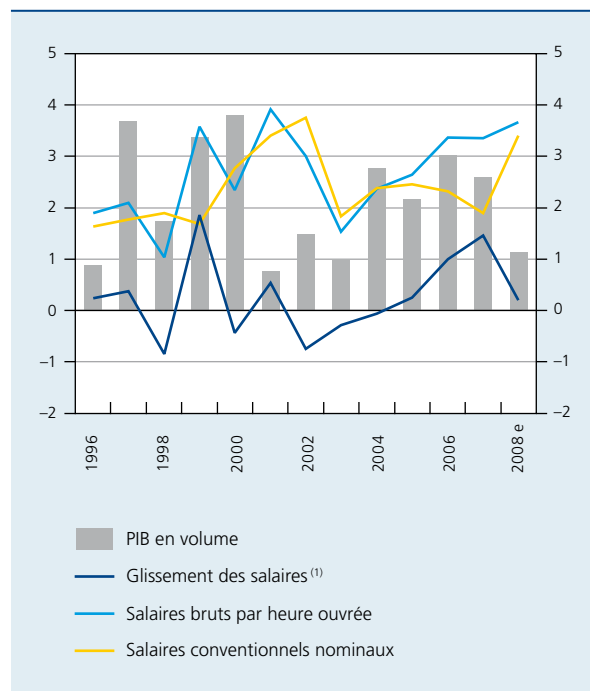
comportant une clause *all-in*. Ce type de clause subordonne l'ampleur des augmentations conventionnelles aux indexations salariales effectives. À l'instar des mécanismes d'indexation, les clauses *all-in* varient d'une commission sectorielle à l'autre. Dans leur forme la plus répandue, c'est-à-dire dans 66 p.c. des cas, désignée sous le vocable d'« accords de solde », il est vérifié, au moment de l'octroi de la dernière hausse réelle de la période bisannuelle couverte par la convention, si les indexations effectives ont été supérieures aux prévisions utilisées lors de la négociation sectorielle : si c'est le cas, la différence est portée en déduction de la hausse réelle, étant entendu que celle-ci ne peut être négative. Dans un nombre limité de cas, 7 p.c., la clause *all-in* prévoit que le dépassement est porté en déduction de la norme salariale à négocier lors de la période conventionnelle suivante. Dans les 27 p.c. restants, la norme sectorielle nominale est considérée comme un maximum absolu, et l'on vérifie 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.

Alors qu'elles étaient déjà relativement modérées, les adaptations conventionnelles réelles prévues par les accords sectoriels ont ainsi été bridées dans certains secteurs par l'effet de ces clauses *all-in*. Au cours de l'année sous revue, leur progression est restée de la sorte limitée à 0,5 p.c. Il convient encore de souligner que ces adaptations n'incorporent pas la totalité de la correction réelle induite par les clauses *all-in*, dans la mesure où un certain nombre d'accords sectoriels font explicitement une distinction entre les salaires de base et les salaires effectifs. Le mécanisme de correction *all-in* ne s'applique alors qu'aux salaires effectifs supérieurs aux barèmes et ne concerne pas les travailleurs rémunérés au salaire de base. Or, l'indice des salaires conventionnels du Service public fédéral Emploi, travail et concertation sociale, sur lequel repose le calcul des adaptations conventionnelles réelles, n'inclut que l'évolution des barèmes. Il sous-estime dès lors l'influence des corrections *all-in* effectivement apportées.

Hormis l'incidence de l'indexation et des adaptations réelles conventionnelles, les salaires bruts subissent l'effet de toute une série de facteurs que l'on désigne globalement sous l'appellation de glissement des salaires (*wage drift*). Son évolution a été influencée – à la hausse en 2007 et à la baisse dans la même proportion en 2008 – par un facteur non récurrent, à savoir l'avancement du moment de la déclaration à l'ONSS du pécule de vacances dû au terme d'un contrat de travail, à concurrence de 0,4 point de pourcentage. Ce facteur explique en partie la moindre contribution du glissement des salaires à la hausse des coûts salariaux par rapport à 2007. L'essoufflement de

GRAPHIQUE 42 GLISSEMENT DES SALAIRES DANS LE SECTEUR PRIVÉ

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



Sources : ICN ; SPF Emploi, travail et concertation sociale ; BNB.

(1) 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.

l'activité économique observé au cours de l'année sous revue a aussi exercé un effet modérateur.

Néanmoins, si l'on fait abstraction de l'incidence du facteur non récurrent évoqué ci-avant, la contribution positive du glissement des salaires à la croissance des coûts salariaux horaires a encore été substantielle, du fait de la subsistance d'une pénurie de main-d'œuvre qualifiée dans certains segments du marché du travail et dans certaines régions. Les inadéquations entre l'offre et la demande de personnel qualifié demeurent, en effet, importantes et continuent d'exercer des pressions sur les salaires.

Les conventions conclues au niveau des entreprises, qui complètent les accords sectoriels, 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, introduisent ainsi souvent un lien plus direct entre l'évolution des salaires et les changements du contexte économique dans lequel opèrent les firmes. Une enquête sur la formation des salaires, menée par la Banque à l'automne 2007 auprès de plus de

1.400 entreprises, montre que de telles conventions ont été conclues dans un peu plus d'un quart des entreprises participantes. Cette enquête a été réalisée dans le cadre du *Wage Dynamics Network* (WDN), un réseau de chercheurs issus du Système européen de banques centrales (SEBC) qui a été chargé par le Conseil des gouverneurs d'étudier les caractéristiques de la dynamique des salaires en général et l'existence éventuelle de rigidités salariales en particulier. L'encadré 9 présente d'autres résultats du volet belge des travaux menés dans le cadre de ce réseau.

L'affaiblissement de la situation conjoncturelle, associé à la persistance des créations nettes d'emploi, a par ailleurs amplifié le ralentissement de la productivité du travail déjà perceptible en 2007. Sous l'effet de la rapide augmentation des coûts salariaux horaires, il en a résulté une hausse sensible des coûts salariaux par unité produite – de 3,1 p.c. en 2007 et de 3,7 p.c. en 2008 –, à comparer avec une progression annuelle moyenne de 0,5 p.c. au cours de la période 2003-2006.

Encadré 9 – La dynamique des salaires : résultats des travaux menés par la Banque dans le cadre du *Wage Dynamics Network*

Le *Wage Dynamics Network* (WDN) est un réseau de chercheurs issus du Système européen de banques centrales (SEBC) qui étudie les caractéristiques de la dynamique des salaires. Il a été constitué par le Conseil des gouverneurs dans la foulée des travaux de l'*Inflation Persistence Network* (IPN) du SEBC, qui avait notamment mis en évidence que la fréquence des changements de prix était plus faible dans les secteurs où les coûts de la main-d'œuvre représentent une large part des coûts totaux. Un examen plus approfondi de la rigidité des salaires a, dès lors, été jugé souhaitable. Le WDN, lancé à la fin de 2006, procède à des analyses tant microéconomiques que macroéconomiques. Il se fonde pour ce faire sur des enquêtes et des données issues de sources administratives, ainsi que sur une enquête spécialement organisée à cet effet auprès d'un large échantillon d'entreprises. La Banque apporte son concours aux divers axes de recherche de ce réseau, et plusieurs de ses économistes ont rédigé dans ce cadre de nombreuses contributions, déjà publiées ou en voie de l'être⁽¹⁾.

La dynamique des salaires est notamment déterminée par le contexte institutionnel. Une étude menée dans le cadre du WDN a ainsi fait apparaître que les salaires font l'objet de conventions collectives dans une grande majorité des pays européens, et ce à différents niveaux de négociation. L'on observe le plus souvent une combinaison de l'une ou l'autre forme de directives générales décidées au niveau national se superposant à des négociations salariales plus concrètes organisées à un niveau intermédiaire – sectoriel, régional ou par catégorie professionnelle –, lesquelles peuvent être, le cas échéant, complétées par des négociations décentralisées au sein des entreprises.

(1) Babecký J., Ph. Du Caju, D. Kosma, M. Lawless, J. Messina et T. Rööm (2008), *Wage rigidity and alternative margins of adjustment: Survey evidence from European firms*, mimeo WDN.

Christoffel K., J. Costain, G. de Walque, K. Kuester, T. Linzert, S. Millard et O. Pierrard (2008), *Inflation dynamics with labour market matching: Assessing alternative specifications*, mimeo WDN.

De Walque G., O. Pierrard, H. Sneessens et R. Wouters (2008), *Sequential bargaining in a New-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation*, mimeo WDN.

Druant M., S. Fabiani, G. Kezdi, A. Lamo, F. Martins et R. Sabbatini (2008), *How are firms' wages and prices linked: Survey evidence in Europe*, mimeo WDN.

Druant M., Ph. Du Caju et Ph. Delhez (2008), *Résultats de l'enquête réalisée par la Banque sur la formation des salaires dans les entreprises en Belgique*, BNB, Revue économique, septembre, pp. 51-77.

Du Caju Ph., C. Fuss et L. Wintr (2007), *Downward wage rigidity for different workers and firms: An evaluation for Belgium using the IWFP procedure*, BNB, Working Paper 124.

Du Caju Ph., C. Fuss et L. Wintr (2008), *Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: Workforce composition, institutions, technology and competition*, BNB, Working Paper 155.

Du Caju Ph., E. Gautier, D. Momferatou et M. Ward-Warmedinger (2008), *Institutional features of wage bargaining in 23 EU countries, the US and Japan*, BNB, Working Paper 154.

Du Caju Ph., G. Katay, A. Lamo, D. Nicolitsas et S. Poelhekke (2008), *Inter-industry wage differentials in EU countries: What do cross-country time varying data add to the picture?*, mimeo WDN.

Du Caju Ph., F. Rycx et I. Tojerow (2008), *Rent-sharing and the cyclicity of wage differentials*, IZA Discussion Paper, n° 3844.

Fuss C. (2008), *How do firms adjust their wage bill in Belgium: A decomposition along the intensive and extensive margin*, BNB, Working Paper 127.

Fuss C. et L. Wintr (2008), *Rigid labour compensation and flexible employment? Firm-level evidence based on productivity for Belgium*, mimeo WDN.

Messina J., Ph. Du Caju, C. Filipa Duarte, M. Izquierdo et N. Lynggård Hansen (2008), *The causes and consequences of nominal and real wage rigidity: A sectoral approach*, mimeo WDN.

Ce modèle hiérarchisé, caractéristique de bon nombre de pays européens, est formalisé en Belgique par la norme salariale fixée au niveau interprofessionnel – qui définit une ligne directrice à l'échelle du pays –, par les négociations salariales sectorielles menées en commissions paritaires – le niveau dominant – et par des conventions complémentaires conclues au sein des entreprises. L'enquête de la Banque sur la formation des salaires auprès des entreprises a révélé que presque tous les travailleurs ressortissent à une commission paritaire sectorielle et qu'un peu plus du quart d'entre eux bénéficient de conventions salariales collectives conclues au niveau de la firme. Tout comme les négociations qui peuvent être menées au niveau des individus mêmes, de telles conventions locales expliquent que les salaires effectivement payés, *a fortiori* dans le cas des employés et des ouvriers hautement qualifiés, ainsi que dans celui des grandes entreprises, peuvent être supérieurs aux barèmes sectoriels. Le mécanisme d'indexation des salaires joue lui aussi un rôle de premier plan. D'après les résultats de l'enquête, les salaires d'une majorité des travailleurs du secteur privé sont indexés à intervalles fixes plutôt que par tranche fixe à intervalles variables, comme c'est le cas dans les administrations publiques.

En Belgique, l'importance du processus de négociation collective des salaires aux niveaux national et sectoriel n'empêche nullement une différenciation des salaires. L'étude du WDN menée sur la base de l'enquête sur la structure et la répartition des salaires de la Direction générale Statistique et information économique (DGSIE) indique notamment qu'il existe d'importants écarts salariaux en fonction de la formation, de l'expérience, de la taille de l'entreprise et de la branche d'activité. Les différentiels de salaires entre branches d'activité tiennent en partie au phénomène du « partage de la rente » (*rent sharing*) d'entreprises en bénéfice, en vertu duquel les travailleurs peuvent se voir offrir des salaires plus élevés. Les écarts salariaux entre branches d'activité en Belgique sont comparables à ceux observés dans un pays tel que l'Allemagne, et plus faibles que dans les pays du sud ou de l'est de l'Europe.

L'existence de structures salariales différenciées selon les travailleurs, les entreprises ou les secteurs n'implique pas nécessairement une capacité d'ajustement des salaires à l'évolution économique. En particulier, le phénomène de rigidité à la baisse a notamment pour conséquence que les salaires ne sont pas, ou seulement très peu, réduits dans des situations où des chocs défavorables le justifieraient pourtant d'un point de vue purement économique. L'étude du WDN, basée sur une méthodologie mise au point par l'*International Wage Flexibility Project* et utilisant des statistiques administratives issues de la sécurité sociale, révèle que la rigidité à la baisse touche fortement les salaires réels en Belgique. Ceci n'est guère surprenant compte tenu du système d'indexation généralisé. Les salaires réels des ouvriers, des travailleurs percevant des salaires élevés et des travailleurs âgés de cinquante-cinq ans et plus, sont relativement moins rigides, de même que ceux du personnel d'entreprises ayant conclu une convention salariale complémentaire en leur sein. C'est également le cas dans une certaine mesure pour les firmes en difficulté. Nombre de ces constats sont corroborés par les résultats de l'enquête de la Banque sur la formation des salaires.

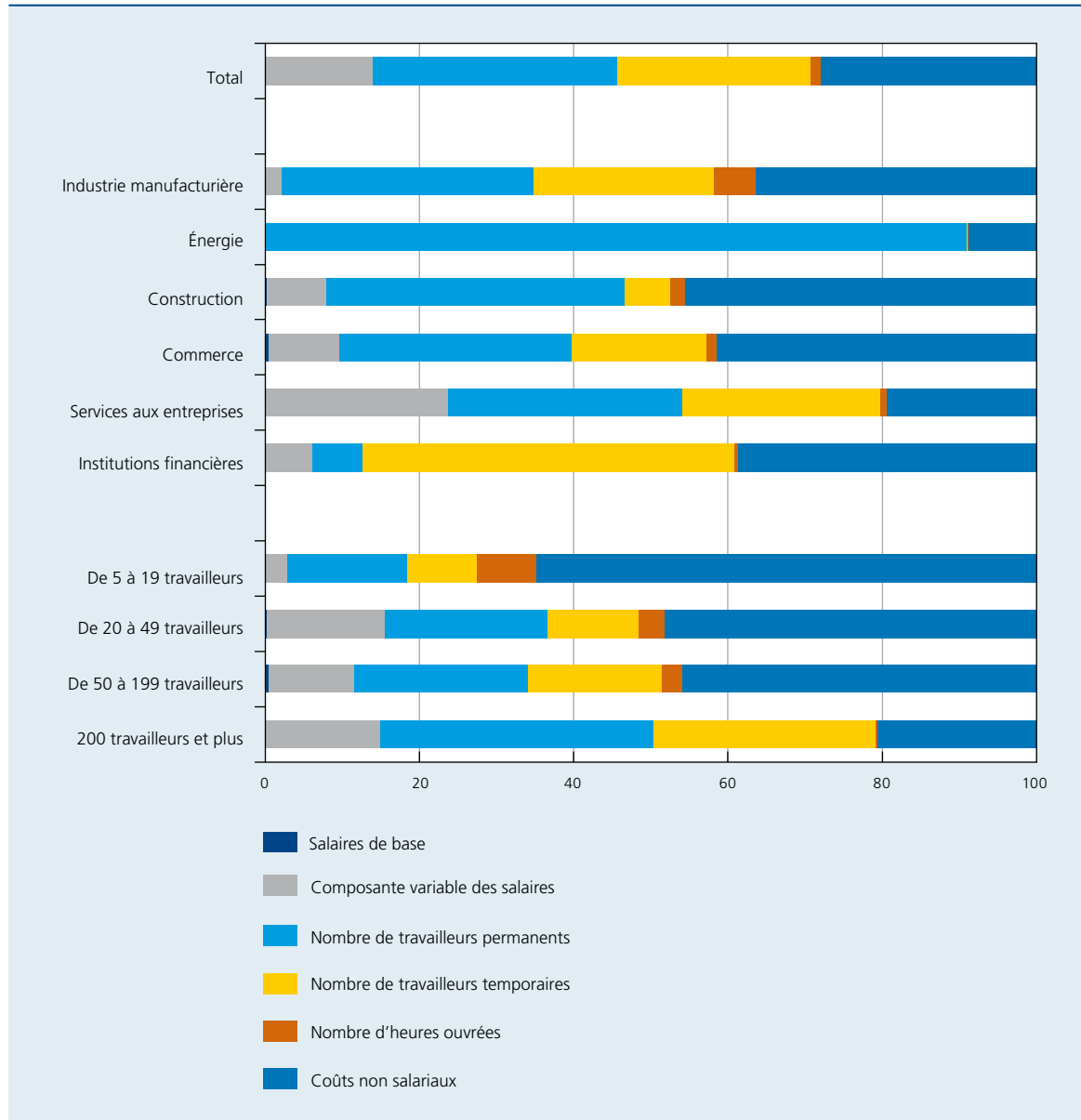
Lorsqu'il est difficile, voire impossible, pour les entreprises de réagir à un choc économique défavorable en réduisant le salaire de leurs salariés, celles-ci doivent adopter d'autres stratégies. Il ressort de l'enquête réalisée pour le WDN que, si les sociétés belges adaptent leurs prix, leurs marges et leurs niveaux de production en réponse à un choc négatif affectant soit la demande, soit le niveau des coûts salariaux, soit le coût des biens intermédiaires consommés, c'est essentiellement au niveau de leurs coûts qu'elles opèrent l'ajustement nécessaire.

Une baisse des salaires ne s'opère que rarement, voire jamais, par le biais des traitements de base, mais dans un certain nombre de cas, 14 p.c., elle peut être mise en œuvre au travers de la composante variable des rémunérations, comme les parts bénéficiaires ou les primes liées aux prestations, et ce spécialement dans les firmes de plus grande taille et dans le secteur des services aux entreprises. En prise à des difficultés, les entreprises occupant plus de 200 travailleurs procèdent quant à elles fréquemment à des réductions de leurs effectifs, en freinant les engagements ou en réduisant le personnel existant. Au total, 32 p.c. des sociétés adoptent cette stratégie pour le personnel permanent et 25 p.c. pour le personnel temporaire, cette dernière option étant surtout employée dans le secteur financier. Le volume global de travail n'est ajusté en diminuant le nombre



STRATÉGIES VISANT À RÉDUIRE LES COÛTS EN RÉACTION À DES CHOC DÉFAVORABLES ⁽¹⁾

(réaction moyenne à trois chocs (demande, coûts salariaux et coûts des biens intermédiaires consommés), pourcentages du total)



Source : Druant M., Ph. Du Caju et Ph. Delhez (2008), *Résultats de l'enquête réalisée par la Banque sur la formation des salaires dans les entreprises en Belgique*, BNB, Revue économique, septembre, pp. 51-77.

(1) Résultats pondérés en fonction de l'emploi et rééchelonnés en faisant abstraction des réponses manquantes.

d'heures ouvrées par travailleur que dans une très faible mesure. Cette stratégie est relativement plus répandue dans l'industrie manufacturière, où un plus grand nombre d'ouvriers affectés à la production sont actifs, et dans les sociétés plus petites, lesquelles peuvent plus difficilement comprimer leurs effectifs. Les petites entreprises essaient surtout de réduire leurs autres coûts. Selon les informations récoltées au moyen des bilans sociaux, il apparaît ainsi que les firmes tendent à rogner sur les coûts de formation quand la situation économique est défavorable.



Une étude économétrique utilisant les données des comptes annuels des sociétés révèle, en outre, que le coût salarial moyen au niveau de l'entreprise ne réagit que très modérément à des chocs affectant la productivité totale des facteurs, *a fortiori* lorsque ces chocs sont temporaires. Les salaires sont, par ailleurs, plus sensibles aux chocs concernant l'ensemble d'un secteur d'activité qu'à ceux spécifiques à une entreprise, ce qui souligne une fois de plus l'incidence des conventions salariales sectorielles. Les informations tirées des comptes annuels montrent aussi que la masse salariale dans les sociétés varie essentiellement en fonction des ajustements de l'emploi. De fait, un recul de la masse salariale va souvent de pair avec une baisse du nombre d'engagements et une hausse de celui des départs, alors que parallèlement le salaire moyen par travailleur continue d'augmenter.

La contribution des cotisations patronales à la sécurité sociale à la hausse des coûts salariaux a été légèrement positive au cours de l'année sous revue et a reflété les évolutions en matière d'allègement des cotisations sociales par les pouvoirs publics. Les réductions consenties aux employeurs sont des montants fixes non indexés et durant l'année sous revue, aucune nouvelle mesure n'est entrée en vigueur. Si la réduction supplémentaire en faveur des travailleurs âgés de cinquante ans et plus, introduite au deuxième trimestre de 2007 en exécution du pacte de solidarité entre les générations, a atteint sa vitesse de

croisière, de moins en moins de jeunes travailleurs, quand bien même ils se situent au bas des échelles barémiques, ont pu bénéficier de la réduction en faveur des groupes cibles sur le marché du travail en raison de la non-indexation de la borne inférieure des salaires.

Les diminutions du précompte professionnel, dont l'effet est comptabilisé dans les comptes nationaux en vertu du SEC 95 comme un subside et non comme une réduction directe des coûts salariaux, ont, en revanche, de nouveau gagné en importance durant l'année sous revue.

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

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 e	p.m. Variation 2007-2008 e
Réductions des cotisations patronales à la sécurité sociale	3.451	4.063	4.544	4.725	5.109	5.290	181
dont:							
Réductions structurelles	2.944	3.420	3.822	3.898	4.045	4.133	88
Groupes cibles	0	220	364	492	738	811	73
dont:							
Jeunes travailleurs	0	0	0	0	125	85	-40
Travailleurs âgés	0	98	105	116	243	297	54
p.m. Pourcentages de la masse salariale du secteur privé	3,2	3,6	3,9	3,9	4,0	3,9	-0,1
Réductions du précompte professionnel ⁽¹⁾	0	25	110	409	789	1.098	309
dont:							
Réduction générale	0	0	0	0	50	186	137
Travail en équipe et de nuit	0	25	95	328	584	660	76
Recherche scientifique et innovation	0	0	4	47	87	141	55
Heures supplémentaires	0	0	11	23	32	36	3
p.m. Pourcentages de la masse salariale du secteur privé	0,0	0,0	0,1	0,3	0,6	0,8	0,2

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

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

Initialement, ces mesures visaient à favoriser la recherche et le développement, l'innovation et des formes de travail spécifiques, comme le travail en équipe et de nuit, ainsi que la prestation d'heures supplémentaires. Depuis octobre 2007, toutes les entreprises bénéficient d'une subvention salariale, à savoir une diminution générale 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. Cette mesure ayant pleinement produit ses effets durant l'année sous revue, elle a contribué pour près de la moitié à l'accroissement de plus de 300 millions d'euros du total du soutien accordé sous la forme de réductions du précompte professionnel. Cette aide a représenté globalement 1.098 millions d'euros en 2008, soit 0,8 p.c. de la masse salariale, contre 0,6 p.c. en 2007. Si ce type de réduction de charges avait été pris en compte dans le calcul des coûts salariaux par heure ouvrée, leur progression aurait été freinée en 2008 à hauteur de 0,3 point de pourcentage, pour s'établir à 3,2 p.c.

Comme pour le glissement des salaires, les autres cotisations sociales patronales ont subi en 2007 et en 2008 l'incidence, respectivement positive et négative, d'un facteur non récurrent, à concurrence de 0,3 point de pourcentage. Il s'est agi en l'occurrence du paiement en 2007 d'indemnités de licenciement dans le cadre des restructurations dans le secteur de l'automobile – qui, conformément au SEC 95, sont traitées comme des cotisations imputées. Si l'on fait abstraction de cet élément exceptionnel, l'effet des autres cotisations sociales patronales sur les coûts salariaux a été quasiment neutre, tout comme en 2007.

Norme salariale et indexation

L'évolution cumulée des coûts salariaux dans le secteur privé sur les années 2007-2008 doit être évaluée au regard de la norme indicative relative à la hausse des coûts salariaux horaires nominaux, qui avait été convenue à la fin de 2006 entre les partenaires sociaux dans l'accord interprofessionnel (AIP) afférent à cette période. Calculée sur la base de l'évolution attendue des coûts salariaux dans les trois principaux pays voisins, cette norme avait été fixée à 5 p.c. Or, les coûts salariaux horaires ont augmenté au total de 7,3 p.c. selon la Banque et de 7,7 p.c. selon le Secrétariat du CCE.

Afin de respecter la norme salariale nominale, les partenaires sociaux doivent tenir compte de l'effet des indexations prévues par le CCE lors de la négociation des augmentations salariales conventionnelles réelles au sein

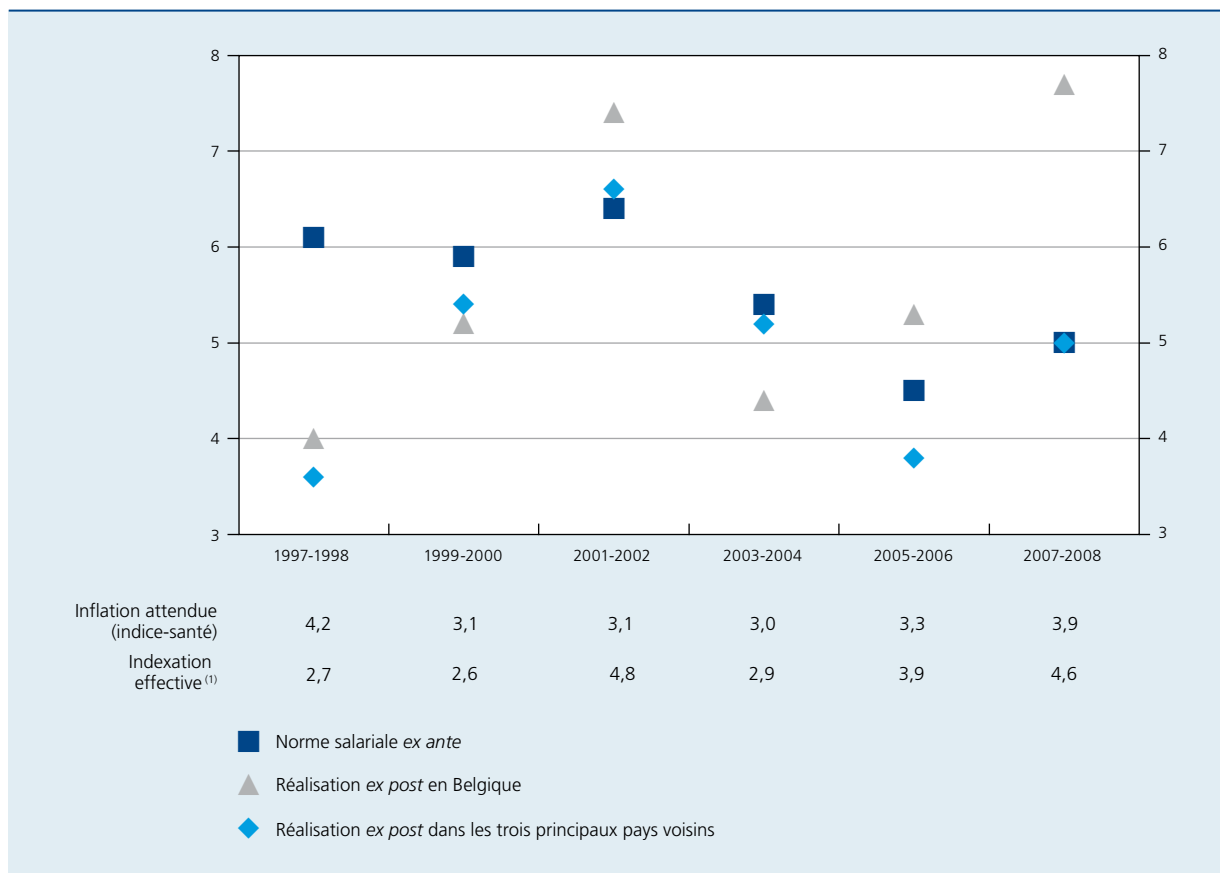
des commissions paritaires. Il n'en demeure pas moins que si, durant la période conventionnelle, l'inflation est plus élevée que ce qui était attendu, elle se répercutera sur les salaires nominaux, fût-ce avec un certain décalage et de façon quelque peu atténuée par l'activation d'éventuelles clauses *all-in*, du fait du caractère automatique et rétrospectif des mécanismes d'indexation. Il s'ensuit qu'une poussée inflationniste non prévue, résultant de chocs économiques défavorables ou de marchés des produits inefficaces, peut entraîner le dépassement de la norme salariale nominale, quand bien même les hausses salariales réelles convenues en commissions paritaires et éventuellement dans les entreprises s'inscrivaient dans cette marge *ex ante*.

Depuis l'introduction, par la loi de 1996, du mécanisme de la norme salariale, six périodes bisannuelles se sont succédées, pour lesquelles a été définie une marge maximale ou indicative en termes d'évolution des coûts salariaux. Durant les périodes 1997-1998, 1999-2000 et 2003-2004, la hausse des coûts salariaux est demeurée inférieure à la marge retenue, et l'indexation réalisée a été plus faible que celle prévue par le CCE. En revanche, au cours des périodes 2001-2002, 2005-2006 et 2007-2008, l'indexation effective s'est avérée plus élevée qu'escompté et la hausse des coûts salariaux horaires nominaux a dépassé la marge retenue. L'AIP portant sur la période 2001-2002 supposait que l'indexation s'élèverait à 3,1 p.c., alors que celle-ci a en réalité atteint 4,8 p.c. Dans l'AIP relatif à la période 2005-2006, une indexation de 3,3 p.c. avait été prise en compte, alors qu'elle s'est finalement établie à 3,9 p.c. Pour la période 2007-2008, l'inflation a été largement supérieure aux 3,9 p.c. prévus et l'indexation réalisée a représenté 4,6 p.c. sur les deux ans, malgré l'influence modératrice exercée notamment par les clauses *all-in* insérées dans un certain nombre de conventions. Il convient néanmoins de souligner que les mécanismes de retardement, intégrés dans les divers systèmes d'indexation, ont pour conséquence qu'une partie de la récente poussée inflationniste ne s'est traduite par des hausses de salaires qu'au début de 2009.

Durant les épisodes d'accélération de l'inflation, il est plus que jamais essentiel de définir la norme salariale sur la base des informations les plus récentes concernant l'évolution attendue des prix et de pouvoir apporter les éventuelles corrections au cours même de la période sur laquelle porte l'accord salarial, à l'instar de ce que permettent la plupart des clauses *all-in*. Un suivi permanent de l'adaptation des salaires à l'inflation, afin de prévenir les effets de second tour et de préserver la compétitivité, est d'autant plus nécessaire en Belgique que les prix à la consommation y sont caractérisés par une plus grande sensibilité aux fluctuations du cours du pétrole brut

GRAPHIQUE 43 HAUSSES SALARIALES HORAIRES CONTENUES DANS LES ACCORDS INTERPROFESSIONNELS

(cumul des pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : CCE ; SPF Emploi, travail et concertation sociale ; BNB.

(1) Calculs sur la base des données du SPF Emploi, travail et concertation sociale.

que dans le reste de la zone euro et que c'est le seul pays membre, excepté Chypre et le Luxembourg, où un mécanisme d'indexation automatique et généralisée est appliqué aux salaires.

Indépendamment de l'existence de ce mécanisme, l'inflation joue un rôle plus ou moins important dans la politique salariale des entreprises dans la plupart des pays européens. Deux études réalisées dans le cadre du WDN, en l'occurrence l'enquête sur la formation des salaires menée auprès des entreprises et l'analyse des caractéristiques institutionnelles des mécanismes de négociation salariale donnent plus de précisions à ce sujet pour quinze pays européens, qui comprennent les principaux partenaires commerciaux de la Belgique, à l'exception de l'Allemagne.

L'enquête précitée fait apparaître qu'en moyenne, un tiers des entreprises des pays examinés, aussi bien dans l'UE que dans la zone euro, ont mis en place une politique salariale

interne visant à adapter les salaires de base à l'évolution des prix à la consommation. Au total, dans la moitié des cas, cet ajustement s'effectue au moyen d'un mécanisme de liaison automatique. Dans l'autre moitié, il n'y a pas de règle formelle. Dans les pays de la zone euro pour lesquels on dispose de l'information, ce sont les mécanismes d'indexation automatique qui sont les plus répandus. Ces systèmes tiennent essentiellement compte de l'inflation réalisée, alors que les adaptations salariales basées sur l'inflation attendue sont moins fréquentes. Il existe, par ailleurs, des différences notables entre les pays européens, y compris ceux appartenant à la zone euro. Ainsi, l'ajustement des salaires à l'évolution des prix est très fréquent en Belgique et en Espagne : dans ces deux pays, les mécanismes d'indexation automatique des salaires sont les plus courants. À l'autre extrémité figurent les Pays-Bas et l'Italie, où la politique salariale ne repose pas ou pratiquement pas sur l'évolution de l'inflation. Dans tous les autres pays, il y a une liaison au moins partielle des salaires à l'évolution des prix, la plupart du temps informelle.

TABLEAU 26 POLITIQUE SALARIALE VISANT À AJUSTER LES SALAIRES DE BASE À L'INFLATION RÉALISÉE OU ATTENDUE :
APERÇU POUR QUINZE PAYS DE L'UE⁽¹⁾

(pourcentages du total, sauf mention contraire)

	Informations spécifiques à l'entreprise ⁽²⁾				Total	Informations spécifiques au pays : taux de couverture des clauses d'indexation institutionnelles ⁽³⁾
	Liaison automatique des salaires à l'inflation		Pas de règle formelle, mais il est tenu compte de l'inflation			
	Réalisée	Attendue	Réalisée	Attendue		
Belgique	98	0	0	0	98	Élevé
Espagne	38	16	11	5	70	Élevé
Slovénie	20	3	32	5	60	Faible
République tchèque	7	5	28	24	59	Nul
Estonie	3	2	35	21	54	Nul
Portugal	3	6	13	29	52	Nul
Lituanie	7	4	24	13	48	n.
Grèce	15	5	12	11	43	Nul
France	9	2	21	8	33	Très faible
Hongrie	7	4	14	6	31	Nul
Pologne	5	2	17	6	31	Très faible
Irlande	6	3	19	10	30	Nul
Autriche	9	1	9	3	22	Très faible
Italie	1	0	3	1	6	Très faible
Pays-Bas	0	0	0	0	0	Nul
Total	12	4	12	6	33	
dont : zone euro ⁽⁴⁾	15	4	9	5	31	

Sources : Druant M., S. Fabiani, G. Kezdi, A. Lamo, F. Martins et R. Sabbatini (2008), *How are firms' wages and prices linked : Survey evidence in Europe*, mimeo WDN et Du Caju Ph., E. Gautier, D. Momferatou et M. Ward-Warmedinger (2008), *Institutional features of wage bargaining in 23 EU countries, the US and Japan*, BNB, Working Paper 154.

(1) Pays classés en fonction de l'importance du degré de liaison des salaires à l'inflation. Dans la mesure où certaines entreprises appliquent plusieurs méthodes différentes d'ajustement à l'inflation, le total n'est pas nécessairement égal à la somme des quatre modalités.

(2) Résultats pondérés sur la base de l'emploi et rééchelonnés en faisant abstraction des réponses manquantes.

(3) Très faible : 1 – 25 p.c., faible : 26 – 50 p.c., moyen : 51 – 75 p.c., élevé : 76 – 100 p.c.

(4) Limitée aux dix pays couverts par l'enquête.

Sur la base des résultats de l'analyse des caractéristiques institutionnelles des mécanismes de négociation salariale, il est possible d'évaluer le rôle joué par les prix dans la formation des salaires. Cet examen prend en compte aussi l'importance des autres déterminants qui sont pris en considération lors des négociations, tels que la productivité du travail, la compétitivité et les modifications d'impôts ou de cotisations sociales. Il permet de calculer le taux de couverture des travailleurs concernés par une clause d'indexation formelle. Selon cette source, un tel mécanisme n'est appliqué que dans sept pays. C'est en Belgique et en Espagne que le taux de couverture est le plus élevé, c'est-à-dire supérieur à 75 p.c. Il est faible, de 26 à 50 p.c., en Slovénie et très faible, soit inférieur ou égal à 25 p.c., en France, en Pologne, en Autriche et en Italie. Ces résultats

corroborent les conclusions de l'enquête sur la formation des salaires, dans laquelle sont examinés non seulement les mécanismes d'indexation formels, mais aussi le concept plus vaste d'une politique salariale tenant compte de l'évolution de l'inflation. Ainsi, en Tchéquie, en Estonie, au Portugal, en Grèce, en Hongrie et en Irlande, aucune clause d'indexation n'est d'application, mais l'évolution des prix intervient de manière informelle dans les négociations salariales. Dans la plupart des pays, l'évolution des prix joue de fait un rôle de premier plan, même en l'absence d'une politique salariale spécifique en la matière.

Enfin, les résultats de l'enquête sur la formation des salaires révèlent que l'inflation est la cause principale des adaptations salariales. Alors que 55 p.c. des entreprises

ajustent au minimum une fois par an les salaires en fonction de l'évolution des prix, les adaptations salariales dues à l'ancienneté ou à d'autres critères sont sensiblement moins fréquentes.

Handicap salarial

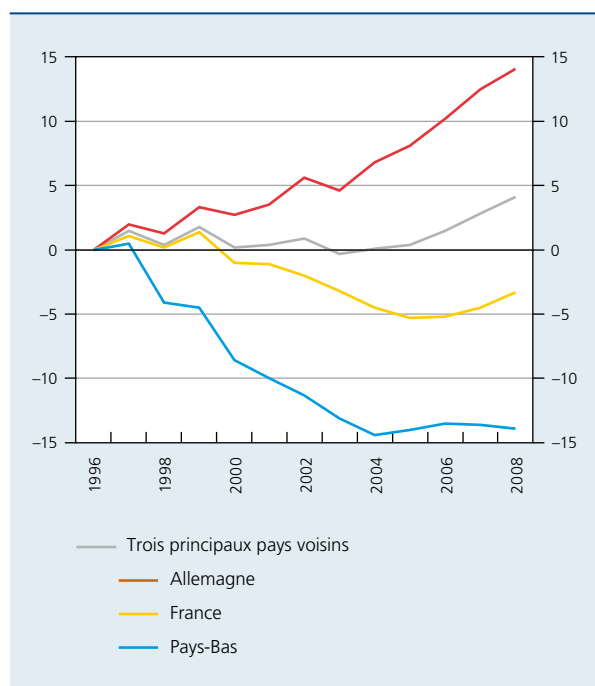
La position concurrentielle des entreprises belges en matière de coûts est déterminée par l'évolution effective des coûts salariaux en Belgique non pas vis-à-vis de la norme salariale retenue *ex ante*, mais bien vis-à-vis de la variation des coûts salariaux constatée *ex post* dans les principaux pays voisins, soit l'Allemagne, la France et les Pays-Bas. Alors que les coûts horaires en Belgique ont évolué à peu près parallèlement à la moyenne des trois pays voisins de 1996 à 2004, abstraction faite de quelques fluctuations en cours de période, un handicap salarial s'est constitué par la suite : cumulé depuis 1996, il a atteint 4,1 p.c. à la fin de 2008. Ce handicap est essentiellement imputable à l'évolution particulièrement modeste des coûts salariaux en Allemagne, dont l'incidence sur la position compétitive des firmes belges a été, jusqu'en 2004, compensée par des augmentations

salariales relativement plus élevées en France et, surtout, aux Pays-Bas. Par la suite, les coûts salariaux dans ces deux pays ont progressé à peu près au même rythme qu'en Belgique, si l'on fait abstraction de la période 2007-2008 pour la France où, à la faveur sans doute de l'assouplissement du régime des trente-cinq heures, une évolution assez modérée a été notée. En Allemagne, en revanche, les coûts horaires du travail ont continué de croître plus lentement. Une des raisons de cette progression plus faible est la création relativement dynamique d'emplois peu rémunérés (*mini-jobs*) dans le cadre des réformes menées par ce pays pour rendre son marché du travail plus performant (réformes *Hartz*, pour plus de détails à ce propos, voir l'encadré 2 du Rapport 2004), ce qui a creusé le handicap salarial en défaveur des entreprises belges.

Dans son rapport technique, publié le 4 novembre 2008, le CCE a estimé, sur la base de l'évolution attendue dans les trois principaux pays voisins, à 5,1 p.c. la marge disponible pour la hausse des coûts salariaux horaires nominaux au cours de la période 2009-2010. Malgré le recul prévu de l'inflation, le CCE part de l'hypothèse que les indexations moyennes seront du même ordre de grandeur compte tenu, comme expliqué plus haut, de l'effet de retardement exercé de 2008 vers 2009 par les mécanismes existants d'indexation.

GRAPHIQUE 44 HANDICAP EN TERMES DE COÛTS SALARIAUX PAR HEURE OUVRÉE DES ENTREPRISES BELGES SELON LE CCE

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



Source : CCE.

Dans l'accord conclu le 22 décembre dernier, en vue des négociations au niveau des secteurs et des entreprises pour la période 2009-2010, les partenaires sociaux ont convenu de fixer l'enveloppe de négociation à un maximum de 250 euros par travailleur en régime de croisière, nets de toutes charges pour l'employeur, et ce en sus de l'application de l'indexation et des augmentations barémiques. Pour l'année 2009, 125 euros au plus peuvent être octroyés, imputables sur l'enveloppe précitée ou de façon non récurrente. Par ailleurs, les partenaires sociaux se sont mis d'accord sur une simplification des plans d'embauche, essentiellement par un démantèlement des mesures en faveur des groupes cibles en vue de renforcer la réduction structurelle de cotisations et notamment celle en faveur des bas salaires. Le gouvernement a avalisé cette restructuration des plans d'embauche, de même qu'il a donné suite à la demande des partenaires sociaux de majorer l'exonération partielle générale du versement du précompte professionnel, qui sera haussée de 0,25 à 0,75 p.c. du salaire brut le 1^{er} juin 2009, puis à 1 p.c. à compter du 1^{er} janvier 2010 et de relever la réduction des charges sur le travail en équipe et le travail de nuit, dont le pourcentage passera de 10,7 à 15,6 p.c. du salaire brut, ainsi que le plafond du nombre d'heures supplémentaires ouvrant le droit à une réduction de précompte professionnel, de 65 à 130 heures par année civile.



Jean Mayné, détail d'un projet pour un billet de 1 000 francs non réalisé,
encre de Chine et aquarelle, non daté (vers 1910),
collection Banque nationale de Belgique

Prix

5.

5.1 Vue d'ensemble

Mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), l'inflation est passée de 1,8 p.c. en 2007 à 4,5 p.c. La Belgique a, de la sorte, affiché l'un des taux d'inflation les plus hauts de la zone euro, après la Slovénie et Malte. Dans la zone euro, l'inflation s'est en moyenne élevée à 3,3 p.c. au cours de l'année sous revue. En Belgique, comme dans le reste de la zone, l'inflation s'est vivement affermie à partir de la mi-2007, s'établissant respectivement à 5,9 et 4 p.c. en juillet 2008. De tels taux d'inflation n'avaient plus été enregistrés depuis le milieu des années 1980. L'inflation s'est cependant nettement inscrite en baisse au second semestre: en décembre, elle est ainsi revenue à 2,7 p.c. en Belgique et à 1,6 p.c. dans la zone euro. Tant la vive accélération de l'inflation que son net repli au second semestre de l'année sous revue

sont en majeure partie attribuables à l'évolution des prix du pétrole brut et des matières premières alimentaires.

Dans l'orientation donnée à la politique monétaire, l'Euro-système a pour objectif de maintenir la stabilité des prix dans la zone euro prise dans sa globalité. Sa politique est calibrée en fonction de la situation macroéconomique de cet ensemble, sans égard pour les écarts d'inflation qui pourraient survenir entre les pays membres. De fait, l'Euro-système ne dispose d'aucun instrument susceptible d'infléchir les différentiels éventuels. Il appartient donc aux États membres où l'augmentation des prix diverge significativement de la moyenne de la zone d'identifier dans quelle mesure ces écarts sont indésirables et, le cas échéant, d'adopter les mesures adéquates. Une telle analyse s'impose assurément dans le cas de la Belgique, étant donné que l'écart d'inflation qu'elle a accusé par

TABLEAU 27 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ POUR LA BELGIQUE
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	Total	p.m. Zone euro	Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾			p.m. Indice-santé ⁽³⁾			
			Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés ⁽¹⁾		Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services	
2002	1,6	2,2	-3,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,6	1,8
2003	1,5	2,1	0,2	1,7	1,7	2,8	1,0	1,9	1,5
2004	1,9	2,1	6,6	0,9	1,4	2,2	0,3	2,1	1,6
2005	2,5	2,2	12,7	1,7	1,4	2,0	0,3	2,1	2,2
2006	2,3	2,2	7,3	3,3	1,6	2,1	0,9	2,1	1,8
2007	1,8	2,1	0,2	3,0	1,9	4,7	0,9	1,9	1,8
2008	4,5	3,3	19,8	2,8	2,7	7,8	1,3	2,3	4,2
p.m. 2008, zone euro			10,3	3,5	2,4	6,1	0,8	2,6	-

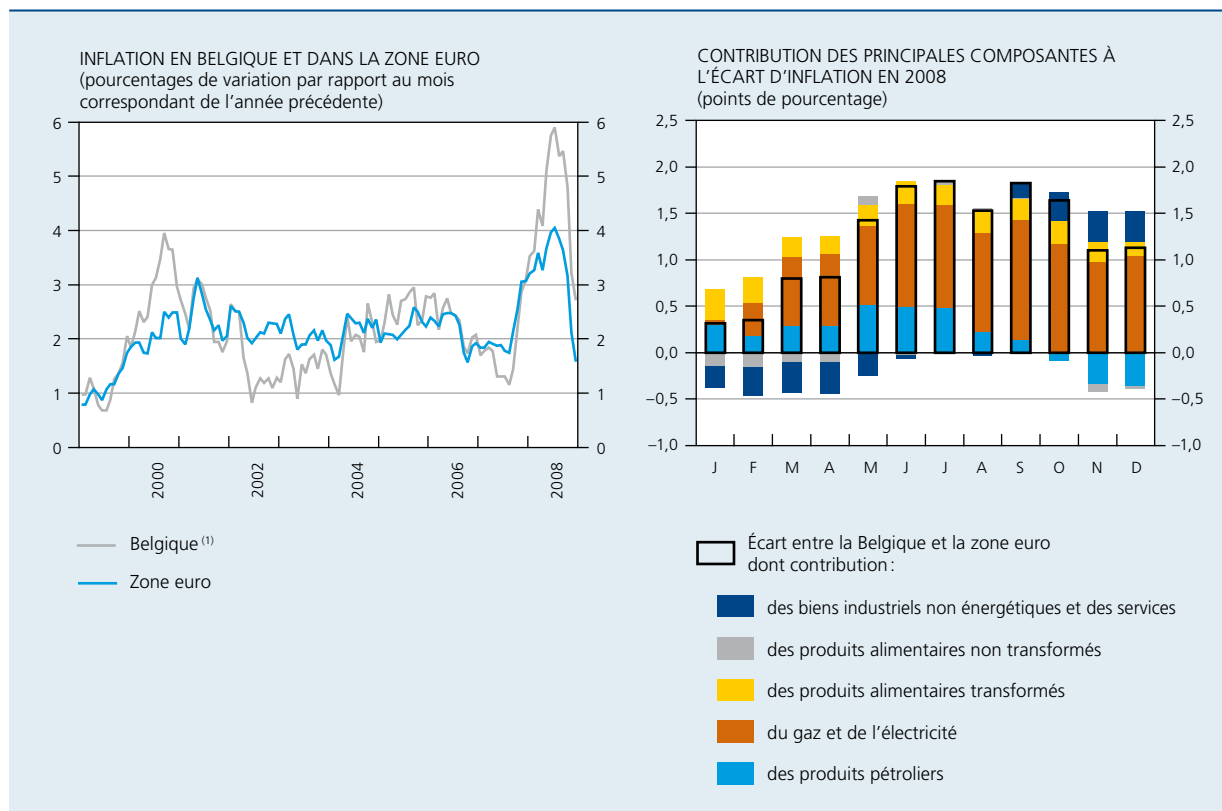
Sources: CE, DGSIE.

(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 jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

GRAPHIQUE 45 ÉCART D'INFLATION ENTRE LA BELGIQUE ET LA ZONE EURO



Sources : CE, BNB.

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

rapport à la zone euro en 2008 s'est monté en moyenne à 1,2 point de pourcentage. Des écarts significatifs mais d'ampleur plus réduite avaient déjà été observés depuis 1999, sans que cela n'ait du reste conduit à ce que l'inflation en Belgique ait tendance à s'écarter durablement de celle de la zone : en effet, au cours des neuf premières années de l'union monétaire, l'inflation en Belgique s'est en moyenne élevée à 2 p.c., contre 2,1 p.c. dans la zone euro.

L'examen de la contribution des principales composantes de l'IPCH à l'écart d'inflation vis-à-vis de la zone euro permet de dégager deux constats majeurs.

D'une part, cet écart est dû en grande partie, et à l'origine même exclusivement, à la contribution accrue qu'ont apportée à l'inflation en Belgique les produits pétroliers, le gaz et l'électricité, ainsi que les produits alimentaires transformés, qui représentent conjointement environ un quart des dépenses de consommation. Or, il s'agit là précisément des produits pour lesquels les matières premières énergétiques et alimentaires constituent un *input* intermédiaire important. La nature de ces produits, de même que

la vitesse à laquelle ils ont affiché un différentiel positif d'inflation par rapport à la zone euro, sont le signe que l'indexation automatique des salaires en Belgique n'a joué qu'un rôle mineur à cet égard. En effet, on peut présumer que les hausses des prix des matières premières alimentaires et énergétiques ne se répercutent par ce biais que de manière plus progressive et affectent plutôt d'autres composantes de l'inflation, en particulier les services pour lesquels le poids des coûts salariaux dans les coûts totaux est le plus élevé. Aussi, l'écart d'inflation avec la zone euro soulève avant tout des questions concernant la formation des prix dans les branches des produits alimentaires et énergétiques, même si la contribution positive à l'inflation de ces catégories de produits, surtout celle des produits pétroliers, a commencé à se réduire à la fin de l'année sous revue, lorsque les prix des matières premières se sont effondrés. Le fonctionnement des mécanismes de marché et le degré de concurrence effectif semblent insuffisants, notamment en ce qui concerne le gaz et l'électricité en dépit de la libéralisation complète du segment du marché résidentiel. Afin de mieux cerner la formation des prix en Belgique, le gouvernement a annoncé la création d'un Observatoire des prix sous l'égide de l'Institut des comptes

nationaux. Le processus législatif relatif à la mise en place effective de cet observatoire devrait aboutir au début de 2009.

D'autre part, la hausse des prix des biens industriels non énergétiques et, plus encore, celle des prix des services se sont accélérées en 2008, et ce davantage en Belgique que dans la zone euro. À compter de septembre, ces catégories de produits ont apporté une contribution positive à l'écart d'inflation vis-à-vis de la zone, alors que leur contribution avait été négative au premier semestre. Par conséquent, l'accélération de l'inflation observée au second semestre de 2007 et au premier semestre de 2008 semble s'être plus étendue à d'autres catégories de produits en Belgique que dans la zone, ce qui peut témoigner de la présence d'effets dérivés plus importants, tant indirects que de second tour. Le risque d'effets de second tour est plus élevé en Belgique du fait des pratiques d'indexation, qui y sont bien plus courantes que dans les autres pays, dans le contexte non seulement de la formation des salaires mais aussi de la fixation des prix proprement dite. Du point de vue de la politique monétaire, les effets de second tour sont à éviter dans la mesure où ils peuvent mettre en péril la stabilité des prix en amorçant des phénomènes de spirales prix-salaires et en affectant l'ancrage à moyen et long termes des anticipations d'inflation. Au niveau des pays membres de l'union monétaire, ils peuvent, en outre, générer des écarts d'inflation persistants qui se traduisent par une appréciation réelle vis-à-vis du reste de la zone euro et, par conséquent, en règle générale, par une perte de compétitivité.

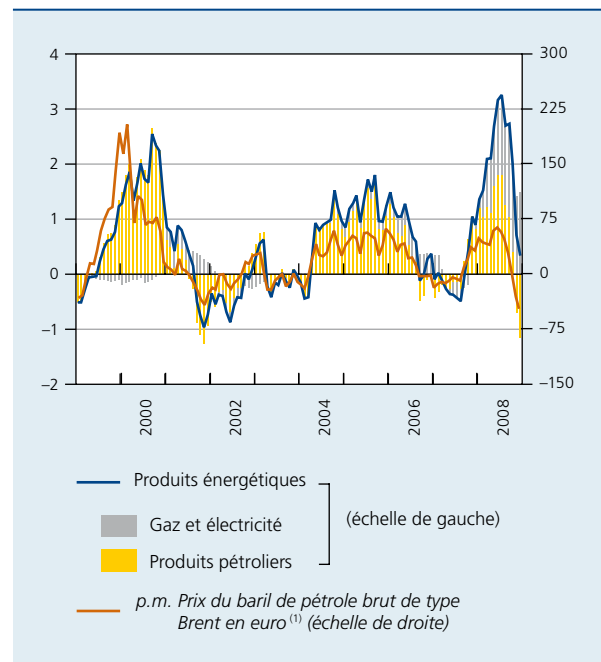
5.2 Facteurs à l'origine de la poussée de l'inflation et de son recul

Produits énergétiques

Le profil de l'inflation a été largement déterminé au cours de l'année sous revue par celui des prix des produits énergétiques. Alors que la contribution de ces produits à l'inflation avait grimpé à plus de 3 points de pourcentage à la mi-2008, elle s'est amenuisée au second semestre, pour atteindre 0,3 point de pourcentage en décembre. C'est principalement sous l'effet de l'évolution des prix des produits pétroliers que cette contribution a diminué à la fin de l'année sous revue, parallèlement au recul du cours du pétrole brut. En effet, à la différence des prix à la consommation des produits pétroliers qui subissent de manière quasiment immédiate l'impact des fluctuations des cotations y afférentes sur les marchés internationaux, les prix à la consommation du gaz et de l'électricité présentent un lien moins direct à leur égard.

GRAPHIQUE 46 PRODUITS ÉNERGÉTIQUES

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



Sources : CE, Thomson Financial Datastream, BNB.

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

Si la contribution des produits énergétiques à l'inflation est plus forte en Belgique que dans la zone euro – en moyenne 1,1 point de pourcentage durant l'année sous revue –, c'est en partie du fait de la place plus importante que ceux-ci occupent dans les habitudes de consommation en Belgique. Ces produits représentent, en effet, près de 11 p.c. de l'indice des prix à la consommation belge. Les produits pétroliers (essence, diesel et mazout de chauffage) correspondent à un peu plus de la moitié de ce pourcentage, le gaz et l'électricité un quart et un cinquième respectivement. En raison d'une pondération plus élevée du mazout de chauffage et du gaz, le poids total des produits énergétiques en Belgique dépasse de plus de 1 point de pourcentage celui de la zone euro. La sensibilité plus grande de l'inflation belge aux évolutions des prix des produits énergétiques tient, aussi, par ailleurs, au fait que celles-ci ont été plus prononcées en Belgique que dans la zone, ainsi qu'expliqué plus en détail ci-dessous.

L'évolution des prix à la consommation des produits pétroliers est déterminée dans une large mesure par celle des prix des produits raffinés correspondants sur les marchés internationaux, laquelle s'explique à son tour par les fluctuations du cours du pétrole brut, d'une part,

TABLEAU 28 POIDS DES PRODUITS ÉNERGÉTIQUES
DANS L'IPCH EN 2008
(pourcentages)

	Belgique	Zone euro
Produits pétroliers	6,0	5,5
Carburants	4,5	4,6
dont:		
Essence	2,2	n.
Diesel	2,1	n.
Mazout de chauffage	1,5	0,9
Autres produits énergétiques ...	4,8	4,3
Gaz	2,6	1,5
Électricité	2,2	2,2
Autres	0,1	0,6
Total	10,9	9,8

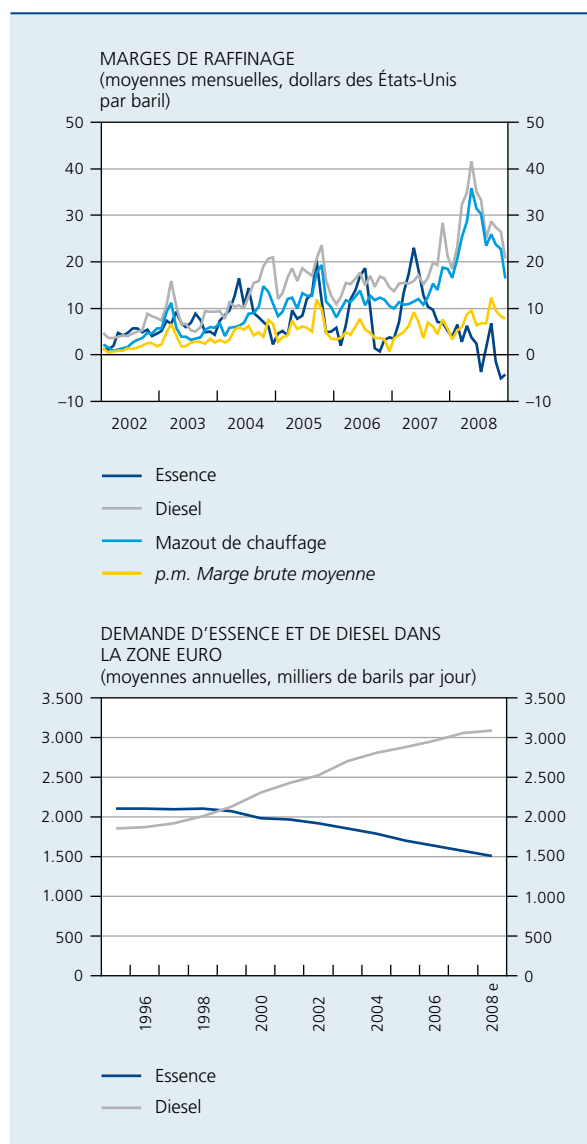
Sources: CE, DGSIE.

et par celles des marges de raffinage des différents produits, d'autre part. Dans l'ensemble, exprimée en dollar des États-Unis, la marge brute moyenne de raffinage – calculée comme la moyenne pondérée des marges de chacune des catégories de produits prises en charge dans une raffinerie – a plus que quintuplé depuis 2002. Cette tendance haussière est due, pour l'essentiel, au fait que la moitié environ des coûts de raffinage découle de la consommation de pétrole par les raffineries elles-mêmes dans le processus de transformation. Un autre facteur qui a contribué à faire pression sur la marge de raffinage a consisté en la saturation des capacités de raffinage face à une demande mondiale particulièrement vigoureuse. Dans ce contexte, tout événement de nature à réduire les capacités de raffinage, ne fût-ce que temporairement, a immédiatement un effet de prix considérable. Tel a été le cas à la suite de l'invasion en Irak (début 2003), des ouragans Katrina et Rita (2005) et, plus récemment, de grèves dans une raffinerie écossaise (printemps 2008). En outre, les exigences techniques sur le plan environnemental, par exemple au niveau de la teneur en soufre, et celles de qualité sont devenues de plus en plus sévères les dernières années, ce qui s'est traduit par un surcoût du raffinage.

Si l'on considère la marge de raffinage des produits pétroliers qui sont pertinents pour les prix à la consommation, il est symptomatique de constater que la marge sur le diesel et celle sur le mazout de chauffage se sont inscrites en hausse les dernières années tandis que, pour l'essence, elle s'est inscrite en recul, devenant même

négative à la fin de la période. Les prix du diesel et du mazout de chauffage ont dès lors systématiquement dépassé ceux de l'essence sur les marchés internationaux, ce qui n'avait pas été le cas auparavant. Cette situation résulte du fait que d'importants changements de demande relative se sont produits en faveur du diesel et du mazout de chauffage alors que, au niveau de l'offre, les capacités de production ne sont que peu modulables. En effet, une raffinerie européenne type retire, en moyenne, d'un baril de pétrole brut, 35 p.c. de gazole (diesel et mazout de chauffage), 20 p.c. d'essence, 16 p.c. de gazole lourd, 7 p.c. de kérosène, 2 p.c. de LPG et 13 p.c. d'autres dérivés. En outre, 1 p.c. est encore transformé en électricité et 6 p.c. sont

GRAPHIQUE 47 PRODUITS PÉTROLIERS RAFFINÉS



Sources: CE, OCDE, Thomson Financial Datastream, DIREM, DGE.

nécessaires au processus de raffinage lui-même. Lorsque l'offre est inélastique, tout glissement dans la demande relative des produits induit un ajustement considérable dans leurs prix relatifs.

Au niveau mondial, la demande de gazole a explosé à la suite du dynamisme des commandes en provenance des pays asiatiques en forte croissance, en particulier de la Chine. Durant l'année sous revue, les inondations en Chine ont contribué à doper temporairement la demande de gazole, compte tenu de la nécessité de garantir l'approvisionnement en électricité des régions touchées. La demande de diesel s'est, de son côté, accrue, non seulement en raison de l'augmentation constante du transport de marchandises par route, mais aussi parce qu'en Europe, le nombre de voitures roulant au diesel a sensiblement progressé. La plus faible consommation des moteurs diesel, ainsi que le traitement fiscal souvent plus avantageux de ce carburant, permettent d'expliquer ce phénomène. Quant à la demande d'essence, elle s'est inscrite en net recul aux États-Unis durant l'année sous revue, sous l'effet conjugué du renchérissement de ce produit et de la crise économique.

Eu égard au caractère international que revêtent les fluctuations du cours du pétrole brut et des mouvements relatifs des marges de raffinage des divers produits qui en sont dérivés, l'on pourrait s'attendre, en principe, à un effet symétrique sur l'inflation dans les différentes économies. Des divergences se manifestent toutefois en fonction des mouvements du cours de change par rapport au dollar des États-Unis qui est la monnaie dans laquelle les cours des produits pétroliers sont libellés sur les marchés internationaux. L'appréciation de l'euro par rapport au dollar a aussi tempéré l'effet inflationniste dans la zone euro. De plus, des différences entre pays de la zone peuvent survenir étant donné, d'une part, que l'élasticité des prix à la consommation aux variations des prix des produits raffinés sur les marchés internationaux est plus élevée dans les pays où les accises sont plus faibles, d'autre part, que l'effet final sur l'inflation dépend également du poids de chaque produit dans le panier de consommation. Ces deux facteurs sont importants pour comprendre pourquoi la Belgique s'est singularisée par rapport au reste de la zone euro, eu égard au niveau plus faible des accises sur les produits pétroliers et à celui plus élevé de leur consommation. L'impact de ces différences est d'autant plus significatif que celles-ci portent précisément sur les produits dont les cotations ont le plus progressé sur les marchés internationaux, à savoir le diesel et le mazout de chauffage. L'encadré 10, qui commente plus en détail ces facteurs, met également en exergue le rôle joué par le « contrat-programme » dans la sensibilité plus importante de l'inflation belge

aux fluctuations des prix des produits pétroliers. Cette plus grande réactivité est toutefois symétrique, en ce sens qu'elle affecte l'écart d'inflation avec la zone euro tant à la hausse qu'à la baisse, comme cela a été le cas respectivement au premier semestre de 2008 et à la fin de l'année sous revue, lorsque les prix des produits pétroliers ont augmenté, puis baissé.

En plus de l'incidence des cotations sur les marchés internationaux, l'évolution des prix des produits pétroliers est influencée par les modifications de la fiscalité indirecte. À la fin de 2007, le gouvernement fédéral avait décidé de réactiver le système de cliquet inversé. Selon ce mécanisme, introduit en mai 2005, chaque augmentation des recettes de TVA générée par une hausse des 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. En application de ce mécanisme, les accises sur le diesel avaient été réduites globalement d'environ 5 cents d'euro par litre entre juillet 2005 et août 2006. Elles ont, de nouveau, été abaissées le 5 décembre 2007, de sorte que le seuil minimum fixé par la CE pour le montant des accises, de 30,2 cents d'euro par litre, a été atteint pour le diesel mélangé. De nouvelles réductions d'accises sur ce produit n'étaient dès lors plus possibles. Pour l'essence, en revanche, ce système a été appliqué à neuf reprises durant l'année sous revue, si bien que les accises sur ce produit ont diminué, au total, de 3,5 cents d'euro par litre.

Compte tenu de l'ensemble de ces facteurs, les prix des carburants pour automobiles ont progressé en moyenne en 2008 de 10,8 p.c. par rapport à 2007, tandis que ceux du mazout de chauffage ont été supérieurs en moyenne de 32 p.c. Grâce au recul prononcé du cours du *Brent* à la fin de l'année, les prix des carburants pour automobiles ont diminué, en décembre, de 17,1 p.c. en glissement annuel, tandis que les prix du mazout de chauffage se sont repliés de 24,4 p.c. sur la même période. Les variations plus prononcées pour le mazout de chauffage découlent du fait que ce produit présente une sensibilité plus forte à l'évolution des cours mondiaux en raison des accises plus faibles qui le frappent.

Au cours de l'année sous revue, l'évolution des prix du gaz naturel et de l'électricité a contribué à concurrence de 0,9 point de pourcentage en moyenne à l'écart d'inflation par rapport à la zone euro, ce qui représente environ les trois quarts de l'écart global. Bien qu'elle résulte en partie de la consommation plus élevée de gaz en Belgique, cette situation tient surtout au renchérissement de celui-ci qui y a été aussi plus sensible. Ainsi, les prix de l'électricité en

Encadré 10 – La formation des prix des produits pétroliers en Belgique diffère-t-elle de celle des pays voisins ?

Le présent encadré vise à identifier les facteurs qui sont à l'origine de la sensibilité élevée de l'inflation en Belgique aux fluctuations des cotations des produits pétroliers sur les marchés internationaux et à examiner dans quelle mesure des différences intrinsèques dans la formation des prix, en raison par exemple du « contrat-programme » en vigueur en Belgique, jouent un rôle. Le « contrat-programme » est un accord conclu entre l'État et le secteur pétrolier en vertu duquel des prix maximums sont fixés pour les produits pétroliers au moyen de formules d'indexation prédéterminées, étant entendu que les stations-service ont la possibilité de pratiquer des prix inférieurs. L'incidence éventuelle du « contrat-programme » peut se manifester à deux niveaux. Premièrement, ce contrat peut influencer sur l'intensité et la vitesse de la transmission des impulsions issues des marchés internationaux aux prix à la consommation, mais la direction dans laquelle cette incidence s'exerce n'est *a priori* pas aisée à déterminer. Ainsi, dans la mesure où il stipule que les prix à la consommation ne sont adaptés qu'après le dépassement de certains seuils, le « contrat-programme » peut entraver le processus de transmission. En revanche, à partir du moment où il peut agir comme une sorte de mécanisme de coordination *de facto*, le « contrat-programme » est susceptible de renforcer ce processus. Deuxièmement, il fixe des marges destinées à couvrir les coûts d'origine intérieure, notamment en matière de transport et de distribution, de sorte que les prix maximums sont supérieurs aux prix en vigueur sur les marchés internationaux. De nouveau, il n'est pas facile de prévoir *a priori* comment le « contrat-programme » affecte les marges.

S'agissant du processus de transmission des impulsions générées par les cotations de l'essence, du diesel et du mazout de chauffage sur les marchés internationaux, il appert de modèles VAR⁽¹⁾ bivariés que, pour chacune de ces catégories de produits, une hausse (baisse) du prix du produit raffiné sur le marché de Rotterdam de, par exemple, 10 cents par litre entraîne aussi une augmentation (diminution) moyenne du prix à la consommation avant taxes de 10 cents par litre, tant en Belgique qu'en Allemagne et en France. En outre, ce phénomène de transmission présente un profil temporel quasiment identique dans les trois pays : il est relativement rapide, même s'il n'est que partiel après le premier mois, et semble ensuite être temporairement plus important que l'impulsion initiale, au cours des deuxième et troisième mois. Tous ces éléments concordent pour permettre de conclure que l'intensité et la vitesse du processus de transmission en Belgique diffèrent à peine de ce qui peut être observé en Allemagne et en France et donc que, dans les faits, le rôle du « contrat-programme » a été limité à ce niveau.

L'inflation étant, en règle générale, mesurée comme un changement des prix exprimé en pourcentage et non en termes absolus, des modèles VAR du même type ont été aussi estimés pour les variations de prix en pourcentage. Ces modèles montrent qu'il existe des différences, tant entre les produits qu'entre les pays considérés. L'ampleur d'un changement des prix en pourcentage est, en effet, tempérée par le niveau des accises, compte tenu de leur caractère forfaitaire. Des accises plus (moins) élevées conduisent à une baisse (hausse) du pourcentage de variation de l'indice des prix à la consommation, taxes comprises. De ce fait, la progression en pourcentage du prix à la consommation consécutive à un renchérissement du produit raffiné de 10 p.c. sur les marchés internationaux est, dans tous les pays, la plus réduite pour l'essence, dans la mesure où c'est le produit pour lequel les accises sont partout les plus élevées, et la plus forte pour le mazout de chauffage, étant donné que les accises y afférentes sont partout les plus basses. De plus, des disparités apparaissent entre les trois pays, en raison de différences dans les niveaux respectifs des accises : comme les accises sur le diesel et le mazout de chauffage sont plus faibles en Belgique qu'en France et en Allemagne, l'ampleur d'un changement en pourcentage des prix de ces produits est la plus prononcée en Belgique, et ce en dépit d'un changement des prix absolu quasiment identique. Le niveau moins élevé des accises en Belgique conduit, dès lors, à des prix inférieurs, mais à une sensibilité élevée de l'inflation aux fluctuations des cotations des produits pétroliers sur les marchés internationaux.

(1) Modèles d'autorégression vectorielle estimant, au moyen de données mensuelles, la relation dynamique entre les cotations des produits raffinés sur le marché de Rotterdam et les prix à la consommation avant taxes, respectivement, en Belgique, en France et en Allemagne, et ce pour la période janvier 1999-juin 2008.

FONCTIONS DE RÉPONSE DES PRIX À LA CONSOMMATION DES PRODUITS PÉTROLIERS ET DE L'INFLATION À LA SUITE D'UNE VARIATION DES COURS DES PRODUITS PÉTROLIERS SUR LES MARCHÉS INTERNATIONAUX

(écart par rapport au niveau de base (axe des ordonnées) de un à six mois après l'impulsion, sauf mention contraire)



Sources : CE, DESTATIS, INSEE, DGSIE, BCE, BNB.

(1) Hausse des prix des produits pétroliers raffinés de 10 cents par litre.

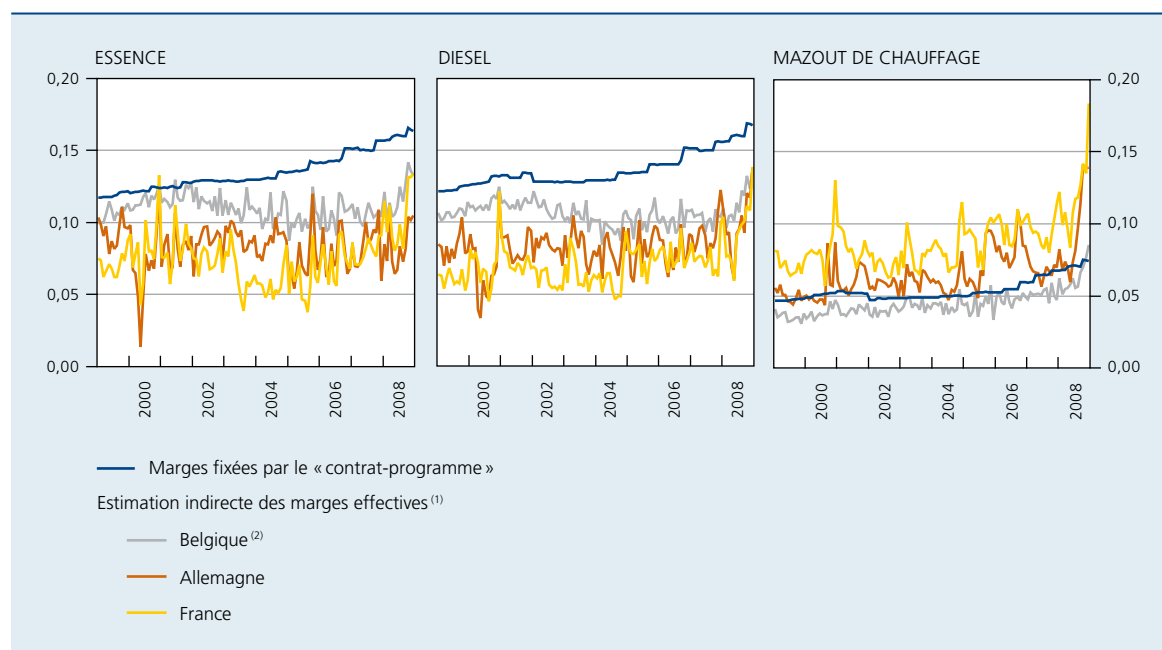
(2) Hausse des prix des produits pétroliers raffinés de 10 p.c.

(3) Les pondérations de l'essence et du diesel ont été estimées sur la base d'informations détaillées issues des indices des prix à la consommation nationaux respectifs.

Par ailleurs, des différences dans les habitudes de consommation peuvent aussi contribuer à accentuer les disparités entre les pays. Ainsi, l'on consomme nettement plus de mazout de chauffage en Belgique que dans les pays voisins et la composition respective de l'IPCH dans les pays considérés reflète ce profil différent de consommation. En Belgique, l'inflation est donc plus sensible à l'évolution du prix de ce produit, d'autant plus qu'une réaction relativement plus importante en pourcentage a déjà été relevée. En combinant les résultats de l'exercice VAR aux pondérations des divers produits dans l'indice des prix à la consommation, on observe qu'une hausse (baisse) de 10 p.c. des prix des produits raffinés sur les marchés internationaux exerce un effet de 0,27 point de pourcentage sur l'inflation en Belgique, alors que l'ampleur de cet effet en France et en Allemagne se limite à 0,2 point de pourcentage en moyenne. Toute augmentation (diminution) de 10 p.c. induit, dès lors, un écart d'inflation positif (négatif) de presque 0,1 point de pourcentage avec ces deux pays, lesquels représentent près de la moitié de l'IPCH de la zone euro. Étant donné que le renchérissement moyen des produits raffinés s'est élevé en euro à quelque 25 p.c. au cours de l'année sous revue, il n'est guère surprenant de constater que la contribution moyenne des produits pétroliers à l'inflation en 2008 était en Belgique supérieure de quelque 0,2 point de pourcentage à celle relevée dans la zone euro. Le caractère symétrique de cette plus forte sensibilité ressort clairement de la contribution négative apportée à partir d'octobre par les produits pétroliers à l'écart d'inflation avec la zone euro.

MESURES DES COÛTS D'ORIGINE INTÉRIEURE POUR LES PRODUITS PÉTROLIERS

(euro par litre)



Sources : CE, DGE, BNB.

(1) Approximées par la différence entre le prix final avant taxes et le prix du produit raffiné.

(2) À l'exclusion du coût de stockage obligatoire et des cotisations au Fonds d'assainissement du sol et au Fonds social mazout.

Non seulement le « contrat-programme » règle le processus de transmission des prix en vigueur sur les marchés internationaux aux prix à la consommation pour ce qui est des produits pétroliers mais, comme déjà indiqué, il détermine aussi les marges censées couvrir les coûts d'origine intérieure. Ces marges sont ajustées deux fois par an, notamment à l'évolution du salaire horaire par travailleur dans le secteur pétrolier, à celle de l'indice des prix à la production industrielle, aux fluctuations des taux d'intérêt et aux modifications des prix maximums. Le principe de l'indexation automatique des marges permet au secteur susvisé de jouir d'une position confortable. ▶

En décembre 2008, les marges fixées par le « contrat-programme » s'élevaient à quelque 16 cents par litre pour l'essence et le diesel et à 7 cents pour le mazout de chauffage. Si on les compare aux marges appliquées en France et en Allemagne, qui peuvent être approximées par la différence entre le prix à la consommation avant taxes et le prix correspondant du produit raffiné sur les marchés internationaux, les marges définies dans le « contrat-programme » apparaissent larges pour l'essence et le diesel, mais pas pour le mazout de chauffage. Elles ont sensiblement augmenté ces dernières années, sous l'effet notamment de leur indexation au moyen des prix à la production industrielle et des prix maximums. Cependant, il convient de ne pas perdre de vue que les prix à la pompe peuvent être inférieurs aux prix maximums de sorte que, si l'on se base sur les prix réellement payés, les marges effectives en Belgique sont nettement moins élevées que celles ressortant du « contrat-programme », en particulier les dernières années où les stations-service ont eu tendance à accorder de plus en plus de remises. Néanmoins, même sur cette base, les marges demeurent supérieures en Belgique à celles en vigueur en France et en Allemagne pour le diesel et l'essence. Elles sont, en revanche, relativement faibles pour le mazout de chauffage.

S'agissant du processus de transmission des fluctuations des cotations internationales des produits pétroliers, il appert donc que la plus grande sensibilité de l'inflation en Belgique est principalement imputable au faible niveau des accises sur ces produits et à l'importance accrue de ces derniers dans la consommation en Belgique. Ceci démontre que le « contrat-programme » joue un rôle globalement limité dans ce processus. Enfin, les marges appliquées sur l'essence et le diesel sont relativement élevées, alors que l'inverse vaut pour le mazout de chauffage, en raison peut-être d'une certaine subsidiarité croisée entre les différents produits visés par le « contrat-programme ».

Belgique ont progressé en moyenne de 16,5 p.c., ceux du gaz naturel de 36,5 p.c., tandis que les hausses de prix correspondantes dans la zone euro ont atteint respectivement 5,1 et 11,5 p.c.

Depuis janvier 2007, le segment résidentiel du marché du gaz et de l'électricité est entièrement libéralisé en Belgique. Différents fournisseurs sont, dès lors, actifs tant pour le gaz que pour l'électricité et ils sont totalement libres de fixer leurs prix à leur guise. S'inspirant largement du mode de fixation des prix sur le marché précédemment régulé, la plupart des fournisseurs utilisent des formules de tarification dans lesquelles les prix sont automatiquement adaptés chaque mois au moyen, d'une part, d'un indice censé refléter l'évolution des prix de la composante énergétique du gaz naturel et de l'électricité, d'autre part, d'un indice censé couvrir l'évolution des coûts non énergétiques liés à la production et à la fourniture du gaz naturel et de l'électricité. Les différents fournisseurs sont libres de choisir eux-mêmes les indices de référence et de définir les paramètres repris dans leurs formules de tarification. En principe, ces formules sont fixées pour une longue période, mais les fournisseurs peuvent les adapter lorsqu'ils le souhaitent. Récemment, certains fournisseurs de gaz et d'électricité ont également commencé à offrir des contrats à prix fixes pour une durée donnée, et ce quelle que soit l'évolution des facteurs de

coûts sous-jacents. Cette pratique est toutefois beaucoup moins répandue que celle consistant à proposer des prix adaptables automatiquement. Même si les formules de tarification proposées peuvent être consultées sur le site Internet des fournisseurs, leur interprétation ou l'estimation de leur impact n'est toutefois pas évidente pour le consommateur, étant donné leur caractère relativement technique et l'absence d'un long historique pour tous les indices de référence utilisés, de sorte qu'il est difficile pour l'utilisateur de se faire une idée de leur volatilité intrinsèque. En outre, le choix des indices de référence utilisés n'est nullement clairement motivé, et les éléments sous-tendant le calibrage des paramètres ne sont pas non plus suffisamment précisés. On peut toutefois trouver, sur le site Internet des régulateurs régionaux respectifs, un aperçu comparatif des prix en vigueur au moment de la consultation du site. Un historique de telles comparaisons de prix n'est cependant pas systématiquement disponible. Aux prix définis par les fournisseurs de gaz et d'électricité s'ajoutent les coûts de transport et les tarifs de distribution. Ce segment du marché faisant l'objet d'un monopole, les éléments facturés qui s'y rapportent relèvent du contrôle de la Commission de régulation de l'électricité et du gaz (CREG). Enfin, les prix à la consommation du gaz et de l'électricité intègrent également la TVA et une série de taxes et prélèvements spécifiques.

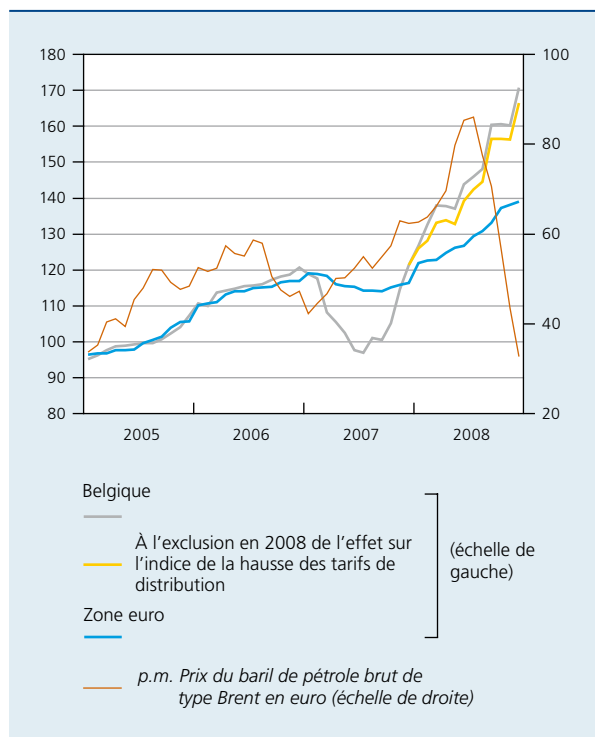
Au cours de l'année sous revue, ce sont essentiellement l'évolution des indices relatifs aux coûts de la composante énergétique proprement dite ainsi que les coûts de transport et les tarifs de distribution qui ont été déterminants. Néanmoins, l'évolution des indices utilisés pour mesurer les mouvements des coûts non énergétiques a également fourni une certaine contribution, tandis que le rôle des taxes et autres prélèvements a été quasiment neutre.

S'agissant de la composante énergétique du prix à la consommation du gaz naturel, toutes les formules de tarification prévoient un ajustement du prix sur la base de l'évolution, quelque peu décalée et lissée, des cotations du mazout de chauffage et, fait nouveau depuis le début de 2007, sur la base de l'évolution du prix au comptant du gaz, c'est-à-dire le prix de référence du gaz naturel à Zeebrugge. La prise en considération du prix au comptant accélère la transmission des fluctuations des prix des matières premières énergétiques au prix à la consommation du gaz naturel et rend, en outre, ce dernier plus volatil. En effet, avant 2007, l'indice de référence en vigueur pour la composante énergétique n'incluait pas de prix au comptant pour le gaz naturel mais suivait l'évolution d'une moyenne mobile de prix des produits pétroliers. Ainsi, le prix à la consommation du gaz naturel

en Belgique a tout d'abord beaucoup plus fortement régressé que dans la zone euro au premier semestre de 2007, dans le contexte du recul temporaire du cours du pétrole brut et du prix de référence du gaz naturel à Zeebrugge. La remontée sensible de ces deux prix par la suite, jusqu'à la mi-2008, a eu pour conséquence que le prix à la consommation du gaz a augmenté beaucoup plus rapidement en Belgique que dans la zone euro. Ce mouvement haussier a encore été renforcé par la modification apportée par le principal fournisseur de gaz à l'un des paramètres de l'indice de référence du coût énergétique en octobre 2007. À la suite de l'effondrement du prix du gaz naturel observé au début de 2007, celui-ci a, en effet, décidé d'augmenter le terme constant dans la formule d'indexation correspondante. Cette révision de la formule de tarification a été suivie d'adaptations similaires dans le chef des autres fournisseurs, même si cela l'a été dans une moindre mesure. Il en a résulté une hausse des prix qui peut être considérée comme permanente, quel que soit le niveau que le cours du pétrole ou le prix de référence du gaz naturel à Zeebrugge atteindra dans le futur. Ceci limite, dès lors, le potentiel de baisse du prix à la consommation du gaz naturel, même si le recul à la fois du cours du pétrole et du prix de référence du gaz naturel à Zeebrugge durant les derniers mois de l'année sous revue devrait avoir une incidence plus prononcée sur le prix à la consommation en Belgique que dans la zone euro. Compte tenu du décalage habituel entre l'évolution des prix du pétrole et de ceux du gaz, des diminutions ne devraient cependant se manifester dans l'indice des prix qu'à partir de mars 2009. En l'absence d'une motivation claire et transparente des formules utilisées, la question subsiste, en outre, de savoir quel facteur économique explique la plus grande variabilité du prix à la consommation du gaz naturel, tant par rapport à la période antérieure à 2007 que par rapport à la zone euro.

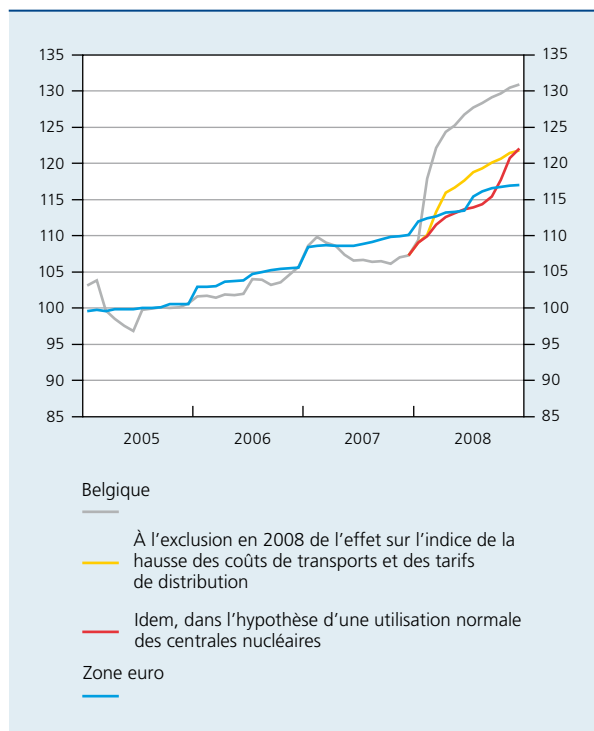
Le renchérissement de l'électricité résulte aussi principalement de la progression de l'indice de référence choisi pour refléter l'évolution des coûts de la composante énergétique proprement dite. Étant donné l'importance plus grande des coûts non énergétiques dans la production d'électricité, son incidence est toutefois plus limitée que dans le cas du gaz naturel. L'indice de référence du coût énergétique de l'électricité s'est inscrit en nette hausse, suivant, avec quelques mois de retard, l'évolution des cotations du gazole, du gaz naturel et du charbon. La hausse du prix de l'électricité liée à cette évolution a été d'autant plus marquée que le poids donné à ces sources d'énergie dans la formule d'indexation a été relevé temporairement en 2008, pour tenir compte de l'utilisation plus faible du parc nucléaire en raison de grands travaux d'entretien effectués dans les centrales nucléaires. En effet, la formule d'indexation en vigueur prévoit, dans ces circonstances,

GRAPHIQUE 48 PRIX À LA CONSOMMATION DU GAZ
(indices 2005 = 100, sauf mention contraire)



Sources : CE, DGSIE, BNB.

GRAPHIQUE 49 PRIX À LA CONSOMMATION DE L'ÉLECTRICITÉ
(indices 2005 = 100)



Sources : CE, DGSIE, BNB.

un relèvement automatique des pondérations des indices se rapportant aux autres formes d'énergie. Tout comme pour le gaz, il est également difficile pour l'électricité de déterminer si les formules d'indexation appliquées sont tout à fait conformes à l'évolution réelle des facteurs de coûts sous-jacents.

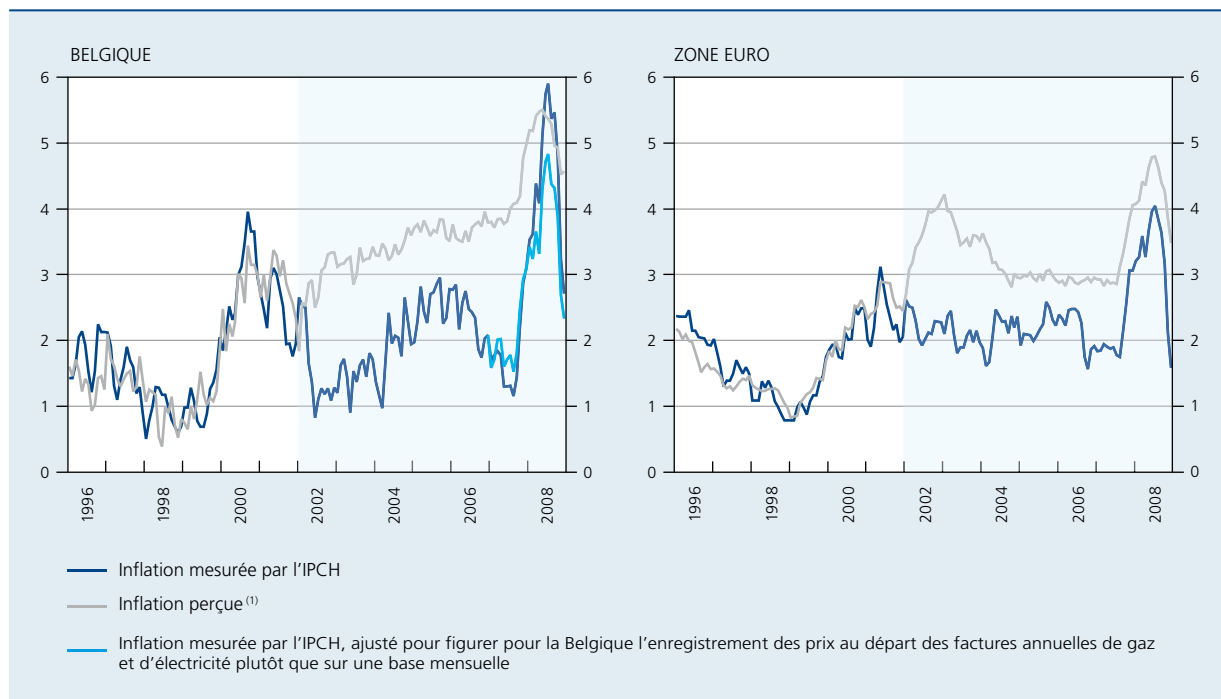
De plus, les coûts de transport et les tarifs de distribution de l'électricité se sont sensiblement accrus au début de 2008. Pour la distribution de gaz, les tarifs ont aussi augmenté, mais l'incidence de cette majoration a été beaucoup plus limitée que dans le cas de l'électricité. Ces hausses des coûts de transport et des tarifs de distribution ont succédé aux baisses imposées antérieurement par la CREG. Ces dernières avaient été motivées, à l'époque, par le caractère jugé inadéquat des tarifs appliqués. Les arguments avancés pour justifier cette appréciation avaient toutefois été contestés par voie judiciaire et la CREG avait été déboutée à la fin de 2007. En conséquence, il a été procédé au début de 2008 à des hausses substantielles de tarifs, lesquelles ont *de facto* neutralisé les baisses imposées précédemment. Ce facteur a concouru à lui seul à hauteur de près de 0,3 point de pourcentage à l'inflation en Belgique, soit environ un tiers de la contribution totale du gaz et de l'électricité à l'écart d'inflation par rapport à la zone euro en 2008.

L'incidence des facteurs qui ont conduit à la hausse marquée des prix du gaz et de l'électricité en Belgique a été exacerbée, en 2008, par un changement dans la manière dont ceux-ci sont incorporés dans l'indice des prix à la consommation. Ainsi, au début de 2007, la méthode d'enregistrement de ces prix, tant dans l'IPCH que dans l'IPC national ou l'indice-santé, a été fondamentalement modifiée, puisque désormais les tarifs du gaz et de l'électricité sont enregistrés de mois en mois sur la base de leur évolution effective plutôt que sur la base des factures annuelles supportées par les consommateurs. De ce fait, les facteurs susvisés ont eu un effet immédiat sur l'inflation, dont la volatilité s'est dès lors accrue, alors que leur incidence selon l'ancienne méthode d'enregistrement aurait été plus progressive et que, de surcroît, les chocs de nature temporaire auraient ainsi été lissés. À court terme, ce changement de méthodologie a clairement poussé l'inflation à la hausse en 2008, à hauteur de 0,7 point de pourcentage en moyenne. Dans le contexte spécifique de la Belgique où, du fait de l'indexation des salaires et de celle d'un certain nombre de prix, l'évolution de l'inflation passée exerce aussi un effet sur l'évolution future des prix, une telle modification n'est pas nécessairement neutre sur les moyen et long termes alors que, en principe, elle devrait l'être. En effet, en son absence, l'incidence de la hausse des prix du gaz et de l'électricité sur l'inflation aurait simplement été plus diluée dans le temps. Toutefois, compte tenu de son ampleur et du fait qu'elle s'est combinée en un laps de temps réduit à d'autres chocs inflationnistes, il ne peut être exclu qu'elle puisse avoir contribué à l'émergence d'effets de second tour plus importants.

Une autre question que suscite cette modification est celle de savoir quel est l'enregistrement le plus approprié d'un point de vue strictement méthodologique. D'une part, il est évident que les changements de prix doivent être enregistrés dès que le consommateur y est confronté : l'application de ce principe peut donc être invoquée pour justifier l'enregistrement des prix à partir des tarifs mensuels. D'autre part, le consommateur ne paie jamais ses factures sur une base mensuelle, pas plus qu'il ne peut établir de lien direct entre le montant facturé et les tarifs mensuels distincts puisque, outre les factures intermédiaires d'un montant en règle générale fixe, il ne reçoit qu'une fois par an une facture récapitulative annuelle qui porte sur l'ensemble de l'année écoulée, en ce qui concerne tant les quantités consommées que les tarifs facturés. L'enregistrement dans l'indice des prix à la consommation fondé sur les factures annuelles se rapprochait davantage de cette pratique. On peut relever, d'ailleurs, à ce propos que le mode effectif de facturation peut expliquer pourquoi, les dernières années, l'évolution de la perception de l'inflation par les ménages belges a

GRAPHIQUE 50 INFLATION ET PERCEPTION DE L'INFLATION

(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.

été davantage conforme à une approche de l'inflation calculée sur la base des factures annuelles qu'à une méthode fondée sur un enregistrement mensuel : le système de facturation en usage implique, en effet, qu'il n'y ait pas, dans leur chef, de prise de conscience parfaite des évolutions de prix mensuelles du gaz naturel et de l'électricité. Ni la baisse du prix du gaz naturel en 2007, ni l'accélération particulièrement soutenue de l'inflation dans le courant de 2008 ne semblent ainsi avoir été perçues avec la même intensité par le consommateur. Concernant précisément l'évolution de l'inflation perçue, en Belgique tout comme dans la zone euro, on peut, en outre, observer que celle-ci apparaît de nouveau correspondre davantage à la réalité depuis la mi-2007, même s'il est clair qu'une partie de l'écart de perception apparu après l'introduction des billets et pièces en euro a continué de persister.

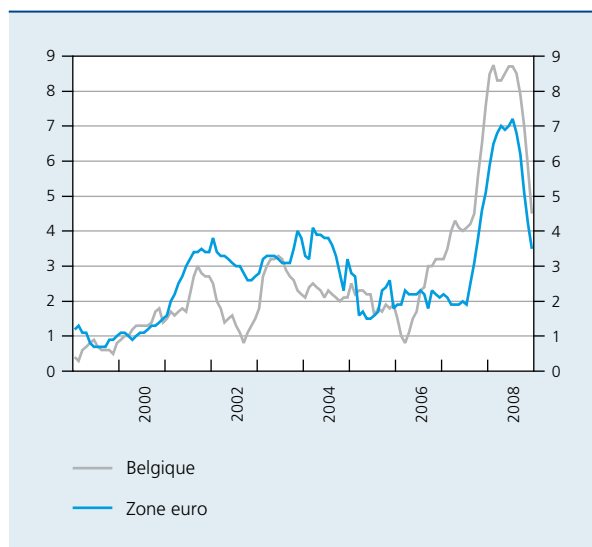
Prix des produits alimentaires

Les produits alimentaires constituent une deuxième composante qui a fortement pesé sur l'évolution de l'inflation au cours de l'année sous revue. Ce sont surtout les prix des produits alimentaires transformés qui ont sensiblement augmenté, leur progression s'établissant à 7,8 p.c.,

contre 4,7 p.c. en 2007 et 2,1 p.c. en 2006. Compte tenu du fait qu'elle s'est élevée à 6,1 p.c. dans la zone euro, la hausse de ces prix a apporté une contribution de 0,2 point de pourcentage à l'écart d'inflation vis-à-vis de celle-ci au cours de l'année sous revue. Les plus fortes augmentations de prix ont été observées pour les « lait, fromage et œufs », les « huiles et graisses » (dont le beurre), ainsi que les « pains et céréales » (y compris les pâtes) : celles-ci sont en premier lieu imputables à l'envolée des prix des produits alimentaires sur les marchés internationaux. D'un point de vue historique, l'incidence de cette dernière sur les prix à la consommation en Belgique et, plus généralement, en Europe, a été singulièrement élevée, une évolution qui doit être rapprochée des modifications dans le rôle que la politique agricole commune (PAC) de l'UE a joué les dernières années. En raison du très net renchérissement des matières premières alimentaires sur les marchés internationaux, les prix de celles-ci ont dépassé les seuils d'intervention de la PAC, lesquels avaient eux-mêmes été réduits lors des différentes réformes dont celle-ci a fait l'objet. En conséquence, les prix mondiaux ont, pour la première fois, influencé sans mécanisme d'atténuation la formation des prix sur le marché européen, alors que ce dernier était auparavant préservé, dans une large mesure, de leurs fluctuations, au prix, il est vrai, de

GRAPHIQUE 51 PRIX À LA CONSOMMATION DES PRODUITS ALIMENTAIRES TRANSFORMÉS

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



Source : CE.

produits alimentaires plus chers pour les consommateurs européens qu'en l'absence d'entraves. À la fin de l'année sous revue, néanmoins, la hausse des prix des produits alimentaires transformés est revenue à 4,5 p.c.

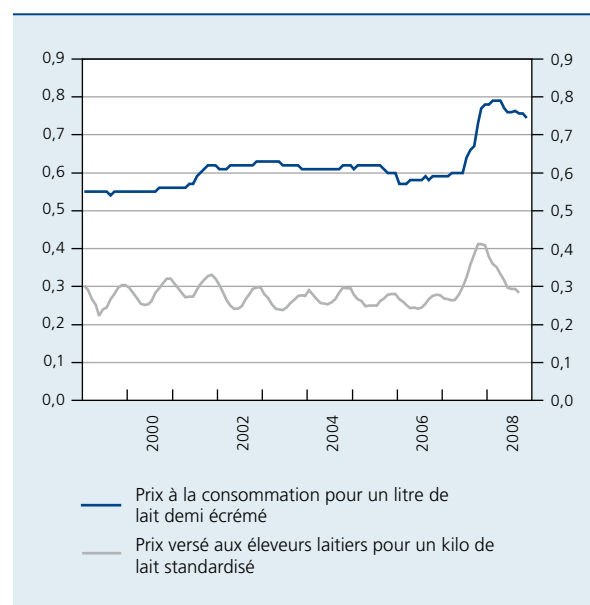
Au début de l'année sous revue, alors que les prix des produits alimentaires transformés se trouvaient dans une phase d'augmentation particulièrement vive – atteignant 8,7 p.c. en février –, le gouvernement fédéral a demandé à la Banque de mener une étude visant à analyser l'évolution de l'inflation en Belgique. En ce qui concerne ces produits, il en est ressorti que c'étaient surtout les prix des « pains et céréales » qui avaient affiché une évolution plus soutenue que dans la zone euro et que ce constat n'était pas entièrement attribuable à la hausse des prix des matières premières. En outre, un renchérissement plus sensible avait déjà été observé au cours des années précédentes pour ce groupe de produits. Par ailleurs, des effets de composition avaient joué un rôle dans l'émergence de l'écart d'inflation positif par rapport à la zone euro pour les produits alimentaires transformés, comme le fait que le beurre, dont le prix avait aussi sensiblement crû, occupe une place plus centrale dans les habitudes de consommation en Belgique que dans la zone euro où l'on consomme en moyenne plus d'huile d'olive. Enfin, le rôle joué par ces produits dans le creusement de l'écart global d'inflation vis-à-vis de la zone euro a été d'autant plus important que leur poids dans l'IPCH est relativement plus élevé en Belgique.

Dans la phase d'ascension rapide des prix, de la seconde moitié de 2007 jusqu'au début de 2008, l'évolution des prix des « lait, fromage et œufs » et des « huiles et graisses » en Belgique a été l'une des plus vigoureuses de la zone euro. Tirer des conclusions de ce seul constat n'est pas aisé. Une forte transmission des impulsions haussières des coûts peut, en effet, tout aussi bien témoigner d'une formation des prix peu concurrentielle que du contraire : dans un environnement fortement concurrentiel, en effet, ne pas répercuter la hausse des coûts sur le consommateur n'est pas chose commode pour les divers intervenants de la filière, de la production à la distribution en passant par la transformation, compte tenu de leurs marges en principe déjà étroites. Dans cette perspective, la phase de repli enregistrée lors du second semestre de l'année sous revue est intéressante à analyser. Au cours de celle-ci, les prix en Belgique ont continué d'augmenter plus vite que dans la zone euro, ce qui traduit une asymétrie entre les phases ascendante et descendante et, partant, peut être le signe d'une formation des prix moins concurrentielle en Belgique.

L'évolution récente des prix du lait est exemplaire à ce titre. Le prix payé par l'industrie laitière au secteur agricole a reflété assez fidèlement l'évolution successivement orientée à la hausse puis à la baisse des prix du lait sur les marchés internationaux. Le mouvement haussier s'est assez rapidement répercuté sur les prix à la consommation du lait, alors que le mouvement baissier en 2008 n'a entraîné

GRAPHIQUE 52 PRIX DU LAIT

(euro par litre ou kilo)



Source : DGSIE.

que de modestes diminutions de prix pour le consommateur. Il appert des analyses menées par le SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie, dans le cadre d'un groupe de travail *ad hoc* institué par le gouvernement fédéral sur la transparence des prix dans le secteur laitier et au départ de données allant jusqu'à septembre 2008, que les baisses de prix ont été les plus sensibles sur le segment de marché le plus concurrentiel, à savoir celui du lait le moins cher, tandis que les prix des variétés de lait les plus chères n'ont que très faiblement diminué. L'industrie laitière et la distribution parviennent apparemment à imposer des prix élevés pour certaines variétés, et ce par le biais de la différenciation des produits. Le consommateur, qui a pourtant la possibilité de choisir des produits meilleur marché, semble donc disposé, du moins dans une certaine mesure, à payer des prix plus élevés.

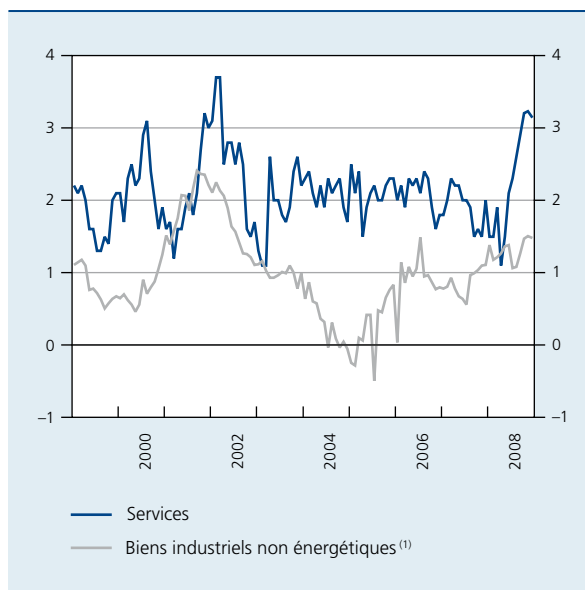
5.3 Biens industriels non énergétiques et services: effets indirects et de second tour

La hausse de l'IPCH à l'exclusion des produits alimentaires et énergétiques est restée très modérée au premier semestre de 2008, comme elle l'avait déjà été l'année précédente. À partir de mai, une accélération a toutefois été enregistrée, au niveau des services comme des biens industriels non énergétiques. Alors qu'elle est demeurée globalement limitée en ce qui concerne ces derniers, l'inflation passant pour cette catégorie de 1,3 p.c. au cours des cinq premiers mois de 2008 à 1,5 p.c. en décembre, elle a été spectaculaire pour les services. La progression de leurs prix s'est montée à 3,1 p.c. en décembre, contre 1,5 p.c. pendant les cinq premiers mois de 2008. Après avoir été négative durant cette période, la contribution des biens industriels non énergétiques et des services à l'écart d'inflation par rapport à la zone euro a progressivement augmenté: de négative en mai, à 0,25 point de pourcentage, elle est devenue positive, pour s'établir à 0,33 point en décembre. Ce retournement reflète l'incidence indirecte du renchérissement des produits énergétiques et alimentaires sur les catégories de services où ces produits constituent un *input* intermédiaire important, d'une part, et les effets de second tour liés à l'indexation des salaires comme de certains prix, d'autre part.

La distinction entre effets indirects et effets de second tour n'est pas toujours facile à opérer. L'on peut cependant considérer que les effets indirects se manifestent surtout au niveau des biens et des services pour lesquels les matières premières énergétiques et alimentaires constituent un *input* intermédiaire important, comme dans les branches des transports de personnes par avion, des voyages et de l'Horeca. Au cours de l'année sous revue,

GRAPHIQUE 53 PRIX À LA CONSOMMATION DES BIENS INDUSTRIELS NON ÉNERGÉTIQUES ET DES SERVICES

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



Source : CE.

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

ces effets indirects ont notamment pris la forme de suppléments carburant appliqués dans le cadre de voyages de tourisme à l'étranger selon une formule tout compris ou encore facturés aux voyageurs prenant l'avion. Dans la branche de l'Horeca, le prix des locations de vacances en Belgique a aussi fortement augmenté. L'incidence de ce facteur a été plus lourde sur l'IPCH que sur l'indice national, vu que l'indice harmonisé est établi selon le concept de territoire intérieur et donne de ce fait plus de poids à cette catégorie de consommation, les dépenses des autres résidents de la zone euro sur le territoire belge devant être prises en compte alors qu'elles ne le sont pas dans l'IPC national. Les hausses de prix relevées dans les branches susvisées ont représenté, avec 0,3 point de pourcentage, la moitié environ de l'augmentation enregistrée entre mai et décembre de la contribution des biens industriels non énergétiques et des services à l'écart d'inflation par rapport à la zone euro, ce qui est le signe d'effets indirects marqués. Il se pose néanmoins la question de savoir pourquoi de tels effets indirects seraient plus prononcés en Belgique que dans la zone euro et si l'inflation observée au niveau de ces groupes de produits n'aurait dès lors pas également été en partie induite par des effets de second tour.

TABEAU 29 CONTRIBUTION DES BIENS INDUSTRIELS NON ÉNERGÉTIQUES ET DES SERVICES À L'ÉCART D'INFLATION PAR RAPPORT À LA ZONE EURO

(écart par rapport à mai 2008, points de pourcentage)

	Jun	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre
Transports de personnes par avion ⁽¹⁾ , voyages et Horeca	0,11	0,13	0,12	0,23	0,32	0,28	0,31
Catégories de services assortis de l'une ou l'autre forme d'indexation des prix ..	0,00	0,03	0,04	0,03	0,03	0,04	0,04
Autres services et biens industriels non énergétiques (y compris les effets de second tour non identifiés)	0,10	0,10	0,06	0,13	0,20	0,26	0,22
Total	0,21	0,25	0,22	0,40	0,55	0,58	0,57

Sources : CE, DGSIE, BNB.

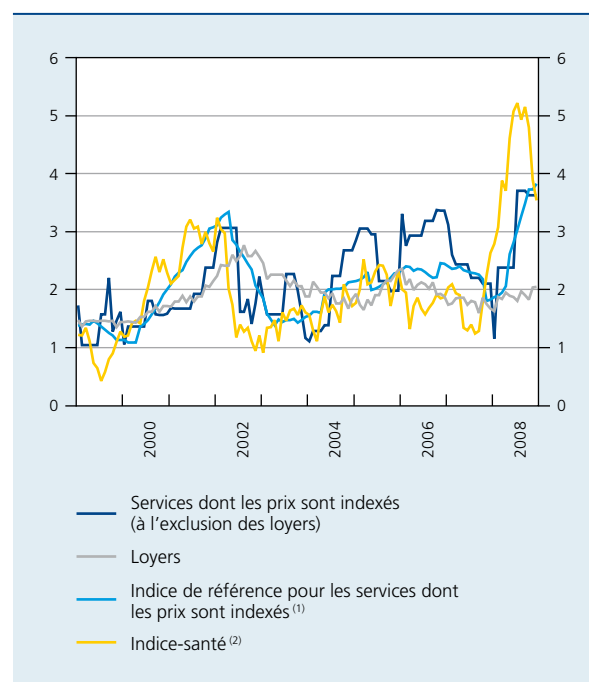
(1) Dans les autres pays de la zone euro que la Belgique, cette catégorie englobe aussi le transport de personnes par voie d'eau.

Dans certaines catégories de services, l'évolution des prix est, au moins jusqu'à un certain point, déterminée par une tradition d'indexation des prix. Tel est notamment le cas des loyers d'habitation. Ceux-ci peuvent être fixés librement lors du renouvellement d'un contrat de bail mais, pendant sa durée, la loi limite leur révision à une indexation annuelle fondée sur l'indice-santé. Même si les loyers peuvent donc être indexés, leur progression est demeurée modérée durant l'année sous revue, en deçà de ce que l'on aurait pu attendre au regard de l'accroissement de l'indice-santé. Les tarifs des transports publics en constituent un autre exemple. Les contrats de gestion de certaines entreprises publiques stipulent, en effet, que l'évolution de l'inflation est l'un des éléments qui peuvent être pris en compte lors du calcul des ajustements tarifaires annuels. De substantielles hausses des prix des services postaux et des transports ferroviaires au début de 2009 ont ainsi été annoncées au second semestre de l'année sous revue, lesquelles étaient motivées, d'une part, par l'augmentation de l'inflation, d'autre part, par le renchérissement de l'énergie. Un lien avec l'inflation peut également être identifié pour d'autres catégories de services, dont l'indexation s'effectue sur la base d'indices de référence plus spécifiques. Les polices d'assurance-incendie et les frais de notaire sont de la sorte adaptés en fonction de l'indice ABEX, qui mesure l'évolution des coûts dans la branche de la construction. Globalement, l'évolution des prix d'environ un quart des services, soit quelque 10 p.c. de l'IPCH, se caractérise par une forme plus ou moins formelle d'indexation, mais il est dans bon nombre de cas impossible de déterminer dans quelle mesure cette indexation découle exclusivement de celle des salaires, qui sont une composante importante des coûts dans les services, ou si elle est imputable à une forme plus intrinsèque d'indexation des prix. Contrairement à celle des loyers,

l'évolution des prix des autres services caractérisés par l'une ou l'autre forme d'indexation s'est accélérée durant l'été 2008, parallèlement à celle des indices de référence pertinents pour ces services. Dans l'ensemble, compte

GRAPHIQUE 54 PRATIQUES D'INDEXATION DES PRIX DANS LA BRANCHE DES SERVICES

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



Sources : DGSIE, BNB.

(1) Moyenne pondérée des différents indices de référence pertinents pour les services dont les prix sont indexés (à l'exclusion des loyers).

(2) IPCN, à l'exclusion des produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

tenu de l'évolution modérée des loyers, la contribution totale des produits dont le prix fait l'objet d'une forme d'indexation à l'écart d'inflation positif par rapport à la zone euro est demeurée assez limitée au second semestre de 2008.

Il apparaît, par ailleurs, que les biens industriels non énergétiques et les autres catégories de services que

celles évoquées ci-dessus ont renchéri dans une mesure plus large en Belgique que dans la zone euro. Même s'il semble, comme le montre l'encadré 11, que le risque global d'effets dits de second tour se soit sensiblement réduit depuis les années 1970, cette évolution reflète vraisemblablement l'incidence d'une indexation moins explicite des prix ou celle de la hausse des coûts salariaux correspondant à l'indexation des salaires.

Encadré 11 – Effets de second tour à l'heure actuelle et dans les années 1970

L'économie mondiale a été confrontée, entre la mi-2007 et la mi-2008, à un renchérissement du pétrole d'une ampleur qui n'avait plus été observée depuis les années 1970. C'est surtout après le premier choc pétrolier de 1973-1974, mais aussi après le deuxième choc de 1979-1980, que l'inflation avait dérapé en Belgique et dans de nombreux autres pays, en raison notamment d'effets indirects et de second tour. Le présent encadré examine les diverses facettes de l'environnement macroéconomique susceptibles d'influer sur l'émergence d'effets de second tour ainsi que sur leur intensité, et compare à cet égard la situation actuelle avec celle des années 1970, tant pour la Belgique que pour les autres pays de l'OCDE.

Les effets indirects font référence à l'incidence que la flambée des cours du pétrole peut avoir sur les coûts de production des entreprises associés à l'utilisation des produits pétroliers et sa répercussion sur leurs prix de vente. Les effets de second tour sont, quant à eux, associés à l'incidence sur les prix à la consommation des hausses de revenus par lesquelles les agents économiques cherchent à se prémunir contre la perte de pouvoir d'achat inhérente au renchérissement des produits pétroliers.

Le risque d'un dérapage de l'inflation dépend en premier lieu de l'ampleur, de la nature et de la persistance de l'augmentation des cours du pétrole. Ainsi, celui-ci avait renchéri de 78 p.c., entre le troisième trimestre de 2007 et le deuxième trimestre de 2008, alors qu'au cours des premier et deuxième chocs pétroliers survenus dans les années 1970, il avait grimpé en quelques trimestres d'environ 190 et 150 p.c. respectivement. Ces deux chocs pétroliers sont généralement expliqués par des restrictions frappant l'offre de pétrole et, plus spécifiquement, par l'influence du cartel de l'OPEP sur la fixation des prix et par les tensions géopolitiques au Moyen-Orient. En revanche, le récent envol des cours du pétrole trouve plutôt son origine du côté de la demande et est souvent associé à la mondialisation de l'économie et, surtout, à la croissance soutenue qu'ont affichée les économies émergentes, telles que la Chine et l'Inde. Cette évolution a aussi lourdement pesé sur la demande de produits alimentaires, si bien que le renchérissement du pétrole au cours du second semestre de 2007 et du premier semestre de 2008 est allé de pair avec une hausse tout aussi vive des prix des matières premières alimentaires. Par contre, cette même mondialisation a permis aux pays de l'OCDE d'importer des produits manufacturés bon marché en provenance des pays à bas coûts. Dès lors, si le risque d'effets de second tour s'est récemment renforcé sur fond d'augmentation des prix des produits alimentaires à l'échelle mondiale, il a par ailleurs été modéré par la baisse des prix à l'importation des produits manufacturés.

Au total, la répercussion directe sur l'inflation au cours de ces deux années a été considérable, mais elle a globalement été moins importante que lors des premier et deuxième chocs pétroliers en termes absolus. Il est généralement admis que le risque d'effets indirects s'est atténué du fait de la moindre dépendance de la production mondiale aux produits pétroliers. En outre, comparée aux chocs pétroliers du passé, la récente envolée des prix du pétrole a été bien moins persistante. Au second semestre de 2008, les prix des matières premières se sont, en effet, nettement repliés et le cours du pétrole brut s'est établi en fin d'année en dessous du niveau qu'il affichait à la mi-2007. Dans la mesure où le caractère temporaire de ces évolutions était anticipé, l'effet sur la

fixation des prix à la consommation et la formation des salaires est d'emblée plus ténue. Cependant, même si tel ne fut pas le cas, le recul observé actuellement est potentiellement capable d'infléchir le mouvement haussier qui pourrait découler de l'amorce d'éventuels effets de second tour.

Le risque d'effets de second tour dépend, par ailleurs, en grande partie de la politique macroéconomique menée. S'agissant de la période récente, l'orientation donnée à la politique monétaire, dans la zone euro comme dans les autres pays de l'OCDE, vise clairement le maintien de la stabilité des prix. Or, la poursuite d'un tel objectif revient précisément dans la pratique à éviter, notamment par un ancrage des anticipations d'inflation, que des effets de second tour ne se manifestent. En revanche, lors du premier choc pétrolier, la politique monétaire était particulièrement accommodante, une situation imputable notamment au manque d'indépendance de la plupart des banques centrales et à une perception erronée des facteurs sous-jacents à l'essoufflement de l'activité économique qui avait alors été observé. De fait, les autorités avaient trop longtemps considéré que le ralentissement conjoncturel provenait en majeure partie du côté de la demande de l'économie et qu'une politique monétaire expansive permettrait donc d'y remédier, alors qu'en réalité, le potentiel de croissance était soumis à une pression structurelle du fait de l'élévation des prix des produits pétroliers et du tassement de la croissance de la productivité. Par après, il a été constaté que, contrairement à la perception initiale, l'écart de production (*output gap*) était nettement positif lors du premier choc pétrolier et qu'il avait donc contribué à la pression inflationniste.

Lors du deuxième choc pétrolier, l'écart de production était également sensiblement positif, tant en Belgique que dans les autres pays de l'OCDE. En effet, alors que la politique monétaire était moins accommodante, et dans le cas de la Belgique même très restrictive compte tenu de la politique de change menée à l'époque, la politique budgétaire était, par contre, clairement expansionniste et contribuait de la sorte à la surchauffe de l'économie. Aujourd'hui, la politique budgétaire est généralement davantage axée sur la stabilité qu'au cours de la période des chocs pétroliers des années 1970. Au sein de l'UE, elle est ainsi régie par les principes définis dans le pacte de stabilité et de croissance. Il convient toutefois de souligner que, même si le solde de financement des administrations publiques était proche de l'équilibre en 2007 et en 2008 dans les pays de l'OCDE, la dégradation progressive du solde primaire observée ces dernières années a pu stimuler la demande. Globalement, l'écart de production en 2007 et en 2008 a été nettement moins positif dans ces économies qu'à l'amorce des deux premiers chocs pétroliers.

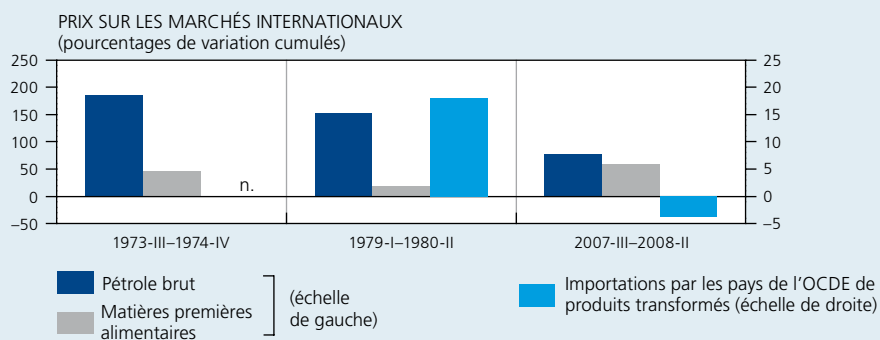
Enfin, le fonctionnement des marchés des produits et du travail joue aussi un rôle-clé. Une hausse des cours du pétrole engendre, en effet, toutes autres choses restant égales par ailleurs, un appauvrissement collectif de l'économie, qui doit être supporté par les deux facteurs de production que sont le travail et le capital. La détérioration des termes de l'échange provoque une divergence d'évolution entre, d'une part, le déflateur de la valeur ajoutée, qui mesure la rémunération des facteurs de production nationaux, d'autre part, les prix à la consommation, lesquels subissent une augmentation supplémentaire à la suite du renchérissement des importations. La rémunération des deux facteurs de production doit, dès lors, s'inscrire en retrait par rapport à l'évolution des prix à la consommation, c'est-à-dire qu'elle doit diminuer en termes réels. Un bon fonctionnement des marchés du travail et des produits facilite un tel ajustement. En revanche, une spirale prix-salaires s'enclenche si cet ajustement est reporté. Le processus inflationniste qui s'ensuit se répercute, à son tour, de façon négative sur la rentabilité des entreprises et l'emploi.

Un manque de concurrence sur les marchés des produits peut engendrer une hausse des prix qui va au delà d'une simple répercussion proportionnelle découlant des effets de premier tour, si bien qu'à la suite d'un élargissement en termes nominaux, les marges bénéficiaires ne se contractent pas en termes réels. On considère généralement que le degré de concurrence sur les marchés des produits s'est renforcé par rapport aux années 1970. Toutefois, la très vive progression des prix de l'électricité et du gaz en Belgique en 2008 soulève des interrogations quant au degré de concurrence dans certains secteurs.



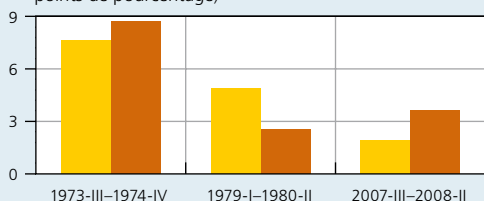
FACTEURS AFFECTANT LA PROBABILITÉ D'ÉMERGENCE D'EFFETS DE SECOND TOUR

AMPLEUR ET NATURE DE LA HAUSSE DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

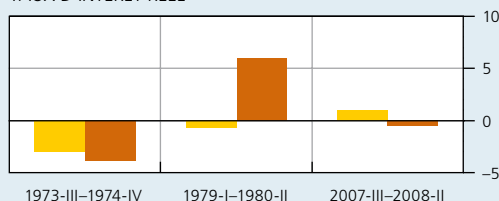


ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

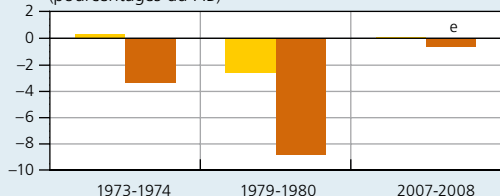
ESTIMATION DE L'EFFET DIRECT DE PREMIER TOUR (hausse de l'inflation au cours de la période considérée, points de pourcentage)



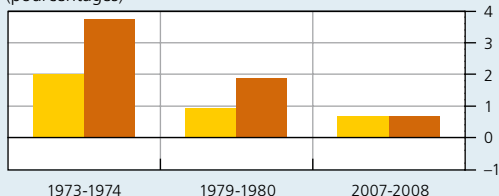
TAUX D'INTÉRÊT RÉEL (1)



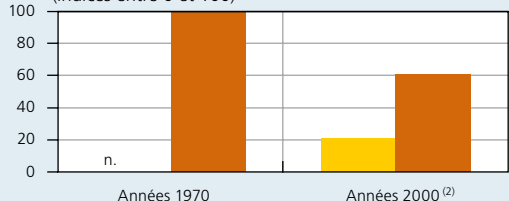
SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (pourcentages du PIB)



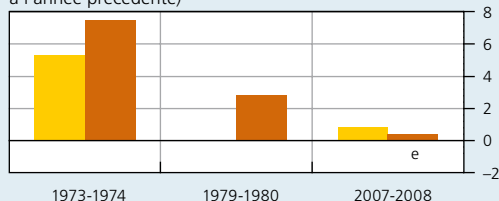
ÉCART DE PRODUCTION (pourcentages)



ESTIMATION DE L'IMPORTANCE DE L'INDEXATION DES SALAIRES (indices entre 0 et 100)



SALAIRES RÉELS (3) (pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



■ Pays de l'OCDE, à l'exclusion de la Belgique (médiane des pays de l'OCDE, sauf mention contraire)
 ■ Belgique

Sources : FMI, OCDE, DGSIE, ICN, BNB.

(1) Taux d'intérêt, déflaté par l'évolution des prix à la consommation; moyenne sur la période considérée.

(2) Moyenne basée sur Du Caju Ph., E. Gautier, D. Momferatou et M. Ward-Warmedinger (2008), *Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan*, BNB, Working Paper 154. L'indicateur d'indexation de la Belgique pour les années 2000 prend en compte l'effet modérateur qui découle de l'utilisation de l'indice-santé en cas de chocs pétroliers. Le calcul repose sur l'importance relative en 2006 de la composante énergie dans l'indice-santé par rapport à l'IPCN.

(3) Variation des salaires nominaux par heure ouvrée dans l'ensemble de l'économie, déflatée par l'évolution des prix à la consommation; moyenne sur la période considérée.

Des rigidités au niveau de la formation des salaires, et plus spécifiquement la résistance à un ajustement des salaires réels, constituent une autre source d'effets de second tour. Les mécanismes d'indexation des salaires sont un facteur rendant l'adaptation des salaires réels plus difficile, mais une résistance peut néanmoins être présente, même sans indexation salariale. Alors que l'indexation a été supprimée dans les années 1980 et 1990 dans de nombreux pays industrialisés, elle a été maintenue en Belgique moyennant des adaptations visant à atténuer son impact. Ainsi, l'introduction en 1994 de l'indice-santé, qui exclut notamment l'essence et le diesel, comme indice de référence a visé à réduire la vulnérabilité à des chocs pétroliers. De fait, le degré effectif d'indexation en cas de choc pétrolier a considérablement diminué en Belgique, alors que le degré formel d'indexation n'a pas reculé. Compte tenu de la coïncidence du choc pétrolier en 2007 et 2008 avec des augmentations prononcées des prix des produits alimentaires et des tarifs du gaz et de l'électricité, l'usage de l'indice-santé n'a toutefois pas permis de prévenir une hausse considérable des salaires nominaux. Par ailleurs, les dispositions de la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité doivent en principe contribuer à éviter qu'un choc pétrolier n'enclenche une progression des salaires plus importante en Belgique que dans les pays environnants: en effet, en vertu de celles-ci, les partenaires sociaux sont tenus de prendre en considération les conséquences de l'indexation lors de la détermination des hausses salariales réelles afin de concilier les pratiques d'indexation avec une évolution modérée du coût salarial nominal. Contrairement aux années 1970, la progression des salaires réels observée en Belgique n'a pas été supérieure à celle enregistrée dans les autres pays de l'OCDE en 2007 et en 2008. L'augmentation moins marquée des salaires réels n'a néanmoins pas permis de compenser d'emblée l'intégralité de l'incidence haussière de l'indexation au cours de ces deux années. En effet, le cadre institutionnel de la formation des salaires en Belgique implique qu'un tel ajustement fasse, pour l'essentiel, l'objet d'une négociation lors de la conclusion de l'accord interprofessionnel bisannuel suivant, soit en l'occurrence l'accord salarial portant sur la période 2009-2010 que les partenaires sociaux ont signé à la fin de l'année sous revue.

Dans l'ensemble, le risque que le renchérissement du pétrole relevé entre la mi-2007 et la mi-2008 engendre des effets de second tour généralisés est réduit. Ce constat ne s'explique pas seulement par les caractéristiques spécifiques de cet épisode de hausse, en particulier sa moindre persistance que lors des deux premiers chocs et le recul considérable de l'activité qui s'est manifesté entretemps. Le risque intrinsèque que de tels effets se manifestent s'est également atténué à la suite de changements dans la politique macroéconomique menée et d'un meilleur fonctionnement des marchés des produits et du travail.

L'usage plus répandu des pratiques d'indexation en Belgique que dans les autres pays de la zone euro, au niveau non seulement de la formation des salaires (voir à ce propos, le chapitre 4 consacré au marché du travail et aux coûts salariaux) mais aussi de la fixation même des prix, augmente le risque d'effets de second tour. L'absence de mécanismes d'indexation ne prémunit toutefois pas un pays d'un tel risque si, par exemple, sur fond d'accélération de l'inflation, les travailleurs y tentent de compenser la perte de pouvoir d'achat qui en découle lors des négociations salariales. Une poussée de l'inflation peut également exercer un effet persistant sur les anticipations d'inflation et, partant, finalement sur les salaires et les prix. De tels effets surviennent cependant de manière moins automatique qu'en cas d'indexation, et leur ampleur dépend dans une plus large mesure de l'environnement macroéconomique en général, et de l'orientation de la politique monétaire en particulier.

Dans le cas de la Belgique, le risque d'effets de second tour est tempéré par l'existence d'un certain nombre de dispositions encadrant la formation des salaires. Tout d'abord, la liaison automatique des salaires aux prix à la consommation est fondée sur l'indice-santé, qui ne prend pas en compte l'évolution du prix du tabac, des boissons alcoolisées, de l'essence et du diesel. La hausse de cet indice a, en effet, été légèrement inférieure à celle de l'inflation au cours de l'année sous revue, de 4,2 p.c. contre 4,5 p.c. Ensuite, les négociations salariales doivent s'inscrire dans le cadre fixé par la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité. Celle-ci a pour objectif d'aligner l'évolution nominale des salaires dans le secteur privé en Belgique sur celle observée dans les trois principaux pays voisins que sont l'Allemagne, la France et les Pays-Bas. Les partenaires sociaux doivent, dès lors, prendre en considération les conséquences de l'indexation

des salaires lorsqu'ils négocient la marge disponible pour les hausses salariales hors indexation. L'évolution de l'inflation et, partant, de l'indexation peut néanmoins s'avérer plus importante qu'ils ne l'ont escompté lors de la conclusion des accords interprofessionnel et sectoriels. La loi prévoit toutefois à cet égard qu'un dérapage éventuel de l'augmentation des salaires en Belgique par rapport aux pays de référence doit être pris en compte au moment du cycle suivant de négociation des accords salariaux. De surcroît, en vue de remédier aux conséquences d'une erreur de prévision concernant l'inflation, un certain nombre de conventions collectives, couvrant en 2008 environ un quart des travailleurs dans le secteur privé, incluent une clause permettant la compensation d'une indexation plus rapide que prévu sur les hausses réelles consenties pendant la période même pour laquelle celles-ci ont été convenues. Une description

plus approfondie de ces accords dits «*all-in*» est fournie au chapitre 4 du présent Rapport. Comme l'indique ce chapitre, l'augmentation plus forte qu'escompté de l'inflation en 2008 a eu pour conséquence une progression des salaires bien au delà de ce que l'accord interprofessionnel 2007-2008 avait fixé comme norme indicative, en dépit de ces clauses *all-in*.

D'une manière générale, l'ensemble de ces mécanismes impliquent que les effets de l'indexation automatique sur l'évolution relative des coûts salariaux en Belgique par rapport aux trois principaux pays voisins soient en principe largement neutralisés, du moins à moyen terme. À plus court terme, ils ne peuvent néanmoins empêcher l'apparition d'écarts, en particulier en cas de chocs importants sur les termes de l'échange ou sur la productivité.



Jean Mayné, détail d'un projet pour un billet de 20 francs non réalisé,
aquarelle et gouache, non daté (vers 1910),
collection Banque nationale de Belgique

Finances publiques

6.

6.1 Recettes, dépenses et solde de financement

En 2008, les comptes des administrations publiques se sont soldés par un déficit de 1,1 p.c. du PIB. L'objectif d'équilibre budgétaire fixé dans le programme de stabilité d'avril 2008 n'a dès lors pas été atteint. Cette contre-performance s'explique partiellement par l'évolution moins favorable que prévu de la conjoncture économique, encore que l'incidence de la croissance économique moins élevée ait été en partie compensée par celle de l'inflation nettement plus rapide que ce qui avait été escompté. En effet, comme les barèmes fiscaux du précompte professionnel ne sont indexés qu'en fonction de l'inflation enregistrée l'année précédente, ce facteur a poussé à la hausse les recettes. Pour le reste, l'orientation donnée à la politique budgétaire n'a pas été suffisamment rigoureuse pour résorber, toutes autres choses restant égales par ailleurs, le dérapage qui s'était amorcé en 2007, année qui s'était déjà clôturée par un solde négatif, de 0,3 p.c. du PIB.

En accusant un nouveau déficit en 2008, d'un niveau non négligeable, les administrations publiques se sont

éloignées davantage de la trajectoire budgétaire que le Conseil supérieur des finances avait préconisée en mars 2007. D'après cette trajectoire, elles auraient dû commencer à constituer un excédent budgétaire dès 2007 afin de garantir la soutenabilité des finances publiques belges dans le contexte du vieillissement démographique de la population, et cet excédent aurait dû atteindre 0,5 p.c. du PIB au cours de l'année sous revue. S'agissant des premières années, cette trajectoire budgétaire reprenait d'ailleurs les objectifs fixés par le programme de stabilité que le gouvernement belge avait introduit en décembre 2006. Le programme de stabilité d'avril 2008 prévoyait néanmoins déjà son assouplissement.

Dans le cadre de l'initiative européenne visant à pallier les conséquences réelles de la crise financière internationale, un plan de relance a été élaboré au début décembre. Bien qu'il devrait en résulter un nouveau creusement du déficit en 2009, le gouvernement fédéral a exprimé sa volonté de retrouver l'équilibre budgétaire dès le retour à une croissance économique plus normale et de constituer des surplus par la suite.

TABLEAU 30 NORMES RELATIVES AU BESOIN (-) OU À LA CAPACITÉ DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES BELGES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Programme de stabilité et mises à jour successives								
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	
Avril 2008				-0,2	0,0	0,3	0,7	1,0
<i>p.m. Réalisations</i>	-0,2	-2,6	0,3	-0,3	-1,1 e ⁽²⁾			

Sources: 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) Il n'est pas tenu compte, pour 2008, de l'effet direct éventuel sur le solde de financement des mesures adoptées pour renflouer des institutions financières ébranlées par la crise financière, leur traitement statistique devant faire l'objet comme pour les interventions du même type menées dans les autres pays de l'UE d'un examen par Eurostat, l'Office statistique de la CE, en vue d'assurer que celui-ci soit cohérent partout.

Recettes

Au cours de l'année sous revue, les recettes fiscales et parafiscales des administrations publiques ont crû de 0,1 point de pourcentage, pour s'établir à 43,4 p.c. du PIB. Cette hausse est uniquement due à la nette progression des prélèvements sur les revenus du travail, de 0,6 point de pourcentage. Elle a été en grande partie compensée par une baisse des autres catégories de recettes fiscales, principalement en raison de réalisations défavorables au dernier trimestre de l'année sous revue qui ont résulté du net fléchissement de l'activité économique. Les recettes non fiscales et non parafiscales ont, elles aussi, augmenté, de 0,1 point de pourcentage.

L'augmentation marquée des prélèvements sur les revenus du travail contraste avec le recul ininterrompu que ceux-ci avaient enregistré depuis 2003. Elle s'est ressentie tant au niveau de l'impôt des personnes physiques que des cotisations sociales. Elle a en majeure partie découlé de l'accroissement sensible de la part des revenus du travail dans le PIB, celle-ci s'étant élargie de 0,7 point de pourcentage. Combiné à la progressivité de l'impôt, ce facteur a largement contrebalancé l'effet des mesures discrétionnaires qui ont contribué dans leur globalité à alléger la

pression fiscale et parafiscale à hauteur de 0,3 point de pourcentage du PIB.

Les recettes provenant de l'impôt des personnes physiques se sont accrues de 0,3 point de pourcentage. En plus de la part plus importante des revenus du travail, cette hausse résulte de la poussée inflationniste, par laquelle le précompte professionnel a progressé davantage que les revenus du travail. L'indexation annuelle des barèmes utilisés pour le calcul du précompte professionnel est, en effet, réalisée sur la base de l'augmentation moyenne des prix à la consommation durant l'année précédente. De la sorte, l'accélération de l'inflation a exercé une incidence haussière de quelque 500 millions d'euros sur les recettes au titre du précompte professionnel. Une indexation anticipée de ces barèmes en octobre 2008 a cependant atténué cet effet, à hauteur de 120 millions d'euros.

Comme les années précédentes, les mesures à caractère structurel prises par les pouvoirs publics ont influencé négativement les recettes issues de l'impôt des personnes physiques, même si cette incidence s'est limitée à 0,1 p.c. du PIB. Au niveau fédéral, il s'agit, d'une part, du relèvement, à compter du 1^{er} juillet 2008, de la quotité exonérée d'impôts pour les bas et moyens revenus, qui a

TABLEAU 31 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)

	2004	2005	2006	2007 ⁽²⁾	2008 e ⁽²⁾
Recettes fiscales et parafiscales	44,4	44,3	43,8	43,3	43,4
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	26,3	25,9	25,2	25,0	25,6
Impôts des personnes physiques ⁽³⁾	12,0	11,9	11,4	11,2	11,4
Cotisations sociales ⁽⁴⁾	14,3	14,0	13,8	13,9	14,2
Impôts sur les bénéficiaires des sociétés ⁽⁵⁾	3,2	3,4	3,7	3,6	3,4
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ⁽⁶⁾	3,6	3,7	3,6	3,7	3,6
Impôts sur les biens et services	11,3	11,3	11,3	11,0	10,8
dont:					
TVA	6,8	6,9	7,0	7,0	6,9
Accises	2,4	2,4	2,2	2,2	2,0
Recettes non fiscales et non parafiscales ⁽⁷⁾	4,7	5,1	4,9	4,8	4,8
Recettes totales	49,1	49,4	48,7	48,1	48,2

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) En 2007, la réforme du mode de paiement des pensions des anciens membres du personnel du Groupe SNCB a induit une hausse des recettes parafiscales de l'ordre de 0,05 p.c. du PIB. En 2008, les cotisations sociales versées par les indépendants ont augmenté de 0,1 p.c. du PIB à la suite de l'intégration des « petits risques » dans l'assurance-maladie obligatoire.

(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.

réduit de 75 millions d'euros le rendement de cet impôt, d'autre part, de l'introduction pour les salariés des entreprises du système de bonus non récurrent lié aux résultats, d'un montant maximum de 2.200 euros par personne. Le traitement fiscal et parafiscal avantageux dont ce système de bonus fait l'objet – il est uniquement soumis à une cotisation patronale de 33 p.c. – s'est traduit par un manque à gagner à hauteur de quelque 100 millions d'euros. De plus, s'agissant de l'impôt des personnes physiques, le gouvernement fédéral a réformé et étendu ces dernières années le système de déduction des charges hypothécaires pour habitation propre et celui des dépenses faites en vue d'économiser l'énergie, des mesures qui ont engendré des surcoûts budgétaires de respectivement 66 et 79 millions d'euros. En outre, la réduction forfaitaire du précompte professionnel que la Région flamande consent sous certaines conditions depuis 2007 à ses habitants a été quelque peu renforcée, ce qui a exercé une

pression à la baisse supplémentaire de 50 millions d'euros sur les recettes de l'impôt des personnes physiques.

Vu la part plus élevée des salaires dans le PIB, la pression parafiscale sur le travail s'est alourdie de quelque 0,3 point de pourcentage. Une série de mesures ont pourtant concouru à alléger les cotisations sociales patronales. Ainsi, la mise en œuvre, le 1^{er} avril 2007, d'une réduction additionnelle de cotisations sociales patronales pour les travailleurs de plus de cinquante ans a encore freiné la croissance de ces prélèvements. En outre, le montant de la déduction et le plafond fixé pour la réduction des cotisations personnelles de sécurité sociale accordée aux travailleurs à faibles revenus, appelée « bonus à l'emploi », ont été relevés, et un premier pas a été franchi dans le démantèlement progressif de la cotisation de solidarité sur les pensions. Par ailleurs, les recettes n'ont plus été gonflées, comme en 2007, par l'augmentation non

TABLEAU 32 PRINCIPALES MESURES FISCALES ET PARAFISCALES ⁽¹⁾
(millions d'euros, variation par rapport à l'année précédente)

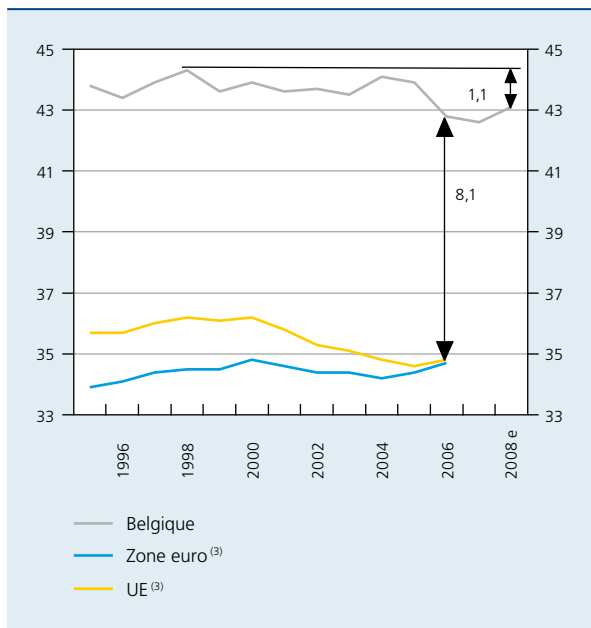
	2006	2007	2008
Mesures fiscales structurelles	-1.529	-523	-644
Pouvoir fédéral et sécurité sociale	-1.408	-324	-519
Impôts des personnes physiques	-1.331	-335	-320
Impôts des sociétés ⁽²⁾	-357	-40	17
Impôts sur les biens et services	-225	51	-216
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine	505	0	0
Communautés et régions	-50	-187	-50
Pouvoirs locaux	-71	-11	-75
Mesures parafiscales structurelles	-457	-458	-228
Cotisations patronales	-105	-458	-181
Cotisations personnelles	-352	0	-48
Mesures non récurrentes	764	-1.282	-70
Incidence des opérations de titrisation	-106	-734	208
Enrôlements de l'impôt des sociétés	900	-900	0
Réserves immunisées	0	245	-245
Cotisations sociales dues au terme d'un contrat de travail	0	233	-233
Impôt à charge de la société de provisionnement nucléaire	0	0	250
Autres	-30	-125	-50
Total	-1.223	-2.262	-943
<i>p.m. Pourcentages du PIB</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,3</i>

Sources: Documents budgétaires, BNB.

(1) Il s'agit généralement de l'incidence des mesures telle que présupposée 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) Cette rubrique comprend l'effet de l'introduction de la déduction fiscale pour capital à risque. D'après une étude réalisée par la Banque (voir Burggraeve K., Ph. Jeanfils, K. Van Cauter et L. Van Meensel (2008), *Impact macroéconomique de la déduction fiscale pour capital à risque*, BNB, Revue économique, septembre, pp. 7-49), le coût budgétaire de celle-ci a été compris entre 140 et 430 millions d'euros pour l'exercice d'imposition 2007 (revenus de 2006). Le tableau reprend pour l'année 2006 la moyenne de ces deux montants, soit 285 millions. En revanche, pour 2007 et 2008, les chiffres repris sont ceux des documents budgétaires qui font état d'un coût supplémentaire de respectivement 58 et 68 millions: ils ne comprennent toutefois que l'impact du relèvement du pourcentage de la déduction et ne correspondent donc pas nécessairement à l'incidence effective de celle-ci sur les finances publiques.

GRAPHIQUE 55 PRÉLÈVEMENT IMPLICITE SUR LE TRAVAIL ^{(1) (2)}
(pourcentages des coûts salariaux)



Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Calculé sur la base des comptes nationaux.

(2) Défini comme l'ensemble des prélèvements sur les revenus du travail versés aux administrations publiques, divisé par la masse salariale. Il est fait abstraction des diverses réductions du précompte professionnel qui, conformément à la méthodologie du SEC 95, sont considérées comme des subsides aux entreprises.

(3) Moyenne non pondérée.

récurrente découlant du fait que, depuis lors, le pécule de vacances anticipé versé par l'employeur au terme d'un contrat de travail est directement soumis aux cotisations sociales. De leur côté, les cotisations sociales versées par les indépendants se sont inscrites en nette hausse, à la suite de l'intégration des « petits risques » dans leur assurance-maladie obligatoire.

Compte tenu de ces développements, le taux de prélèvement implicite sur le travail – c'est-à-dire les prélèvements fiscaux et parafiscaux en pourcentage de la masse salariale, tels que calculés sur la base des comptes nationaux – a progressé de 0,5 point de pourcentage. Les dernières statistiques disponibles de la CE font apparaître que le prélèvement implicite sur le travail en Belgique dépassait encore de 8,1 points de pourcentage la moyenne de la zone euro en 2006. En dépit du recul de ce taux en Belgique au cours de la dernière décennie, d'au total 1,1 point de pourcentage, une différence substantielle persiste.

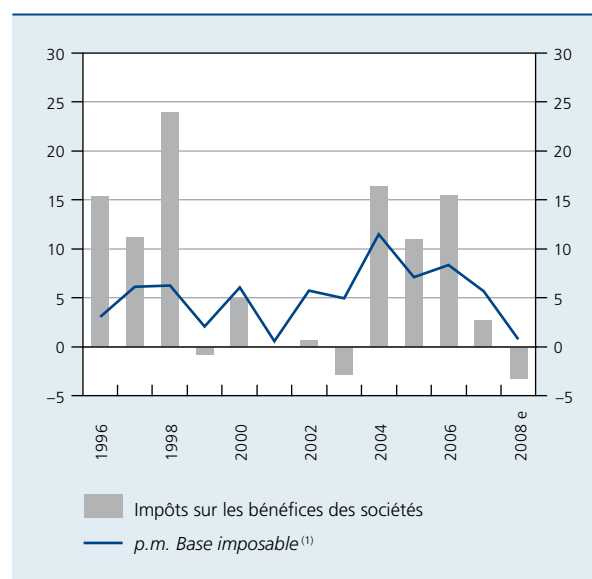
Les impôts sur les bénéfices des sociétés ont baissé, de 0,2 point de pourcentage, pour s'établir à 3,4 p.c. du PIB. Cette évolution résulte notamment du fait que, en 2007, ils avaient été gonflés par une recette non récurrente

issue de la possibilité offerte aux entreprises de distribuer ou d'investir certaines de leurs réserves immunisées à un taux réduit. Les mesures à caractère structurel ont été à peu près neutres. En effet, le produit de la mesure qui subordonne la déductibilité des frais liés à une voiture de société à son taux d'émission de CO₂ a été neutralisé par l'incidence du relèvement du pourcentage de la déduction fiscale pour capital à risque. En 2008, l'évolution des prélèvements sur les bénéfices des sociétés s'est ainsi inscrite en retrait de celle de la base macroéconomique de référence, dont la progression s'est, il est vrai, fortement ralentie. L'impact de la crise financière internationale et du ralentissement économique s'est progressivement fait sentir au cours de l'année sous revue, ce qui a entraîné, au deuxième semestre, une diminution marquée des versements anticipés, principalement en provenance des institutions financières.

Exprimés en pourcentage du PIB, les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ont quelque peu diminué au cours de l'année sous revue. Ce sont principalement les droits d'enregistrement et la taxe sur les opérations de bourse qui se sont inscrits en baisse. Ces diminutions ont néanmoins été en grande partie neutralisées par l'évolution favorable du précompte mobilier.

Les impôts sur les biens et services ont diminué de 0,2 point de pourcentage en raison de la faiblesse de la consommation privée en fin d'année. L'effet global des

GRAPHIQUE 56 RECETTES DE L'IMPÔT DES SOCIÉTÉS
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

(1) Définie par approximation selon l'approche macroéconomique comme le résultat brut d'exploitation, augmenté des intérêts nets perçus.

TABLEAU 33 RECETTES PUBLIQUES PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(pourcentages du PIB)

	Avant transferts entre sous-secteurs			Après transferts entre sous-secteurs		
	2006	2007	2008 e	2006	2007	2008 e
Entité I	40,9	40,2	40,7	30,5	29,8	30,0
Pouvoir fédéral	27,2	26,5	26,7	11,3	10,6	10,3
Sécurité sociale	13,7	13,7	14,0	19,2	19,2	19,7
Entité II	7,8	7,8	7,5	18,2	18,3	18,3
Communautés et régions	4,5	4,4	4,4	11,7	11,7	11,6
Pouvoirs locaux	3,4	3,4	3,2	6,6	6,6	6,7

Sources: ICN, BNB.

mesures discrétionnaires sur les recettes a été quasiment neutre, vu que l'incidence négative du système de cliquet inversé et de la suppression progressive de la taxe compensatoire des accises a été compensée par le versement de 250 millions d'euros par la société de provisionnement nucléaire.

Pour avoir un aperçu des ressources relevant de la compétence fiscale de chaque sous-secteur des administrations publiques, il convient d'examiner leur ventilation compte non tenu des transferts que ces sous-secteurs effectuent entre eux. En revanche, il est nécessaire de les prendre en compte si l'on souhaite avoir une indication des ressources que chaque niveau de pouvoir peut affecter à sa propre politique.

Le pouvoir fédéral dispose de compétences fiscales étendues au regard des recettes publiques belges totales, dans la mesure où la TVA et la plus grande partie de l'impôt des personnes physiques relèvent de sa compétence. Durant l'année sous revue, ses recettes se sont élevées à 26,7 p.c. du PIB. Une fois corrigées des transferts aux autres niveaux de pouvoir, les ressources dont dispose le pouvoir fédéral étaient sensiblement plus faibles et s'établissaient à 10,3 p.c. du PIB. Pour les autres niveaux de pouvoir, en revanche, l'incidence des transferts est positive. Ces deux dernières années, les ressources que le pouvoir fédéral peut mobiliser pour mener à bien sa propre politique ont nettement diminué, d'environ 1 point de pourcentage au total. Ce repli est imputable à la baisse des recettes relevant de sa compétence fiscale propre mais aussi, dans une large mesure, à une hausse des transferts aux autres sous-secteurs des administrations publiques. C'est, à cet égard, essentiellement la sécurité sociale qui a bénéficié de ressources accrues.

Dépenses primaires

Les dépenses primaires des administrations publiques, c'est-à-dire leurs dépenses à l'exclusion des charges d'intérêts, ont accusé une augmentation prononcée par rapport à 2007, passant de 44,5 à 45,6 p.c. du PIB. Cette hausse résulte principalement d'une croissance des prix affectant les dépenses des administrations publiques supérieure à celle du déflateur du PIB, l'expansion des dépenses réelles n'ayant été que légèrement plus élevée que celle du PIB en volume, puisqu'elle s'est établie à 1,4 p.c.

Cette fluctuation n'est toutefois pas nécessairement représentative de l'évolution structurelle des dépenses primaires, dans la mesure où elle peut être fortement brouillée 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 2008, les facteurs temporaires ou budgétairement neutres ont contribué à freiner la croissance du volume des dépenses primaires à concurrence de 0,2 point de pourcentage, soit une incidence nettement moindre que les années précédentes. Les dépenses primaires n'ont, en effet, plus été gonflées dans une mesure aussi importante qu'en 2007 par de tels facteurs, d'importants remboursements de taxes ayant dû être opérés à l'époque. L'une des sources de gonflement ponctuel durant l'année sous revue a été l'assurance contre les « petits risques » en matière de soins de santé pour les indépendants, qui est

TABLEAU 34 DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

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

	2004	2005	2006	2007	2008 e	Moyenne 1998-2008 e
Niveau observé ⁽¹⁾	44,6	47,8	44,4	44,5	45,6	44,4
Croissance réelle observée	0,7	8,8	-4,2	3,5	1,4	2,5
Influence des facteurs non récurrents ou budgétairement neutres ⁽²⁾	-2,3	6,9	-5,9	1,3	-0,2	0,1
Influence des facteurs conjoncturels ⁽²⁾	0,2	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	0,0
Effet de l'indexation ⁽²⁾⁽³⁾	-0,4	-0,1	-0,5	-0,2	-0,4	-0,2
Croissance réelle corrigée de l'influence des facteurs conjoncturels et non récurrents ou budgétairement neutres ainsi que des effets de l'indexation	3,1	2,1	2,2	2,9	2,3	2,6

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 rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales, d'une part, et l'augmentation de l'IPCH, d'autre part.

devenue obligatoire, augmentant à la fois les cotisations reçues par la sécurité sociale et les dépenses de celle-ci.

Le rythme d'accroissement des dépenses primaires est, en outre, soumis aux variations conjoncturelles par le biais de l'évolution des allocations liées au chômage qui suit le cycle économique avec un certain retard. Ainsi, la phase haussière de ce cycle, observée depuis 2004, avait permis que le caractère conjoncturel des dépenses de chômage contribue à la modération des dépenses à partir de 2006. Le ralentissement progressif de l'activité économique depuis la fin de 2007 a quelque peu limité l'influence de ce facteur en 2008. Les dépenses de chômage, qui avaient diminué de 6,2 p.c. en termes réels en 2007, se sont en effet encore réduites de 3,6 p.c. en 2008, concourant de la sorte à tempérer la hausse des dépenses à hauteur de 0,2 point de pourcentage.

Les mécanismes d'indexation des prestations sociales et des rémunérations de la fonction publique constituent un troisième facteur externe qui influence l'évolution réelle des dépenses primaires. Ainsi, les allocations sociales et les salaires, qui représentent plus de 60 p.c. de ces dépenses, sont liés à la progression de l'indice-santé des prix à la consommation. En 2008, cette progression a été inférieure de 0,3 point de pourcentage à celle de l'IPCH, qui est utilisé pour déflater les dépenses. En outre, compte tenu notamment des systèmes de lissage et de seuil pivot caractérisant les mécanismes d'indexation susvisés, l'accélération de l'inflation ne s'est répercutée qu'avec retard sur l'indexation, et donc seulement en partie au cours

de l'année sous revue. Au total, le mode d'indexation a dès lors contribué à contenir la hausse des dépenses en termes réels à concurrence de 0,4 point de pourcentage.

Corrigées de l'impact de ces différents éléments, les dépenses primaires se sont accrues de 2,3 p.c. en 2008, soit un rythme inférieur à leur progression moyenne depuis 1998, mais légèrement supérieur à la croissance tendancielle du PIB.

Les dépenses primaires corrigées du pouvoir fédéral ont progressé en 2008 de 3,6 p.c. en termes réels, contre 4,2 p.c. l'année précédente. Ce ralentissement résulte en partie de la situation politique mouvementée à la fin de 2007 et au début de 2008. Ainsi, l'absence de budget et l'application de douzièmes provisoires en début d'année ont exercé un effet de freinage important. Cet effet aurait toutefois été encore plus marqué si les traditionnels reports de paiements de fin d'année n'avaient pas été drastiquement réduits en 2008. La plupart des catégories de dépenses ont augmenté moins rapidement en 2008 qu'en 2007. Les réductions de précompte professionnel – qui sont enregistrées comme des subsides aux entreprises conformément au SEC 95 – ont nettement moins progressé que les années précédentes, malgré l'introduction au dernier trimestre de 2007 d'une réduction généralisée à l'ensemble des travailleurs occupés par les entreprises. Leur contribution à la croissance des dépenses a largement diminué, revenant à 0,8 point de pourcentage, contre 1,3 point en 2007. Parmi les catégories de dépenses dont l'augmentation a été plus rapide que l'année précédente,

TABLEAU 35 DÉPENSES PRIMAIRES CORRIGÉES PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾⁽²⁾
(déflatées par l'IPCH, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2004	2005	2006	2007	2008 e	Moyenne 1998-2008 e	p.m. 2008 e, non corrigées
Entité I	3,0	2,0	1,7	3,8	3,2	2,6	2,3
Pouvoir fédéral	3,4	2,8	2,0	4,2	3,6	2,6	1,5
Sécurité sociale	2,8	1,7	1,6	3,6	3,1	2,6	2,7
Entité II	3,2	2,2	3,2	1,2	0,5	2,6	0,1
Communautés et régions	5,8	-1,0	3,8	2,6	0,8	2,5	0,4
Pouvoirs locaux	-0,6	6,9	2,3	-0,8	0,1	2,8	-0,4
Ensemble des administrations publiques	3,1	2,1	2,2	2,9	2,3	2,6	1,4

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 ainsi que des effets de l'indexation.

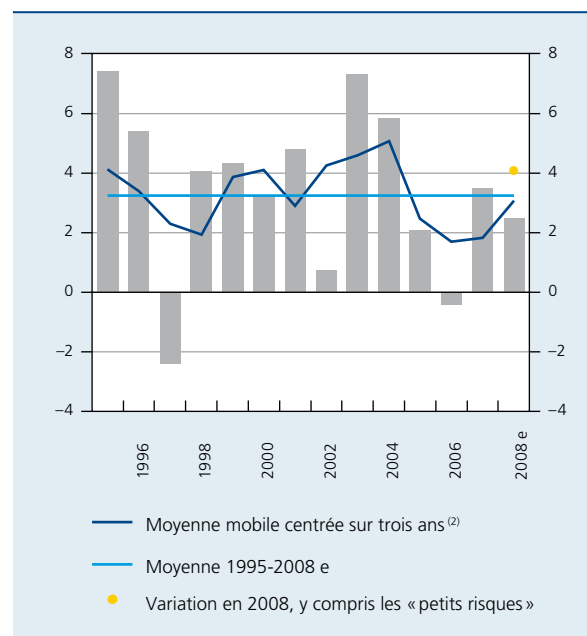
on trouve les achats courants de biens et services, dont le règlement s'est effectué en fin d'année avec moins de retard, une mesure saine dans le contexte actuel. Les paiements des transferts courants versés au reste du monde – qui recouvrent la coopération internationale et une partie du financement du budget européen – et, dans une moindre mesure, ceux des transferts courants aux ménages se sont également accélérés.

La croissance en volume des dépenses corrigées de la sécurité sociale a quelque peu décéléré en 2008, pour revenir à 3,1 p.c. Cette évolution découle principalement de la progression relativement modérée des dépenses de soins de santé, qui s'est élevée à quelque 2,5 p.c., soit environ 1 point de pourcentage de moins qu'en 2007. De par leur ampleur – 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 débours de la sécurité sociale. Si l'on prend en compte les interventions en faveur des indépendants au titre des « petits risques », la croissance des dépenses de soins de santé en 2008 s'est montée à 4,1 p.c. en termes réels.

Les dépenses en matière de pensions ont, quant à elles, enregistré une hausse plus soutenue en 2008 qu'au cours des dernières années. D'une part, l'augmentation du nombre de pensionnés a été particulièrement vive. Ceci résulte notamment des évolutions démographiques générales, et en particulier de la hausse des naissances qui a fait suite à la Seconde Guerre mondiale. D'autre part, les pouvoirs publics ont pris une série de mesures de correction sociale, qui ont bénéficié à certains allocataires de pensions pour un total de quelque 350 millions d'euros,

principalement au titre d'adaptations au bien-être, en vue de contrer la régression spontanée de la prospérité relative des pensionnés plus âgés, et au titre de relèvements de certains minima.

GRAPHIQUE 57 DÉPENSES PUBLIQUES DE SOINS DE SANTÉ⁽¹⁾
(déflatées par l'IPCH, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



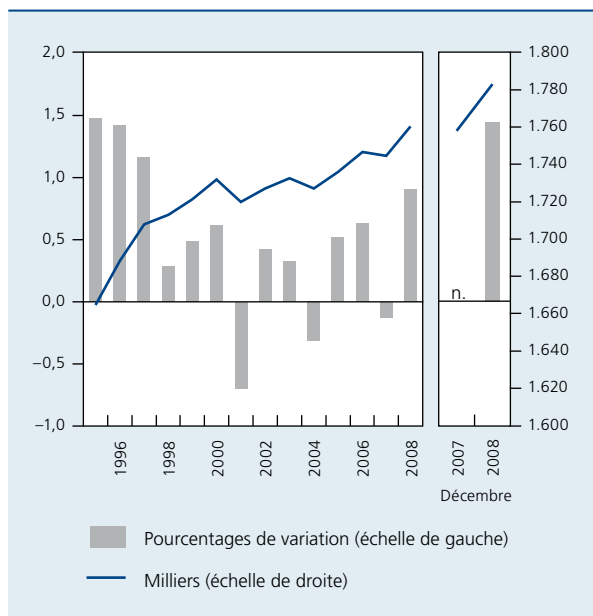
Sources : ICN, BNB.

(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 2009, on a supposé que la croissance réelle serait égale à la moyenne observée de 1995 à 2008.

GRAPHIQUE 58 BÉNÉFICIAIRES DE PENSIONS DU SECTEUR PRIVÉ

(au 1^{er} janvier de l'année, sauf mention contraire)

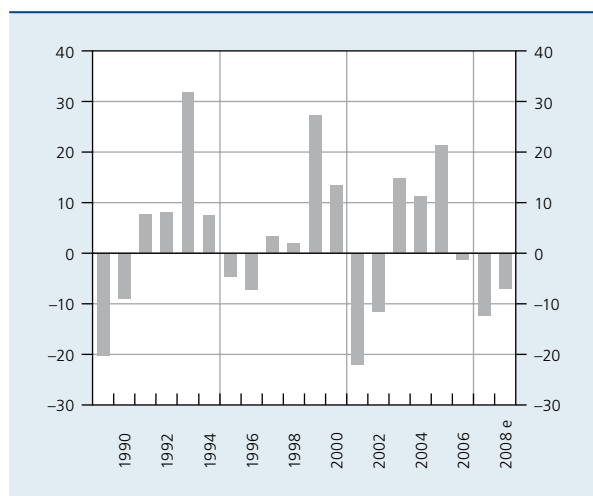


Sources : ONP, BNB.

Presque toutes les autres catégories de prestations sociales ont affiché une croissance réelle – corrigée – un peu plus limitée qu'en 2007. Cette modération a eu lieu nonobstant de nouvelles mesures de corrections sociales entrées

GRAPHIQUE 59 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) Déflatées par les prix de la formation brute de capital fixe de l'ensemble des administrations publiques.

en application en 2008. De nombreux types d'allocations – allocations familiales, indemnités de chômage, indemnités d'incapacité de travail – ont été majorées, pour un total de quelque 150 millions d'euros.

Enfin, les subsides versés par la sécurité sociale aux entreprises ont, à l'instar des années précédentes, largement augmenté, principalement en conséquence de l'activité liée aux titres-services. L'enveloppe totale qui leur est destinée a enflé de plus de 200 millions d'euros, à près de 900 millions. Ce montant ne tient pas compte des déductions fiscales dont bénéficient, en outre, les utilisateurs de ces titres.

Plus encore qu'en 2007, la croissance du volume des dépenses primaires corrigées des communautés et régions s'est ralentie, se limitant à 0,8 p.c. Cette nette décélération résulte notamment d'une progression limitée des rémunérations – hors indexation – dans ce sous-secteur, pratiquement toutes les catégories de dépenses importantes ayant du reste évolué de façon modérée.

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. Ceux-ci ont ainsi généralement tendance à croître fortement à l'approche d'élections communales – les dernières s'étant tenues en 2006 –, tandis qu'ils diminuent les deux années qui suivent ces scrutins. Ces changements de rythme se sont reflétés dans le total des dépenses primaires locales, qui n'ont augmenté que de 0,1 p.c. en 2008.

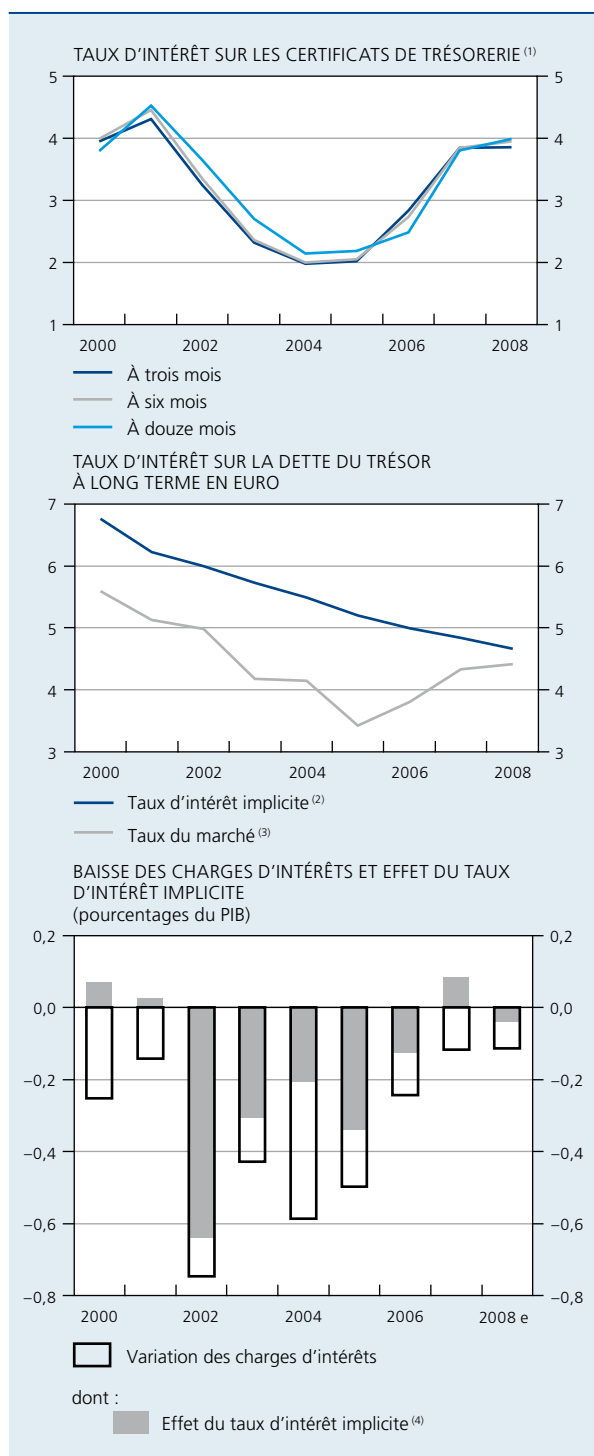
Charges d'intérêts des administrations publiques

Après avoir atteint un sommet de 11,6 p.c. du PIB en 1990, les charges d'intérêts de l'ensemble des administrations publiques ont reflué, revenant à 3,7 p.c. du PIB au cours de l'année sous revue. La diminution de ces charges, de 0,4 point de pourcentage du PIB par an en moyenne, est dans une large mesure imputable à la contraction du taux d'intérêt implicite de la dette publique, même si la baisse systématique du taux d'endettement depuis son sommet en 1993 y a, elle aussi, contribué.

La décreue des charges d'intérêts s'est limitée à 0,1 point de pourcentage du PIB en 2008. Comme l'explique l'encadré 13, le taux d'endettement des administrations publiques a très fortement augmenté au dernier trimestre de l'année sous revue, à la suite des injections de capitaux auxquelles ont procédé les pouvoirs publics dans plusieurs institutions financières belges sur fond de crise financière. Ces interventions n'ont eu lieu qu'à la fin de 2008, de sorte que le surcroît de charges d'intérêts qu'elles ont entraîné est demeuré globalement assez réduit cette année.

GRAPHIQUE 60 DÉCOMPOSITION DE LA VARIATION DES CHARGES D'INTÉRÊTS

(pourcentages, sauf mention contraire)



Sources : ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Taux moyen implicite sur les certificats de trésorerie.

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

(3) Taux d'intérêt moyen des emprunts publics à dix ans.

(4) Rapport entre les charges d'intérêts de l'année en cours et l'endettement à la fin de l'année précédente. Des ajustements ont été apportés pour le calcul du taux implicite en 2005 et en 2008, afin de tenir compte de l'incidence, respectivement, de l'incorporation du FIF dans les administrations publiques et des injections de capitaux auxquelles les pouvoirs publics ont procédé dans plusieurs institutions financières sur fond de crise financière.

La poursuite de la baisse des charges d'intérêts s'explique donc par le recul du taux d'endettement qui a précédé les opérations de sauvetage du système financier, ainsi que par la faible contraction du taux d'intérêt implicite. Ce dernier a continué de diminuer malgré l'incidence de la légère hausse des taux d'intérêt à court terme – le taux implicite des certificats de trésorerie à douze mois est passé de 3,8 p.c. en 2007 à 4 p.c. en 2008 –, celle-ci étant plus que compensée par la poursuite du repli du taux d'intérêt implicite sur la dette à long terme. L'écart entre le taux d'intérêt sur les nouvelles émissions de titres à long terme, qui constituent l'essentiel de la dette publique totale, et le taux d'intérêt implicite sur la dette à long terme est, en effet, demeuré favorable, s'établissant toutefois à un niveau très bas, à savoir moins de 25 points de base. Les possibilités de refinancer à l'avenir les dettes venant à échéance à un taux d'intérêt plus faible apparaissent donc considérablement réduites, dépendant de l'évolution future du taux du marché. Le maintien, au cours des prochaines années, de la tendance baissière du taux d'intérêt implicite sur la dette publique observée dans le passé est donc loin d'être assuré.

Solde de financement des sous-secteurs des administrations publiques

L'évolution du solde budgétaire de l'ensemble des administrations publiques résulte de dynamiques divergentes au niveau des sous-secteurs. L'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, contrebalancé en partie par un léger excédent dans l'Entité II, qui regroupe les communautés et régions ainsi que les pouvoirs locaux.

Le pouvoir fédéral a vu son déficit se creuser à 1,5 p.c. du PIB, soit une détérioration de 0,5 point de pourcentage par rapport à 2007. Cette aggravation provient essentiellement de la croissance soutenue des dépenses, bien que la décreue des recettes y ait également contribué. Cette dernière s'explique par la forte expansion des recettes fiscales transférées aux autres sous-secteurs des administrations publiques. L'augmentation des dépenses publiques est, quant à elle, notamment imputable à l'incidence de la poussée inflationniste et à l'accélération du rythme de paiement des factures à la fin de l'année.

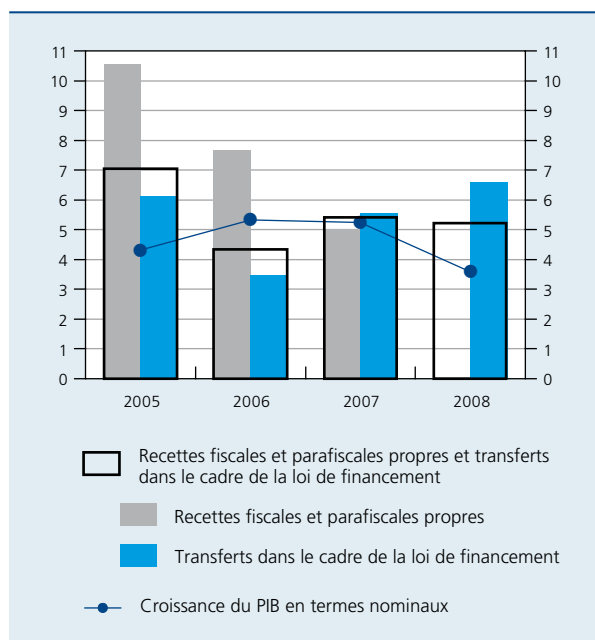
La sécurité sociale a enregistré pour la troisième année consécutive un excédent, celui-ci revenant toutefois de 0,5 à 0,4 p.c. du PIB. Tant les recettes que les dépenses se sont inscrites en nette hausse. Les cotisations sociales ont progressé plus vivement que le PIB, en raison de la part accrue des salaires dans ce dernier. Par ailleurs, le

TABLEAU 36 SOLDE DE FINANCEMENT DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PAR SOUS-SECTEUR
(pourcentages du PIB)

	2004	2005	2006	2007	2008 e
Solde primaire	4,5	1,6	4,3	3,5	2,7
Entité I	4,2	1,4	4,1	3,1	2,4
Pouvoir fédéral	4,3	1,5	3,8	2,6	2,1
Sécurité sociale	0,1	0,0	0,4	0,5	0,4
Entité II	0,3	0,3	0,2	0,5	0,3
Communautés et régions	0,3	0,4	0,3	0,4	0,1
Pouvoirs locaux	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,2
Charges d'intérêts	4,7	4,2	3,9	3,8	3,7
Solde de financement	-0,2	-2,6	0,3	-0,3	-1,1
Entité I	-0,1	-2,5	0,4	-0,5	-1,2
Pouvoir fédéral	-0,1	-2,5	0,0	-1,1	-1,5
Sécurité sociale	0,1	0,0	0,4	0,5	0,4
Entité II	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,1
Communautés et régions	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0
Pouvoirs locaux	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,1

Sources: ICN, BNB.

GRAPHIQUE 61 RECETTES DES COMMUNAUTÉS ET RÉGIONS ⁽¹⁾
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources: ICN, BNB.

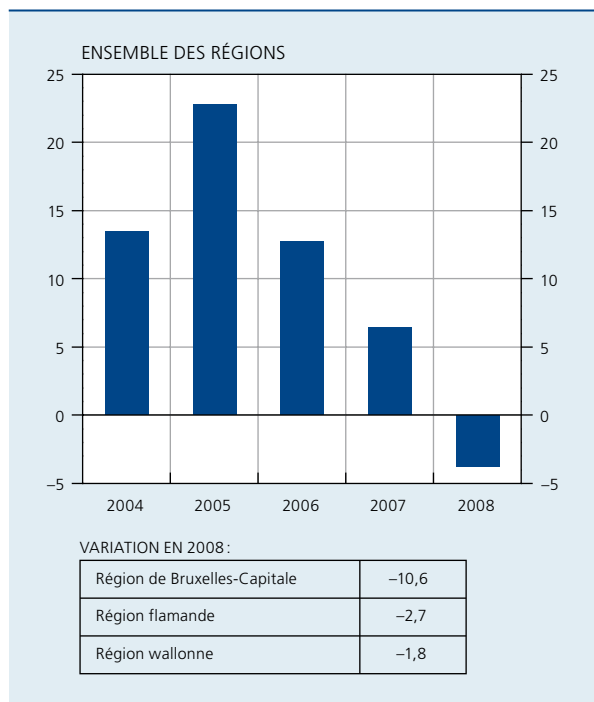
(1) Les données sont corrigées pour tenir compte de la modification du financement d'Aquafin, qui ne repose plus sur les ressources générées par des taxes sur les eaux, mais sur les rétributions qui lui sont octroyées par les sociétés de distribution d'eau en Région flamande.

« financement alternatif », qui est fondé sur une répartition avec la sécurité sociale des recettes fiscales perçues par le Trésor, a été fortement élargi, mais dans une mesure moindre que prévu en raison de l'épuisement des recettes transférables au titre de la TVA. La croissance soutenue des dépenses est principalement due à l'incidence de l'accélération de l'inflation sur les allocations sociales. Les pensions du secteur privé ont sensiblement augmenté sous l'effet, entre autres, des adaptations des allocations de pension à l'évolution du bien-être et de l'élévation du nombre de pensionnés.

Alors que les communautés et régions avaient affiché sans discontinuer un surplus budgétaire depuis 2004, le solde laissé par leurs opérations s'est détérioré de 0,3 point de pourcentage du PIB en 2008, pour se clôturer par un équilibre budgétaire. Les impôts régionaux ont stagné au cours de l'année sous revue, en contraste avec la forte hausse des années précédentes. Les droits d'enregistrement ont même diminué par rapport à 2007, sur fond de détente du marché immobilier. Ce recul a surtout été marqué dans la Région de Bruxelles-Capitale. Le moindre accroissement des impôts régionaux a toutefois été plus que compensé par la très forte progression des parties de l'impôt des personnes physiques et de la TVA qui sont allouées aux entités fédérées par le pouvoir fédéral dans le cadre de la loi de financement. L'expansion vigoureuse des ressources

GRAPHIQUE 62 DROITS D'ENREGISTREMENT

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



Sources : ICN, BNB.

financières qui leur sont transférées découle notamment du solde laissé par le décompte définitif effectué pour l'année 2007. Ce solde a été positif du fait que la croissance de l'activité économique, qui détermine une part importante de l'évolution de ces transferts, a été supérieure en 2007 à ce qui avait été prévu. Les transferts ont, par ailleurs, été gonflés par la prise en compte, en 2008 même, dans leur calcul de l'incidence de l'inflation nettement plus rapide qu'escompté. La structure des recettes étant relativement différente d'une entité à l'autre – la part des recettes fiscales propres est particulièrement élevée dans la Région de Bruxelles-Capitale –, les évolutions susmentionnées ont un impact variable sur les recettes totales de ces entités. Les communautés et régions ont aussi enregistré une progression très vive de leurs dépenses, en raison entre autres de la reprise par la Région flamande d'une partie de la dette des communes sous sa tutelle, à hauteur de quelque 600 millions d'euros.

Le solde des pouvoirs locaux s'est mué d'un déficit de 0,1 p.c. du PIB en 2007 en un surplus de 0,1 p.c. Cette amélioration est la conséquence de la forte augmentation de leurs recettes, qui a résulté de la reprise de dette décrite ci-avant, tandis que leurs dépenses n'ont guère varié par rapport au PIB.

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 des facteurs non récurrents. Dans le cadre du SEBC, il est utilisé, à cette fin, une méthode harmonisée permettant d'épurer les soldes budgétaires des influences conjoncturelles. Après une correction supplémentaire pour les facteurs non récurrents, le niveau et l'évolution du solde de financement structurel des administrations publiques peuvent être établis. Ces concepts doivent être maniés avec une certaine prudence dans la mesure où, pour la période récente, les données sont susceptibles de révisions parfois importantes.

Des indicateurs construits sur cette base, il ressort que le solde structurel de financement s'est détérioré de 0,6 point de pourcentage du PIB en 2008. Comme les charges d'intérêts ont encore quelque peu diminué, cette évolution est à imputer exclusivement au recul de l'excédent primaire structurel.

La dégradation moins sensible du solde de financement structurel que celle du solde observé s'explique par l'impact défavorable sur ce dernier des stabilisateurs automatiques des finances publiques.

Ainsi, le ralentissement conjoncturel a exercé une incidence négative estimée à 0,4 point de pourcentage du PIB. La croissance de l'activité est restée inférieure à son rythme tendanciel et l'influence négative de la conjoncture a été renforcée par des effets de composition défavorables aux finances publiques. En effet, la progression réelle de certaines composantes des revenus et des dépenses qui, comme le revenu du travail et la consommation privée, ont une incidence très importante sur le compte des administrations publiques, est restée, plus encore que celle du PIB, en dessous de leur croissance tendancielle. Il s'indique de noter que cette approche des effets de composition diffère de celle retenue au début du présent chapitre, où l'analyse s'effectue sur la base des évolutions nominales du PIB et de ses composantes.

Les facteurs non récurrents ont, quant à eux, influencé favorablement l'évolution du solde budgétaire. Alors qu'ils l'avaient détérioré de 0,2 point de pourcentage du PIB en 2007, leur effet sur les comptes de l'année sous revue a été neutre par solde.

TABLEAU 37 ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE STRUCTURELLE

(variation par rapport à l'année précédente, points de pourcentage du PIB, sauf mention contraire)

	2005	2006	2007	2008 e
Solde de financement observé	-2,4	2,9	-0,6	-0,8
Composante conjoncturelle ⁽¹⁾	-0,3	0,6	0,9	-0,4
Facteurs non récurrents	-2,8	2,8	-0,9	0,2
Solde de financement structurel	0,7	-0,5	-0,6	-0,6
<i>p.m. Niveau du solde de financement structurel⁽²⁾</i>				
<i>Selon la méthodologie de la BNB</i>	-0,1	-0,6	-1,1	-1,7
<i>Selon la méthodologie de la CE</i>	-0,9	-1,4	-1,4	-1,7
Charges d'intérêts	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1
Solde primaire structurel	0,3	-0,7	-0,6	-0,6

Sources : CE, ICN, BNB.

(1) 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.

(2) Pourcentages du PIB.

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 de 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, 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.

Les concepts de PIB potentiel et tendanciel visent tous deux à dégager la tendance de fond de la croissance économique indépendamment des fluctuations conjoncturelles, le premier se basant sur l'usage d'une fonction de production qui tient compte des stocks disponibles de main-d'œuvre et de capital ainsi que de l'évolution de la PTF, le second reposant sur l'usage exclusif d'une méthode de lissage statistique (filtre *Hodrick-Prescott*). 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'estimation par la CE du solde de financement structurel enregistré en 2008 est identique à celle de la Banque : selon les deux optiques, l'année sous revue se serait clôturée par un déficit structurel de 1,7 p.c. du PIB.

Encadré 12 – Les finances publiques belges depuis l'introduction de l'euro : un relâchement structurel

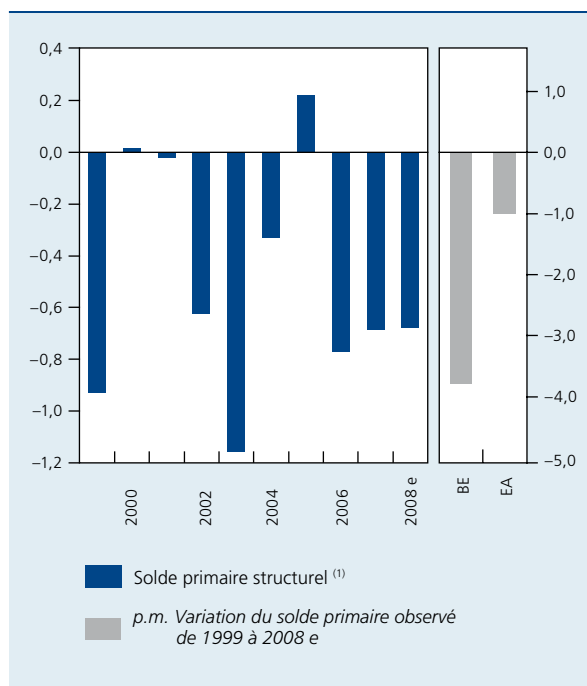
En 1999, la Belgique a participé à la première vague de pays ayant adopté l'euro. La Belgique satisfaisait, en effet, aux critères de convergence fixés dans le traité de Maastricht. Le déficit budgétaire était passé, dès 1997, sous la valeur de référence de 3 p.c. du PIB, et, même si la dette publique dépassait encore largement la valeur de référence de 60 p.c. du PIB, elle avait suffisamment diminué à l'approche de l'union monétaire. Ceci était dû aux efforts budgétaires substantiels consentis depuis que ces critères de convergence avaient été définis. Le solde primaire structurel, qui constitue un indicateur de l'orientation de la politique budgétaire, s'était en effet amélioré de quelque 5 points de pourcentage du PIB entre 1992 et 1998.



Dans les premières années qui ont suivi l'introduction de l'euro, les autorités belges se sont engagées à poursuivre l'assainissement des finances publiques. Ainsi, à la faveur, en 2000, de la résorption du déficit budgétaire, elles avaient décidé dans le programme de stabilité de cette année de se donner pour la première fois comme objectif la constitution progressive d'un excédent structurel, afin de préparer les finances publiques aux coûts budgétaires liés au vieillissement démographique de la population, qui se feront essentiellement sentir à partir de 2010. Cet objectif, qui impliquait l'obtention d'un surplus de 0,7 p.c. du PIB en 2005, s'inscrivait dans la ligne des recommandations formulées à l'époque par la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des finances, qui estimait une telle trajectoire budgétaire indispensable pour garantir la soutenabilité des finances publiques. C'est aussi dans ce contexte qu'a été constitué le Fonds de vieillissement qui devait accumuler des réserves par le biais principalement des surplus budgétaires, en vue de faire face aux conséquences attendues du vieillissement de la population. Une telle politique s'impose, de surcroît, pour éviter que les ajustements budgétaires nécessaires ne soient reportés dans une mesure disproportionnée sur les générations suivantes.

LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE BELGE DEPUIS L'INTRODUCTION DE L'EURO

(variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire ; points de pourcentage du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

(1) Corrigé de l'incidence de la conjoncture et des facteurs non récurrents.

La méthodologie employée pour évaluer la composante conjoncturelle est 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.

En réalité, la réalisation sur une base structurelle de cette stratégie a toujours été reportée et les objectifs budgétaires n'ont pas été atteints ou ont systématiquement été assouplis. Pendant l'année sous revue, un déficit budgétaire plus élevé qu'en 1998 a même été enregistré. En effet, la marge de manœuvre budgétaire qui a été dégagée grâce au recul considérable des charges d'intérêts depuis l'introduction de l'euro n'a pas été réservée pour une réduction accélérée de la dette, mais bien affectée à un assouplissement substantiel de la politique budgétaire.

Le solde primaire s'est effrité presque chaque année depuis 1999, se détériorant de 3,8 points de pourcentage du PIB – de près de 5 points en termes structurels – au cours des dix années qui ont suivi l'introduction de l'euro, effaçant ainsi quasi entièrement l'amélioration qui avait été obtenue entre 1992 et 1998. Le relâchement de la politique budgétaire durant les dix dernières années est attribuable tant aux recettes qu'aux dépenses primaires.

Pour ce qui est des recettes, il convient de mentionner les réductions importantes de l'impôt des personnes physiques et des cotisations sociales. Ces abaissements de charges pour les ménages n'ont que partiellement été compensés par le relèvement d'autres prélèvements, tels que certaines taxes à la consommation, et par d'autres facteurs, tels que l'alourdissement automatique de la pression fiscale résultant de la progressivité de l'impôt des personnes physiques. Exprimées en pourcentage du PIB tendanciel, les recettes publiques se sont donc clairement réduites sur une base structurelle les dernières années, dans le cadre notamment de la politique visant à renforcer le potentiel de l'économie par l'abaissement des charges sur le facteur travail.

S'agissant des dépenses primaires, leur croissance structurelle en termes réels a atteint en moyenne 2,6 p.c. par an au cours de la période 1998-2008. Comme ce rythme a été sensiblement plus élevé que la progression tendancielle de l'activité, il s'en est suivi une hausse considérable des dépenses primaires structurelles par rapport au PIB tendanciel. Parmi les catégories de dépenses qui ont augmenté plus vivement que le PIB tendanciel, figurent essentiellement les dépenses de soins de santé, les subsides (rubrique sous laquelle les dépenses relatives aux titres-services et certaines réductions de charges sont comptabilisées) et, dans une moindre mesure, les rémunérations du personnel de la fonction publique et les achats courants de biens et services.

Un relâchement de la discipline budgétaire lié à ce que l'on qualifie parfois de « fatigue post-Maastricht » a été observé non seulement en Belgique, mais également dans le reste de la zone euro en moyenne. Néanmoins, la détérioration du solde primaire depuis l'introduction de l'euro, en 1999, a été beaucoup plus limitée dans la zone euro qu'en Belgique, ce qui est le signe que l'assouplissement de la politique budgétaire a été nettement moins important dans les autres pays de la zone.

L'atténuation systématique des objectifs budgétaires annoncés n'a pas trouvé son origine dans l'évolution de la conjoncture économique. Au cours des dix dernières années, celle-ci a en effet été plutôt favorable, puisque l'activité économique a progressé de 2,2 p.c. en moyenne par an, c'est-à-dire à un rythme un peu plus soutenu que la croissance tendancielle. Dans ce contexte, il n'est pas inutile de souligner l'importance que revêt la qualité des procédures budgétaires pour la maîtrise des finances publiques. À cet égard, la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des finances a précisé dans l'avis qu'elle a rendu au mois de juin 2008 que la politique budgétaire doit se fonder sur des hypothèses plausibles. Un budget crédible exige par exemple que seules des mesures qui sont suffisamment précisées et qui, sauf circonstances exceptionnelles, seront effectivement mises en œuvre soient incorporées. De plus, les recettes publiques doivent être estimées de façon réaliste et, de préférence, prudente. La section « Besoins de financement des pouvoirs publics » a indiqué à ce propos que les méthodes utilisées pour estimer les recettes fiscales lors de la confection du budget devraient faire l'objet d'une évaluation approfondie.

La crédibilité de la politique budgétaire n'est pas sans jouer un rôle dans la détermination des taux d'intérêt de la dette publique sur les marchés financiers. À cet égard, on peut noter que, comme l'explique le chapitre 7 consacré aux comptes financiers des particuliers, entreprises et administrations publiques, l'écart entre les taux de référence des emprunts publics belge et allemand à dix ans s'est sensiblement creusé, augmentant de quelque 80 points de base entre la mi-2007 et la fin de 2008. Si ce phénomène est lié dans une large mesure à la crise financière internationale, il est aussi plus généralement le signe que les investisseurs prennent en compte le fait que les titres émis par certains États sont moins liquides et plus risqués que les titres émis par d'autres. Les évolutions les plus récentes indiquent que c'est essentiellement pour les pays qui affichent une dette publique élevée ou des déficits considérables, réalisés ou attendus, que les primes de risque ont été revues à la hausse. Dans ce contexte, une politique budgétaire crédible, axée sur une réduction rapide de la dette et le préfinancement d'une partie

importante des coûts liés au vieillissement de la population, par la constitution progressive d'un excédent structurel conformément aux engagements pris au niveau européen, offre de meilleures garanties en vue d'abaisser les coûts du financement de la dette publique belge. Lorsque l'activité économique aura retrouvé un rythme de progression plus normal, il sera souhaitable de revenir rapidement sur la trajectoire budgétaire récemment prônée par la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des finances. Cela ne sera cependant possible que moyennant une perception correcte des recettes publiques et, surtout, une rupture de tendance dans la croissance des dépenses primaires.

6.3 Dette de l'ensemble des administrations publiques

À la fin de 2008, la dette de l'ensemble des administrations publiques a atteint 88,7 p.c. du PIB. Elle a de la sorte augmenté de 4,8 points de pourcentage du PIB par rapport à l'année précédente. Il s'agit de la première hausse

du taux d'endettement depuis 1993, moment où il avait culminé à 133,5 p.c. Entre ce point haut et 2007, la dette avait reculé à un rythme annuel moyen de 3,5 points de pourcentage du PIB.

Le rebond de la dette des administrations publiques s'explique avant tout par des facteurs exogènes qui ont

TABLEAU 38 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

	1993	Moyenne 1994-2004	2005	2006	2007	2008 e	Évolution de 1993 à 2008 e
Niveau de la dette (en fin de période)	133,5		92,1	87,8	83,9	88,7	
<i>p.m. Idem, zone euro</i>	65,1 ⁽¹⁾	70,7 ⁽¹⁾	70,2	68,5	66,4	69,0	
Variation de la dette		-3,6	-2,2	-4,3	-3,9	4,8	-44,9
Variation endogène ⁽²⁾		-2,9	-1,3	-5,0	-4,1	-1,8	-43,4
Solde primaire requis pour stabiliser la dette ⁽²⁾		2,6	0,3	-0,7	-0,5	0,9	
Taux d'intérêt implicite de la dette ⁽³⁾⁽⁴⁾		6,2	4,8	4,7	4,7	4,8	
Croissance du PIB nominal ⁽³⁾		3,9	4,3	5,3	5,2	3,5	
Solde primaire effectif		5,5	1,6	4,3	3,5	2,7	
Variation résultant d'autres facteurs		-0,7	-0,8	0,7	0,2	6,6	-1,6
Opérations avec la BNB (notamment plus-values sur or)		-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	
Participations ⁽⁵⁾		-0,2	-0,1	0,2	0,4	4,9 ⁽⁸⁾	
Crédits ⁽⁶⁾		-0,2	-0,1	-0,1	0,0	1,4 ⁽⁸⁾	
Changements de classement sectoriel		0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	
Autres ⁽⁷⁾		0,0	-0,2	0,6	-0,2	0,2	

Sources: CE, ICN, BNB.

(1) À l'exclusion des pays qui ont adhéré à la zone euro après 2006.

(2) La variation endogène de la dette publique est donnée par la différence entre le solde primaire requis pour stabiliser la dette – c'est-à-dire le solde égal à l'écart entre le taux d'intérêt implicite de la dette et le taux de croissance du PIB nominal, multiplié par le rapport entre la dette à la fin de l'année précédente et le PIB de la période considérée – et le solde primaire effectif.

(3) Pourcentages.

(4) Corrigé pour neutraliser l'impact des SIFIM sur les charges d'intérêts.

(5) Prises nettes de participations, à l'exclusion des opérations avec la BNB.

(6) Octrois nets de crédits.

(7) Principalement la formation nette d'autres actifs financiers, l'incidence des différences de change et des primes d'émission et de rachat et les écarts statistiques.

(8) En raison de la décision de la Cour d'appel de Bruxelles du 12 décembre 2008 de suspendre la vente des activités de Fortis en Belgique à BNP Paribas, la prise de participation dans la structure de défaillance créée pour la reprise d'un portefeuille de produits structurés de Fortis Banque Belgique, nommée Royal Park Investments, et les prêts en sa faveur n'ont pu être effectués avant la fin de l'année sous revue. Néanmoins, la Société fédérale de participations et d'investissement, qui fait partie du secteur des administrations publiques, a bien emprunté les fonds à cette fin, pour un montant total de 5,8 milliards d'euros.

suscité de nouveaux emprunts pour un montant de 6,6 points de pourcentage du PIB. Parmi ces facteurs qui ont un impact sur la dette mais pas sur le solde de financement, on retrouve, pour l'essentiel, les injections de capitaux au bénéfice d'un certain nombre d'institutions dans le contexte de la crise qui a secoué le secteur financier vers la fin de l'année sous revue. Entre septembre et décembre, les actions de sauvetage ainsi menées par les pouvoirs publics belges vis-à-vis de ce secteur ont provoqué une hausse de la dette de 6,3 points de pourcentage du PIB. Les modalités que ces interventions des pouvoirs publics ont revêtues sont décrites en détail dans l'encadré 16 que le chapitre 8 traitant de la stabilité financière leur consacre, tandis que leur traitement dans les statistiques de finances publiques fait l'objet d'un examen plus approfondi dans l'encadré 13 du présent chapitre.

L'évolution endogène de la dette publique a contribué, quant à elle, à la réduction de l'endettement des administrations publiques, à hauteur de 1,8 point de pourcentage. Elle s'est toutefois inscrite en net recul par rapport à 2006 et à 2007 : non seulement le surplus primaire effectif s'est détérioré, de 0,9 point de pourcentage du PIB, mais surtout la croissance du PIB nominal, en repli, est devenue inférieure au taux d'intérêt implicite, alors qu'elle lui avait été supérieure les deux années précédentes. Le surplus primaire en 2008 est demeuré suffisant pour empêcher la résurgence d'un effet boule de neige des charges d'intérêts sur la dette publique, mais force est de constater qu'il s'est fortement réduit au fil des années.

Encadré 13 – Impact sur les finances publiques des interventions des pouvoirs publics dans le cadre de la crise financière

En réponse à la crise financière, les gouvernements – en Belgique ainsi que dans de nombreux pays – ont pris différentes mesures telles que la mise à disposition de fonds aux institutions financières sous la forme de prises de participations ou de crédits, ou encore l'apport à celles-ci d'une garantie de l'État. Dans le chapitre 8 consacré à la stabilité financière, l'encadré 16 décrit de manière détaillée les modalités que ces interventions ont revêtues mais, pour aider à la compréhension de leur implication sur les finances publiques, une explication des règles statistiques en vigueur pour leur enregistrement dans les comptes nationaux réels et financiers a semblé nécessaire. En vue d'assurer une harmonisation internationale des statistiques économiques, l'établissement de ces comptes est régi par des méthodologies mises au point et coordonnées par plusieurs institutions internationales, à savoir les Nations Unies, la Banque mondiale, la CE, le FMI et l'OCDE. Dans l'UE, les règles comptables qui sont d'application sont déterminées par le Système européen des comptes nationaux et régionaux, plus connu sous l'acronyme de SEC 95.

Des prises de participations des administrations publiques dans des sociétés sont enregistrées dans les comptes nationaux comme des opérations financières sans incidence sur leur solde de financement pour autant qu'elles reçoivent, en échange de leur apport, un actif financier de même valeur, susceptible de générer des dividendes et/ou une plus-value. La valeur de transaction d'une opération financière doit, pour ce faire, correspondre au prix du marché ou à la juste valeur des actifs financiers concernés. La partie des apports de capitaux qui excède la juste valeur doit être traitée comme un transfert en capital avec un impact négatif sur le solde de financement. Ces opérations entraînent un accroissement de la dette de l'ensemble des administrations publiques, à hauteur du recours à l'emprunt pour financer l'achat de ces actions et autres participations. De nouveaux actifs financiers sont comptabilisés à due concurrence dans les comptes financiers des administrations publiques, pour autant que leur prix n'excède pas la juste valeur.

Lors du rachat d'un actif ou d'une participation à une structure de défaillance – une méthode d'intervention permettant d'isoler les actifs douteux fréquemment utilisée en cas de restructuration financière –, le traitement statistique dépend aussi de la valeur de la transaction. Si elle est évaluée à sa juste valeur, alors il s'agira d'une opération financière affectant seulement les comptes financiers, tant l'endettement que l'encours des actifs. Lorsque le prix payé par les administrations publiques est supérieur à la juste valeur des actifs, cet écart est considéré comme un transfert en capital et donne lieu par conséquent à un débours dans les comptes réels.



Les pouvoirs publics peuvent également injecter des fonds dans une société sous la forme de prêt. Si le prêt est octroyé aux conditions du marché et si l'entreprise a l'obligation d'en rembourser le principal et les intérêts, il s'agira d'une opération financière. Il n'affecte donc pas le solde de financement des administrations publiques, mais bien leurs comptes financiers, soit que le recours à l'emprunt est nécessaire pour financer l'octroi de ce prêt, soit que ce prêt se substitue à d'autres actifs financiers.

Lorsque les pouvoirs publics décident de céder aux anciens actionnaires une part des gains ou dividendes qu'ils réaliseront sur leurs participations, cette cession est considérée, d'un point de vue statistique, comme une libéralité et doit être comptabilisée comme un transfert en capital.

Un autre mécanisme d'intervention des administrations publiques est l'octroi de garanties, qui peuvent porter sur les dépôts des épargnants, sur les prêts interbancaires, sur les prêts des banques centrales aux sociétés financières, etc. L'octroi de garanties auxquelles le recours est peu probable n'a aucun impact immédiat ni sur le solde de financement, ni sur la dette des administrations publiques. Ces garanties sont, en effet, considérées comme des opérations hors bilan dans les comptes nationaux. Lorsque, le cas échéant, il est fait appel à la garantie, un transfert en capital doit être enregistré à concurrence du montant appelé, avec un effet négatif tant sur le solde de financement des administrations publiques que sur les comptes financiers. La commission éventuelle relative à l'octroi de la garantie est traitée comme une recette de vente de services.

**INCIDENCE DIRECTE EN 2008 SUR LA DETTE BRUTE CONSOLIDÉE
DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES BELGES
DES OPÉRATIONS DE SAUVETAGE DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES**
(injections de capitaux, milliards d'euros, sauf mention contraire)

<i>Fortis</i>	
Injections de capital	9,4
Structure de défaillance ⁽¹⁾	5,8
<i>Dexia</i> ⁽²⁾	1,5
<i>KBC</i>	3,5
<i>Ethias</i>	1,5
Total	21,7
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB</i>	6,3

Source: BNB.

(1) En raison de la décision de la Cour d'appel de Bruxelles du 12 décembre 2008 de suspendre la vente des activités de *Fortis* en Belgique à *BNP Paribas*, la prise de participation dans la structure de défaillance créée pour la reprise d'un portefeuille de produits structurés de *Fortis Banque Belgique*, nommée *Royal Park Investments*, et les prêts en sa faveur n'ont pu être effectués avant la fin de l'année sous revue. Néanmoins, la Société fédérale de participations et d'investissement, qui fait partie du secteur des administrations publiques, a bien emprunté les fonds à cette fin, pour un montant total de 5,8 milliards d'euros.

(2) L'apport de la Région flamande à hauteur de 500 millions d'euros n'est pas pris en compte dans la mesure où il a été effectué par ponction dans les réserves de cette entité.

Globalement, de la fin de septembre à la fin de l'année sous revue, les apports de fonds du pouvoir fédéral et des régions à des institutions financières de leur juridiction ont représenté 22,2 milliards d'euros. La quasi-totalité a dû être financée par emprunt, de sorte que l'augmentation de la dette publique brute consolidée consécutive à ces opérations s'est élevée à 21,7 milliards, soit 6,3 p.c. du PIB. En contrepartie de cet endettement, les administrations publiques ont formé de nouveaux actifs financiers pratiquement à due concurrence.



Au moment de la clôture du présent Rapport, Eurostat, l'Office statistique de la CE, se penchait toujours sur l'interprétation précise des règles comptables, en vue de leur application cohérente dans tous les États membres de l'UE. Dans l'attente des conclusions définitives d'Eurostat, qui devraient être rendues publiques en mars 2009, l'estimation du solde de financement des administrations publiques belges en 2008 ne tient pas compte de l'effet direct éventuel des mesures adoptées pour renflouer les institutions financières belges ébranlées par la crise financière.



Charles Camille Chazal, visage de l'allégorie du Hainaut,
détail d'un projet pour le fond de sécurité d'un billet non réalisé et figurant
les allégories des neuf provinces de la Belgique, non daté (vers 1870),
collection Banque nationale de Belgique

Comptes financiers des particuliers, entreprises et administrations publiques



7.

7.1 Effets majeurs de la crise financière

La crise financière a fortement affecté les opérations financières des particuliers, des entreprises et des administrations publiques belges. Elle s'est surtout fait sentir durant les derniers mois de l'année écoulée, mais l'analyse qui suit ne peut rendre compte, pour l'essentiel, que des évolutions au cours des trois premiers trimestres dans la mesure où les comptes financiers n'étaient encore disponibles que pour cette période au moment de la clôture du présent Rapport.

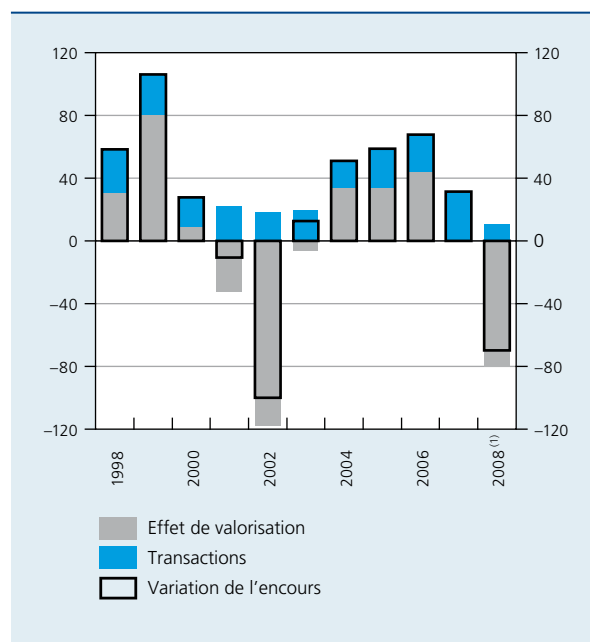
L'encours des actifs financiers détenus par les particuliers a ainsi subi en 2008 de substantiels effets de valorisation, reflétant principalement les variations des prix des actifs et, dans une moindre mesure, les fluctuations de cours de change. Compte tenu de l'effondrement des cours boursiers, des moins-values ont été enregistrées pour un montant de 80 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2008, essentiellement sur les placements en actions et en parts d'OPC. Sur l'ensemble de l'année sous revue, elles pourraient se monter à approximativement 150 milliards d'euros. Elles dépasseraient donc celles essayées durant l'année 2002 – qui s'étaient élevées à 118 milliards – dans la foulée de l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques. Cette baisse du patrimoine de l'ordre de 17 p.c. a constitué l'un des canaux de contagion de la crise financière internationale à l'économie réelle.

À côté de leurs avoirs financiers, les ménages belges disposent d'un patrimoine immobilier appréciable. Celui-ci s'est considérablement accru au cours des dix dernières années: estimé à 355 milliards d'euros à la fin de 1997, il atteignait 900 milliards dix ans plus tard. La richesse immobilière a, de la sorte, supplanté la richesse financière au sein de leur patrimoine global net: de 41 p.c. à la fin de 1997, la part de l'immobilier y représentait 58 p.c. à la mi-2008.

La valeur du patrimoine immobilier des ménages a néanmoins commencé à se tasser en 2007, dès le dernier trimestre, dans le sillage du ralentissement de l'activité et de la hausse des prix sur le marché immobilier secondaire. L'estimation du portefeuille immobilier se fonde, d'une

GRAPHIQUE 63 DÉCOMPOSITION DE LA VARIATION DE L'ENCOURS DES ACTIFS FINANCIERS DÉTENUS PAR LES PARTICULIERS

(milliards d'euros)



Source : BNB.

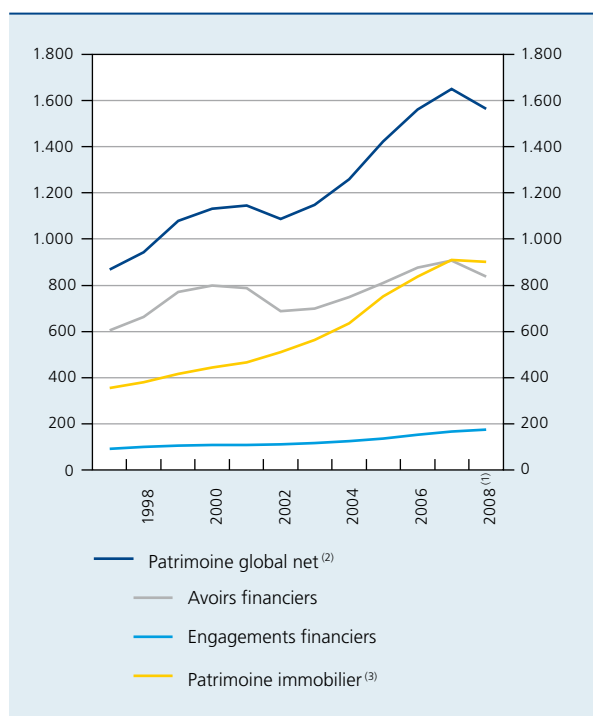
(1) Données pour les neuf premiers mois.

part, sur le nombre de logements existants recensés par le Cadastre, d'autre part, sur le prix moyen des transactions immobilières. Étant donné que le nombre global de logements a tendance à ne croître que marginalement, l'évolution du patrimoine immobilier épouse de manière quasiment parfaite celle des prix immobiliers. Après s'être établie à plus de 10 p.c. l'an de 2004 à 2006, l'augmentation des prix immobiliers s'est progressivement atténuée en 2007 et en 2008. Contrairement à la correction brutale observée dans certains pays de l'UE, la décélération du rythme d'accroissement de ces prix, mesuré sur la base des transactions, s'est effectuée en douceur: au premier semestre de 2008, ceux-ci ont encore enregistré une croissance de 5,7 p.c. sur une base annuelle, mais la dynamique à court terme, mesurée par les variations de l'indice des prix d'un semestre à l'autre, s'est fortement

ralentie, à 1 p.c. Cette évolution masque des divergences selon le type de biens immobiliers négociés, les prix des maisons baissant tandis que ceux des appartements ont continué de croître. Or, pour la valorisation du patrimoine immobilier, il convient de tenir compte de sa structure effective qui peut différer de celle sous-jacente aux transactions: en effet, dans les transactions, la part des appartements s'est établie en 2007 à 28 p.c., alors que ceux-ci ne représentaient que 21 p.c. du stock de logements en Belgique. Sur cette base, on peut estimer que, du fait de l'évolution défavorable des prix des maisons, le patrimoine immobilier a, en fait, légèrement diminué, revenant de 909 milliards d'euros à la fin de 2007 à 901 milliards au 30 juin 2008.

Le patrimoine global net des ménages – qui se définit comme la somme de leurs actifs financiers et immobiliers desquels est retranchée la valeur de leurs engagements – a donc régressé au cours des six premiers mois de l'année.

GRAPHIQUE 64 RICHESSE DES MÉNAGES
(milliards d'euros)



Sources : DGSIE, Stadim, BNB.

- (1) Données à fin juin pour le patrimoine immobilier et le patrimoine global net; à fin septembre pour les avoirs et engagements financiers.
 (2) Somme des avoirs financiers et immobiliers des ménages, desquels on a retranché la valeur de leurs engagements.
 (3) Estimation basée sur le nombre de maisons et appartements recensés par le Cadastre, dans les trois régions du pays. La valorisation du stock de logements s'effectue sur la base des prix moyens des transactions immobilières (maisons et appartements) et par région. La valeur des terrains à bâtir et des autres biens immobiliers (châteaux, maisons de rapport, etc.) n'est pas incluse dans l'estimation, pas plus que celle d'éventuelles propriétés immobilières sises à l'étranger. Par contre, l'estimation se base sur l'hypothèse que l'ensemble des logements recensés sur le territoire national appartient aux ménages résidents.

Il s'élevait à 1.564 milliards d'euros au 30 juin 2008, en baisse d'environ 86 milliards par rapport à la situation au 31 décembre 2007.

Un autre effet direct et aisément mesurable de la crise financière est la hausse du coût de financement à laquelle ont eu à faire face les sociétés non financières. Depuis le déclenchement des perturbations financières, en août 2007, le coût global de financement externe des sociétés non financières – calculé en pondérant le coût nominal des différentes sources de financement par leur encours respectif – a augmenté d'environ 40 p.c. À partir du troisième trimestre de 2008, les entreprises belges ont dès lors supporté des coûts de financement d'abord équivalents, puis largement supérieurs, au sommet qui avait été atteint en 2002, lors du ralentissement conjoncturel précédent. Il convient de rappeler que, durant cette période déjà, les conditions de financement des entreprises avaient été particulièrement mauvaises, en raison d'un climat économique très incertain.

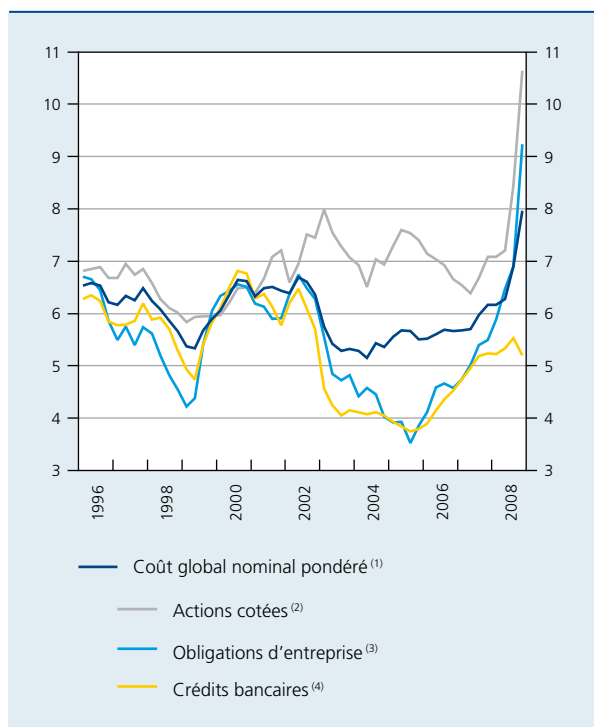
Mesuré à un an d'écart, le niveau moyen du coût de financement externe des entreprises a été d'environ 16 p.c. supérieur en 2008 à ce qu'il avait été en 2007. Cette hausse est imputable en majeure partie au renchérissement du financement par le marché, via l'émission d'actions ou de titres de créance, qui a reflété les primes de risque grandissantes exigées par les investisseurs, au fur et à mesure de l'aggravation de la crise financière et de sa transmission à la sphère économique réelle. En revanche, les taux sur les crédits bancaires n'ont que peu augmenté en moyenne sur l'ensemble de l'année écoulée et n'ont donc que faiblement contribué à l'alourdissement du coût global de financement des entreprises en 2008. En termes réels, ce dernier s'est d'autant plus accentué que, dans la seconde moitié de l'année, l'inflation anticipée s'est inscrite en net recul.

En ce qui concerne les crédits consentis par les banques, leurs tarifs sont fonction des coûts auxquels ces établissements doivent se financer. Habituellement, ceux-ci dépendent en grande partie du niveau – courant et attendu – du taux d'intérêt directeur central de l'Eurosystème. En effet, toute modification de ce taux se transmet en principe au marché monétaire et exerce ainsi une incidence sur les coûts que les établissements de crédit supportent pour se financer, notamment via le marché interbancaire à court terme.

Depuis l'éclosion de la crise financière, les banques ont pu largement s'appuyer sur les liquidités abondantes que l'Eurosystème a injectées, à des conditions exemptes de primes de risque ou de liquidité, pour pallier la quasi-paralysie du marché interbancaire. De la sorte, le renchérissement de leurs sources de financement sur les marchés

GRAPHIQUE 65 COÛTS DE FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS
NON FINANCIÈRES EN BELGIQUE

(moyennes trimestrielles, pourcentages)



Sources : Thomson Financial Datastream, BNB.

(1) Obtenu en pondérant le coût de financement par émission d'actions cotées, par émission d'obligations et par crédits bancaires, par leur part respective dans l'encours total de ces engagements financiers.

(2) Estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des dividendes.

(3) Rendement d'une obligation libellée en euro, d'une maturité de cinq à sept ans, de notation BBB.

(4) Taux moyen pondéré appliqué par les banques belges aux crédits aux entreprises. La pondération est basée sur l'encours respectif des différents types de crédits. Les taux proviennent de deux enquêtes distinctes (RIR jusqu'en 2002, MIR à partir de 2003), ce qui a entraîné une rupture de série en 2003.

financiers, en raison de la prime de risque exigée par les investisseurs à leur encontre ou des conditions de liquidité sur certains de ces marchés, n'a eu qu'un impact modéré sur les taux que les banques pratiquent sur les crédits aux entreprises. Par ailleurs, les baisses successives du taux directeur central, au cours des trois derniers mois de l'année, ont commencé à se répercuter sur les taux débiteurs dès le mois de novembre. Ainsi, en décembre 2008, les taux des crédits à court et à moyen termes aux entreprises se sont établis à des niveaux inférieurs de respectivement 120 et 90 points de base à ceux prévalant un an plus tôt, tandis que, pour les crédits à long terme, le taux est revenu à un niveau pratiquement identique.

L'examen des taux et/ou des marges pratiqués par les banques ne suffit pas pour qualifier leur politique d'octroi de crédits, dans la mesure où celles-ci disposent également d'autres instruments pour éventuellement restreindre l'offre de crédits. En particulier, lorsque les perspectives

économiques s'assombrissent fortement et que la qualité des emprunteurs s'avère très difficile à évaluer, les banques peuvent préférer le rationnement du crédit à l'augmentation des taux, de manière à éviter tant que possible les problèmes de sélection adverse. Des réponses que les établissements bancaires fournissent à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit, il ressort que ceux-ci ont indiqué avoir eu tendance à durcir graduellement, depuis la mi-2007, les conditions auxquelles les entreprises pouvaient obtenir un crédit.

Outre le financement bancaire, les entreprises, et surtout les plus grandes d'entre elles, peuvent solliciter des fonds directement auprès des marchés financiers, en émettant des actions cotées ou des titres de créance. Ces canaux de financement se sont taris et ont fortement renchéri en 2008.

En termes nominaux, le coût du financement par émission de titres de créance a significativement augmenté en 2008. Comme l'année précédente, l'ensemble des émetteurs ont été affectés et les hausses les plus sensibles ont été observées pour les émetteurs aux profils les plus faibles. Ainsi, le taux sur les obligations d'entreprise de notation BBB, libellées en euro et d'une maturité de cinq à sept ans, a atteint 9,5 p.c. à la fin de 2008, alors qu'il s'élevait à 5,8 p.c. un an plus tôt. Pour les obligations présentant des caractéristiques similaires mais dotées d'une notation AAA, la hausse a été beaucoup plus limitée, le taux passant de 4,7 à 4,9 p.c. au cours de la même période. Rapportée à l'évolution du rendement des emprunts à cinq ans émis par l'État belge – qui a pour sa part largement reflué dans la seconde moitié de 2008 étant donné le phénomène de report par les investisseurs sur les valeurs refuge –, l'augmentation s'est montée à plus de 450 points de base pour les obligations notées BBB et à un peu moins de 120 points pour les obligations notées AAA.

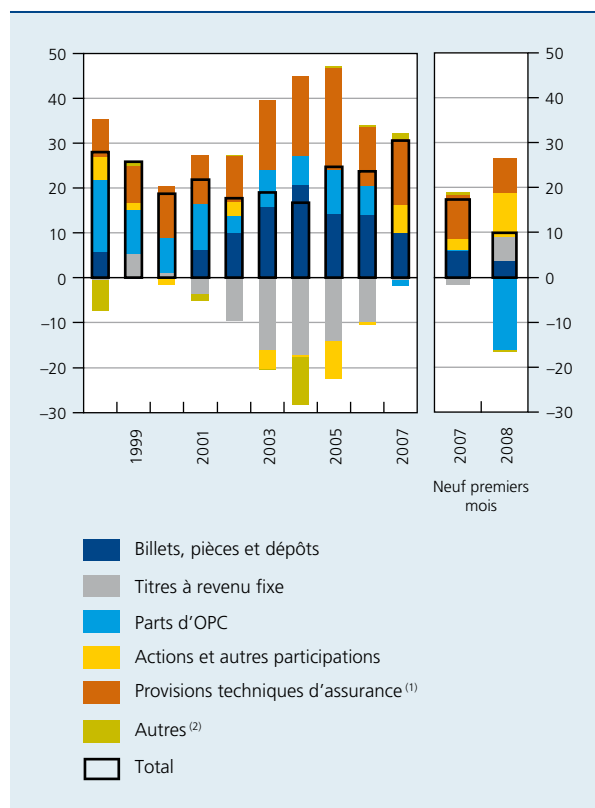
Le prix d'un appel éventuel à l'épargne via le marché boursier s'est aussi fortement accru au cours de l'année sous revue. Il est estimé dans ces lignes sur la base d'un modèle d'actualisation des dividendes : selon ce modèle, commenté plus en détail dans l'encadré 19 du Rapport 2005, il diminue (augmente) à la suite d'une hausse (baisse) des cours boursiers et se raffermie (se contracte) en réponse à une majoration (réduction) des dividendes (non seulement ceux réellement payés mais aussi, et surtout, ceux attendus). La poursuite de l'effondrement des cours boursiers, qui s'est encore accentuée aux troisième et quatrième trimestres de 2008, est ainsi à la base d'un coût sensiblement plus élevé du financement par émission d'actions. Si, comme l'implique par hypothèse le modèle susvisé, les dividendes escomptés font preuve d'une inertie relative par rapport

à l'évolution des cours boursiers, le coût de ce mode de financement aurait été en moyenne, sur l'ensemble de 2008, de 25 p.c. supérieur à ce qu'il avait été en 2007. Il est toutefois fort probable que les entreprises réduiront considérablement la rémunération de leurs actionnaires en réponse à la détérioration attendue de leur rentabilité, ce qui atténuera l'ampleur de ce renchérissement.

7.2 Particuliers

Au cours des neuf premiers mois de l'année écoulée, les particuliers ont constitué pour 10,2 milliards d'euros d'actifs financiers, soit nettement moins que durant la période correspondante de 2007 (17,3 milliards). La formation d'actifs financiers par les ménages belges a cependant légèrement dépassé leur prise de nouveaux engagements : ces derniers ont atteint 8,7 milliards d'euros durant la période considérée, contre 8,3 milliards pendant la période correspondante de l'année précédente.

GRAPHIQUE 66 FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES PARTICULIERS
(milliards d'euros)



Source : BNB.

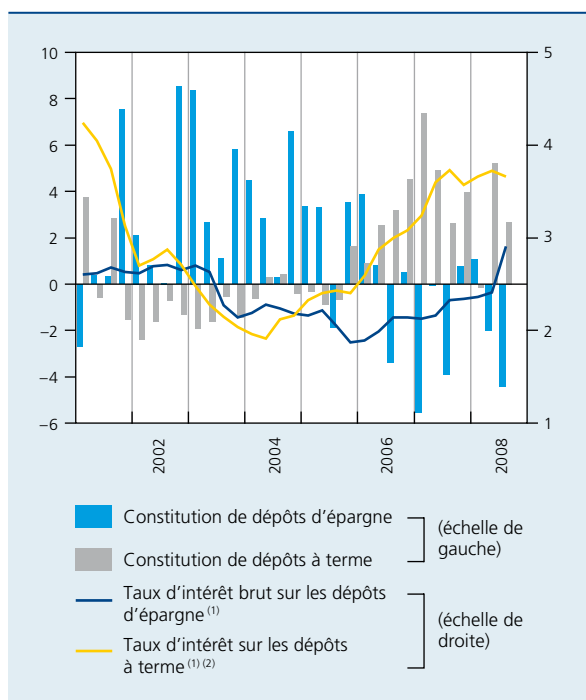
- (1) Cette rubrique comprend, essentiellement, les droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension.
(2) Cette rubrique comprend, dans la mesure où ils ont pu être recensés, les crédits commerciaux et divers actifs sur les administrations publiques et sur les institutions financières.

Formation d'actifs financiers

Les turbulences financières ont sensiblement ébranlé la confiance des particuliers dans le système bancaire. Au plus fort de la crise, au début de l'automne, les premiers signes de déstabilisation se sont fait jour, lorsque des particuliers ont souhaité retirer leurs dépôts auprès d'un certain nombre d'établissements de crédit.

Pour rassurer les épargnants et décourager les retraits massifs, le gouvernement fédéral a décidé, par un arrêté royal paru au Moniteur du 17 novembre 2008, de relever le plafond de la garantie des dépôts. Jusqu'alors, les montants déposés auprès des banques belges étaient garantis à concurrence de 20.000 euros. Désormais, en cas de défaillance d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement, chaque ayant droit bénéficie d'une indemnisation d'un montant maximum de 100.000 euros. Entrent en ligne de compte l'ensemble des avoirs en euro déposés sur les comptes à vue, les comptes d'épargne et les comptes à terme, mais aussi les bons de caisse, obligations et autres titres de créance dématérialisés émis par la banque défaillante. La protection est, en outre, étendue aux produits d'assurance s'adressant au même public

GRAPHIQUE 67 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.

d'épargnants, à savoir les contrats individuels d'assurance-vie prévoyant un rendement garanti (branche 21). Contrairement aux banques, les compagnies d'assurances ne sont toutefois pas obligées d'adhérer au système : seuls sont protégés les contrats souscrits auprès de compagnies affiliées. Par ailleurs, la réforme n'affecte pas le mécanisme de protection des autres instruments financiers confiés à un établissement défaillant dans l'hypothèse où celui-ci ne serait pas en mesure de les restituer : dans ce cas, le plafond reste fixé à 20.000 euros.

Les particuliers ont constitué des dépôts bancaires pour un montant de 2,5 milliards d'euros au cours des trois premiers trimestres, portant l'encours de leurs dépôts à

241 milliards au 30 septembre 2008. La tendance consistant à privilégier les dépôts à terme, qui s'était dessinée l'année précédente, s'est poursuivie pendant l'année sous revue : sur les neuf premiers mois de 2008, les dépôts à terme ont enregistré un afflux de 7,7 milliards d'euros, tandis que les dépôts d'épargne ont affiché un repli de 5,3 milliards d'euros. Il est vrai que les comptes à terme ont encore été assortis de taux d'intérêt supérieurs, même après déduction du précompte mobilier. Cet écart semble toutefois s'être resserré durant l'année écoulée, les taux des dépôts d'épargne s'étant inscrits en hausse, comme commenté plus en détail dans l'encadré 14.

Encadré 14 – Le statut du compte d'épargne réglementé

Jusqu'à présent, les dépôts d'épargne pouvaient bénéficier d'une exonération de précompte mobilier sur les intérêts versés (à concurrence de 1.660 euros durant l'année sous revue) s'ils remplissaient une série de critères, dont les principaux étaient :

- être libellés en euro ;
- répondre à certaines conditions relatives aux transferts et aux retraits ;
- offrir une rémunération comportant obligatoirement et exclusivement un intérêt de base (plafonné par arrêté royal) ainsi qu'une prime de fidélité et/ou une prime d'accroissement, ces dernières ne pouvant dépasser 50 p.c. du taux maximum de l'intérêt de base.

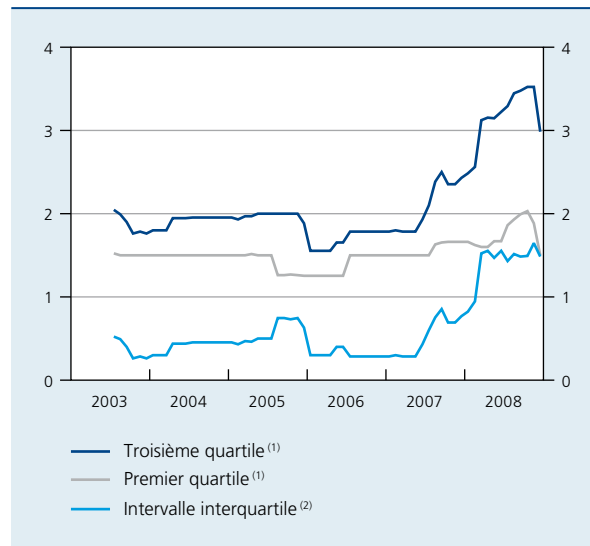
Ainsi réglementés, les dépôts d'épargne se sont longtemps vu assortis de taux d'intérêt rigides ne reflétant que très partiellement les conditions de marché. Certaines banques soucieuses de s'établir sur la place financière belge ont néanmoins commencé à offrir des taux nettement supérieurs à la moyenne. À partir du milieu de 2007, ce comportement s'est progressivement répandu, même si les grandes banques, comptant sur l'inertie des épargnants, ont tardé à réagir. Ce n'est qu'en 2008 que la concurrence entre établissements de crédit s'est intensifiée. La conquête de parts de marché par les banques opérant en ligne et proposant une rémunération généreuse a poussé les grands établissements à relever à leur tour leurs taux sur les dépôts d'épargne, certains réservant toutefois ces conditions aux comptes gérés par Internet. Ces majorations s'imposaient d'autant plus que l'épargne des ménages représentait une source de financement cruciale dans le contexte d'extrême méfiance prévalant sur le marché interbancaire. Cette véritable « guerre des taux » a débouché sur une situation où bon nombre de banques proposaient, au début de l'été 2008, un taux de base de 4 p.c., soit le maximum autorisé pour bénéficier de l'exonération de précompte mobilier sur les intérêts versés.

Le gouvernement fédéral a choisi ce moment pour porter le plafond légal à 4,25 p.c., à compter du 5 août de l'année sous revue. Ce relèvement était justifié par la volonté de prémunir les ménages contre l'érosion de leur épargne engendrée par l'accélération de l'inflation, en réactivant une concurrence bridée par un maximum devenu trop bas au regard du taux directeur central de l'Eurosystème. Toutefois, vu l'ampleur limitée du relèvement, une partie des banques ont rapidement aligné leur taux de base sur le nouveau plafond légal. C'était avant que le Conseil des gouverneurs de la BCE ne décide, par trois fois au quatrième trimestre, d'abaisser le niveau de son principal taux directeur, rendant obsolète le nouveau plafond et ravivant la nécessité d'une réforme plus profonde de l'épargne réglementée.



DISPERSION DES TAUX D'INTÉRÊT SUR LES DÉPÔTS DES PARTICULIERS REMBOURSABLES AVEC PRÉAVIS D'UNE DURÉE INFÉRIEURE À TROIS MOIS

(données mensuelles, pourcentages, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Les quartiles sont extraits du classement des taux offerts par les établissements de crédit participant à l'enquête mensuelle MIR (MFI Interest Rates). Chaque taux est une moyenne des taux appliqués par un établissement de crédit aux différentes catégories de dépôts remboursables avec préavis d'une durée inférieure à trois mois, pondérée par les montants déposés au cours du mois dans chaque catégorie.

(2) Écart, en points de pourcentage, qui sépare les premier et troisième quartiles.

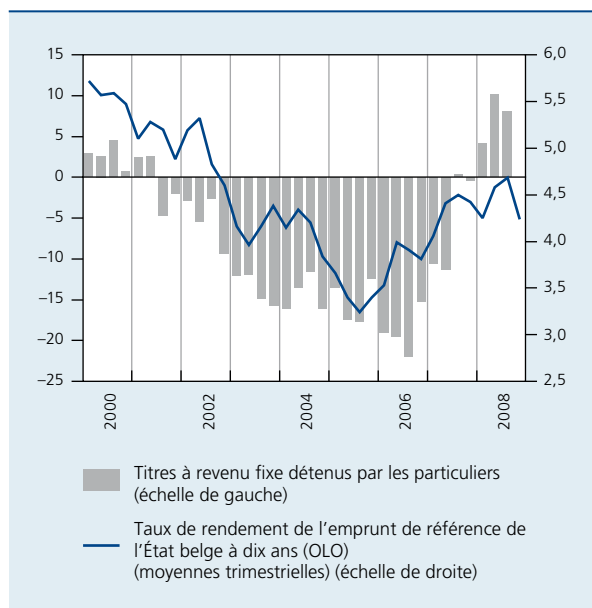
Au cours de l'année sous revue, le gouvernement a décidé de revoir en profondeur la législation relative au compte d'épargne réglementé. L'ancien système ne prévoyait aucune adaptation automatique du plafond applicable au taux de base des comptes d'épargne réglementés. Celui-ci était déterminé au coup par coup par arrêté royal, sans nécessairement refléter les conditions en vigueur sur le marché monétaire. À compter du 1^{er} avril 2009, le taux de l'intérêt de base alloué aux dépôts d'épargne ne pourra excéder le plus haut des deux taux suivants, à savoir 3 p.c. ou le principal taux directeur de l'Eurosystème en vigueur le 10 du mois précédant le semestre calendrier en cours. Puisque ce dernier s'établissait à 2,50 p.c. en date du 10 décembre de l'année sous revue, c'est le plafond de 3 p.c. qui demeurera d'application au moins jusqu'au 30 juin 2009. La réforme concerne aussi les primes complétant le taux de base. La prime d'accroissement sera supprimée. Seule persistera la prime de fidélité, allouée soit sur les montants restés inscrits sur le même compte durant douze mois consécutifs, soit par année civile sur les montants restés inscrits sur le même compte durant onze mois consécutifs au moins de cette même année civile. Le taux de cette prime pourra s'établir dans une fourchette allant de 25 p.c. du taux de base offert à 50 p.c. du taux de base maximum.

Pour la première fois depuis l'année 2000, les ménages ont acquis plus de titres à revenu fixe qu'ils n'en ont cédés. Les achats et souscriptions d'obligations et autres bons de caisse ont ainsi dépassé de 5,3 milliards d'euros les ventes et remboursements. Au cours des neuf premiers mois de 2007, les particuliers avaient encore procédé à des cessions nettes pour un montant de 1,7 milliard

d'euros. Il est probable que les placements obligataires des ménages aient été soutenus par la méfiance des investisseurs vis-à-vis des marchés boursiers d'actions devenus très volatils au début de 2008. Ce comportement de report sur les valeurs refuge, largement partagé par les différentes catégories d'investisseurs, a provoqué une élévation des cours et une baisse des rendements

GRAPHIQUE 68 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 mention contraire)



Source : BNB.

des emprunts d'État au premier trimestre. Par la suite, le mouvement de hausse des taux a repris lorsque les marchés financiers ont été temporairement rassurés quant aux perspectives d'évolution de l'activité économique, une évolution qui a pu séduire une partie des ménages. Au quatrième trimestre, cependant, les rendements des emprunts publics à long terme ont à nouveau reflué, affaiblis par la préférence pour les valeurs sans risque et liquides en réaction aux tensions extrêmes observées sur les marchés de capitaux.

Le montant des actions et autres participations détenues par les particuliers a sensiblement baissé en 2008, revenant de 234 à 185 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois. Durant cette période, les moins-values sur le portefeuille d'actions des ménages, consécutives à l'effondrement des cours boursiers, se sont élevées à 59,5 milliards d'euros. Le recul de l'encours des actions détenues en portefeuille aurait donc été bien supérieur si les particuliers n'avaient pas continué d'investir en actions. Ainsi, les flux de placements en actions et autres participations ont atteint un sommet, totalisant 10,3 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2008. Globalement, les ménages n'ont donc nullement cédé à la panique en vendant massivement leurs actions, loin s'en faut. Au contraire, ils auraient plutôt profité du repli des cours pour réaliser des achats d'actions cotées qu'ils espéraient à bon

compte dans une perspective de long terme. De plus, les particuliers ont souscrit dans une mesure non négligeable aux émissions d'actions non cotées par les sociétés belges, lesquelles ont, comme indiqué dans la section 7.3, été considérables.

À l'instar des actions, l'encours des parts d'OPC détenues par les ménages a nettement régressé en 2008, retombant de 130 à 96 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois. La chute des cours d'une grande partie des titres composant le portefeuille des fonds a logiquement pesé sur la valorisation des parts détenues par les ménages, laquelle a diminué de 17,5 milliards d'euros. Leurs transactions ont encore renforcé cet effet : les remboursements ont très largement dépassé les souscriptions, la différence se montant à 16,1 milliards d'euros. Une part non négligeable de ces mouvements ont été motivés par l'entrée en vigueur, le 1^{er} janvier de l'année sous revue, de l'extension du pré-compte mobilier à l'intégralité des plus-values réalisées sur le volet obligataire des OPC de capitalisation qui possèdent un passeport européen et investissent à hauteur d'au moins 40 p.c. en valeurs à revenu fixe. En témoignent les retraits nets des OPC obligataires et mixtes, responsables de près de la moitié des désinvestissements des particuliers en fonds de placement au cours de 2008.

Les flux nets de placements effectués auprès des compagnies d'assurances et des fonds de pension ont représenté 7,6 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de l'année écoulée, un montant légèrement inférieur à celui enregistré durant la même période de 2007 (9,9 milliards). Le maintien de ces souscriptions nettes à un niveau élevé confirme la part structurelle qu'ont pris ces placements fiscalement privilégiés dans la formation d'actifs financiers.

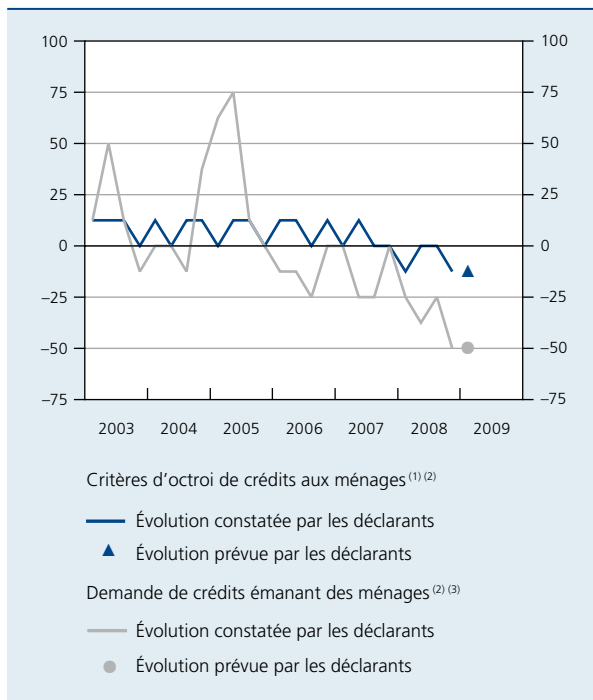
Nouveaux engagements financiers

La souscription nette d'emprunts hypothécaires a constitué la majeure partie des nouveaux engagements financiers des ménages : les crédits octroyés durant les trois premiers trimestres de l'année sous revue ont dépassé de 7,8 milliards d'euros les remboursements, soit un solde quasiment équivalent à celui observé durant la période correspondante de 2007. Cette stabilisation résulterait du tassement concomitant des montants remboursés et des nouveaux prêts octroyés.

Selon les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, les banques ont, apparemment, durci quelque peu leurs conditions d'octroi de crédits hypothécaires au cours de l'année sous revue. La législation belge relative au crédit hypothécaire a cependant toujours incité les

GRAPHIQUE 69 RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE DE L'EUROSISTÈME SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE : OFFRE ET DEMANDE DE CRÉDITS AU LOGEMENT EN BELGIQUE

(données trimestrielles)



Source : BNB.

- (1) Pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit, indiquant le degré d'assouplissement ou de durcissement (-) des critères d'octroi de crédits.
- (2) Les réponses sont pondérées en fonction de l'éloignement par rapport à la réponse « neutre » : la mention d'une évolution « sensible » des critères d'octroi ou de la demande de crédits se voit attribuer un poids deux fois plus grand que la mention d'une évolution « légère ».
- (3) Pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit, indiquant le degré d'accroissement ou d'affaiblissement (-) de la demande de crédits.

établissements de crédit à la prudence. Ces derniers n'auraient donc pas jugé utile de resserrer outre mesure les critères déjà stricts qui ont permis d'éviter les excès observés dans plusieurs pays étrangers, d'autant que le crédit hypothécaire demeure un outil efficace pour capter une clientèle susceptible de souscrire à divers produits bancaires ou contrats d'assurance connexes.

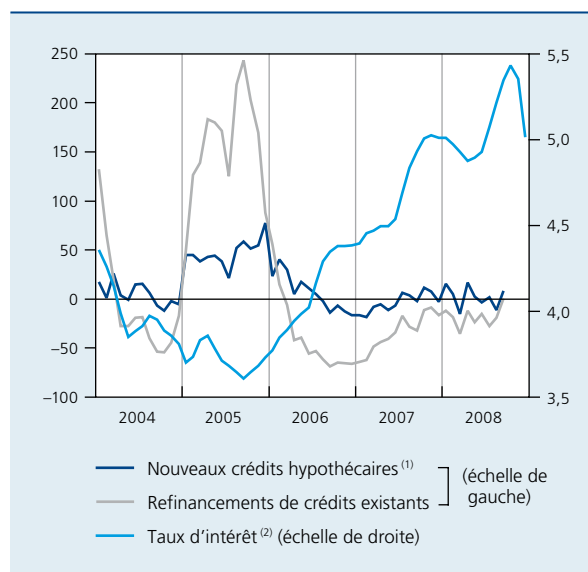
Le principal facteur explicatif du ralentissement de l'octroi de crédits hypothécaires réside plutôt dans l'affaiblissement sensible de la demande émanant des ménages. Celle-ci aurait, selon les banques interrogées, diminué tout au long de l'année sous revue. Le recul de la demande de crédits n'a pas affecté uniformément l'ensemble des emprunts hypothécaires. En effet, la hausse des taux d'intérêt hypothécaires, qui reflètent le rendement des fonds publics et les marges que les institutions de crédit y ajoutent, a surtout été préjudiciable

aux refinancements de crédits existants, lesquels se sont inscrits en baisse durant les neuf premiers mois de 2008. Le montant total des nouveaux crédits hypothécaires à l'exclusion des refinancements est, quant à lui, demeuré globalement stable par rapport à l'année précédente. Pour ces emprunts, le relèvement des taux pourrait avoir été plus aisé à supporter par les particuliers grâce à l'allongement de la durée des crédits, puisque le montant moyen octroyé est resté, tout comme le nombre de nouveaux crédits, quasiment inchangé en 2008 par rapport à 2007. D'après les données de la Centrale des crédits aux particuliers, 24 p.c. des nouveaux crédits hypothécaires enregistrés en 2008 ont été conclus pour des durées supérieures à vingt-cinq ans, contre 23 p.c. en 2007.

Les ménages ont encore affiché une large préférence pour les formules de crédit hypothécaire à taux fixe au cours de l'année sous revue. Les formules proposant un taux d'intérêt variable dans le temps ont cependant légèrement progressé par rapport à l'année précédente, représentant 17 p.c. du nombre de crédits hypothécaires octroyés au cours des neuf premiers mois de 2008.

GRAPHIQUE 70 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 mention contraire)

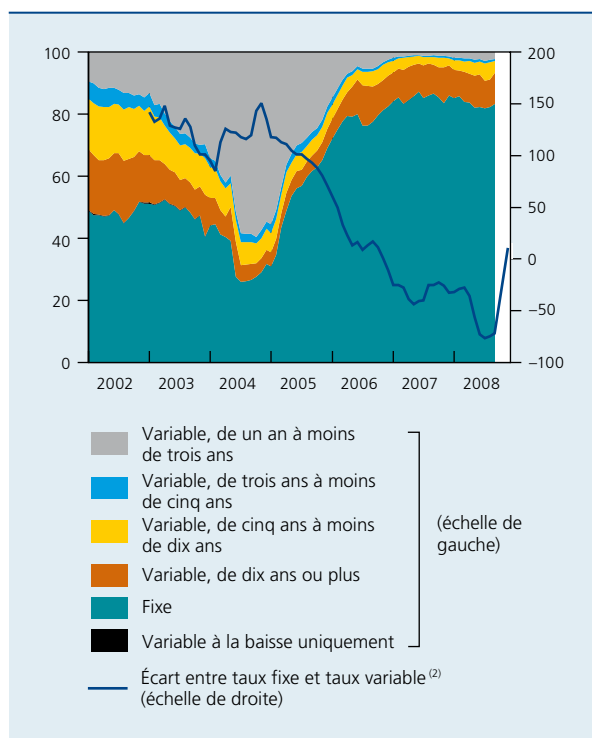


Sources : UPC, BNB.

- (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.

GRAPHIQUE 71 ÉCART DE TAUX ET RÉPARTITION DES NOUVEAUX CONTRATS HYPOTHÉCAIRES SELON LE TYPE DE TAUX ⁽¹⁾

(données mensuelles, pourcentages du nombre total, sauf mention contraire)



Source : UPC.

(1) Pour les taux variables, le terme mentionné correspond à la période de fixité initiale du taux.

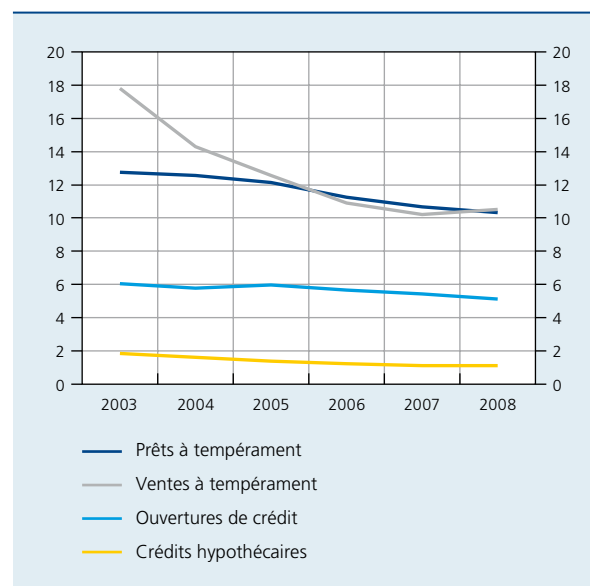
(2) Différence en points de base entre, d'une part, le taux d'intérêt sur les nouveaux crédits accordés aux ménages dont le taux est initialement fixé pour une durée supérieure à dix ans, d'autre part, le taux d'intérêt sur les nouveaux crédits dont le taux est initialement fixé pour une durée égale à un an.

Les statistiques de la Centrale des crédits aux particuliers n'indiquent aucune détérioration de la capacité des ménages à rembourser leur emprunt hypothécaire. Au 31 décembre 2008, les défauts de paiement non régularisés ne constituaient que 1,1 p.c. du nombre total de crédits enregistrés. En ce qui concerne les crédits à la consommation, la proportion de défauts de paiement non régularisés a diminué pour la cinquième année consécutive. Cette baisse a toutefois été moins prononcée qu'en 2007, en raison de la légère progression du ratio relatif aux ventes à tempérament. Au total, on dénombrait, tous crédits confondus, 7.903.687 contrats enregistrés à la Centrale des crédits à la fin de décembre 2008, dont 415.890 présentaient un défaut de paiement non régularisé.

Globalement, les crédits à la consommation ont poursuivi leur croissance à un rythme soutenu au cours des six premiers mois de 2008. Les montants octroyés sous la forme d'ouvertures de crédit et d'opérations à tempérament ont

GRAPHIQUE 72 CRÉDITS DÉFAILLANTS NON RÉGULARISÉS

(données au 31 décembre, pourcentages du nombre total des crédits en cours)



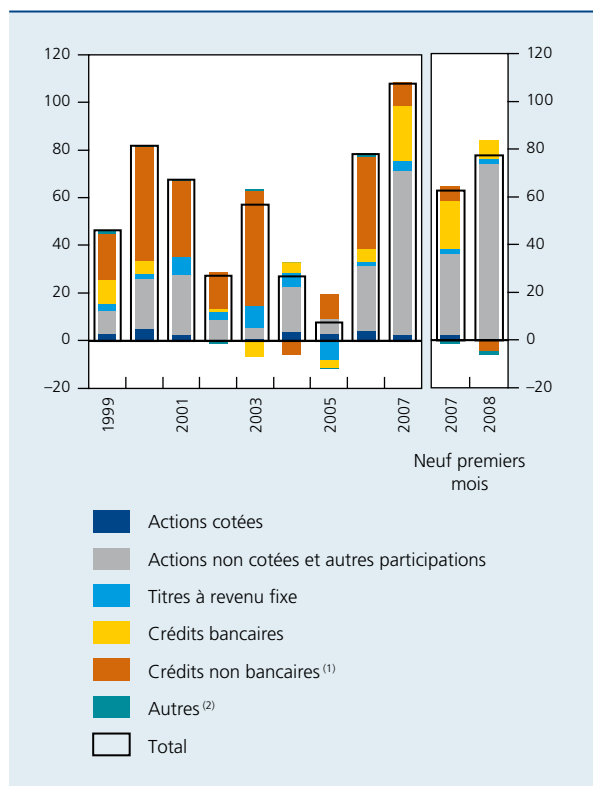
Source : BNB.

augmenté de 4,6 p.c. par rapport à la période correspondante de l'année précédente, où un sommet avait déjà été atteint en matière de crédits à la consommation. Cette nouvelle progression résulte d'une hausse importante du montant moyen des crédits, puisque le nombre de nouveaux crédits a pour sa part diminué.

7.3 Sociétés non financières

Au cours des neuf premiers mois de 2008, les sociétés non financières, désignées dans la suite du commentaire indifféremment sous le vocable de sociétés ou entreprises, ont vu leurs engagements nets se réduire de 3,8 milliards d'euros. D'une part, ceci a été la conséquence d'une augmentation de leur formation d'actifs financiers, laquelle s'est chiffrée à 81,4 milliards d'euros, contre 62,9 milliards durant la période correspondante de l'année précédente. D'autre part, les entreprises ont, dans le même temps, contracté de nouveaux engagements financiers à hauteur de 77,5 milliards d'euros, soit un montant supérieur aux 62,7 milliards récoltés un an plus tôt. Les chiffres totaux des neuf premiers mois recouvrent des évolutions contrastées d'un trimestre à l'autre: ainsi, tant la formation d'actifs que la constitution de nouveaux engagements financiers ont été soutenues au premier trimestre, avant de s'essouffler notablement par la suite. Une fraction non négligeable de la hausse des actifs et engagements des entreprises s'explique par plusieurs opérations de très

GRAPHIQUE 73 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 les postes transitoires.

grande ampleur réalisées par une entreprise résidente vis-à-vis d'une société-sœur à l'étranger, au premier trimestre de 2008.

La dégradation conjoncturelle, couplée au renchérissement du financement externe, a exercé une pression à la baisse sur la demande de fonds émanant des entreprises. Celles-ci ont progressivement revu à la baisse leurs plans d'investissement. Ainsi, le taux de croissance annuel de la formation brute de capital fixe des entreprises, qui était de 12,1 p.c. en début d'année, est tombé à 5 p.c. au troisième trimestre. La demande de financement liée à des opérations de fusion et acquisition a aussi largement reflué en cours d'année.

Les conditions de l'offre de fonds se sont également détériorées, non seulement du fait de leur coût plus élevé, mais aussi en raison de l'accès moins aisé à certaines sources de financement. Le financement par émission sur les marchés de titres à revenu fixe ou d'actions cotées est

devenu, de la sorte, extrêmement onéreux. Par ailleurs, à partir de la mi-2007, d'après leurs réponses à l'enquête de l'Eurosystème, les établissements de crédit ont fait montre d'une plus grande circonspection dans l'octroi de crédits aux entreprises, la tendance au durcissement des conditions de crédit se marquant jusqu'à la fin de l'année sous revue.

L'appel au marché boursier a fortement pâti de la dégradation des conditions sur les marchés financiers, les émissions d'actions cotées drainant à peine 0,3 milliard d'euros, soit nettement moins qu'au cours de la période correspondante de 2007 (2,2 milliards). Les émissions de titres à revenu fixe se sont maintenues à un niveau modeste dans une perspective historique, les entreprises n'ayant récolté que 2,2 milliards d'euros par ce biais au cours des neuf premiers mois de 2008. Le financement direct sur les marchés financiers ne représentant qu'une fraction mineure – environ 10 p.c. – des ressources externes des entreprises belges, l'impact de la contraction de ce mode de financement sur les ressources globales des entreprises ne doit toutefois pas être surestimé.

L'octroi de crédits bancaires s'est ralenti à partir du printemps de 2008, après deux années de croissance soutenue. Au cours des neuf premiers mois, l'augmentation des crédits bancaires accordés aux entreprises belges s'est ainsi chiffrée à 7,8 milliards d'euros, un montant certes inférieur aux 19,9 milliards récoltés en 2007 mais toujours passablement élevé dans une perspective historique. Alors que 5,9 milliards avaient été levés par ce biais au cours des neuf premiers mois de 2007, les crédits interentreprises, qui forment une autre source de financement importante des entreprises belges, ont donné lieu par solde à des remboursements nets de 4,6 milliards.

À l'instar des deux années précédentes, les entreprises belges ont pu toutefois s'appuyer sur d'importants volumes d'émissions d'actions non cotées et d'autres participations. Ces émissions ont plus que doublé, représentant 73,5 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2008, contre 34,2 milliards durant la période correspondante de 2007.

L'encadré 6 du chapitre 3 illustre, à l'aune de divers indicateurs, le degré de résistance attendue des entreprises belges face à la crise financière et au ralentissement conjoncturel. Le constat global qui s'en dégage est plutôt rassurant. Certes, le taux d'endettement des entreprises et les charges financières y afférentes se sont accrues au cours des deux dernières années, de même qu'un tassement de leur excédent brut d'exploitation a été observé. Mais dans une perspective historique, et par rapport à la situation prévalant avant le creux conjoncturel précédent,

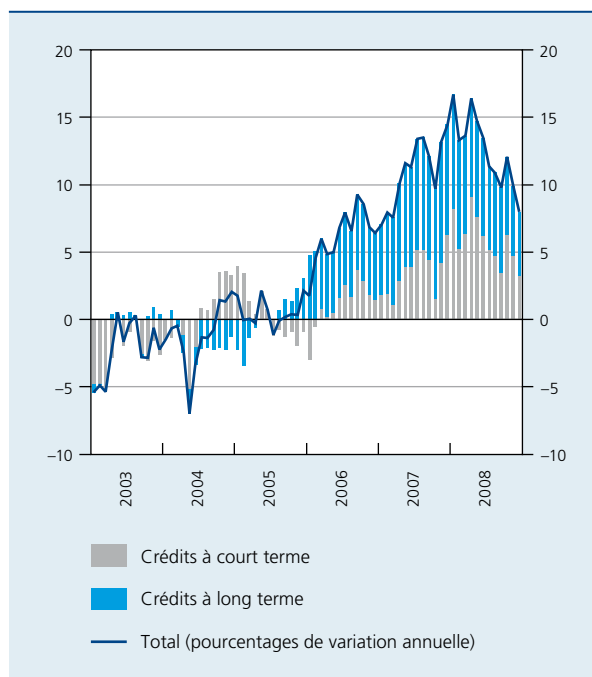
les entreprises belges apparaissent relativement peu endettées et dotées de fonds propres renforcés, ce qui devrait leur permettre d'être mieux armées pour faire face aux difficultés en matière de financement externe.

Crédits bancaires

Encore vigoureux au premier trimestre, l'octroi de crédits bancaires aux entreprises s'est par la suite fortement ralenti. De 16,8 p.c. en janvier, la croissance annuelle du crédit accordé par les banques résidentes – qui représente environ les trois quarts de l'ensemble des dettes bancaires des entreprises – est ainsi revenue à 8 p.c. en décembre. En 2008, les entreprises belges se sont vu accorder 7,7 milliards d'euros de crédits par les banques belges, un montant qui, s'il est inférieur à celui alloué au cours de 2007 (12,3 milliards), demeure élevé dans une perspective historique. L'afflux de fonds en provenance de banques étrangères situées dans les autres pays de la zone euro – pour lesquelles les données ne sont disponibles que pour les neuf premiers mois de 2008 – s'est davantage réduit, s'élevant à 0,6 milliard d'euros au cours de cette période, contre 3,2 milliards en 2007.

GRAPHIQUE 74 CRÉDITS ACCORDÉS PAR LES BANQUES BELGES AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES RÉSIDENTES, VENTILATION PAR DURÉE DU CRÉDIT⁽¹⁾

(données mensuelles ; contribution à la croissance de l'ensemble des crédits, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Les crédits à court terme ont une maturité inférieure ou égale à un an ; les crédits à long terme ont une maturité supérieure à un an.

Il est délicat, lorsque les volumes de nouveaux crédits diminuent, de distinguer les effets provenant d'une baisse de l'offre de ceux émanant d'un tassement de la demande. Face à un assombrissement des perspectives de croissance, les banques sont certes moins enclines à prêter, mais les entreprises ont aussi tendance à réduire leurs investissements ou, à tout le moins, à les postposer. Ainsi que l'illustre l'encadré 15, les résultats des enquêtes qui sont menées par la Banque ou par l'Eurosystème auprès des établissements de crédit et des entreprises peuvent à cet égard fournir quelques indications utiles quant aux forces qui ont contribué à la décélération de l'octroi de crédits dans la période récente.

Confrontées à des conditions de financement moins favorables et très volatiles et au resserrement des contraintes de liquidité, les banques tendent en principe à privilégier l'octroi de crédits à court terme, de façon à adapter plus aisément les charges de remboursement et à permettre une plus grande flexibilité sur les quantités octroyées. La détérioration des perspectives économiques, qui affecte négativement la qualité des emprunteurs, incite également les banques à réduire les prêts à long terme, pour minimiser les risques de défaut. Or, un raccourcissement de la maturité moyenne de l'endettement rend les entreprises plus vulnérables aux variations des taux d'intérêt et renforce l'incertitude quant à la disponibilité des fonds dans le futur, ce qui tend à fragiliser leur situation financière.

Dans la première phase de la crise financière internationale et jusqu'en avril 2008, les crédits à court terme sont demeurés très dynamiques. Leur encours s'est toutefois stabilisé à partir de l'été. Le ralentissement de l'octroi de crédits à long terme s'est amorcé, quant à lui, dès la fin de 2007. Moins volatils que les crédits à court terme, ceux-ci reflètent davantage les plans d'investissement des entreprises, qui se sont réduits progressivement au fil de l'année, parallèlement aux perspectives de croissance. Au total, sur l'ensemble de l'année, la contribution à la croissance annuelle globale des crédits a été quasiment équivalente pour les prêts à long terme et ceux à court terme. La part de l'endettement à court terme dans l'ensemble des dettes bancaires des entreprises est, par conséquent, restée stable, à 38 p.c.

Les statistiques collectées par la Centrale des crédits permettent d'affiner l'analyse de l'évolution du crédit selon la taille des entreprises emprunteuses. Elles ne sont toutefois pas entièrement comparables à celles établies sur la base des états comptables des établissements de crédit, notamment en raison de leur couverture limitée aux crédits d'une valeur individuelle supérieure à 25.000 euros. L'ensemble des entreprises, quelle que

Encadré 15 – Offre et demande de crédits des entreprises : enseignements tirés des enquêtes

La crise financière que traverse l'économie mondiale depuis la mi-2007 a soulevé et continue de soulever de l'inquiétude quant à l'ampleur de ses répercussions sur la disponibilité du crédit pour le secteur privé. En particulier l'éventualité d'un scénario de pénurie de crédits (*credit crunch*) a souvent été évoquée. Le *credit crunch* se définit comme un épisode, plus ou moins long, de réduction drastique des crédits offerts aux entreprises et aux particuliers. Il survient généralement après une période de crédits débridés et bon marché. Le phénomène est parfois concomitant avec une crise de liquidité, mais pas toujours.

Au départ, les banques rencontrent des problèmes de bilan à la suite des pertes subies sur leur portefeuille d'actifs ou d'une insuffisance de fonds propres liée à la détérioration des risques. Par peur d'affaiblir encore plus leur bilan, les banques deviennent très méfiantes, et leur perception du risque de défaut se dégrade plus que ce que l'évolution de la conjoncture économique ne le justifierait. En général, l'ensemble des instruments dont disposent les banques sont alors mis en œuvre pour réduire l'offre de fonds : hausse des taux d'intérêt débiteurs, limitation des volumes, réduction de la durée des prêts, exigences de garanties plus strictes, etc. Lors des périodes de pénurie de crédits, même des emprunteurs solvables n'arrivent pas à obtenir du crédit (ou seulement à des conditions déraisonnables). Dans un tel contexte, le ralentissement de l'octroi de crédits prend une ampleur plus importante que celle qui découlerait de l'évolution même de la situation économique et est, du reste, susceptible d'en amplifier la détérioration, compte tenu de l'incidence sur la demande agrégée d'un rationnement du crédit.

Face à une décélération de l'octroi de crédits aux entreprises, telle que celle observée depuis le printemps de 2008, il est très difficile de distinguer les effets respectifs de l'offre et de la demande de fonds. Les statistiques de réalisations rendent compte de l'équilibre en quantités sur les marchés du crédit, mais elles ne permettent pas d'identifier les éventuels déséquilibres entre l'offre et la demande. En l'occurrence, une partie de la demande peut ne pas être satisfaite, soit du fait du rationnement des volumes octroyés par les banques, soit parce qu'une partie de la demande s'efface face à un coût du crédit jugé trop élevé. Les données d'enquête, généralement d'ordre qualitatif, sont à cet égard fort utiles : en interrogeant directement les banques et les entreprises sur leur perception en matière de crédits, elles permettent de mieux discerner l'influence des forces en présence.

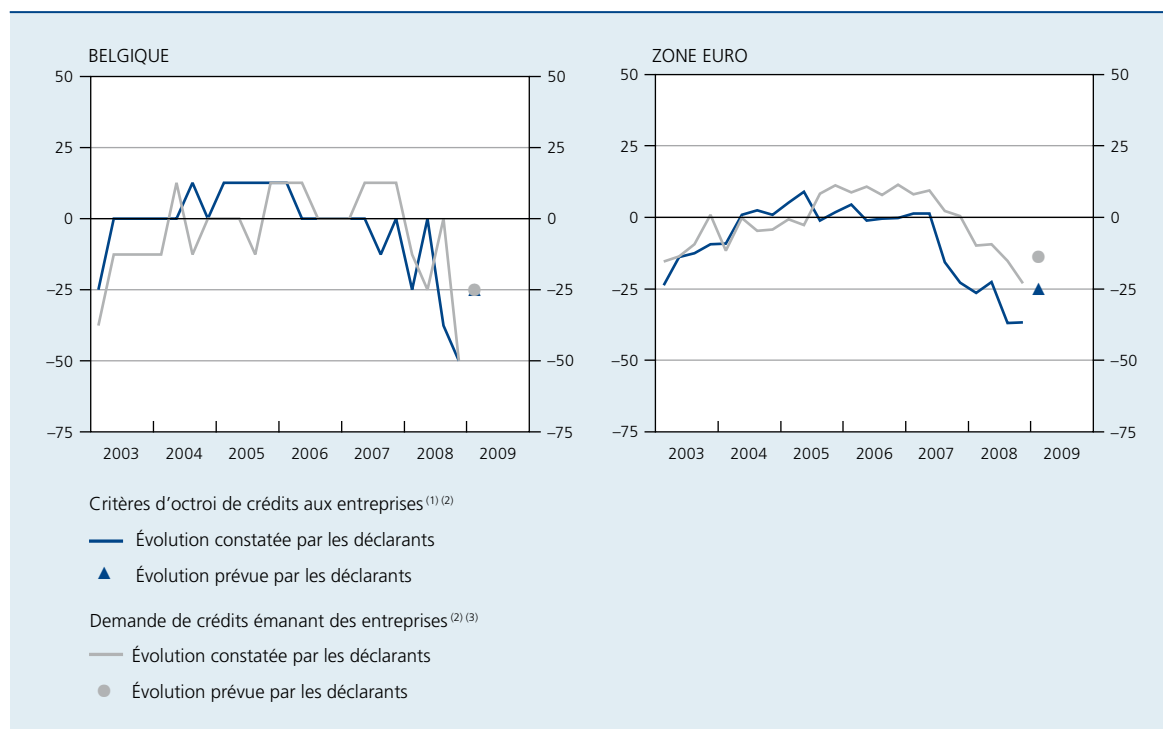
Il ressort de l'enquête sur la distribution du crédit menée auprès des banques belges que l'éclatement de la crise financière, en août 2007, s'est produit dans un contexte de forte demande de crédits émanant des entreprises. Celle-ci est demeurée orientée à la hausse jusqu'à la fin de 2007, alimentée par la formation brute de capital fixe et par le financement des stocks et des fonds de roulement. Ce n'est qu'à partir du premier trimestre de 2008 que les banques ont indiqué ressentir les premiers signes d'un ralentissement de la demande de crédits, qui s'est accentué au trimestre suivant, puis très nettement en fin d'année. Dans un premier temps, ce sont essentiellement les grandes entreprises qui ont réduit leur demande de crédits et elles ont surtout moins sollicité de crédits à long terme. Au dernier trimestre de l'année sous revue, la baisse de la demande de crédits s'est étendue aux PME et aux prêts à court terme.

Le durcissement des critères d'octroi de crédits s'est amorcé plus tôt, dès le troisième trimestre de 2007. L'offre de crédits a d'abord été davantage resserrée à l'encontre des grandes entreprises et au niveau des crédits à long terme, ce qui est en ligne avec les évolutions observées pour la demande de crédits. À partir du troisième trimestre de 2008, le durcissement des conditions d'octroi s'est généralisé aux PME et aux prêts de courte durée.

L'évolution de l'offre et de la demande de crédits aux entreprises rapportée par les banques belges est similaire à celle retracée par les banques de la zone euro depuis le début des turbulences financières. Considéré dans une perspective un peu plus longue, le resserrement observé à partir de la mi-2007 est le plus important qui ait été enregistré en Belgique et dans la zone euro depuis le lancement de l'enquête, en 2003.



RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE DE L'EUROSISTÈME SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE : OFFRE ET DEMANDE DE CRÉDITS
AUX ENTREPRISES



Sources : BCE, BNB (enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire).

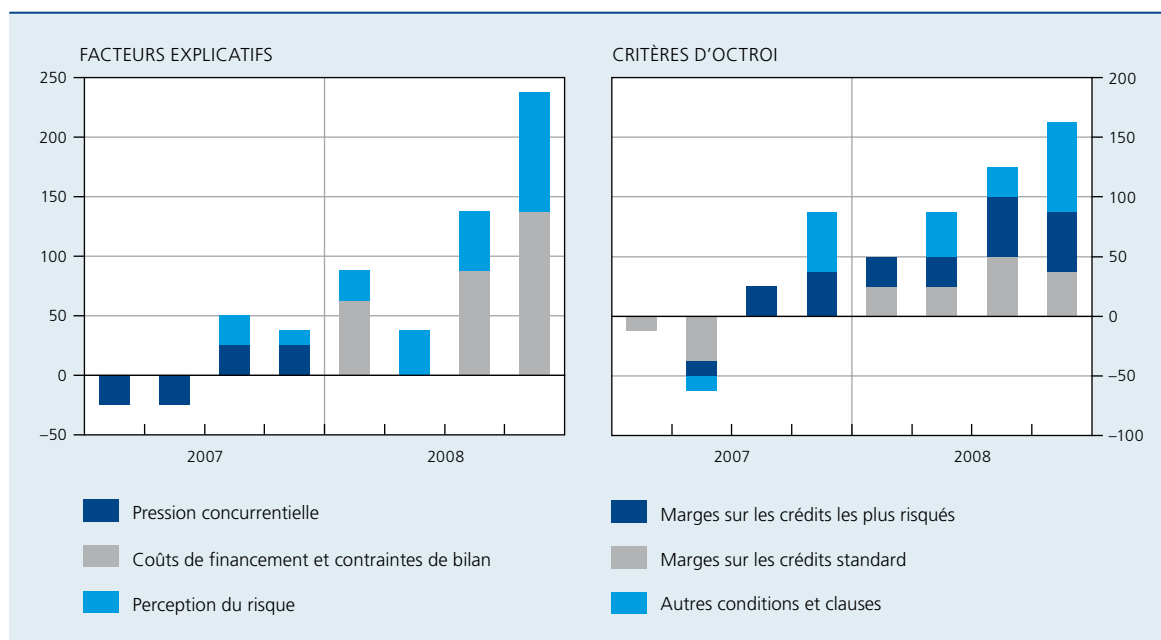
- (1) Pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit, indiquant le degré d'assouplissement ou de durcissement (-) des critères d'octroi de crédits.
- (2) Les réponses sont pondérées en fonction de l'éloignement par rapport à la réponse « neutre » : la mention d'une évolution « sensible » des critères d'octroi (de la demande) de crédits se voit attribuer un poids deux fois plus grand que la mention d'une évolution « légère ».
- (3) Pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit, indiquant le degré d'accroissement ou d'affaiblissement (-) de la demande de crédits.

Deux facteurs sont principalement à l'origine du resserrement des critères d'octroi de crédits en Belgique. D'une part, il s'agit de la dégradation de la perception du risque par les banques, qui s'est amorcée à la mi-2007 et n'a cessé de s'intensifier depuis. D'autre part, la hausse de leurs coûts de financement et les problèmes de liquidité, conjugués pour certains établissements à des problèmes de bilan, se sont superposés aux effets restrictifs liés à la détérioration conjoncturelle, en 2008.

Les banques ont usé de différents moyens pour restreindre l'offre de crédits. Elles ont dans un premier temps relevé les marges sur les prêts les plus risqués, avant de généraliser cette politique à l'ensemble des prêts. La majoration des marges est apparue incontestablement comme le moyen privilégié par les banques pour freiner l'octroi de crédits. À partir du quatrième trimestre de 2007, ces dernières ont fait état d'un durcissement progressif des autres critères d'octroi, en particulier le montant des prêts et les frais liés à la prise de nouveaux crédits, et ce de façon de plus en plus marquée au fil du temps.

Le resserrement de la politique des banques en matière de crédits semble également ressortir de l'enquête de la Banque sur les investissements des entreprises. Interrogées en novembre 2008, 48 p.c. des entreprises de l'industrie manufacturière, de la construction et des services aux entreprises, considéraient les conditions d'accès au financement bancaire comme défavorables, alors qu'elles n'étaient que 13 p.c. à le faire un an plus tôt. Le pourcentage d'entreprises estimant les conditions favorables avait pour sa part chuté à 8 p.c. en novembre,

RESSERREMENT DES CONDITIONS DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES EN BELGIQUE : PRINCIPAUX FACTEURS EXPLICATIFS ET CRITÈRES D'OCTROI VISÉS⁽¹⁾



Source : BNB (enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire).

(1) Pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit interrogés sur les facteurs explicatifs et les critères d'octroi de crédits. Un pourcentage positif (négatif) correspond à un facteur qui a contribué à un resserrement (assouplissement) des conditions du crédit ou à un critère par lequel ce resserrement (assouplissement) s'est manifesté. Les réponses sont pondérées en fonction de l'éloignement par rapport à la réponse « neutre » : la mention d'une évolution « sensible » des facteurs explicatifs ou des critères d'octroi se voit attribuer un poids deux fois plus grand que la mention d'une évolution « légère ».

contre 23 p.c. l'année précédente. Les conditions d'accès au crédit étaient jugées bien plus négativement par les entreprises à la fin de l'année sous revue que lors du resserrement précédent, en 2002.

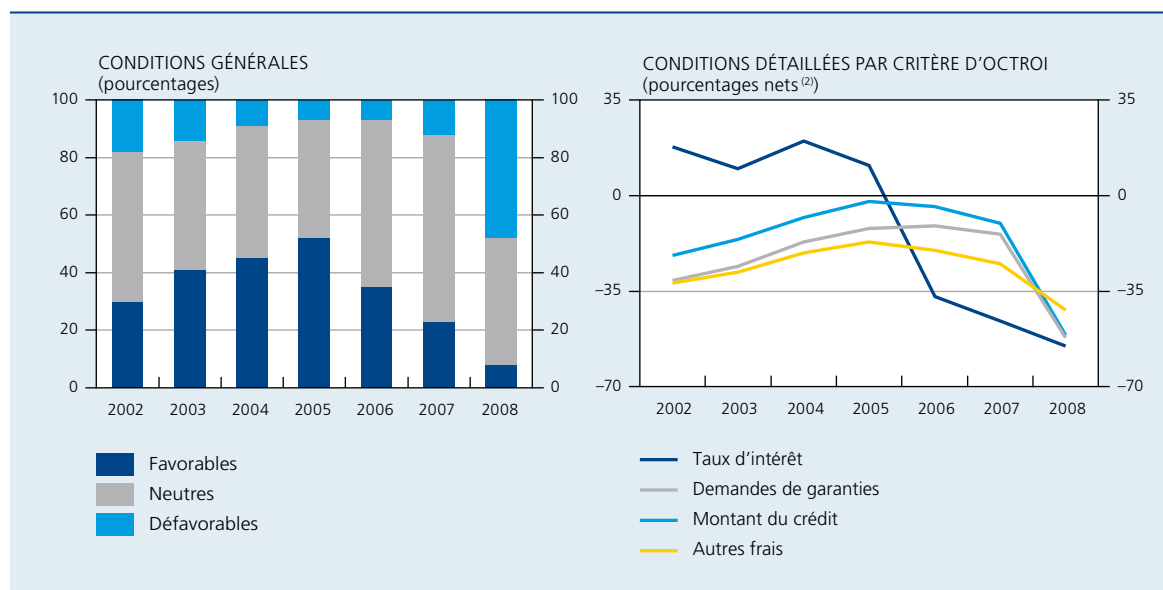
S'agissant des différents critères, c'est au sujet des taux d'intérêt que les entreprises se disaient le moins satisfaites en novembre 2008, avec un pourcentage net d'entreprises jugeant leur niveau défavorablement de plus de 55 p.c. L'appréciation portée sur les taux d'intérêt s'était toutefois déjà fortement dégradée lors des enquêtes de 2006 et 2007 et n'a connu qu'une détérioration limitée en 2008. En revanche, la perception des entreprises quant aux autres conditions, en particulier les exigences de garanties et le montant des prêts, s'est sensiblement altérée entre novembre 2007 et novembre 2008.

La ventilation par taille d'entreprise des réponses à l'enquête indique également une appréciation globale moins favorable par les grandes entreprises que par les PME. Ce constat se dégage aussi des enquêtes réalisées par le CeFIP (Centre de connaissances du financement des PME) auprès d'un échantillon représentatif de PME belges, en juillet puis en novembre 2008. Interrogées sur leur accès au financement bancaire, les PME étaient encore 79 p.c. en novembre (83 p.c. en juillet) à mentionner n'avoir connu que peu, voire pas, de problèmes de financement au cours de la période récente.

En résumé, la phase de ralentissement que traverse l'octroi de crédits bancaires aux entreprises depuis le printemps de 2008 découle, selon les résultats d'enquêtes, d'une baisse conjuguée de l'offre et de la demande de crédits. Certains éléments sont de nature à présager une aggravation de ce tassement dans le futur. D'une part, dans le chef des entreprises, les besoins de fonds devraient s'inscrire en net recul, notamment parce que, comme l'indiquent les prévisions de la Banque publiées parallèlement au présent Rapport, la formation brute de

capital fixe accuserait une diminution en volume en 2009. D'autre part, dans le chef des banques, des contraintes de financement et des problèmes de bilan tendent à se superposer aux effets restrictifs liés à la détérioration conjoncturelle. Compte tenu de cette dernière, les banques pourraient, par ailleurs, restreindre encore plus les conditions d'octroi de crédits, notamment par la réduction des montants moyens des prêts ou par des exigences plus strictes en matière de garanties, en sus d'un élargissement des marges. Les PME, traditionnellement les plus dépendantes du crédit bancaire, ont semblé être moins affectées que les grandes entreprises par la limitation de l'accès au crédit.

APPRÉCIATION DES CONDITIONS D'ACCÈS AU CRÉDIT BANCAIRE PAR LES ENTREPRISES ⁽¹⁾



Source : BNB (enquête de novembre sur les investissements des entreprises).

(1) Échantillon d'entreprises du secteur de l'industrie manufacturière, de la construction et des services aux entreprises.

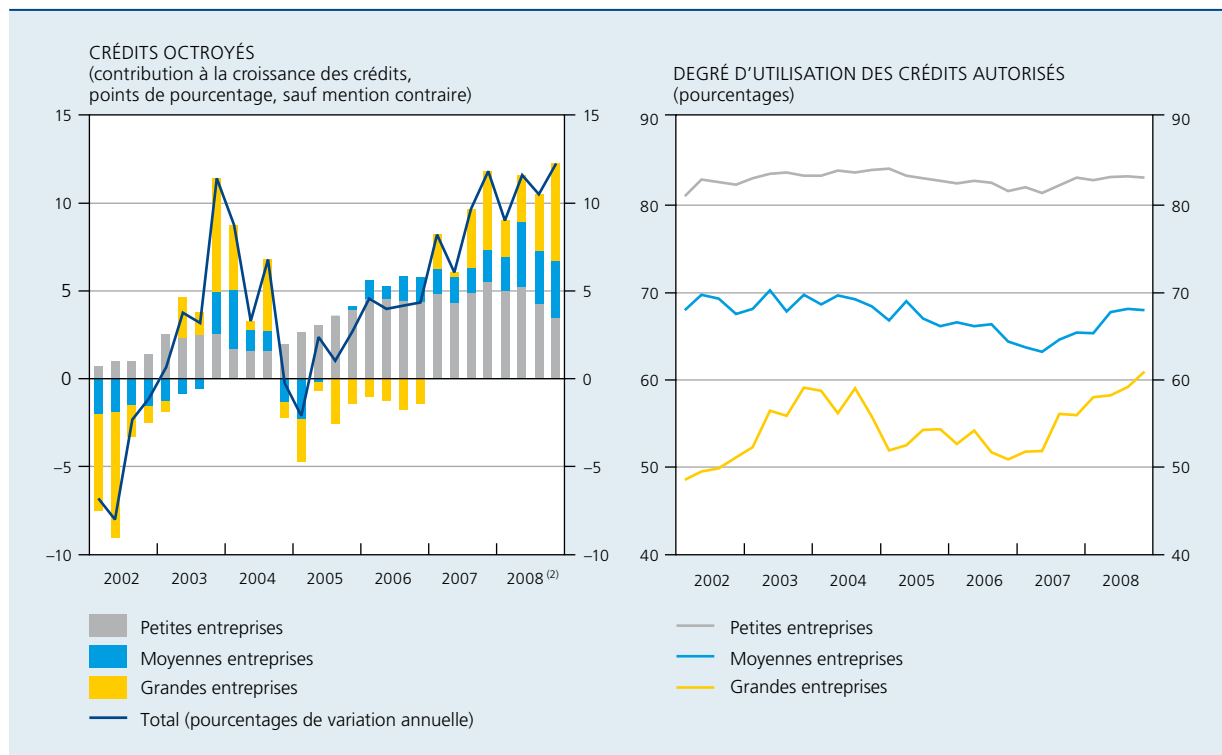
(2) Solde, en pourcentage, des réponses des entreprises interrogées indiquant l'appréciation favorable ou défavorable (-) des conditions d'accès.

soit leur taille, ont fourni une contribution positive à la croissance globale des crédits bancaires en 2008. Environ les deux tiers de la croissance des prêts sont imputables aux PME, contre un tiers pour les grandes entreprises. Le tassement du rythme d'expansion des crédits en cours d'année a été observé dans chaque classe d'entreprises.

Sur la base des informations communiquées par les banques à la Centrale des crédits, il est possible de calculer le degré d'utilisation des crédits, qui illustre l'intensité avec laquelle les entreprises tirent sur leurs lignes de crédit. Au cours de l'année écoulée, celui-ci s'est inscrit en hausse, toutes classes d'entreprises confondues : à la fin du mois de novembre, il se situait ainsi à 83 p.c. pour les petites entreprises, à 68 p.c. pour les entreprises de taille

moyenne, et à 61 p.c. pour les grandes entreprises. C'est au niveau des grandes entreprises que son augmentation a été la plus prononcée depuis le milieu de l'année 2007. Cette évolution peut s'expliquer par un phénomène de report sur les crédits bancaires face aux difficultés des grandes entreprises à lever des fonds par émission de titres sur les marchés financiers. Elle pourrait aussi refléter une attitude plus prudente des banques, soucieuses de limiter leur exposition à des emprunts de gros montants. Ce constat peut être également rapproché des résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire selon lesquels le resserrement du crédit a touché les grandes entreprises de façon plus prononcée que leurs homologues de plus petite taille, tant en Belgique que dans le reste de la zone euro.

GRAPHIQUE 75 VOLUME ET DEGRÉ D'UTILISATION DES CRÉDITS SELON LA CENTRALE DES CRÉDITS : VENTILATION DES ENTREPRISES SELON LEUR TAILLE ⁽¹⁾



Source : BNB.

(1) Sont considérées comme petites entreprises, celles qui ont remis 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 au cours de deux années consécutives.

(2) Quatrième trimestre estimé sur la base des réalisations d'octobre et de novembre.

Diverses initiatives ont été prises, à différents niveaux de pouvoir, afin d'enrayer une éventuelle raréfaction de l'offre de crédits aux entreprises, en particulier celle à destination des PME. Sur le plan européen, la BEI a décidé de majorer sensiblement son aide aux PME en Europe, en consacrant 15 milliards d'euros sur la période 2008-2009 à des prêts en leur faveur par l'intermédiaire de banques commerciales, au sein d'une enveloppe de 30 milliards d'euros d'ici 2011. L'utilisation de cette enveloppe sera encouragée par une simplification et une flexibilité accrue des instruments proposés. En Belgique, le gouvernement fédéral a décidé, le 23 octobre, de mettre en place un nouveau type de prêt via le Fonds de participation. Dans le cadre de ce nouveau produit, introduit le 1^{er} décembre et baptisé *Initio*, les PME désireuses d'obtenir un crédit peuvent s'adresser directement au Fonds de participation, avant de se rendre auprès de leur banque, avec l'aval du Fonds, pour compléter leur prêt. Enfin, les gouvernements des trois régions ont décidé d'accroître les enveloppes accordées aux sociétés de financement et de garantie (Sowalfin, Fonds bruxellois de garantie, Waarborgbeheer) dans le cadre de leurs activités de soutien aux PME,

conjointement à un assouplissement des critères d'octroi de ces garanties.

Titres à revenu fixe

Les entreprises belges ont émis des titres à revenu fixe à concurrence de 2,2 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2008. Les émissions nettes de titres à court terme sous la forme de billets de trésorerie se sont montées à 1,4 milliard, tandis que les montants collectés par émission de titres à long terme ont drainé 0,8 milliard d'euros. Ces chiffres relativement peu élevés dans une perspective historique s'expliquent par les difficultés à émettre des titres dans un contexte caractérisé, entre autres, par la très forte hausse du coût associé à ce mode de financement et par son tarissement de fait, lesquels ont surtout affecté les grandes entreprises.

Actions

Au cours des neuf premiers mois de 2008, les émissions nettes d'actions non cotées par les entreprises belges ont atteint un montant record de 73,5 milliards d'euros, largement supérieur aux 34,2 milliards récoltés au cours de la période correspondante de l'année précédente. C'est essentiellement au premier trimestre que le volume d'émissions a été très soutenu (48,4 milliards), les nouvelles émissions se modérant par la suite. Le groupe *Arcelor Mittal* a procédé à diverses opérations financières, se soldant par une augmentation de capital de 26 milliards d'euros. Cette opération a eu comme contrepartie une constitution d'actifs financiers à l'étranger d'un montant quasiment équivalent, dont 14 milliards sous la forme de prêts intragroupe et 12 milliards de prises de participations en actions non cotées.

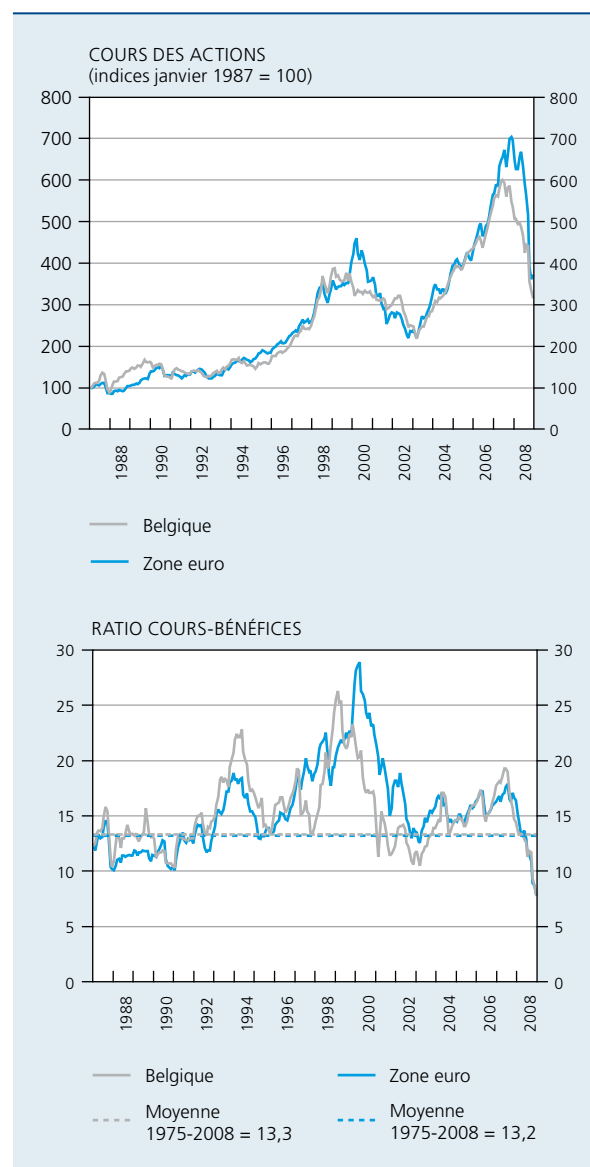
Les vastes émissions d'actions non cotées des deux dernières années, favorisées par l'introduction de la disposition fiscale relative à la déduction pour capital à risque, dite des intérêts notionnels, se sont donc poursuivies. Cette mesure a de nouveau induit de larges entrées de capitaux étrangers en Belgique, sous la forme de prises de participations dans des sociétés belges. Les contreparties étrangères sont essentiellement des entreprises non financières liées ou possédant un lien de participation avec la société cible.

Comme mentionné précédemment, les entreprises ont eu très peu recours au marché boursier. La dégringolade boursière et la préférence accrue des investisseurs pour des actifs peu risqués a, en effet, rendu les émissions d'actions cotées très onéreuses. Au cours des neuf premiers mois de 2008, ce canal de financement s'est ainsi asséché, les émissions nettes se limitant à 0,3 milliard. En décembre, la société *Anheuser Bush Inbev* a toutefois mené à bien une émission de 6,4 milliards d'euros, afin de finaliser son opération de fusion.

Sur la base des moyennes mensuelles, l'indice des cours de l'ensemble des sociétés belges cotées, à l'exclusion des entreprises du secteur financier, a chuté de 41 p.c. entre les mois de décembre 2007 et 2008. L'indice similaire élaboré pour les entreprises de la zone euro a, quant à lui, plongé de 47 p.c. Depuis le sommet atteint en juin 2007, l'indice belge des valeurs non financières a ainsi perdu 47 p.c. de sa valeur, soit plus que la baisse enregistrée lors de l'explosion de la bulle technologique qui s'était étalée sur cinq années, de 1999 à 2003.

La dégringolade boursière en cours depuis 2007 est donc nettement plus violente que la précédente. Par ailleurs, la chute des cours a démarré alors que le ratio

GRAPHIQUE 76 COURS BOURSIERS ET RATIO COURS-BÉNÉFICES EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO ⁽¹⁾
(moyennes mensuelles)



Source : Thomson Financial Datastream.

(1) Indices couvrant l'ensemble des sociétés cotées sur chaque marché, à l'exception des sociétés financières.

cours-bénéfices des actions, qui donne une indication du degré d'adéquation de leur valorisation, ne s'était écarté de sa valeur moyenne sur une longue période que de manière beaucoup plus limitée qu'à la fin des années 1990 : pour les sociétés cotées, ce ratio s'élevait ainsi, en juillet 2007, à respectivement 19 en Belgique et 18 dans la zone euro, soit environ 5 points de pourcentage de plus que la moyenne historique. À titre de comparaison, en 1999-2000, il était monté à 26 en Belgique et à 29 dans la zone euro.

Le nombre de sociétés belges – à l'exclusion des groupes de bancassurance – cotées sur les différents marchés d'Euronext est passé de 159 unités au 31 décembre 2007 à 164 un an plus tard. Malgré le contexte boursier très peu porteur, 11 introductions de sociétés belges ont été recensées, tandis que 6 entreprises sont sorties de la cote. À l'instar des deux années précédentes, les marchés non réglementés d'Euronext Brussels, qui s'adressent spécifiquement aux PME, via des critères d'admission simplifiés, ont admis à la cote plus de la moitié des nouveaux entrants. Au total, 6 PME ont intégré le *Marché Libre*, tandis qu'Alternext s'est enrichi d'une entreprise supplémentaire.

L'augmentation nette du nombre d'entreprises cotées n'a bien entendu pas compensé la perte de valeur liée à l'effondrement des cours: la capitalisation boursière totale des sociétés belges – à l'exclusion des groupes de bancassurance – a ainsi chuté de 35 p.c. en 2008, revenant de 152 à 99 milliards d'euros au terme de l'année.

7.4 Administrations publiques

Au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue, les comptes financiers des administrations publiques se sont détériorés, affichant 6,1 milliards d'euros de déficit, contre 4,3 milliards au cours de la période correspondante de 2007. Le Trésor ne s'étant pas vu obligé, comme en 2007, d'accroître son portefeuille d'OLO en vue d'assurer

le financement d'échéances de remboursement proches, cette dégradation se reflète dans une baisse de la formation d'actifs financiers plus prononcée que celle des nouveaux engagements financiers.

Nouvelles émissions du Trésor

Les émissions nettes de titres en euro par le Trésor ont continué de représenter la majeure partie des nouveaux engagements financiers des administrations publiques. Elles ont atteint un montant cumulé de 18,6 milliards d'euros à la fin de 2008, contre 12,6 milliards un an plus tôt.

Abstraction faite des interventions qui ont dû être menées en fin d'année pour sauver plusieurs institutions financières, le programme de financement du Trésor pour l'année sous revue présentait un besoin brut à couvrir plus élevé que d'ordinaire en raison de trois remboursements importants à effectuer en 2008. Malgré les conditions financières difficiles, les instruments de financement habituels du Trésor ont suffi à faire face à la majeure partie des besoins de financement. Dans le segment des moyen et long termes, le Trésor a émis au cours de l'année sous revue trois nouveaux emprunts de référence. En début d'année, l'usuel emprunt de référence à dix ans a été placé par le biais d'une syndication. En février, une nouvelle ligne d'OLO de référence à trois ans a été émise via une adjudication, et non par syndication, en réponse à la demande du marché pour des maturités courtes. Enfin, une nouvelle obligation de

TABLEAU 39 ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(milliards d'euros)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Neuf premiers mois	
							2007	2008
Formation d'actifs financiers ⁽¹⁾	-4,5	3,3	0,6	1,0	12,5	n.	9,6	-1,3
Nouveaux engagements financiers	-4,7	3,6	8,0	0,4	13,0	n.	14,0	4,8
Titres en euro	-2,2	-1,6	3,7	-1,3	10,2	n.	17,7	4,5
dont:								
Trésor	-0,9	-1,6	3,1	-0,8	12,6	18,6	19,6	3,9
À un an au plus	-0,3	-0,2	0,8	0,1	4,1	14,3	9,2	6,9
À plus d'un an	-0,6	-1,4	2,3	-0,9	8,5	4,3	10,5	-3,0
Autres engagements en euro ⁽¹⁾	-1,3	6,5	4,2	1,9	3,3	n.	-3,7	0,1
Engagements en devises du Trésor	-1,3	-1,4	0,1	-0,1	-0,5	3,8	0,0	0,3
Solde financier	0,3	-0,3	-7,5	0,6	-0,5	n.	-4,3	-6,1

Source: BNB.

(1) Y compris les «bons du Trésor – Fonds de vieillissement».

référence assortie d'un terme de cinq ans a été placée au moyen d'une syndication en avril.

L'alimentation des lignes d'OLO existantes s'est faite en cours d'année par le biais de cinq adjudications. Sur le segment du long terme, l'emprunt de référence à quinze ans, émis en 2006, et celui à trente ans, lancé en 2004, ont à nouveau été proposés. Ces lignes ont rencontré l'intérêt des investisseurs institutionnels, qui y ont souscrit pour un montant de 2,3 milliards d'euros.

En juillet, le Trésor a toutefois quelque peu diversifié ses sources de financement: il a inauguré son nouveau programme d'*Euro Medium Term Notes* en émettant un emprunt de 2 milliards de dollars des États-Unis.

En octobre, l'aggravation de la crise financière a conduit les pouvoirs publics à intervenir auprès de plusieurs grandes banques ou compagnies d'assurances belges et à les recapitaliser, comme expliqué plus en détail dans le chapitre 8 consacré à la stabilité financière. En vue de financer ces interventions de sauvetage, qui ont nécessité au total en ce qui concerne le pouvoir fédéral la mobilisation de quelque 20 milliards d'euros, le Trésor a émis davantage de titres à court terme que prévu en 2008. Toutefois, ces émissions complémentaires à court terme ont, elles aussi, pu se faire à des taux d'intérêt nettement inférieurs aux taux interbancaires correspondants. Elles n'ont pas engendré d'aggravation des risques de refinancement et de refixation des taux. Une partie devrait en être refinancée par le placement de titres à long terme dans le courant de l'année 2009.

Les émissions de bons d'État, instrument de la dette publique destiné aux particuliers, se sont chiffrées à 0,7 milliard d'euros en 2008. Si l'intérêt pour ce produit a été très modeste lors des trois premières périodes de souscription, l'engouement pour ce type de placement a été particulièrement vif lors de la dernière émission clôturée début décembre, ce qui est révélateur d'un changement de comportement des particuliers en quête de valeurs sûres.

Gestion de la dette du Trésor

En raison, essentiellement, de ses prises de participations et autres interventions dans des institutions financières, le Trésor a clôturé ses opérations de 2008 par un déficit budgétaire sur la base de caisse nettement supérieur à celui de l'année précédente. L'augmentation du solde brut à financer qui en a découlé n'a été couverte que très partiellement par les émissions à moyen et à long termes, de sorte que l'endettement à court terme du Trésor en

euro s'est accru et que l'encours de ses actifs financiers s'est réduit.

Le remboursement des emprunts arrivés à échéance dans le courant de l'année écoulée a représenté 26,5 milliards d'euros, soit significativement plus que l'année précédente. Le volume des rachats par le Trésor de titres échéant en 2009 ou ultérieurement s'est, quant à lui, élevé à 3,3 milliards d'euros, un montant moindre qu'en 2007.

L'Agence de la dette a toujours veillé à faire appel aux investisseurs internationaux. La diversification des détenteurs de la dette publique belge est de ce fait importante: en septembre de l'année sous revue, 56 p.c. des OLO étaient détenues à l'étranger, de même que 78,5 p.c. des certificats de trésorerie.

TABLEAU 40 BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT
 DE L'ÉTAT FÉDÉRAL
 (milliards d'euros)

	2007	2008
Solde brut à financer	29,6	57,3
Besoins bruts de financement . .	24,5	54,0
Déficit ou excédent (-) budgétaire ⁽¹⁾	3,6	27,5
Dette à moyen et à long termes échéant dans l'année	20,9	26,5
En euro	20,9	26,0
En devises	0,0	0,5
Rachats et échanges (titres échéant l'année suivante ou ultérieurement)	4,9	3,3
Autres besoins de financement . .	0,2	0,1
Moyens de financement à moyen et à long termes	29,4	33,8
Émissions en euro	29,4	32,4
Obligations linéaires (OLO) ⁽²⁾ . .	28,9	31,8
Bons d'État	0,5	0,7
Émissions en devises	0,0	1,4
Variation nette de la dette à court terme en devises	-0,5	4,3
Variation de l'encours des certificats de trésorerie	3,4	11,1
Variation nette des autres dettes à court terme en euro et des actifs financiers	-2,8	8,1

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 sur la base des transactions.

(2) Y compris les produits structurés.

Dans un contexte de sensible élargissement des écarts de rendement entre les emprunts des États belge et allemand, le Trésor a encore tenté d'accroître la liquidité des OLO en inaugurant la cotation de ses titres sur plusieurs plates-formes électroniques.

Depuis avril 2008, il est effectivement possible pour les *dealers* ou négociants en titres obligataires de choisir entre trois plates-formes de *trading* pour traiter les obligations de l'État belge: *MTS*, *Broker'Tec* (plate-forme d'*ICAP*, le plus grand courtier *interdealer*) et *BGC Partners*. Ce faisant, le Trésor poursuivait un double objectif: permettre aux *primary dealers* de passer leurs transactions où ils le souhaitent et bénéficier d'un marché plus large. Une concurrence accrue sur le marché de l'intermédiation est, en effet, susceptible de favoriser l'innovation et la liquidité des obligations.

Si la crise financière a rendu le Trésor plus attentif au risque de crédit des contreparties, les différents risques inhérents à la gestion de la dette publique ont continué d'être gérés comme les années précédentes. Bien qu'en nette augmentation par rapport à l'année précédente, le risque de change couru par le Trésor est resté faible, la part de la dette en monnaies étrangères se chiffrant à 1,46 p.c. à la fin de 2008. Cette évolution découle de l'engagement pris par les pouvoirs publics d'intervenir via la Société fédérale de participations et d'investissement dans le financement du portefeuille de crédits structurés, libellés en devises, logé dans le véhicule de défaisance créé à l'occasion de la restructuration du groupe *Fortis* à la fin de 2008, comme expliqué dans l'encadré 16 dans le chapitre 8 consacré à la stabilité financière.

Les limites maximales pour le risque de refinancement à douze mois et à cinq ans n'ont pas été modifiées en 2008, s'établissant à respectivement 22,5 et 60 p.c. du portefeuille. Ce risque, défini comme la possibilité que les coûts en intérêts soient plus élevés que prévu en raison de besoins de financement trop importants dans un laps de temps limité, a augmenté au cours des deuxième et troisième trimestres, dépassant la limite fixée à douze mois entre avril et août. Le risque de refinancement à douze mois est ensuite revenu à des valeurs proches de sa limite et s'est établi à 22,3 p.c. en décembre, tandis que celui à cinq ans atteignait 56,1 p.c.

Le risque de refixation du taux indique la part du portefeuille sujette à une refixation des conditions d'intérêt pendant une période déterminée. Les limites pour le risque à douze mois et à cinq ans sont de respectivement 25 et 65 p.c. de la dette en euro. Bien qu'ayant également augmenté entre les mois de mars et d'août de l'année

écoulée, le risque de refixation du taux à douze mois est constamment demeuré inférieur à sa limite et s'est stabilisé en fin d'année à 21,3 p.c., celui à cinq ans s'établissant à 58,8 p.c. Pour 2009, les limites maximales à douze mois pour le risque de financement et pour le risque de refixation du taux ont été revues à la hausse de 2,5 points de pourcentage, étant fixées à respectivement 25 et 27,5 p.c.

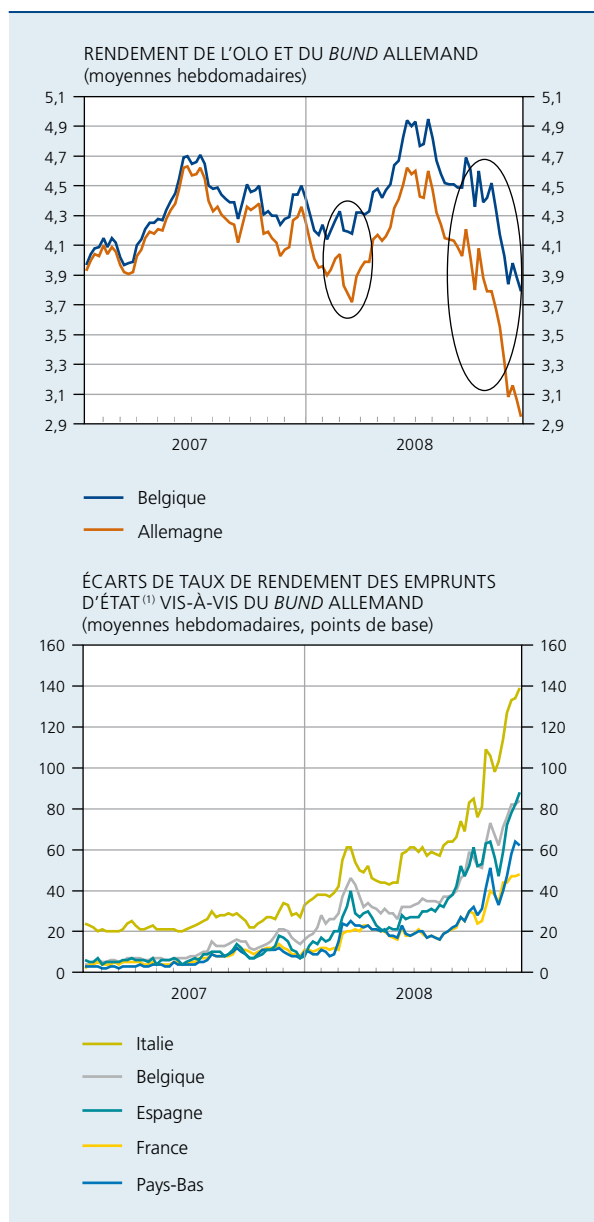
L'écart de rendement entre l'emprunt de référence à dix ans de l'État belge et le *Bund* allemand d'échéance similaire a considérablement augmenté durant l'année sous revue. Au cours de la deuxième partie de 2007, ce différentiel avait commencé à s'accroître en raison des turbulences financières liées au marché américain des crédits hypothécaires à haut risque (*subprime*) et, en second lieu, aussi en raison des difficultés politiques que traversait la Belgique. Ce contexte avait favorisé la réorientation des investissements vers des placements sans risque et très liquides, dont le *Bund* allemand est l'emblème en Europe. Parallèlement au développement de la crise financière internationale, cette évolution s'est exacerbée au cours de l'année sous revue, les titres de l'État belge subissant les conséquences d'une fuite aussi bien vers la qualité (*flight-to-quality*) que vers la liquidité (*flight-to-liquidity*), deux réactions, souvent concomitantes, qui se manifestent à la suite de perturbations sur les marchés financiers.

La préférence pour la liquidité peut être définie comme un phénomène propre aux périodes de tension sur les marchés financiers. Elle n'est pas forcément liée à un problème de perte de valeur, mais plus spécifiquement à des différences de liquidité entre instruments. Elle peut survenir en parallèle avec une fuite vers la qualité, un phénomène plus étalé dans le temps, caractérisé par d'importants mouvements de capitaux qui, lors d'un krach boursier par exemple, se déplacent vers les placements les plus sûrs qui sont aussi généralement plus liquides, tels les emprunts d'État.

L'attrait pour la liquidité a certainement joué un rôle majeur et constant dans l'accroissement des écarts de rendement entre titres souverains les deux dernières années. Les titres de la dette allemande, plus liquides en raison du volume traité et, en particulier, de l'influence des contrats de *futures* pour le *Bund*, ont ainsi été massivement demandés, surtout par des investisseurs institutionnels, ce qui a contribué à en réduire le rendement par rapport aux titres de la dette belge.

Un premier pic dans les écarts de rendement entre les emprunts publics allemands et ceux des autres pays de la zone euro est apparu entre février et la mi-mars 2008, lorsque les problèmes de la banque d'investissement

GRAPHIQUE 77 RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS ⁽¹⁾



Source : BRI.

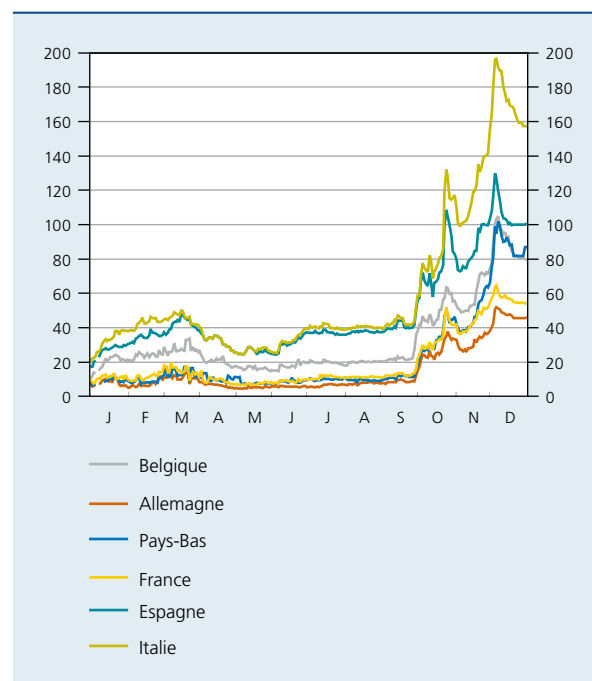
(1) Pour la Belgique, taux de rendement sur le marché secondaire des emprunts de référence de l'État (OLO).

Bear Stearns ont, une première fois, exacerbé les tensions financières. Cet accroissement a été fort marqué dans les pays où la dette publique demeure élevée, à savoir la Belgique et l'Italie, ainsi qu'en Espagne. En revanche, en France et aux Pays-Bas, deux pays qui possèdent une notation identique à celle de l'Allemagne, le saut a été plus limité. Cette augmentation des écarts a reflété en partie une réévaluation du risque de crédit souverain par les investisseurs, ainsi qu'en témoigne la hausse des primes sur les contrats dérivés de défaut (qui mesure le risque de défaut pour les obligations

d'État). Au mois de mars, les piètres performances des marchés d'actions ont provoqué une montée brutale de l'aversion pour le risque et un mouvement de report vers les obligations souveraines. De ce fait, le rendement de ces dernières a diminué partout, et en particulier en Allemagne. En Belgique, par contre, les inquiétudes liées aux tensions politiques et les incertitudes entourant le déroulement du contrôle budgétaire ont pu décourager les investisseurs.

Après la forte augmentation observée au printemps, les écarts de rendement ont atteint de nouveaux maxima en septembre et en octobre dans le climat de panique perturbant les marchés financiers à la suite de l'effondrement de *Lehman Brothers*. Le mouvement de fuite vers la qualité a repris en septembre au moment où la crise financière internationale a débouché sur la restructuration d'un nombre important de banques dans les économies avancées. Avec l'annonce, en octobre, de la mise en œuvre des plans de sauvetage, ce phénomène de report sur des valeurs sans risque a connu plusieurs soubresauts, alimentés entre autres par les craintes que le financement des recapitalisations par les pouvoirs publics faisaient naître dans bon nombre de pays concernés quant à leur capacité à rembourser un endettement en forte hausse.

GRAPHIQUE 78 PRIMES SUR LES CONTRATS DÉRIVÉS DE DÉFAUT (CDS) À CINQ ANS EN 2008
(données journalières, points de base)



Source : Bloomberg.

En moyenne, au cours de l'année 2008, le différentiel de rendement entre l'emprunt belge de référence à dix ans et l'obligation allemande de même terme s'est établi à 43 points de base, contre 11 points en 2007. En fin d'année, cet écart s'est creusé à 84 points de base.

Les emprunts de référence néerlandais et français ont affiché des écarts moindres, qui se sont chiffrés à 24 et 25 points de base respectivement, des niveaux toutefois nettement supérieurs à ceux de 2007 (7 et 9 points de

base). L'emprunt de l'État espagnol a également vu son différentiel de rendement avec le *Bund* s'élargir sensiblement par rapport à 2007, de 9 à 38 points de base, de même que celui de l'État italien, de 28 à 70 points de base. En fin d'année, les écarts entre les emprunts néerlandais et français, d'une part, et le *Bund* allemand, d'autre part, s'affichaient à 60 et 45 points de base respectivement, tandis que les rendements des titres espagnols et italiens s'en écartaient de, respectivement, 91 et 156 points de base.



Henri Hendrickx, visage de l'allégorie de la géographie, détail d'un projet pour le fond de sécurité du billet de 20 francs type 1892, crayon et encre, non daté (vers 1890), collection Banque nationale de Belgique

Stabilité financière

8.

8.1 Marchés financiers internationaux

Lors du week-end des 13 et 14 septembre 2008, les autorités américaines ont décidé de ne pas renflouer *Lehman Brothers*, la quatrième plus grande banque d'investissement américaine, et, en l'absence de possibilité de reprise par une autre institution financière, de la laisser déposer son bilan avant l'ouverture des marchés. Cette décision s'est révélée être un tournant dans la crise financière mondiale qui s'était déclenchée il y a plus d'un an (voir la section 1.2 du chapitre 1 consacré à l'environnement international pour un aperçu chronologique de cette crise), la défaillance frappant de front un système financier déjà fortement fragilisé. En effet, depuis le début des turbulences financières, les banques commerciales et d'investissement, les fonds spéculatifs et nombre de structures et véhicules de placement, souvent sponsorisés par de grandes banques qui enregistraient hors bilan les engagements à leur égard, ont eu à faire face à une accumulation de pertes sur des produits financiers, en particulier des titres de dette structurés, et à une période prolongée de resserrement de la liquidité sur les marchés interbancaires. Or, c'est précisément sur ces marchés que plusieurs de ces institutions se reposaient en très grande partie, ou même exclusivement, pour financer des actifs dont le volume s'était fortement accru durant la période antérieure à l'été 2007, du fait de la nette expansion des crédits octroyés au secteur privé.

Lehman Brothers étant une institution importante, systémique et largement connectée au système financier mondial, les effets de sa défaillance se sont répercutés sur l'ensemble du système au travers de différents canaux de transmission, tant directs qu'indirects. Ils ont contribué à un brutal assèchement des conditions de liquidité sur de nombreux marchés.

Le premier des canaux directs est celui des transactions financières pour lesquelles *Lehman Brothers* était débiteur ou contrepartie. Comptant parmi les grandes banques d'investissement et les principaux courtiers financiers mondiaux, *Lehman Brothers* avait étendu ses opérations à des marchés très variés, de sorte que son défaut de paiement a concerné un grand nombre de transactions

avec d'autres institutions financières à travers le monde. En particulier, la position centrale occupée par *Lehman Brothers* sur les marchés de gré à gré de produits dérivés, principalement celui des dérivés de crédit, a constitué une source de difficulté majeure pour les marchés financiers, étant donné les caractéristiques spécifiques de ces marchés où les contrats se traitent bilatéralement sans l'intervention d'une bourse ou d'une contrepartie centrale pour couvrir les risques de crédit. De sérieux doutes ont surgi concernant la possibilité de dénouer de manière ordonnée toutes les transactions conclues avec *Lehman Brothers*, en ce compris la réalisation des titres mis en gage et le remplacement par de nouveaux contrats. Combinées avec les incertitudes relatives au montant total des opérations concernées, ces interrogations ont engendré une vive inquiétude concernant les besoins réels de liquidités de nombreuses institutions financières et leur capacité effective à couvrir des besoins additionnels dans des marchés extrêmement tendus. Ces développements ont provoqué une thésaurisation des liquidités par les intermédiaires financiers exposés au risque *Lehman Brothers*, ce qui a contribué à obérer davantage le fonctionnement des marchés financiers de gros.

La défaillance de *Lehman Brothers*, qui fut suivie quelques jours plus tard par le défaut de paiement sur la dette senior de la sixième plus grande banque commerciale américaine, *Washington Mutual*, a exercé un deuxième effet direct, qui s'est avéré encore plus dommageable, au travers des lourdes pertes qu'elle a engendrées auprès de ses principaux créanciers. Accusant des dettes bancaires et obligataires pour un montant consolidé dépassant les 600 milliards de dollars, *Lehman Brothers* est devenue un des plus grands cas de défaut au monde, la valeur résiduelle de ses dettes non garanties étant estimée, sur la base des prix de marché, à seulement 10 p.c. de leur valeur faciale. Cette dévalorisation s'est révélée être un important canal de transmission au reste du système financier. Dans la mesure où *Lehman Brothers* avait mis en circulation des volumes considérables de papier commercial et d'autres effets à court terme pour se financer, l'exposition au risque de crédit sur cette institution se retrouvait auprès de très nombreux fonds monétaires américains. En dépit de la crise, l'encours total des actifs

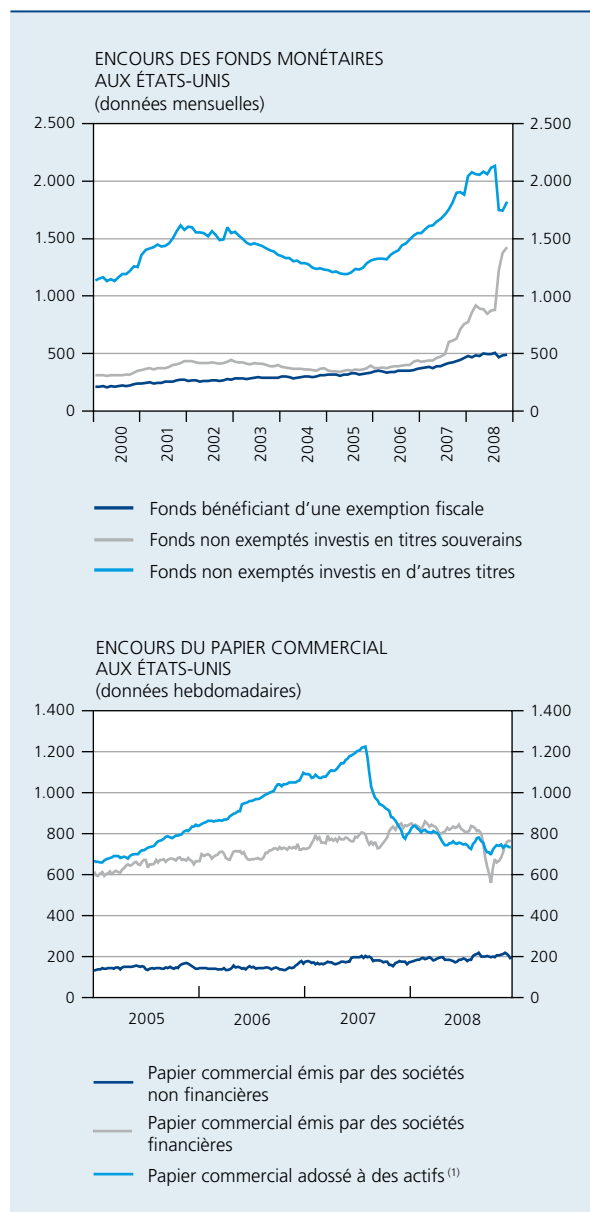
gérés par ces fonds monétaires avait atteint, au mois d'août 2008, le montant record de 3.500 milliards de dollars, car ces placements étaient considérés comme particulièrement sûrs par les investisseurs, du fait de l'engagement pris par ces fonds de ne jamais rembourser un montant inférieur à celui de la mise initiale. Si plusieurs fonds ont été couverts, pour les pertes substantielles qu'ils ont subies sur leurs placements en titres de *Lehman Brothers*, par les gestionnaires et les banques qui les patronnaient, un de ces fonds, *Primary Reserve*, a dû annoncer le 16 septembre que la valeur nette de ses titres était tombée en dessous du pair, devenant le premier fonds monétaire à se retrouver dans une telle situation en quatorze ans. Le choc provoqué par cette nouvelle a entraîné des dégagements massifs des fonds monétaires investis en papier commercial émis par des sociétés financières et non financières, les investisseurs ayant réalloué leurs placements en fonds monétaires investis dans des titres du secteur public.

Les marchés de papier commercial, sur lesquels les fonds monétaires constituent traditionnellement le principal groupe d'investisseurs, ont été les premiers affectés par ces fortes réallocations de fonds. Contrastant avec le profil observé lors de la phase initiale de la crise, à l'été 2007, tant le papier commercial non garanti que celui adossé à des actifs ont été touchés. C'est en fait le marché du papier commercial non garanti émis par des établissements financiers qui a subi le plus grand recul, ce qui a encore ajouté aux pressions financières subies par ces institutions dans des marchés déjà très tendus. Les échéances se sont raccourcies et les taux ont nettement haussé, tandis que l'encours du papier commercial aux États-Unis s'est contracté de plus de 360 milliards de dollars, au départ d'un montant d'environ 1.810 milliards encore observé le 12 septembre. En fait, les volumes n'ont commencé à se rétablir qu'à partir de la fin d'octobre à la suite de l'annonce par les autorités monétaires américaines, puis de l'entrée en vigueur effective, d'une nouvelle facilité de crédit consacrée à l'achat de papier commercial non garanti ou adossé à des actifs (*Commercial Paper Funding Facility*). Par cette mesure, la Réserve fédérale intervient, en fait, comme acheteur en dernier ressort, se substituant ainsi à l'intermédiation par le marché.

Les implications de la défaillance de *Lehman Brothers* ont toutefois largement dépassé les effets directs décrits ci-avant, frappant de plein fouet des marchés désorientés par de nombreux autres développements. Ainsi, la détérioration des indicateurs économiques nourrissait déjà des anticipations d'un repli conjoncturel plus prononcé et généralisé aux principales économies mondiales. Le renflouage, à peine une semaine plus tôt, des agences

GRAPHIQUE 79 MARCHÉS DES TITRES À COURT TERME AUX ÉTATS-UNIS

(milliards de dollars)



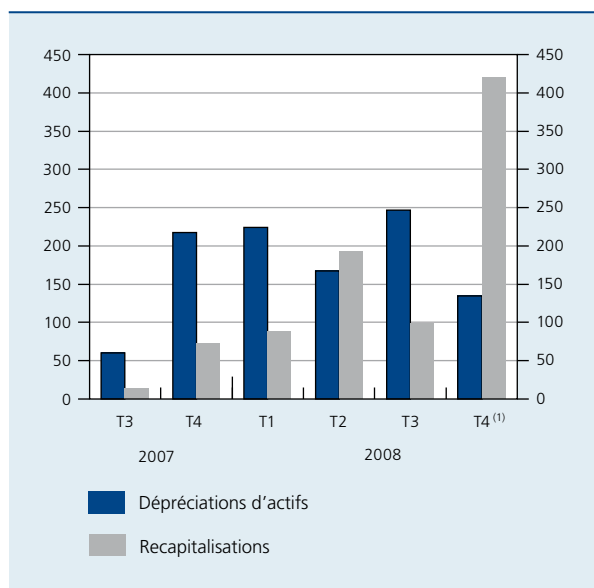
Sources : Investment Company Institute, Thomson Financial Datastream, Réserve fédérale.

(1) Ces actifs sont principalement constitués de prêts octroyés à l'origine par des banques mais qui ont été titrisés et cédés par ces dernières sous la forme de titres adossés à des créances hypothécaires (*Mortgage-backed Security – MBS*) et à d'autres actifs (*Asset-backed Security – ABS*) ou de titres garantis par des créances (*Collateralised Debt Obligation – CDO*).

gouvernementales américaines de refinancement hypothécaire *Fannie Mae* et *Freddie Mac* avait nécessité des engagements massifs du Trésor américain, pouvant aller jusqu'à 100 milliards de dollars pour chacune des deux institutions concernées. La principale compagnie d'assurances au monde, *AIG*, était à la recherche désespérée de fonds en vue de rencontrer des demandes additionnelles

GRAPHIQUE 80 DÉPRÉCIATIONS D'ACTIFS ET RECAPITALISATIONS PAR LES GRANDES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONDIALES

(milliards de dollars)



Source : Bloomberg.

(1) Le montant des dépréciations du quatrième trimestre de 2008 est partiel, dans la mesure où de nombreuses institutions n'avaient pas encore publié leur résultat pour ce trimestre à la date de clôture du présent Rapport.

de garanties adressées à son entité spécialisée en produits financiers, à concurrence de 18 milliards de dollars.

Dans ce contexte, le défaut de *Lehman Brothers*, de manière brutale, fait comprendre au marché que des intermédiaires-clés n'étaient plus en mesure de résoudre par eux-mêmes les besoins essentiels de restructuration des bilans ayant résulté de la crise financière internationale.

Dans un premier stade, la nécessité d'une telle restructuration s'était surtout fait sentir auprès d'institutions financières non bancaires recourant largement à l'effet de levier et finançant l'essentiel de leurs actifs par des dettes à court terme. Il s'agissait, en particulier, des véhicules d'investissements structurés et des conduits de papier commercial adossé à des actifs, dont le mode de fonctionnement a fait l'objet de l'encadré 18 du Rapport 2007. Si ces intermédiaires ont pu garder leurs titres en portefeuille en faisant appel, pour renouveler leurs passifs, aux lignes de liquidités et aux supports en capital obtenus auprès des banques qui les patronnaient, plusieurs institutions financières n'ont eu d'autre choix que de vendre des actifs, qui bénéficiaient souvent d'une excellente notation initiale, sur des marchés secondaires devenus particulièrement illiquides.

La spirale de baisse des prix qui en a résulté sur de nombreux marchés a alors généré des pertes sur les portefeuilles d'investissement des banques et d'autres intermédiaires financiers qui avaient à réévaluer chaque trimestre ces catégories d'actifs à leur juste valeur. C'est ainsi qu'à la veille de la défaillance de *Lehman Brothers*, les moins-values officiellement actées sur des instruments financiers par les grandes institutions financières mondiales s'élevaient déjà à plus de 500 milliards de dollars.

Dans un premier temps, les intermédiaires financiers ont pu compenser une partie de ces pertes considérables sur actifs financiers en procédant à des émissions de capital sur les marchés privés. Au deuxième trimestre de 2008, ces souscriptions ont même excédé le montant total des dépréciations sur titres. La poursuite d'une telle politique de compensation des pertes au cours du troisième trimestre s'est révélée de plus en plus difficile ainsi qu'en témoignent les efforts infructueux de *Lehman Brothers* pendant les mois d'été pour lever des fonds en vendant des actifs ou en émettant de nouvelles actions. Les investisseurs se sont montrés de moins en moins désireux de participer à des émissions de capital par les banques et les indices reflétant les attentes du marché relatives aux risques de défaut dans le secteur financier se sont à nouveau détériorés, annulant ainsi l'amélioration temporaire qui avait pu être observée pendant les deux mois ayant suivi le sauvetage de la banque d'investissement américaine *Bear Stearns*.

En contribuant à cristalliser les inquiétudes des investisseurs concernant les probabilités de défaut de grandes institutions financières systémiques, la défaillance de *Lehman Brothers* a exacerbé les craintes associées aux risques de contrepartie au sein du système financier, engendrant un blocage généralisé des marchés financiers, qui n'a épargné que les actifs les plus sûrs. Les indicateurs de tension sur les marchés ont atteint des niveaux records durant la troisième semaine de septembre, dépassant notamment les pointes enregistrées lors du lundi noir de 1987.

La perspective que les restructurations des bilans des établissements de crédit puissent se traduire par une contraction des prêts bancaires aux entreprises, entraînant, à leur tour, une succession d'interactions négatives entre le secteur financier et l'économie réelle, a pesé sur les cours des actions, dont le repli s'est accentué après la mi-septembre. Durant la semaine du 6 octobre, les indices ont baissé de 20 p.c. et plus, ramenant les rapports cours-bénéfices, tant aux États-Unis que dans la zone euro, bien en deçà de leurs niveaux historiques. Le degré élevé d'incertitude concernant l'évolution future des profits des entreprises s'est aussi manifesté par une flambée des attentes des

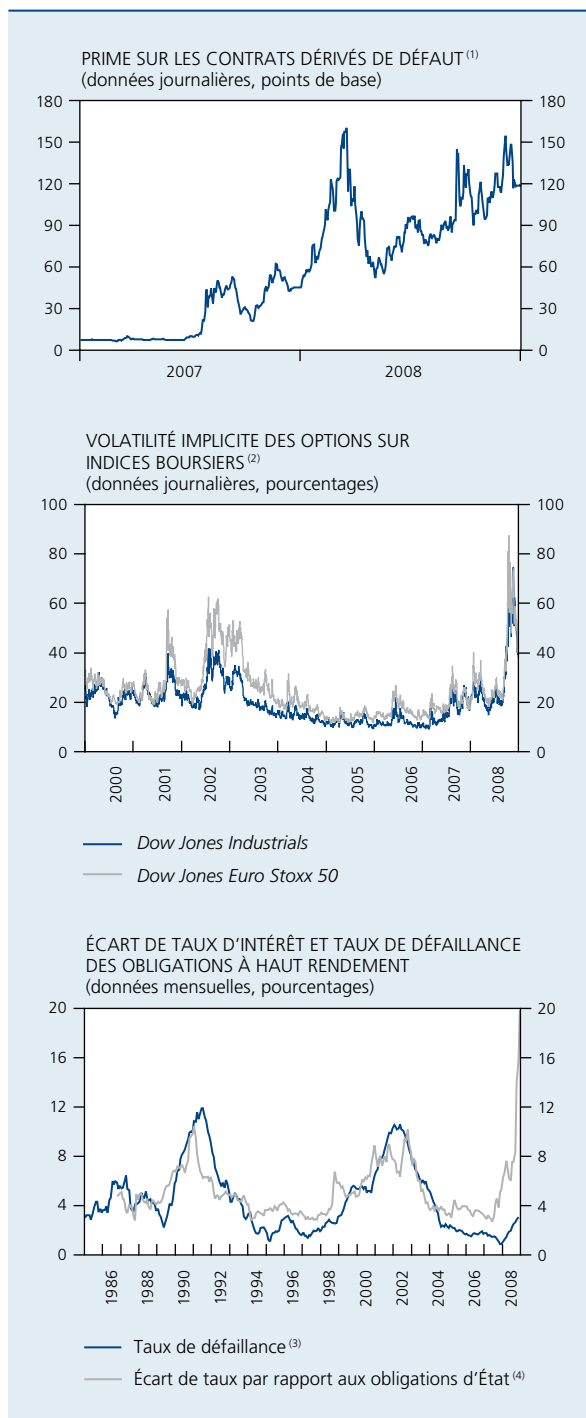
marchés relatives à la volatilité des cours boursiers. Les indices de volatilité implicite ont grimpé à des niveaux qui ont largement dépassé les records enregistrés lors du dégonflement de la bulle des nouvelles technologies de l'information et de la communication (TIC) au début des années 2000 et ont même excédé ceux atteints lors du krach boursier de 1987. Ces indices sont restés très élevés tout au long du quatrième trimestre de l'année sous revue, témoignant de la persistance des incertitudes et du faible appétit pour le risque qui a prévalu parmi les investisseurs.

Des hausses spectaculaires des primes de risque ont aussi été relevées sur les marchés de titres à revenu fixe, en ce compris les obligations de bonne qualité, dont les prix ont chuté presque autant que ceux des obligations à caractère spéculatif. Ainsi, le cours des obligations émises par des banques ayant une notation A ou encore les tranches notées AAA d'obligations adossées à des crédits hypothécaires commerciaux ont baissé de plus de 10 p.c. au cours la période qui a suivi la défaillance de *Lehman Brothers*. L'écart de taux d'intérêt entre les obligations spéculatives en dollar et les titres d'État américains a bondi à plus de 19 p.c., soit près du double du différentiel observé pendant les périodes antérieures de stress et d'accumulation de défauts de paiement.

Si une forte augmentation du taux de défaillance sur les obligations est attendue, le relèvement des primes de risque ne traduit pas seulement les craintes accrues des investisseurs d'avoir à subir des pertes de crédit sur leurs obligations d'entreprise. Il résulte aussi, pour une bonne part, de l'exigence des investisseurs d'obtenir une rémunération beaucoup plus élevée pour les incertitudes et l'immobilisation de liquidité liées aux placements en obligations, dans un contexte où l'ensemble du marché cherche à thésauriser sa liquidité et à se réfugier dans les placements les plus sûrs.

Les banques n'étant plus disposées à se financer entre elles, même au jour le jour, par crainte du risque de contrepartie, l'ensemble du marché monétaire s'est bloqué dans les jours qui ont suivi la défaillance de *Lehman Brothers*. Le rendement des certificats du Trésor américain à trois mois, considérés comme un des derniers actifs sans risque, est tombé à quasiment 0 p.c., alors que les autres taux du marché monétaire, tel le Libor, ont continué de monter, au départ pourtant de niveaux déjà inhabituellement hauts par rapport à ceux enregistrés antérieurement. Davantage que ces hausses de taux, ce sont surtout les rationnements dans les volumes qui ont pesé sur les conditions de financement des institutions financières, y compris en Europe. Le volume des prêts a dramatiquement diminué, même sur les marchés garantis

GRAPHIQUE 81 INDICATEURS DE TENSION SUR LES MARCHÉS FINANCIERS



Sources : Moody's, Thomson Financial Datastream.

(1) Prime sur *iTraxx Financials*.

(2) Mesures de la volatilité attendue, dérivées des cours d'un panier d'options sur les indices boursiers.

(3) Données mensuelles de Moody's. Nombre d'obligations, d'une notation inférieure à Baa3, ayant fait l'objet d'un défaut au cours des douze mois précédents, exprimé en pourcentage du nombre total d'obligations de mêmes notations.

(4) Écart, par rapport au taux d'intérêt des bons du Trésor américain à dix ans, du taux des obligations d'entreprise libellées en dollar des États-Unis, ayant une notation inférieure à BBB / Baa3.

où les emprunts sont couverts par la mise en gage de titres au bénéfice du créancier. Certaines catégories de gages n'ont plus été acceptées, compte tenu des fortes baisses de leur prix, tandis que les banques disposant de liquidités excédentaires n'ont tout simplement plus voulu les prêter à d'autres contreparties dans le marché. En conséquence, le volume des opérations sur le marché des prises et mises en pension de titres, qui étaient devenues une composante-clé du financement de gros des institutions financières, s'est tari, empêchant les flux de fonds réguliers qui s'opéraient précédemment entre les institutions en excédent et celles en déficit de liquidité.

Cette interruption du processus d'intermédiation a même encore été plus prononcée dans les marchés non garantis. L'offre s'y est complètement asséchée pour les durées dépassant un jour et est restée nettement inférieure à la demande pour cette dernière échéance, comme en témoignent les pointes dans l'évolution des taux interbancaires au jour le jour aux États-Unis et en Europe. Par ailleurs, le marché des contrats d'échange à terme de devises ayant perdu sa liquidité, une forte demande de financement en dollar a exacerbé les pressions sur les taux au jour le jour dans cette devise pendant les heures d'activité des marchés en Europe. Cela ressort clairement des évolutions

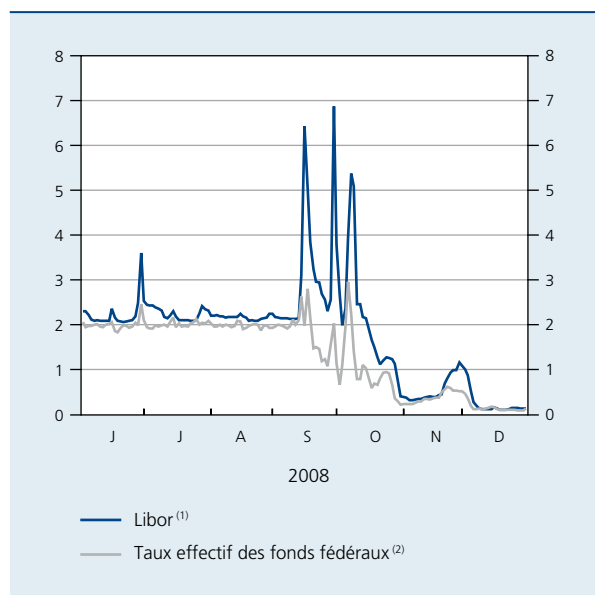
respectives du Libor en dollar au jour le jour, qui est fixé durant les heures d'ouverture du marché européen, et du taux effectif des fonds fédéraux au jour le jour enregistré en fin d'après-midi de la même journée, c'est-à-dire durant les heures d'activité aux États-Unis.

Comme commenté dans le chapitre 2 consacré à la politique monétaire de l'Eurosystème, les banques centrales se sont efforcées d'apaiser ces tensions de marché au travers d'interventions spéciales et de facilités d'échange de devises. Toutefois, les institutions financières les plus dépendantes des marchés de gros et perçues par les autres participants comme se trouvant dans des situations précaires de liquidité sont devenues la cible des marchés qui ont cherché à tester leur capacité de résistance. C'est dans ce contexte de tensions financières aiguës, de craintes exacerbées relatives aux risques de contrepartie et de désorganisation complète des marchés financiers que de nombreux groupes bancaires en Europe, notamment en Belgique, ont éprouvé une difficulté croissante à renouveler leurs financements sur les marchés de gros, ce qui a nécessité un soutien des autorités.

8.2 Secteur bancaire belge

La crise sans précédent affrontée par le système financier mondial a sérieusement mis à mal la rentabilité et la position de liquidité des principaux établissements de crédit du système financier belge. Les difficultés auxquelles ont eu à faire deux des plus grandes institutions financières (*Fortis* et *Dexia*) ont nécessité une recapitalisation par les pouvoirs publics. C'est toutefois l'ensemble du système financier belge qui a été confronté à d'importantes tensions, comme le montrent les pertes, réalisées ou non, sur les portefeuilles d'actifs financiers ou la fragilité des positions de liquidité ayant résulté du dysfonctionnement des principaux marchés interbancaires et de financement de gros. Dans ce contexte, les autorités ont également mis en œuvre des mesures proactives destinées à améliorer la résistance du secteur à d'éventuels chocs ultérieurs, comme l'attestent par exemple la mise en place d'un plan de garantie de certaines des nouvelles dettes à court terme des banques, l'augmentation du plafond de la garantie des dépôts ou la souscription, par le gouvernement belge, à une augmentation de capital dans le groupe *KBC*.

GRAPHIQUE 82 CONDITIONS RESPECTIVES DE FINANCEMENT EN DOLLAR AU JOUR LE JOUR DURANT LES HEURES D'OUVERTURE DES MARCHÉS EUROPÉENS ET DU MARCHÉ AMÉRICAIN
(pourcentages)



Source : Thomson Financial Datastream.

(1) Taux au jour le jour sur le marché interbancaire européen, fixé à Londres à 11h00 GMT.

(2) Taux au jour le jour sur le marché interbancaire américain.

8.2.1 Développements dans les principaux groupes de bancassurance

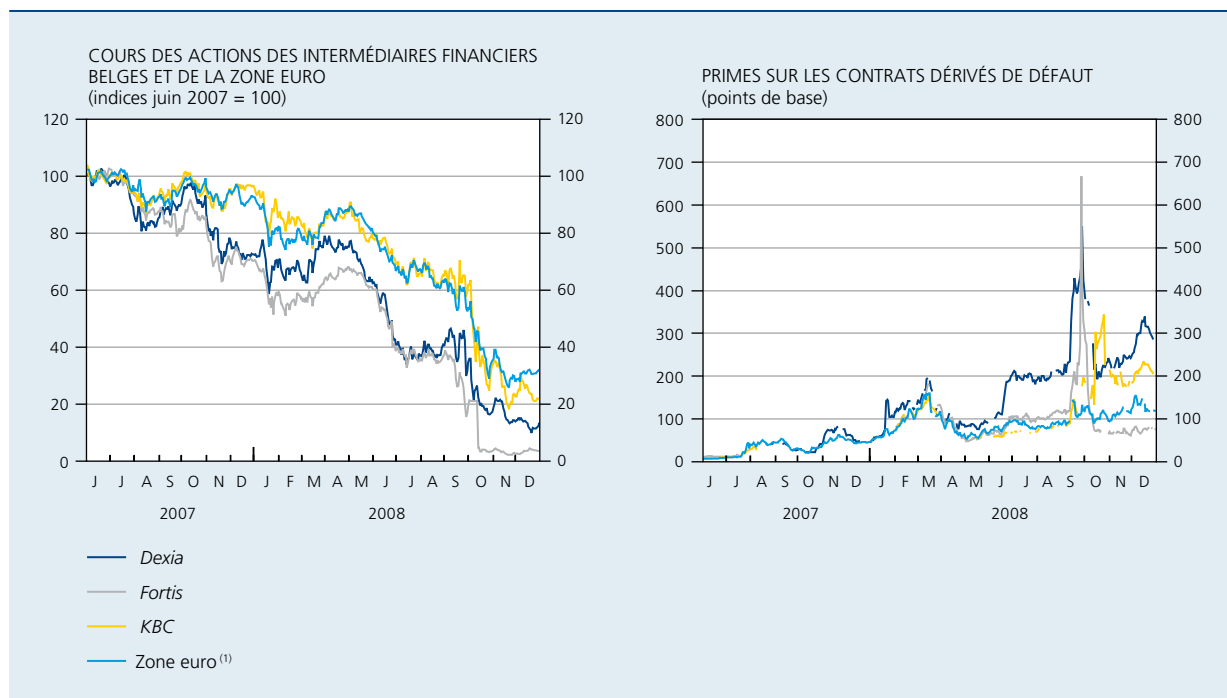
Fortis et *Dexia*, deux des quatre grands groupes de bancassurance actifs en Belgique, ont été pris dans la tourmente à la suite de la défaillance de *Lehman Brothers*.

Ces deux institutions ont, en effet, éprouvé des difficultés croissantes à renouveler leurs financements à court terme sur les marchés de gros, tout en devant faire face à d'importants retraits de dépôts par des contreparties professionnelles. Les pressions subies par ces deux institutions se sont également manifestées dans l'évolution des indicateurs de marché, sous la forme, notamment, de brusques replis des cours boursiers ou, plus encore, d'un gonflement de la prime appliquée aux contrats dérivés de défaut référençant les entités *Fortis* ou *Dexia*. Le coût de ces contrats dérivés de défaut (CDS), qui permettent à une contrepartie – l'acheteur d'assurance – de se couvrir auprès d'une autre contrepartie – le vendeur d'assurance – contre les pertes résultant d'un événement de crédit lié à l'institution référencée, a grimpé, dans le cas de *Fortis* et *Dexia*, au delà d'une prime annuelle de 500 points de base au cours de la semaine du 22 septembre. Ce niveau a, de ce fait, largement excédé celui de la prime appliquée aux CDS d'un éventail d'institutions financières européennes, telle que mesurée sur la base de l'indice *iTraxx Financials Senior*. La prime appliquée aux CDS de *KBC* a, elle aussi, dépassé cette référence durant la même période, sans égaler toutefois, loin s'en faut, les niveaux extrêmes de *Fortis* et *Dexia*. Le point culminant pour *KBC* a, en fait, été atteint deux semaines plus tard, à la suite de l'annonce d'importantes réductions de valeur

sur un portefeuille de titres garantis par des créances. Ces développements montrent que, si l'aversion extrême pour le risque et la défiance généralisée envers les contreparties bancaires qui se sont manifestées sur les marchés financiers ont affecté quasi simultanément l'ensemble des grands groupes systémiques de bancassurance, ceux-ci ont dû faire face à la crise au départ de situations individuelles très différentes.

Fortis s'est révélé d'autant plus sensible aux conditions extrêmement tendues et instables qui ont ébranlé les marchés financiers internationaux que l'acquisition d'*ABN AMRO* avait réduit les marges de manœuvre financière de ce groupe. C'est en octobre 2007 que *Fortis* avait procédé à cette acquisition, de concert avec *Royal Bank of Scotland (RBS)* et *Santander*. Cette opération mettait un point final à un processus d'offre lancé quelques mois auparavant et qui avait été mené à bien, sur le plan légal, par *RFS Holdings B.V.*, entité spécialement créée à cet effet et conjointement détenue par les trois groupes. *Fortis*, *RBS* et *Santander* ont convenu d'une structure d'actionariat de *RFS Holdings* au prorata de leurs engagements financiers respectifs soit, dans le cas de *Fortis*, à concurrence de 24 milliards d'euros. *Fortis* avait reçu l'accord de la CE – agissant dans sa compétence en matière de respect des conditions de concurrence – pour

GRAPHIQUE 83 INDICATEURS DE MARCHÉ POUR LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES BELGES ET DE LA ZONE EURO
(données journalières)



Source : Thomson Financial Datastream.

(1) *iTraxx Financials* pour les contrats dérivés de défaut et indice boursier défini par Thomson Financial Datastream pour le cours des actions des intermédiaires financiers.

l'acquisition d'*ABN AMRO*, à la condition toutefois que certains problèmes de concurrence soulevés par l'opération sur le marché bancaire néerlandais soient résolus par une série de désinvestissements portant sur des parties spécifiques de la branche néerlandaise d'*ABN AMRO*.

Dans la mesure où la majorité des transferts de parties d'*ABN AMRO* vers *Fortis* ne devaient avoir lieu qu'entre la fin de 2008 et de 2009, *Fortis* devait avoir le temps nécessaire pour mettre en œuvre quatre mesures devant lui permettre de respecter ses objectifs en matière de capitalisation, à savoir des mises en réserve de bénéfices, un contrôle strict de la croissance des besoins en capital, des cessions totales ou partielles d'actifs non stratégiques et des levées d'instruments de capital non dilutifs.

Faisant suite à une nouvelle détérioration des conditions du marché depuis la fin de mai et à la perspective d'une perte consécutive à la vente forcée de certaines activités néerlandaises de banque commerciale conformément aux exigences de la CE, *Fortis* a annoncé, le 26 juin, une modification et une accélération de son plan de recapitalisation. Ces nouvelles mesures, d'un montant total de 8,3 milliards d'euros, comprenaient une émission de capital pour environ 1,5 milliard, la décision de ne pas verser de dividende intermédiaire en 2008 pour un montant prévu de 1,3 milliard, une proposition de paiement en actions du dividende 2008, un programme de réduction des besoins en capital, au travers notamment d'une transaction de cession-bail sur immeubles à concurrence d'environ 1,5 milliard, une émission d'instruments de capital non dilutifs jusqu'à concurrence de 2 milliards et de nouvelles cessions d'actifs non stratégiques qui devaient, elles aussi, accroître la solvabilité totale d'environ 2 milliards. L'annonce de ces mesures a provoqué une nouvelle baisse du cours des actions *Fortis*. Par ailleurs, une forte exposition aux instruments de crédit structurés, de 42 milliards d'euros à la fin de juin 2008, a fait de *Fortis* une cible privilégiée pour la spéculation financière.

Après la défaillance de *Lehman Brothers*, *Fortis* a été confrontée à de graves problèmes de refinancement sur les marchés interbancaires et de gros, ainsi qu'au retrait des dépôts de contreparties professionnelles. La pénurie de liquidité qui en a résulté a contraint la Banque à fournir à *Fortis*, à partir du 29 septembre, une aide d'urgence sous la forme de crédits au jour le jour en euro et en dollar à des taux pénalisateurs et couverts par des garanties non éligibles aux opérations normales de refinancement de la BCE. Cette fourniture de liquidités d'urgence (FLU) s'est prolongée jusqu'au 9 octobre et a atteint un maximum d'une contrevaleur de 51,3 milliards d'euros en date du 3 octobre. Par ailleurs, les gouvernements néerlandais, belge et luxembourgeois ont dû,

pour pérenniser l'institution, mettre sur pied une opération de sauvetage, qui est décrite plus en détail dans l'encadré 16.

À l'instar de plusieurs autres banques européennes fortement dépendantes des marchés financiers de gros, *Dexia* a aussi été affectée par la défaillance de *Lehman Brothers*. La vulnérabilité du groupe a, en outre, été amplifiée par son exposition aux titres garantis par des actifs au travers de *Financial Security Assurance (FSA)*, la filiale américaine de *Dexia Crédit local de France*. Le métier de base de *FSA*, qui est l'un des cinq principaux rehausseurs de crédit au monde, consiste à protéger les investisseurs en obligations contre le risque de défaut associé à une obligation déterminée en proposant une assurance-crédit couvrant le paiement des coupons et du capital. En cas de défaillance de paiement du débiteur initial de l'obligation, le garant financier, également appelé *monoline insurer*, s'engage à assurer la continuité du paiement des intérêts et du capital aux détenteurs, conformément au plan de paiement spécifié dans les clauses contractuelles de l'obligation ainsi assurée. Cette technique d'assurance de crédit, introduite en 1971, a été initialement utilisée sur le marché des obligations municipales américaines, avant de s'étendre progressivement, à partir du milieu des années 1980, à l'assurance d'actifs titrisés et de finance structurée, tels que des (tranches de) titres adossés à des crédits hypothécaires (*Mortgage-backed Security – MBS*) et à d'autres d'actifs (*Asset-backed Security – ABS*) et, plus récemment, des titres garantis par des créances (*Collateralised Debt Obligation – CDO*). C'est au travers de ces dernières classes d'actifs que le secteur de l'assurance *monoline* a été touché par la crise financière internationale, ayant subi des pertes beaucoup plus importantes que prévu sur des titres adossés à des créances hypothécaires américaines.

Si *FSA* s'est abstenue d'assurer les titres les plus risqués, elle n'est toutefois pas restée à l'abri de l'extension des pertes à d'autres types de titres couverts par des crédits hypothécaires, à la suite de l'accumulation des problèmes sur le marché du logement américain. Ces développements n'ont concerné qu'une partie limitée de l'encours total des garanties d'assurance accordées par *FSA*, qui s'élevait à 443 milliards de dollars à la fin du mois de juin, dont 30 p.c. liés à des titres couverts par des actifs et 70 p.c. liés à des titres émis par des administrations publiques. Ils n'en ont pas moins constitué une source significative de pertes potentielles et ont, au surplus, contribué à réduire la valeur du portefeuille de 16,5 milliards de dollars de titres adossés à des actifs que *FSA* détenait au travers de son entité *Asset Management*, dont la principale activité consiste à offrir des contrats d'investissement à rendement garanti aux municipalités et à d'autres

investisseurs exigeant de limiter leurs placements à des dépôts bénéficiant d'une notation AAA.

Le 21 juillet, *Moody's* a placé la notation AAA de *FSA* sous surveillance pour une éventuelle dégradation. Cela a conduit *Dexia* à annoncer, le 6 août, une recapitalisation de *FSA* pour 300 millions d'euros et l'octroi, à concurrence de 5 milliards de dollars, d'une ligne de liquidités confirmée et non couverte par des garanties à la filiale *Asset Management* de *FSA*. Cette ligne a pour objectif de garantir le remboursement des engagements de ce segment d'activité et d'éviter la cristallisation de pertes qui résulterait d'une vente anticipée d'actifs du portefeuille de cette filiale. *FSA* a également annoncé qu'elle se retirait de l'activité d'assurance de titres couverts par des actifs.

Au-delà des importants engagements financiers de sa filiale *FSA*, *Dexia* a aussi été pénalisée par sa structure de financement qui l'a rendue vulnérable au dysfonctionnement du marché interbancaire. Dans la mesure où le groupe ne collecte des dépôts de détail qu'en Belgique et au Luxembourg, il est dépendant des marchés de gros pour assurer la couverture de certaines de ses activités. Il mobilise, en particulier, une grande partie de son portefeuille de titres bénéficiant des meilleures notations pour emprunter sur le marché interbancaire garanti. La dislocation de ce marché dans les jours qui ont suivi la défaillance de *Lehman Brothers* a affecté d'importantes sources de financement de *Dexia*. Ceci a exacerbé l'inquiétude des contreparties concernant l'exposition du groupe aux risques de crédit aux États-Unis et l'accumulation d'importantes pertes non réalisées que le groupe a

dû comptabiliser sur des obligations pourtant bien notées, à la suite de l'augmentation spectaculaire des primes de risque. Ici aussi, des interventions des autorités ont été nécessaires (voir encadré 16).

Dans le cas de *KBC*, les difficultés sont apparues plus tard et sont restées de moindre ampleur que celles de *Fortis* ou *Dexia*. À la suite de l'annonce, par *Moody's*, d'une révision à la baisse de la notation d'une série d'obligations adossées à des créances qui avaient été créées par *KBC Financial Products*, le groupe, dont l'exposition aux instruments de finance structurée atteignait 16 milliards d'euros à la fin du mois de juin 2008, a dû acter une perte importante sur ces investissements dans ses résultats du troisième trimestre. Dans la ligne des multiples initiatives prises par de nombreux autres pays pour assurer la liquidité d'institutions bancaires saines, restaurer la confiance dans le système financier et préserver l'accès au crédit des particuliers et sociétés non financières, le gouvernement belge a souscrit à une émission spécifique de titres de créances, admissibles comme capital de base (*Tier 1*), afin de renforcer la solvabilité de *KBC* (voir encadré 16).

Les développements ayant affecté les principales banques belges systémiques se sont évidemment reflétés sur les données agrégées relatives à l'ensemble du secteur bancaire qui sont exploitées dans la suite de cette section. Il est important de rappeler que ces données, tirées des schémas de *reporting* standardisés utilisés pour le contrôle prudentiel, ne concernent, pour le groupe *Dexia*, que *Dexia Banque Belgique* et les filiales de cette dernière, à l'exclusion donc des autres grandes filiales du groupe au Luxembourg et en France ainsi que de *FSA*.

Encadré 16 – Mesures mises en œuvre par les autorités pour renforcer la stabilité financière en Belgique

À côté des interventions effectuées par la Banque pour assurer lorsque nécessaire la fourniture de liquidités d'urgence, les autorités belges ont pris diverses mesures afin de renforcer la stabilité du système financier. Celles-ci reposent sur trois piliers :

- la recapitalisation d'institutions financières systémiques, combinée, pour chaque opération, à des changements significatifs dans la structure de gouvernance ;
- un système de garantie de l'État visant à faciliter le refinancement des institutions de crédit et des compagnies financières sur les marchés interbancaires et auprès de contreparties institutionnelles ;
- le relèvement du plafond de la protection accordée pour la garantie des dépôts ainsi que son extension, sur une base volontaire, aux produits d'assurance de la branche 21.



Mesures de recapitalisation

Fortis Banque Belgique

Le 29 septembre 2008, les gouvernements de la Belgique, des Pays-Bas et du Luxembourg ont convenu d'un accord par lequel chacun des trois pays entrait dans le capital de l'entité de *Fortis Banque* située sur son propre territoire à hauteur de 49 p.c. environ. La participation de l'État belge au capital de *Fortis Banque Belgique*, d'un montant de 4,7 milliards d'euros, s'est faite par l'intermédiaire de la Société fédérale de participations et d'investissement. En parallèle, la Banque nationale de Belgique et, dans un second temps, la *Nederlandsche Bank* ont décidé d'apporter une fourniture de liquidités d'urgence à respectivement *Fortis Banque Belgique* et *Fortis Bank Nederland*.

Le 3 octobre, le gouvernement des Pays-Bas a acquis les activités bancaires et d'assurance du groupe *Fortis* établies aux Pays-Bas (en ce compris *ABN AMRO*), pour un montant de 16,8 milliards d'euros. À la suite de ce rachat, les entités belges et néerlandaises du groupe *Fortis* ont été déconnectées et le volet néerlandais de l'opération du 29 septembre a été annulé.

Le 6 octobre, via la Société fédérale de participations et d'investissement, l'État belge a acquis, pour 4,7 milliards, les actions que *Fortis Holding* détenait dans *Fortis Banque Belgique*, devenant, par cette opération, propriétaire à 99,93 p.c. de *Fortis Banque Belgique*. En parallèle, le gouvernement belge – se réservant une minorité de blocage – a convenu avec *BNP Paribas* le transfert d'un peu moins de 75 p.c. de sa participation au capital de *Fortis Banque Belgique* en échange de 121,2 millions d'actions à émettre par *BNP Paribas*. De plus, il a été convenu que *BNP Paribas* procède à l'acquisition des activités d'assurance belges détenues par *Fortis Holding* et à l'acquisition d'une participation de 66 p.c. des activités bancaires de *Fortis Holding* au Luxembourg.

Enfin, il a été convenu du transfert à une structure de défaisance d'un portefeuille d'actifs à risque détenu par *Fortis Banque Belgique* pour une valeur de 10,4 milliards d'euros. Ce montant devait être financé à concurrence de 24 p.c. par l'État belge, de 10 p.c. par *BNP Paribas* et de 66 p.c. par *Fortis Holding*. En cumulant l'apport de 2,8 milliards fait par l'État belge – sous la forme d'actions et de prêts pour, respectivement, 0,8 et 2 milliards – dans le cadre de ce transfert aux deux prises de participation de 4,7 milliards chacune et au crédit pont de l'équivalent de 3 milliards octroyé à la structure de défaisance susmentionnée pour aider *Fortis Holding* à financer sa part des actifs à risque, le total des montants injectés en 2008 par le biais de la Société fédérale de participations et d'investissement devait en principe s'élever à 15,2 milliards.

Le 12 décembre 2008, la Cour d'appel de Bruxelles a rendu un arrêt suspendant la vente à *BNP Paribas* des actions achetées par la Société fédérale de participations et d'investissement à *Fortis Holding*. Eu égard à cette décision, la Société fédérale de participations et d'investissement n'a pas apporté à la structure de défaisance les fonds qu'elle a obtenus à cette fin auprès du Trésor (soit quelque 6 milliards d'euros).

Les diverses opérations de recapitalisation de *Fortis* ont été approuvées par la CE en date du 3 décembre.

Dexia

La recapitalisation de *Dexia*, le 30 septembre, à hauteur d'un montant de 6,4 milliards d'euros, est le fruit d'une action concertée des gouvernements belge, français et luxembourgeois. En Belgique, la recapitalisation de 3 milliards d'euros s'est faite avec le concours des gouvernements fédéral (1 milliard, par le canal de la Société fédérale de participations et d'investissement) et régionaux (500 millions pour la Communauté flamande, 350 millions indirectement par la Région wallonne et 150 millions par la Région de Bruxelles-Capitale), ainsi que des actionnaires institutionnels existants (*Holding Communal*, *Arcofin* et *Ethias* pour un montant global de 1 milliard).



Les autorités publiques en France ont participé à l'augmentation de capital de *Dexia* à hauteur de 3 milliards. Le gouvernement luxembourgeois a souscrit à l'émission de nouvelles obligations convertibles pour un montant de 376 millions.

De plus, le 14 novembre 2008, les États belge et français ont convenu de garantir le portefeuille d'actifs de *FSA Asset Management*, filiale qui ne sera pas englobée dans la cession de *FSA* à mettre en œuvre dans le cadre de la restructuration du groupe *Dexia*, étant entendu que *Dexia* couvrirait la première perte de 3,1 milliards de dollars des États-Unis excédant les provisions existantes de 1,4 milliard de dollars. Ce portefeuille était estimé à 16,5 milliards de dollars. Les États dont question pourront recevoir des actions préférentielles au cas où la garantie devrait être honorée.

KBC

Le 27 octobre 2008, le gouvernement belge a décidé de souscrire à l'émission par *KBC* de titres spécifiques à concurrence de 3,5 milliards d'euros. Ces titres de créance, non transférables, sans droit de vote et admissibles comme capital réglementaire de base, ont été émis au prix de 29,50 euros par titre (soit le prix de clôture moyen des trois séances boursières précédant l'annonce de la recapitalisation). Le coupon annuel par titre sera le montant le plus élevé entre soit 2,51 euros (correspondant à un taux d'intérêt de 8,5 p.c.), soit un montant égal à 120 p.c. du dividende payé sur les actions ordinaires pour l'année 2009 et à 125 p.c. à partir de 2010. Toutefois, aucun coupon ne doit être payé si les actions ordinaires ne bénéficient pas du paiement d'un dividende.

KBC utilisera le produit de la transaction pour accroître de 2,25 milliards le capital réglementaire de base dans son activité bancaire et de 1,25 milliard la marge de solvabilité dans son activité d'assurance. Cette opération a été approuvée par la CE le 18 décembre.

Ethias

Le 21 octobre 2008, le gouvernement fédéral belge, ainsi que la Communauté flamande et la Région wallonne, ont décidé de recapitaliser l'entreprise d'assurances *Ethias* à concurrence de 500 millions d'euros chacun, pour un montant total de 1,5 milliard d'euros. Par cette opération, chacun des gouvernements a acquis une minorité de blocage.

Garantie de l'État pour faciliter le refinancement sur les marchés interbancaires et de gros

Le gouvernement belge a mis en place, par l'arrêté royal du 16 octobre 2008 pris en exécution de l'article 117bis de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, et modifié par l'arrêté royal du 10 décembre 2008 relatif à la garantie de certains risques assumés par des institutions financières, un plan de garantie temporaire visant à faciliter le refinancement des établissements de crédit et compagnies financières sur les marchés interbancaires et les marchés de gros.

La participation au plan se fait sur une base volontaire et doit faire l'objet d'une candidature par l'institution concernée. Les critères d'éligibilité au plan sont déterminés par les situations de solvabilité et de liquidité de celle-ci, ainsi que par son importance pour l'économie belge et la protection de l'ensemble des déposants.

La garantie peut être octroyée pour l'intégralité des financements levés par l'institution bénéficiaire en vue de se refinancer auprès d'établissements de crédit et de contreparties institutionnelles, y compris sous la forme d'obligations et de titres de dette émis à destination d'investisseurs institutionnels, dès lors que ces financements arrivent à échéance avant le 31 octobre 2011. Le plan vise ainsi les instruments tels que les dépôts interbancaires, les dépôts de fiduciaires, les dépôts de banques centrales, les dépôts d'institutionnels, le papier commercial, les



certificats de dépôts et les bons à moyen terme négociables, pour autant qu'ils aient été contractés ou renouvelés par l'institution bénéficiaire entre le 9 octobre 2008 et le 31 octobre 2009. L'octroi de la garantie se fait contre le paiement d'une commission reflétant l'avantage financier dont bénéficie l'institution grâce à cette garantie.

Le 20 novembre 2008, la CE a autorisé les plans de garantie mis en place conjointement par les gouvernements belge, français et luxembourgeois pour le groupe *Dexia*, ainsi que le plan mis en place par le gouvernement belge pour *Fortis Banque*.

Garantie des dépôts

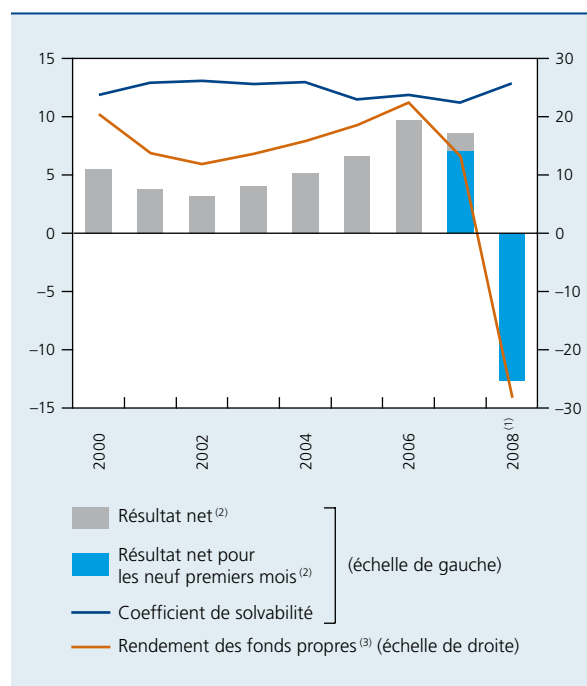
L'arrêté royal du 14 novembre portant exécution de la loi du 15 octobre 2008 relève de 20.000 à 100.000 euros la couverture offerte aux détenteurs de dépôts et offre, sur une base volontaire, la possibilité aux sociétés d'assurances de garantir les produits de la branche 21 de manière similaire. Pour ce faire, le gouvernement a institué le Fonds spécial de protection des dépôts et des assurances sur la vie. Ce fonds couvre les produits de la branche 21, ainsi que la tranche de 50.000 à 100.000 euros pour les dépôts effectués auprès d'établissements de crédit, la première tranche de 0 à 50.000 euros relevant du Fonds existant de protection des dépôts et des instruments financiers.

8.2.2 Rentabilité et solvabilité

La rentabilité nette du secteur bancaire belge a clairement été affectée pendant les neuf premiers mois de 2008 par la crise financière. Les banques belges ont, en effet, rapporté des pertes nettes de 12,7 milliards d'euros. Ces dernières comprennent des pertes exceptionnelles pour un montant total de 8,9 milliards qui sont liées à des activités abandonnées et reflètent principalement à ce titre la moins-value anticipée par *Fortis* sur la vente des parts détenues dans le consortium *RFS* (voir à ce propos la section 8.2.1). Comme la valeur de ces parts avait été retranchée des fonds propres réglementaires de *Fortis* lors de la prise de participation, la perte exceptionnelle liée à leur cession n'a, en net, pas eu d'effet sur les fonds propres réglementaires du secteur. Le coefficient de solvabilité réglementaire a même continué à s'améliorer, notamment à la suite de la souscription, par l'État belge, le 29 septembre, à une augmentation de capital de *Fortis Banque Belgique*. Deux autres facteurs ont également contribué au maintien d'un coefficient élevé. D'une part, la méthode de traitement des gains ou pertes en capital non réalisés sur les portefeuilles de titres à revenu fixe que les banques belges détiennent à des fins d'investissement a pour effet d'annuler, dans le calcul des fonds propres réglementaires, l'impact des pertes latentes enregistrées pour les titres disponibles à la vente, tel que défini dans les normes IFRS. D'autre part, depuis le 1^{er} janvier 2008, les nouvelles exigences réglementaires de Bâle II sont d'application pour l'ensemble des actifs

GRAPHIQUE 84 RENTABILITÉ ET SOLVABILITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données consolidées; pourcentages, sauf mention contraire)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Sur la base des données pour les neuf premiers mois.

(2) Milliards d'euros.

(3) Chiffre annualisé.

bancaires. Les méthodes les plus sophistiquées pour calculer les exigences réglementaires pour les risques de crédit accordent, en effet, à une grande partie des actifs des principales banques belges, une pondération plus favorable que l'ancien régime de Bâle I. L'encours total des actifs pondérés par les risques a, de ce fait, diminué, ce qui a entraîné une amélioration des coefficients de solvabilité réglementaires.

Abstraction faite des moins-values exceptionnelles rapportées à la suite de la cession par *Fortis* de ses parts dans le consortium *RFS*, les activités bancaires traditionnelles des banques belges se sont traduites par des pertes s'élevant à 2 milliards d'euros pendant les neuf premiers mois de 2008, soit une détérioration de plus de 10 milliards par rapport à la période correspondante de 2007. L'ensemble des postes du compte de résultats ont contribué à la détérioration du résultat net d'exploitation, si on excepte le résultat net d'intérêts qui a représenté 62 p.c. du total du produit bancaire. Les revenus nets de commissions ont baissé de 2,4 p.c. et les charges d'exploitation ont poursuivi leur croissance à un rythme de 5,1 p.c. Ce sont néanmoins les pertes accumulées sur les produits de finance structurée qui ont pesé le plus sur le résultat net d'exploitation, affectant à la fois les gains ou pertes (non) réalisés sur les instruments financiers (en recul de 3 milliards d'euros par rapport à la période correspondante de 2007) et les corrections de valeur et provisions (en hausse de 6,8 milliards). Par ailleurs, ces dernières ont aussi été gonflées par l'accroissement des provisions pour pertes sur les créances liées aux activités plus traditionnelles des banques belges.

Les revenus nets d'intérêts ont progressé de 11,6 p.c. pendant les neuf premiers mois de 2008. Si un effet volume a continué de jouer, le rythme de croissance des dépôts et des prêts s'est toutefois sensiblement réduit par rapport aux années antérieures. En revanche, le mouvement tendanciel de baisse de la marge d'intermédiation observé depuis 2003 s'est inversé, à la suite des évolutions respectives des taux sur les principaux actifs et passifs bancaires dont les chapitres 1 et 7 du présent Rapport donnent un aperçu.

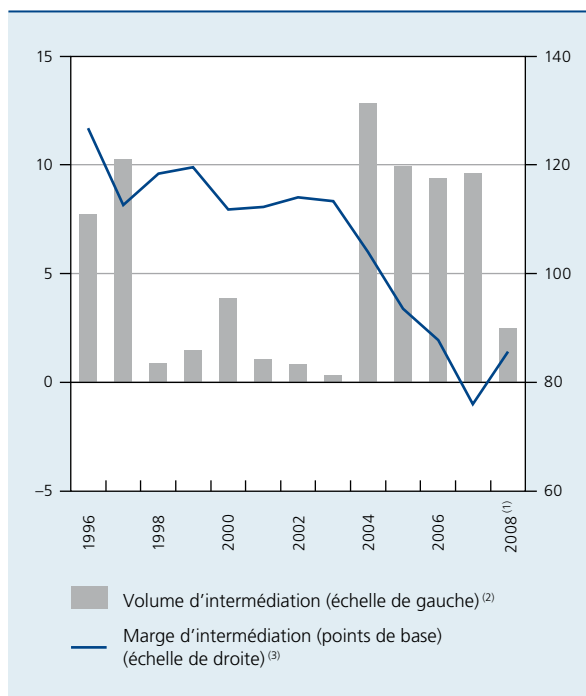
L'ampleur exacte des dépréciations qui se sont accumulées au cours des derniers trimestres est difficile à mesurer, particulièrement pour les produits de finance structurée sur lesquels ont été enregistrées les pertes les plus lourdes. Ces instruments qui, au départ, se traitaient déjà sur des marchés secondaires étroits compte tenu de leur complexité et de leur manque de standardisation, ont vu leur liquidité s'effondrer du fait de la crise financière. En l'absence de toute valeur de marché, les banques ont dû se replier sur des méthodes de valorisation alternatives,

reposant sur l'utilisation de modèles qui sont, eux-mêmes, très compliqués à calibrer.

Par delà ces problèmes de valorisation, le manque de lisibilité des moins-values sur instruments financiers résulte des particularités des méthodes d'enregistrement comptable. Celles-ci diffèrent non seulement en fonction des motifs de détention des titres par les banques, tels qu'entérinés par les catégories comptables IFRS, mais aussi parfois en fonction des sources mêmes des moins-values, de sorte que ces dernières sont enregistrées dans diverses rubriques du compte de résultats, ou même parfois directement au bilan.

La première rubrique concernée du compte de résultats est la composante des revenus hors intérêts liée aux gains ou pertes réalisés ou non sur instruments financiers. Ces revenus se sont globalement réduits de 83,5 p.c. par rapport à la période correspondante de 2007 pour se limiter à 0,6 milliard d'euros pendant les neuf premiers mois de 2008. C'est à ce niveau qu'ont été enregistrées les pertes

GRAPHIQUE 85 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 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.

TABLEAU 41 COMPTE DE RÉSULTATS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données sur une base consolidée, milliard d'euros, sauf mention contraire)

	Neuf premiers mois de 2007	Neuf premiers mois de 2008	
			Pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de 2007
Produit bancaire	20,2	17,5	-13,0
Résultat net d'intérêts	9,7	10,9	11,6
Résultat hors intérêts	10,4	6,7	-35,9
Revenus nets de commissions	5,6	5,5	-2,4
Gains ou pertes (non) réalisés sur instruments financiers	3,6	0,6	-83,5
Autres revenus hors intérêts	1,1	0,6	-50,6
Charges d'exploitation (-)	11,9	12,5	5,1
Frais de personnel	6,7	7,0	4,7
Autres charges d'exploitation	5,1	5,4	5,7
Résultat brut d'exploitation	8,3	5,1	-38,8
Corrections de valeur et provisions (-)	0,4	7,2	-
Part dans les profits ou pertes de participations comptabilisées selon la méthode de mise en équivalence	0,4	0,1	-66,5
Résultat net d'exploitation	8,2	-2,0	-
<i>p.m. Profit ou perte (net)</i>	7,1	-12,7	-

Sources: CBFA, BNB.

importantes, qu'elles aient été réalisées ou non, subies par les banques belges sur des instruments d'intérêt, et produits dérivés liés, contenus dans le portefeuille détenu à des fins de transaction. Les fortes baisses de prix sur les produits de finance structurée inclus dans ce portefeuille ont entraîné une perte globale de près de 3 milliards d'euros durant les neuf premiers mois de l'année.

Une grande partie de ces produits structurés se retrouvent toutefois dans le portefeuille bancaire dit des actifs disponibles à la vente. Les pertes effectivement réalisées lors d'une vente de ces titres sont également reprises dans la rubrique commentée ci-avant, mais la majorité des moins-values sur ceux-ci restent néanmoins latentes car non encore réalisées. Ces moins-values peuvent être de deux natures. Si elles correspondent à des pertes probables sur ces instruments, liées soit à des défauts de paiement des débiteurs, soit à des baisses de valeur qui peuvent être considérées comme permanentes, elles doivent être reprises dans la rubrique du compte de résultats reprenant l'ensemble des corrections de valeur et provisions. Les corrections spécifiques sur titres disponibles à la vente ont représenté 2,5 milliards d'euros en 2007 et 3,9 milliards pendant les neuf premiers mois de 2008. En

revanche, si les moins-values non réalisées sur ces instruments financiers disponibles à la vente gardent un caractère temporaire et sont susceptibles d'être ultérieurement renversées, elles ne sont pas comptabilisées en compte de résultats, mais directement au bilan, en déduction du capital comptable, sous la forme d'une diminution des réserves de réévaluation sur titres disponibles à la vente. À la fin de septembre 2008, l'encours de ces réserves, reprises directement en fonds propres, était tombé à un montant fortement négatif, soit -6,3 milliards d'euros à comparer à un encours de -0,6 milliard à la fin de 2007 et de 2,8 milliards à la fin de 2006.

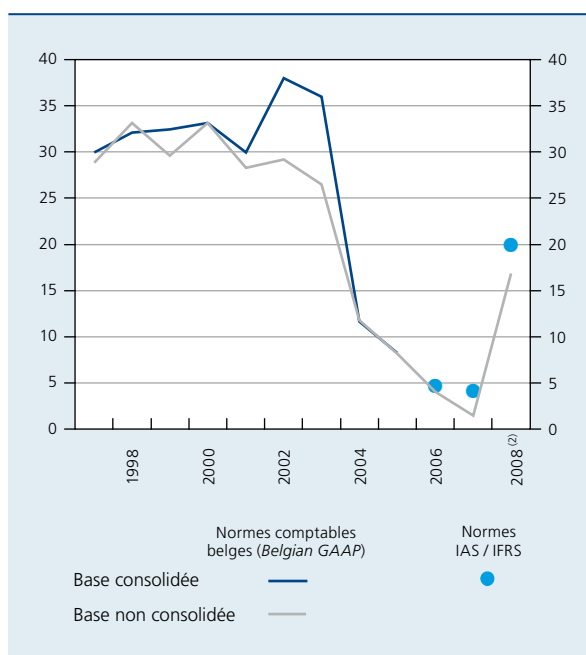
Pour être complet, on ajoutera que les plus- ou moins-values sur le portefeuille des titres détenus jusqu'à l'échéance – qui constitue une part très minoritaire des actifs des banques – ne font pas l'objet d'écritures comptables, sauf si ces moins-values sont considérées comme définitives, auquel cas elles sont également reprises en corrections de valeur et provisions au compte de résultats.

L'intégration d'un titre dans une des trois grandes catégories que sont les actifs détenus à des fins de transaction, les actifs disponibles à la vente et les placements

détenus jusqu'à l'échéance a donc d'importantes implications pour les banques. Les variations temporaires de la valeur de marché de ces titres affecteront tant la rentabilité que la solvabilité dans le premier cas, exclusivement la solvabilité dans le deuxième et resteront sans effet dans le troisième. Pour atténuer ces conséquences potentielles, très pernicieuses en cas de fluctuations exceptionnelles des cours, deux dispositifs sont prévus. Le premier d'entre eux est celui dit des filtres prudentiels, que les superviseurs autorisent les banques à appliquer pour exclure du calcul des coefficients réglementaires en fonds propres les effets négatifs, sur le capital comptable, des moins-values non réalisées sur le portefeuille des titres à revenu fixe disponibles à la vente qui peuvent être considérées comme transitoires. L'autre dispositif, rendu possible par un récent amendement de la norme comptable internationale IAS 39, permet aux établissements de crédit, sous certaines conditions et dans des circonstances exceptionnelles, de reclassifier des titres hors de la rubrique des actifs détenus à des fins de transaction (à l'exception des instruments dérivés) et de la rubrique des actifs disponibles à la vente. Contrairement à certaines banques européennes, les banques belges n'avaient pas encore fait usage de cette deuxième possibilité pour la présentation de leurs comptes du troisième trimestre de 2008, tout en envisageant d'y recourir pour la publication de leur situation à fin d'année. Il faut toutefois convenir que les analystes financiers et agences de notation intègrent largement les multiples effets de ces différences de

GRAPHIQUE 86 TAUX DE PROVISIONNEMENT POUR PERTES SUR CRÉANCES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES⁽¹⁾

(points de base)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Le taux de provisionnement pour pertes sur créances correspond au flux net des nouvelles provisions pour pertes sur créances, exprimé en pourcentage de l'encours des créances. Les données à partir de 2006 se rapportent au taux de provisionnement pour la catégorie « prêts et créances » selon les normes comptables IAS / IFRS.

(2) Sur la base des données pour les neuf premiers mois.

TABLEAU 42 INCIDENCE DES CHANGEMENTS DE VALEUR SUR LES ACTIFS FINANCIERS DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES

(données sur une base consolidée, milliards d'euros)

	2006	2007	Neuf premiers mois	
			2007	2008
Incidence via le compte de résultats (flux au cours de la période)				
Gains ou pertes (-) (non) réalisés sur instruments financiers . . .	3,9	3,8	3,6	0,6
dont : sur instruments d'intérêt et produits dérivés liés contenus dans le portefeuille détenu à des fins de transaction	0,5	-0,9	0,3	-3,0
Corrections de valeur et provisions	0,4	2,9	0,4	7,2
dont : sur actifs disponibles à la vente	0,0	2,5	0,1	3,9
Incidence via les fonds propres comptables (stock à fin de période)				
Réserve de réévaluation sur titres disponibles à la vente	2,8	-0,6	0,1	-6,3

Sources : CBFA, BNB.

traitement dans leurs analyses comparatives des grandes banques systémiques européennes.

8.2.3 Facteurs de risques

La crise financière a clairement démontré les nombreuses interconnexions que les produits de finance structurée ont créés entre les risques de crédit et les risques de marché, même à l'intérieur d'un portefeuille de titres bénéficiant, à l'origine, des meilleures notations. Si les risques de crédit encourus jusqu'ici par les banques belges se sont surtout matérialisés au travers de ces instruments structurés, le ralentissement conjoncturel doit faire craindre une extension des risques et des pertes de crédit dans les activités de prêts traditionnelles. Le taux de provisionnement pour pertes sur créances a de fait déjà commencé à s'accroître fortement en 2008.

L'ampleur de l'impact, sur les banques belges, du retournement du cycle conjoncturel dépendra, entre autres, de la distribution géographique de leurs crédits et de la nature de leurs expositions. Le portefeuille de prêts de l'ensemble des banques belges a enregistré une croissance de 12,6 p.c. en 2007 et de 2 p.c. au cours des neuf premiers mois de 2008, pour atteindre un encours de 1.006,3 milliards d'euros. Avec une expansion de 19 p.c. sur les neuf premiers mois de 2008, les prêts accordés aux entreprises ont apporté la principale contribution à la croissance des prêts totaux. Les créances interbancaires ont, par contre, diminué de manière marquée, en particulier au cours du troisième trimestre, reculant au total de 9 p.c. pendant la période considérée. En termes d'encours, les sociétés constituent quelque 37 p.c. du total des prêts et avances, tandis que les établissements de crédit et les particuliers représentent chacun 29 p.c. environ du total.

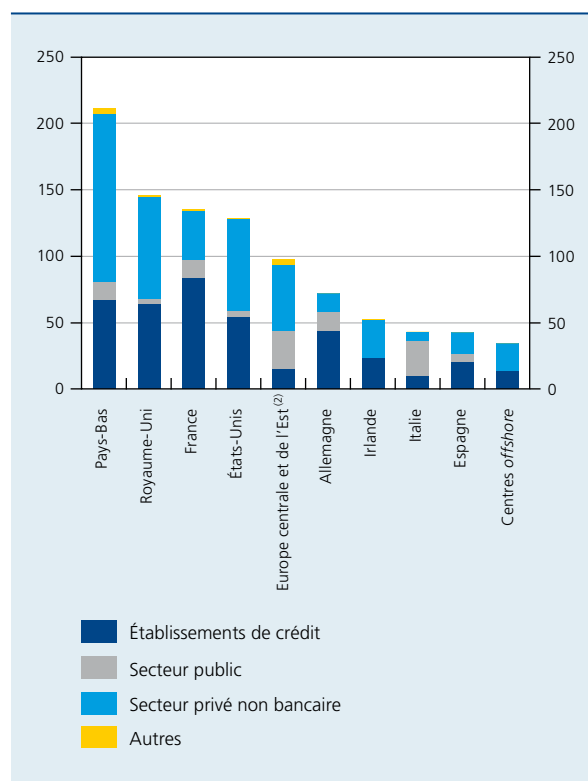
La répartition géographique du portefeuille de prêts montre que ceux-ci se répartissent, à part à peu près égale, par tiers, entre la Belgique, les autres pays de la zone euro et le reste du monde. La distribution apparaît toutefois moins régulière si on examine plus avant la répartition pour chacune des trois grandes catégories de contreparties individuelles. Les prêts affichant le plus grand degré d'internationalisation sont, d'assez loin, ceux consentis aux établissements de crédit qui contribuent dans une très large mesure à la part élevée des contreparties non résidentes dans la totalité du portefeuille de prêts. Si les prêts accordés au secteur des particuliers présentent le plus faible degré d'internationalisation, la part des résidents belges ne dépasse guère 50 p.c. Enfin, une proportion significative des prêts aux sociétés est octroyée à des sociétés établies en dehors de la zone euro.

En recourant à une autre statistique, dont la couverture est toutefois plus large puisqu'elle inclut les expositions sous la forme tant de prêts que d'obligations, les créances du secteur bancaire belge sur l'étranger peuvent être ventilées par pays.

Il en ressort que les banques belges détiennent d'importantes créances sur le secteur privé non bancaire aux Pays-Bas, au Royaume-Uni, aux États-Unis et en Europe centrale et de l'Est. Compte tenu du ralentissement particulièrement prononcé de la croissance économique au Royaume-Uni et aux États-Unis, succédant à une phase de forte augmentation des crédits, ainsi que des difficultés que connaissent certains pays d'Europe centrale, ces expositions pourraient entraîner des pertes de crédit. L'exposition au secteur privé non bancaire irlandais pourrait également poser problème.

GRAPHIQUE 87 ACTIFS VIS-À-VIS DE L'ÉTRANGER DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES⁽¹⁾

(données à la fin de septembre 2008, sur une base consolidée, milliards d'euros)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Les actifs dans ce graphique sont répartis sur la base du risque final, c'est-à-dire après transfert de risque. Ces données sont encore basées sur les règles comptables belges (*Belgian GAAP*).

(2) Y compris la Turquie et la Russie.

TABLEAU 43 VENTILATION DU PORTEFEUILLE DE PRÊTS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES PAR SECTEUR ET LIEU DE RÉSIDENCE DE LA CONTREPARTIE

(données sur une base consolidée, à la fin de période; milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2006	2007	Septembre 2008	Répartition en 2008 par lieu de résidence de la contrepartie (pourcentages du total)			Total
				Belgique	Zone euro	Reste du monde	
Établissements de crédit	285,7	320,8	291,1	2,2	15,4	11,3	28,9
Sociétés	260,9	313,5	371,8	10,2	11,3	15,4	36,9
Particuliers	260,1	276,2	287,3	15,0	10,7	2,9	28,6
Administrations publiques centrales	11,4	16,4	17,5	0,6	0,2	0,9	1,7
Institutions non bancaires ⁽¹⁾	58,6	60,1	38,5	3,2	0,1	0,5	3,8
Total	876,7	987,0	1.006,3	31,2	37,8	31,0	100,0

Sources : CBFA, BNB.

(1) La contrepartie « institutions non bancaires » couvre entre autres les prêts octroyés aux établissements financiers autres que des banques et aux gouvernements locaux.

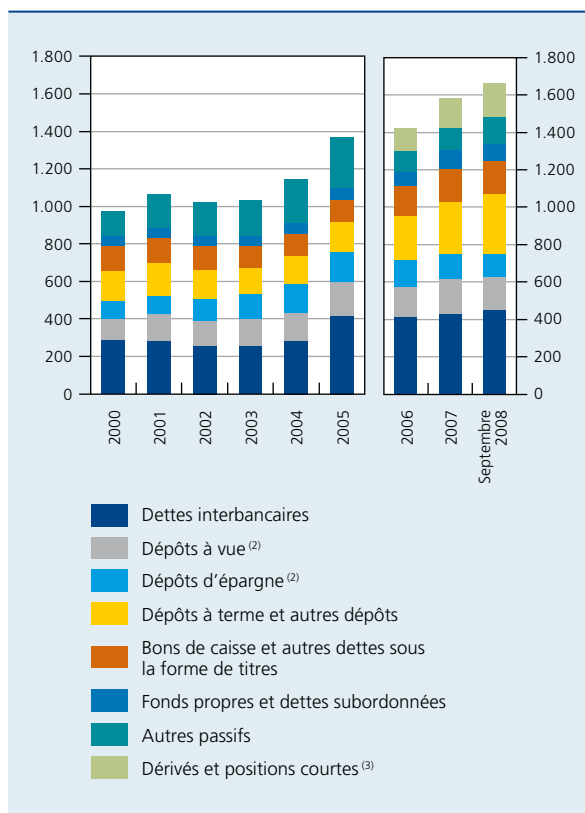
Les créances détenues sur le secteur bancaire sont principalement concentrées en France, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni, aux États-Unis, et en Allemagne. Dans le cas des deux premiers pays, les expositions comprennent des opérations intragroupe effectuées, respectivement, par *Dexia Banque Belgique* et *ING Belgique* avec des entités-sœurs dans d'autres pays, car *Dexia* et *ING* ne sont que partiellement consolidées dans les données de reporting prudentiel utilisées pour recenser les expositions géographiques des banques belges.

Le secteur bancaire belge a récemment subi des moins-values sur son exposition sur des banques étrangères, entre autres à la suite des défauts de paiement sur des obligations émises par *Lehman Brothers* ou par des banques islandaises. Ces obligations ne représentaient toutefois qu'une fraction de l'important portefeuille de titres détenus par les établissements de crédit belges, dont l'encours total s'élevait, à la fin de septembre 2008, à 300 milliards d'euros ou encore à 18 p.c. de l'actif total. Près de la moitié de ce portefeuille se composait de titres émis par des administrations publiques centrales avec une proportion d'un peu plus d'un tiers de papier émis par l'État belge. L'autre moitié se répartissait, en parts à peu près égales, entre des titres émis par des établissements de crédit et des obligations d'entreprise.

Ces dernières incluent, en particulier, les expositions aux produits de finance structurée. Sur la base des données publiées par les principaux groupes de bancassurance, l'exposition du secteur bancaire belge à ces classes d'actifs structurés – y compris sous la forme de produits

GRAPHIQUE 88 PASSIFS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT BELGES⁽¹⁾

(données à fin de période, sur une base consolidée, milliards d'euros)



Sources : CBFA, BNB.

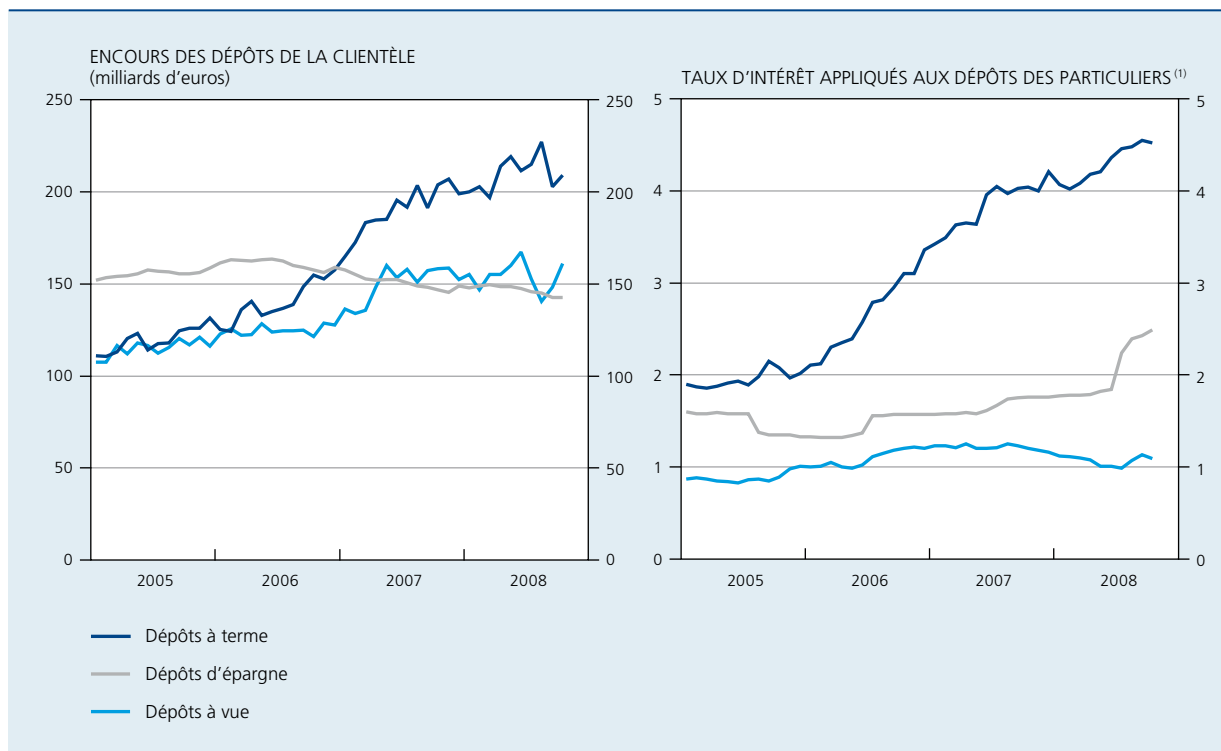
(1) Données établies selon les normes comptables belges jusqu'en 2005 (*Belgian GAAP*) et selon les normes IAS / IFRS à partir de 2006.

(2) Comprennent uniquement les prêts et dépôts comptabilisés au coût amorti.

(3) Dérivés évalués à leur valeur de marché.

GRAPHIQUE 89 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.

dérivés – se montait à environ 80 milliards d'euros à la fin de l'année 2007. Ce sont ces actifs qui ont été la principale source des pertes ou moins-values (non) réalisées et des dépréciations commentées ci-avant.

L'abondant portefeuille d'obligations détenu par les banques belges joue un rôle majeur dans la gestion de la liquidité, car ces titres peuvent être utilisés comme garantie pour emprunter sur les marchés de gros. L'importance de ces opérations de prêts garantis entre contreparties professionnelles n'avait cessé d'augmenter au fil des dernières années, contribuant à accroître la part relative du financement de gros – par opposition au financement par dépôts de la clientèle – au bilan des banques belges. À la fin de septembre 2008, le total des passifs du secteur bancaire belge s'élevait à 1.662 milliards d'euros, dont plus d'un quart, soit 449 milliards, composé de dépôts interbancaires. Si les autres dépôts, qu'ils soient à vue, d'épargne ou à terme, représentaient à cette même date 662 milliards d'euros, soit 37 p.c. du total du passif, une part substantielle de ces dépôts pouvait aussi être considérée comme du financement de gros dans la mesure où les dépôts des seuls particuliers ne se montaient qu'à

275 milliards. Cette forte dépendance envers les dépôts de banques, de grandes sociétés, d'investisseurs institutionnels, de banques centrales ou d'autres institutions financières a été le principal vecteur de transmission des tensions du marché financier vers le secteur bancaire belge au cours de la deuxième moitié du mois de septembre. À la suite de la défaillance de *Lehman Brothers*, certains titres n'ont plus été acceptés en garantie des prêts ou seulement à des conditions beaucoup moins favorables. Comme, entre-temps, l'accès au financement non garanti était devenu pratiquement impossible, les grands groupes bancaires belges, en particulier *Fortis* et *Dexia*, n'ont plus pu couvrir tous leurs besoins de liquidité, ce qui a forcé la banque centrale, puis les pouvoirs publics à intervenir.

Ces développements ont mis en exergue toute l'importance, pour les banques, de disposer d'une structure de financement bien diversifiée et de prévoir des sources de liquidités alternatives en cas de fermeture de certains marchés. Les avantages liés à une bonne base de financement par dépôts de particuliers sont également clairement ressortis.

Ces dépôts ont néanmoins un coût. Au cours de ces dernières années, les dépôts à terme, qui constituent une forme de financement proportionnellement plus onéreuse, ont crû plus rapidement que les dépôts à vue et d'épargne. Le souci de limiter les transferts entre catégories de dépôts, mais aussi d'attirer l'épargne des particuliers dans un contexte où les autres sources de financement se tarissaient, a conduit de nombreuses banques à accroître les taux offerts sur les dépôts d'épargne au troisième trimestre de 2008. La crise financière a également provoqué des glissements de dépôts, plus importants que de coutume, entre banques individuelles, ainsi qu'une demande accrue de billets. L'une des mesures adoptées par le gouvernement belge pour préserver la confiance des déposants particuliers a consisté, dans la ligne des initiatives similaires prises par les autres pays européens, à relever le plafond de la couverture du système de garantie des dépôts.

8.3 Compagnies d'assurances

La crise qui a secoué les marchés financiers internationaux a eu une incidence de taille sur les comptes de l'ensemble du secteur belge des assurances en 2008. Ses implications se sont toutefois plus spécifiquement fait sentir pour la compagnie *Ethias* du fait de son importante participation dans le groupe *Dexia*. Cette position d'actionnaire est liée aux origines historiques des activités d'*Ethias* qui était, initialement, une compagnie d'assurances exerçant ses activités sur une base préférentielle avec les pouvoirs locaux, les entreprises publiques et les fonctionnaires. La chute du cours de *Dexia*, au second semestre de 2008, a entraîné un gonflement des pertes non réalisées sur le portefeuille d'actifs financiers d'*Ethias*, menaçant la solvabilité du groupe et amenant la CBFA à exiger des mesures correctrices.

Cette demande a engendré, le 21 octobre, une injection de capital des pouvoirs publics de 1,5 milliard, selon les modalités explicitées dans l'encadré 16 du présent Rapport. L'annonce des difficultés financières d'*Ethias* a aussi provoqué des retraits considérables du produit phare commercialisé par *Ethias*, à savoir son contrat «*First*» d'assurance-vie à capital garanti et participation bénéficiaire. Tout en constituant une police d'assurance de la branche 21, le contrat *First*, qui avait permis à *Ethias* de collecter jusqu'à 8,7 milliards d'euros, présentait des caractéristiques spécifiques, offrant en particulier une très grande souplesse d'utilisation, avec absence de droit d'entrée ou de sortie. *Ethias* a dû intégrer dans son plan de redressement financier une révision des conditions du compte *First* pour les nouveaux comptes ouverts en vue de réduire

l'exposition du groupe au risque de liquidité. Le gouvernement belge a soutenu ces efforts en offrant aux compagnies d'assurances la possibilité de participer, sur une base volontaire et moyennant paiement d'une prime, au système de garantie des dépôts pour couvrir des produits d'assurance-vie possédant des similitudes avec les dépôts bancaires.

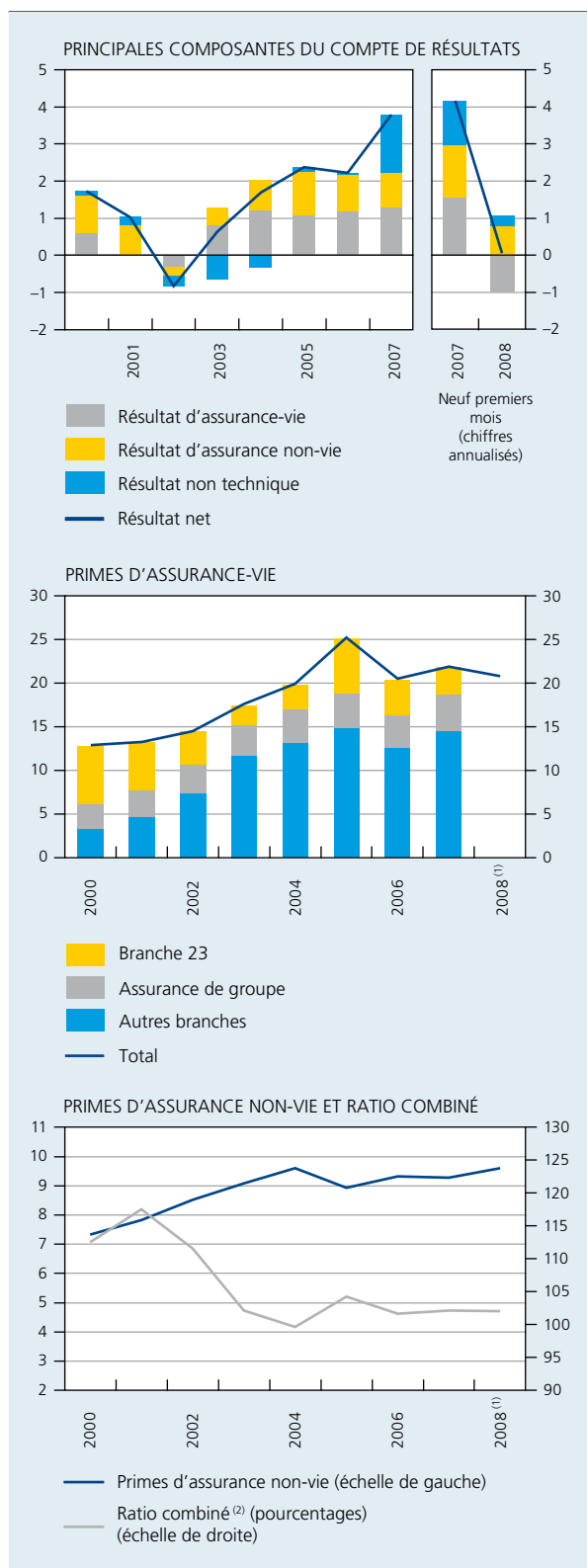
En dehors des développements qui ont touché *Ethias*, la rentabilité des autres entreprises belges d'assurances a également accusé un sévère repli. Ainsi, le résultat net global du secteur s'est limité à moins de 50 millions d'euros, sur une base annuelle, pendant les trois premiers trimestres de 2008. Cette perte de rentabilité succède à une longue période d'accroissement des profits qui avait culminé en 2007 avec un bénéfice net de près de 3,8 milliards d'euros. Cet excellent résultat était, il est vrai, en partie accidentel, résultant de plus-values exceptionnelles réalisées sur des investissements dans des sociétés associées, qui avaient dopé les revenus des placements repris en résultat non technique.

La forte dégradation de la rentabilité ne s'explique guère par une évolution défavorable du volume d'activité, tel que mesuré par les primes perçues dans les secteurs vie et non-vie, même si les conditions difficiles auxquelles les marchés financiers internationaux ont eu à faire face ont contribué à un certain tassement des versements de primes dans la branche vie.

Une comparaison avec l'année 2007, ou encore avec le montant moyen des primes sur la période allant de 2004 à 2007, montre que le montant, estimé en base annuelle, des primes de la branche vie a enregistré une baisse d'environ 4,9 p.c. en 2008, tout en restant de loin supérieur au niveau observé durant les premières années de la décennie. À cet égard, il convient de rappeler que le montant particulièrement élevé des primes perçues en 2005 tient aux glissements qui sont intervenus entre 2005 et 2006 à la suite de l'imposition, à partir du 1^{er} janvier 2006, d'une taxe de 1,1 p.c. sur les primes payées 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 comprimés artificiellement, par rapport à l'évolution prévisible en l'absence de cette mesure fiscale.

La grande majorité des primes – tant en assurances-vie de groupe qu'en assurances-vie individuelles – sont perçues pour des contrats où les risques liés aux développements sur les marchés financiers sont supportés, au moins en

GRAPHIQUE 90 RÉSULTATS NETS DU SECTEUR DES ASSURANCES, VOLUME D'ACTIVITÉ ET IMPORTANCE DES COÛTS
(milliards d'euros, sauf mention contraire)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Projection sur la base des données pour les neuf premiers mois.

(2) Le ratio combiné rapporte la somme des coûts d'assurance et opérationnels aux primes nettes perçues.

partie, par la compagnie. La proportion des primes portant sur des contrats de la branche 23, pour lesquels l'assuré assume lui-même les risques financiers associés aux investissements, a représenté moins de 20 p.c. du total sur la période 2004-2007. Parmi les autres polices, les contrats d'assurance-vie de la branche 21, offrant un rendement minimum garanti, sont les plus largement répandus.

L'évolution du volume d'activité a d'autant moins joué dans la forte baisse des profits que, dans le même temps, les primes en assurances non-vie ont continué de croître en 2008. Par ailleurs, la rentabilité sous-jacente des activités d'assurance non-vie proprement dites n'apparaît pas non plus être un facteur explicatif. Une mesure, inversée, de cette rentabilité sous-jacente est traditionnellement fournie par le ratio combiné, qui exprime les coûts d'assurance et les charges d'exploitation en pourcentage des recettes générées par les primes. Ce ratio combiné s'est stabilisé à 102 p.c. en 2008, niveau qui est comparable à la moyenne de la période 2003-2007 et qui tranche avec la situation beaucoup moins favorable observée pendant les années 2000 à 2002, où ce ratio avait dépassé 110 p.c. Ce bon contrôle du ratio combiné s'appuie sur des adaptations régulières des primes, une meilleure maîtrise des coûts et une gestion plus rigoureuse des risques couverts dans les branches d'assurance déficitaires.

En fait, la détérioration de la rentabilité globale du secteur des assurances reflète essentiellement l'incidence de la crise financière internationale, qui a entraîné des pertes de revenus et des moins-values sur les investissements en actifs financiers des compagnies d'assurances. De substantielles réductions de valeur ont, en effet, été reconnues en 2008, tant dans la branche vie que dans la branche non-vie. Elles se sont marquées, dans les états financiers trimestriels, par une augmentation des charges de placement. Ces charges, qui comprennent, entre autres, les dépréciations brutes et les baisses de valeur de marché sur les positions en actifs financiers, ont progressé de respectivement 2,8 et 0,7 milliards d'euros dans les résultats techniques vie et non-vie au cours des neuf premiers mois de 2008 par rapport à la même période de 2007.

L'importance de ces portefeuilles de placement, constitués en vue de respecter des engagements futurs, apparaît proportionnellement beaucoup plus élevée en assurance-vie qu'en assurance non-vie, eu égard aux parts relatives des primes dans ces deux branches d'activité, soit 70 p.c. environ pour l'assurance-vie et 30 p.c. pour l'assurance non-vie. Ceci résulte de ce que le cycle de production des contrats d'assurance non-vie, qui prévoit le plus souvent un renouvellement annuel, tend

à être plus court que celui de l'assurance-vie, pour lequel les primes sont généralement perçues sur de longues périodes en anticipation d'un paiement à long terme, ce qui requiert, dans l'intervalle, un investissement des primes perçues.

Pour limiter leur exposition aux évolutions des prix des actifs financiers, les compagnies commercialisent des contrats d'assurance-vie où ce risque est transféré sur l'assuré. C'est ainsi que les polices d'assurance-vie à capital variable, mieux connues sous le nom de produits de la branche 23, n'impliquent aucun risque de marché pour les compagnies, quand bien même les actifs de contrepartie sont repris dans leur bilan. Ces produits sont en fait assimilables à des fonds communs de placement sur lesquels l'assuré-détenteur assume l'ensemble des risques d'investissement. En termes d'encours, les contrats à capital variable représentent à peine 15 p.c. des réserves techniques ou des actifs de couverture de l'ensemble des polices d'assurance-vie. Une ventilation des actifs de couverture de ces contrats de la branche 23 confirme que ceux-ci sont principalement investis dans des parts d'OPC.

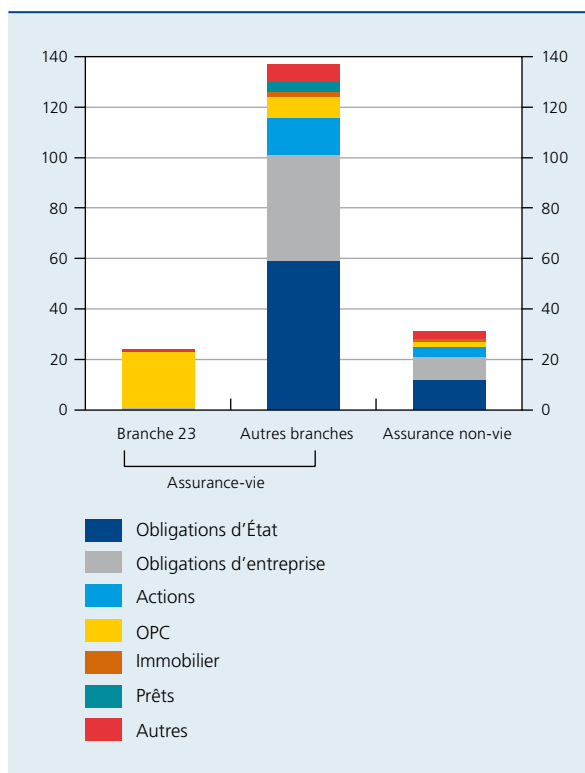
La plupart des autres contrats d'assurance-vie, qui comprennent principalement les polices de la branche 21, sont assortis d'un certain risque de marché pour les compagnies d'assurances, du fait de l'existence de taux de rendement minimum garanti. Ce taux garanti est généralement combiné à un mécanisme de participation aux bénéfices qui, tout en n'impliquant, en principe, aucun risque de marché pour la compagnie d'assurances, comporte un risque commercial.

Une deuxième technique utilisée par les compagnies pour limiter leurs risques financiers, tant en vie qu'en non-vie, est la diversification des actifs de couverture. Dans le cas des polices d'assurance-vie autres que celles à capital variable, ces actifs sont majoritairement constitués d'obligations d'État et d'obligations d'entreprise qui représentaient respectivement 43,6 et 30,6 p.c. du portefeuille à la fin de 2007. Les actions, y compris les participations dans des sociétés (liées), ne constituaient que 11 p.c. de l'actif de couverture, tandis que la part des prêts et des investissements immobiliers restait assez marginale. La ventilation des actifs de couverture des polices d'assurance non-vie n'apparaît pas fondamentalement différente, même si la part relative des actions a été un peu plus élevée, soit 13,8 p.c., compensée par de moindres investissements en obligations d'État et d'entreprise.

Les expositions du secteur belge de l'assurance au risque de marché se concentrent donc de façon très marquée sur des instruments à revenu fixe, soumettant ainsi le secteur

GRAPHIQUE 91 COMPOSITION DES ACTIFS DE COUVERTURE PAR BRANCHE D'ASSURANCE

(données non consolidées, à fin 2007, milliards d'euros)



Sources : CBFA, BNB.

aux fluctuations des taux d'intérêt et, dans le cas des obligations d'entreprise, aux primes pour risques de crédit. Les titres émis par des sociétés comprennent les instruments de finance structurée. À cet égard, une récente étude menée sur un échantillon de grandes compagnies d'assurances a montré que l'exposition à ces instruments restait inférieure à 10 p.c. du portefeuille de placement total. Les conditions très tendues que les marchés financiers internationaux ont connues ont toutefois considérablement pesé sur les prix de ces produits structurés et, d'une manière plus générale, sur ceux de l'ensemble des titres, à la seule exception des actifs les plus sûrs.

La moindre dépendance envers les résultats financiers dans la branche non-vie par rapport à la branche vie explique pourquoi la crise sur les marchés mondiaux a eu des effets beaucoup plus limités dans la première que dans la seconde. Tout en revenant de 13,8 p.c. en 2007 à 8 p.c. en 2008, le résultat technique net de l'assurance non-vie, exprimé en pourcentage des primes perçues, est resté largement supérieur aux niveaux enregistrés en 2001 et en 2002. En revanche, en assurance-vie, la dégradation a été beaucoup plus nette puisque le résultat technique net,

mesuré sur la même base, a chuté de 4,4 p.c. en 2007 à -5 p.c. en 2008, à comparer à -1,7 p.c. en 2002.

Les évolutions sur les marchés financiers n'ont pas uniquement affecté le compte de résultats du secteur belge de l'assurance. Par le biais de moins-values en capital non réalisées, elles ont également eu une incidence sur la solvabilité. Une comparaison de la valeur de marché et de la valeur comptable du portefeuille de placement des compagnies d'assurances belges révèle, à la fin de septembre 2008, un écart négatif de 4,8 milliards d'euros entre ces deux valeurs. Les moins-values en capital non réalisées sur investissements financiers se concentrent dans les titres à revenu fixe, pour 5,8 milliards, et dans les actions, pour 1,5 milliard.

La solvabilité des compagnies d'assurances repose sur trois composantes. La marge explicite comprend les fonds propres, les dettes subordonnées et certains autres postes du bilan, en particulier 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 cette composante explicite, les compagnies d'assurances peuvent aussi, moyennant l'accord de la CBFA, inclure d'autres éléments spécifiques dans leur marge implicite de solvabilité réglementaire, le plus important d'entre eux étant constitué d'une partie des plus-values non réalisées sur le

TABEAU 44 COMPARAISON DE LA VALEUR DE MARCHÉ ET DE LA VALEUR COMPTABLE DU PORTEFEUILLE DE PLACEMENT DES COMPAGNIES D'ASSURANCES BELGES

(données à la fin de septembre 2008, milliards d'euros)

	Valeur comptable	Valeur de marché	Différence
Immobilier	2,5	4,1	+1,5
Participations dans des sociétés liées	15,1	15,9	+0,8
Actions	17,3	15,7	-1,5
Obligations	137,8	132,1	-5,8
Autres	11,6	11,8	+0,2
Total	184,3	179,5	-4,8

Sources: CBFA, BNB.

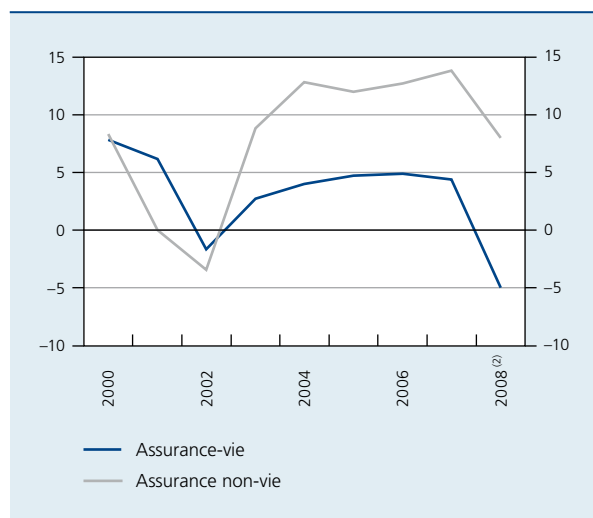
portefeuille de placement. Cette dernière possibilité est liée aux normes actuelles de comptabilisation des actifs des compagnies d'assurances, en vertu desquelles la plupart des plus-values non réalisées ne sont pas incorporées dans la valeur comptable du portefeuille de placement des compagnies d'assurances et n'entraînent donc aucune variation des fonds propres. Enfin, le reste des plus- ou moins-values non réalisées en capital, que les compagnies n'ont pas été autorisées à inclure dans leur marge implicite, constitue une sorte de réserve latente. Celle-ci a été particulièrement affectée par la crise financière, devenant fortement négative en 2008.

Les variations des taux d'intérêt et les évolutions des prix des obligations constituent aussi un paramètre crucial dans la gestion de l'actif et du passif des compagnies d'assurances, tout particulièrement pour la branche vie. L'exposition aux fluctuations des taux d'intérêt est, en fait, l'un des principaux risques auxquels les compagnies d'assurances sont confrontées dans la gestion de leurs investissements, 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'ont à nouveau confirmé les tests de résistance effectués, en 2008, par les principales compagnies du secteur, à la demande de la Banque et de la CBFA.

D'une part, l'écart moyen d'échéance 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.

GRAPHIQUE 92 RENTABILITÉ COMPARÉE DES ACTIVITÉS D'ASSURANCE-VIE ET NON-VIE ⁽¹⁾

(données non consolidées, pourcentages)



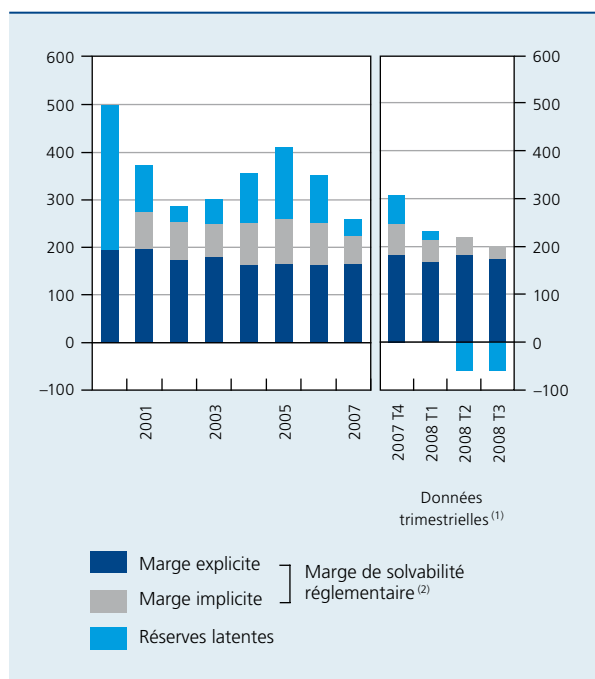
Sources: CBFA, BNB.

(1) Résultat technique net en pourcentage des revenus de primes.

(2) Sur la base des données pour les neuf premiers mois.

GRAPHIQUE 93 MARGE DE SOLVABILITÉ DES COMPAGNIES D'ASSURANCES BELGES

(pourcentages de la marge minimale réglementaire)



Sources : CBFA, BNB.

(1) Les chiffres rapportés sur une base trimestrielle ne sont pas entièrement comparables avec les chiffres définitifs rapportés sur une base annuelle. Ils ne prennent notamment pas en compte les éventuelles redistributions de bénéfices aux actionnaires et aux assurés.

(2) Cette marge se compose d'une marge explicite – incluant les fonds propres, les dettes subordonnées et certains autres postes du bilan – et d'une marge implicite reprenant, moyennant l'accord de la CBFA, certains autres éléments spécifiques dont le plus important est constitué d'une partie des plus-values non réalisées sur les portefeuilles de placement.

D'autre part, la durée moyenne à l'échéance des portefeuilles de placement est habituellement 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. Il existe, par ailleurs, en assurance-vie, une relative asymétrie entre les effets négatifs et positifs d'un glissement à la hausse et à la baisse des taux d'intérêt. Ceci s'explique par les caractéristiques des contrats d'assurance-vie à rendement garanti, en vertu desquelles les compagnies d'assurances peuvent être amenées à partager, avec les assurés, une partie de l'impact positif d'une augmentation des taux d'intérêt, sous la forme de participations aux bénéfices, alors que le risque associé à une diminution des taux en dessous du minimum garanti est entièrement assumé par ces compagnies.

Les risques liés aux placements financiers des compagnies d'assurances seront pris en compte de manière plus explicite dans la directive Solvabilité II, qui devrait entrer en vigueur en 2012. À l'instar du nouveau dispositif de Bâle II applicable aux banques, la directive précitée prévoit 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, permettant aux compagnies d'utiliser leurs propres modèles de gestion des risques pour calculer les fonds propres exigés. Elles intègrent, en outre, l'incidence, sur la solvabilité, des principes de valorisation à la juste valeur tant des placements financiers, à l'actif, que des provisions techniques, au passif. Cette dernière exigence viendra corriger une anomalie 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.

Le calcul de la juste valeur devra entre autres tenir compte des rendements minimums garantis aux détenteurs de contrat d'assurance-vie. Le niveau de ces taux garantis constitue une contrainte particulièrement importante lorsque les taux d'intérêt sur les produits sans risque tombent à de bas niveaux, comme cela a été le cas pendant le dernier trimestre de 2008. Une telle évolution risque, en effet, de miner la rentabilité de certains des contrats à rendement garanti, à l'instar de ce qui s'est passé il y a quelques années lorsque le rendement obtenu par les compagnies d'assurances sur leur portefeuille de placement était descendu nettement en deçà du plafond légal du rendement minimum garanti, soit 4,75 p.c. jusqu'à la fin de juin 1999 et 3,75 p.c. ultérieurement. Le secteur a, depuis lors, progressivement corrigé cette structure défavorable en commercialisant de nouveaux contrats assortis de clauses et de rendements garantis à la fois

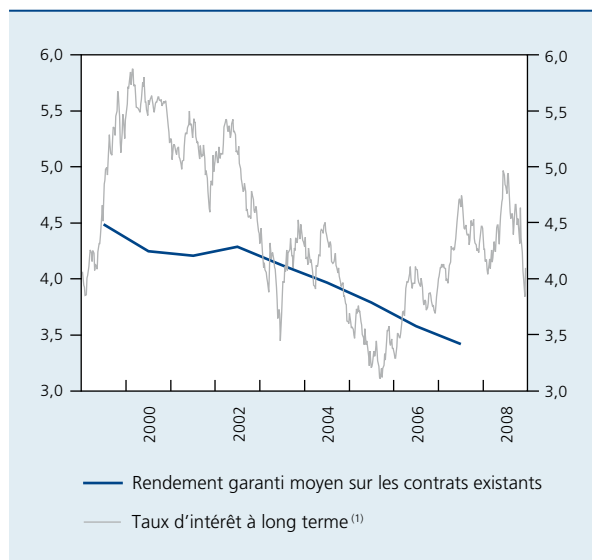
TABEAU 45 INCIDENCE D'UN CHOC DE TAUX D'INTÉRÊT SUR LA VALEUR DE L'ACTIF NET DES COMPAGNIES D'ASSURANCES BELGES⁽¹⁾

(données à la fin de juin 2008, pourcentages du capital réglementaire disponible)

	Assurance-vie	Assurance non-vie	Total
Glissement vers le haut	+1,5	-3,0	-0,3
Glissement vers le bas	-31,9	+4,3	-19,5

Sources : CBFA, calculs des compagnies d'assurances, BNB.

(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 compagnies.

GRAPHIQUE 94 TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME ET RENDEMENT GARANTI DES CONTRATS DE LA BRANCHE 21

Sources: CBFA, BNB.

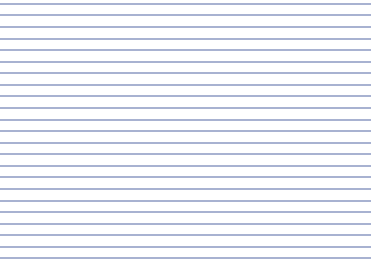
(1) Taux de rendement sur le marché secondaire des emprunts de l'État belge à dix ans (OLO) (données journalières).

plus en ligne avec les taux sans risque et révisables en cas de changements des conditions de marché. Ces mesures ont contribué à une diminution des taux d'intérêt moyens garantis sur les contrats de la branche 21, qui sont revenus de 4,5 p.c. en 1999 à 3,4 p.c. en 2007.



Emile Vloors, détail d'un projet pour le billet de 100 francs – 20 belga type 1933, crayon, non daté (vers 1930), collection Banque nationale de Belgique

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)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	1,1	0,9	0,9	1,1	1,5	2,1	2,0	0,8
Logements	-4,3	-0,7	3,8	9,8	10,0	7,9	1,3	0,9
Formation brute de capital fixe des entreprises	3,6	-3,1	-2,4	6,5	5,2	5,6	8,5	6,7
Dépenses des administrations publiques	1,2	2,7	2,0	1,7	1,4	-0,7	2,4	1,8
Dépenses de consommation finale	2,4	2,9	2,1	1,8	0,4	0,1	2,3	2,1
Formation brute de capital fixe	-11,6	0,7	0,9	0,5	15,5	-10,6	3,4	-3,2
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> ⁽¹⁾	0,4	-2,2	-0,7	6,8	7,3	4,8	6,1	4,4
Variation des stocks ⁽²⁾	-1,1	0,0	0,1	0,1	0,5	0,9	0,1	0,3
Total des dépenses intérieures	0,1	0,8	0,9	2,5	2,9	3,1	3,0	2,2
Exportations de biens et services	1,1	1,2	3,0	6,1	3,9	2,7	3,9	3,0
Total des dépenses finales	0,6	0,9	1,9	4,2	3,4	2,9	3,4	2,6
Importations de biens et services	0,3	0,3	3,0	6,0	4,9	2,7	4,4	4,2
<i>p.m. Exportations nettes de biens et services</i> ⁽²⁾	0,6	0,8	0,1	0,4	-0,6	0,1	-0,3	-1,0
PIB	0,8	1,5	1,0	2,8	2,2	3,0	2,6	1,1

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.

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)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	1,1	0,8	0,8	1,4	1,2	2,1	2,1	0,9
Logements	-4,3	-0,7	3,8	9,8	10,0	7,9	1,3	0,9
Formation brute de capital fixe des entreprises	3,3	-3,0	-2,5	7,0	4,6	5,5	8,6	7,3
Dépenses des administrations publiques	1,2	2,7	2,0	1,7	1,4	-0,7	2,4	1,8
Dépenses de consommation finale	2,4	2,9	2,1	1,8	0,4	0,1	2,3	2,1
Formation brute de capital fixe	-11,4	0,5	1,1	0,6	15,5	-10,6	3,4	-3,2
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> ⁽¹⁾	0,2	-2,2	-0,7	7,1	6,9	4,7	6,2	4,7
Variation des stocks ⁽²⁾	-0,9	0,1	0,1	0,2	0,1	0,9	0,3	0,2
Total des dépenses intérieures	0,3	0,7	0,9	2,8	2,2	3,1	3,3	2,2
Exportations de biens et services	0,9	1,2	2,9	6,5	3,6	2,6	4,0	3,2
Total des dépenses finales	0,5	0,9	1,8	4,5	2,9	2,9	3,6	2,7
Importations de biens et services	0,2	0,2	2,9	6,6	4,1	2,7	4,6	4,4
<i>p.m. Exportations nettes de biens et services</i> ⁽²⁾	0,5	0,8	0,1	0,3	-0,3	0,0	-0,4	-0,9
PIB	0,8	1,5	1,0	3,0	1,8	3,0	2,8	1,2
Excédent ou déficit (-) commercial résultant de la variation des termes de l'échange ⁽³⁾ ..	0,1	0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,6	0,4	-2,7
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde ⁽³⁾	-0,7	-0,2	0,1	-0,5	-0,4	0,2	-0,1	0,0
RNB	0,2	1,7	0,7	2,1	1,2	2,6	3,1	-1,4

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)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	2,3	1,3	1,6	2,6	2,9	2,8	2,8	4,3
Logements	4,2	4,5	1,2	4,7	3,2	5,3	3,8	3,7
Formation brute de capital fixe des entreprises	-0,5	-2,3	1,3	1,8	0,8	2,8	1,5	2,6
Dépenses des administrations publiques	2,5	3,7	2,6	2,5	4,0	3,3	1,9	4,3
Dépenses de consommation finale	2,6	3,9	2,7	2,5	4,2	3,1	1,8	4,4
Formation brute de capital fixe	0,6	0,5	1,2	2,2	0,8	5,5	2,5	2,7
<i>p.m. Formation brute de capital fixe totale</i> ⁽¹⁾	0,6	-0,6	1,3	2,6	1,4	3,7	2,2	3,0
Total des dépenses intérieures ⁽²⁾	2,0	1,5	1,8	2,6	2,9	3,1	2,4	4,0
Exportations de biens et services	2,1	-0,5	-2,2	2,4	4,1	3,4	3,0	3,6
Total des dépenses finales ⁽²⁾	2,1	0,6	-0,1	2,5	3,4	3,2	2,7	3,8
Importations de biens et services	2,0	-1,2	-2,0	2,8	4,4	4,1	2,6	6,7
<i>p.m. Termes de l'échange</i>	0,1	0,7	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	0,5	-2,9
PIB	2,0	1,9	1,6	2,4	2,4	2,3	2,4	2,2
RNB	1,9	1,4	2,0	2,7	2,6	2,8	2,0	5,0

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)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 e
Dépenses de consommation finale des particuliers	140.300	143.227	146.763	152.641	158.951	166.819	175.029	184.154
Logements	11.392	11.818	12.409	14.270	16.199	18.405	19.351	20.246
Formation brute de capital fixe des entreprises	37.076	35.126	34.700	37.827	39.879	43.278	47.728	52.557
Dépenses des administrations publiques	60.777	64.749	67.760	70.655	74.495	76.420	79.748	84.611
Dépenses de consommation finale	56.378	60.303	63.212	65.981	69.054	71.287	74.310	79.203
Formation brute de capital fixe	4.399	4.446	4.549	4.674	5.441	5.133	5.439	5.408
<i>p.m.</i> Formation brute de capital fixe totale ⁽¹⁾	52.867	51.389	51.657	56.770	61.519	66.815	72.518	78.211
Variation des stocks	180	62	810	1.828	1.353	3.506	3.077	7.330
Total des dépenses intérieures	249.724	254.981	262.442	277.220	290.878	308.427	324.933	348.898
Exportations de biens et services	219.555	220.969	222.528	242.700	261.658	277.694	297.419	317.986
Total des dépenses finales	469.279	475.950	484.970	519.920	552.535	586.121	622.351	666.884
Importations de biens et services	210.396	208.298	210.244	230.291	250.423	267.898	287.434	320.205
<i>p.m.</i> Exportations nettes de biens et services	9.159	12.672	12.284	12.408	11.235	9.796	9.984	-2.220
PIB	258.883	267.652	274.726	289.629	302.112	318.223	334.917	346.679
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde	3.922	3.384	3.804	2.616	1.421	2.094	1.827	2.070
RNB	262.806	271.036	278.530	292.244	303.533	320.318	336.744	348.748

Sources: ICF, 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)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	p.m. Pourcentages du PIB de 2007
Agriculture, chasse, sylviculture et pêche	-5,5	4,3	-7,6	5,3	-11,6	-4,3	3,4	0,7
Industrie	0,0	-0,8	-1,2	2,9	0,1	3,6	2,6	17,1
Industrie extractive	-11,4	-5,1	0,1	3,2	7,3	10,2	5,0	0,1
Électricité, gaz, eau	-1,7	-1,9	-0,8	-1,5	-3,2	9,7	2,2	1,9
Industrie manufacturière	0,3	-0,7	-1,3	3,6	0,5	2,9	2,6	15,1
dont :								
Minéraux non métalliques	3,5	-1,3	-3,4	0,1	-2,0	0,2	-0,5	0,8
Fer, acier et métaux non ferreux	1,8	0,4	-2,4	4,4	-7,6	1,7	9,1	2,3
Fabrications métalliques	-1,4	-4,4	-2,7	1,1	3,4	2,7	-2,1	3,4
Papier, impression, édition	1,8	-1,7	1,7	5,1	1,0	4,4	4,3	1,1
Chimie et caoutchouc	0,4	2,2	-0,4	6,2	0,0	4,2	-4,3	3,7
Textiles, vêtements et chaussures	-0,3	-1,5	-8,9	0,6	-5,6	5,6	6,4	0,6
Denrées alimentaires, boissons, tabac	2,2	1,9	2,2	2,8	0,6	1,4	6,6	1,9
Construction	1,0	-1,5	0,9	3,5	3,7	8,4	3,6	4,5
Services marchands	2,2	2,3	2,2	2,3	2,7	2,7	3,1	54,4
Commerce et réparations	3,7	4,3	4,9	3,6	-4,1	0,3	7,8	11,4
Services financiers	-0,7	10,2	-5,7	8,3	3,2	8,2	-1,4	5,1
Immobilier, location et services aux entreprises	2,5	0,9	3,1	1,4	6,6	4,2	3,2	20,4
Transports et communications	3,2	0,5	2,1	-0,4	3,8	0,8	0,7	7,5
Santé et action sociale	3,0	1,2	1,9	1,4	1,4	0,7	2,8	6,1
Horeca et services divers aux ménages	-2,0	-1,2	1,4	1,4	2,4	2,0	0,5	3,8
Services non marchands	0,5	1,6	1,3	1,1	1,4	1,0	0,4	12,3
Valeur ajoutée des branches, aux prix de base	1,3	1,4	1,2	2,4	1,9	2,9	2,7	89,0
Impôts nets des subsides sur les produits ⁽¹⁾	-0,4	0,3	-0,1	0,9	0,2	0,4	0,4	11,0
PIB	0,8	1,5	1,0	3,0	1,8	3,0	2,8	100,0

Source : ICN.

(1) Contribution à la variation du PIB.

TABLEAU VI MARCHÉ DU TRAVAIL

(moyennes annuelles, milliers de personnes)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 e
Population en âge de travailler ⁽¹⁾	6.743	6.774	6.805	6.835	6.879	6.942	7.012	7.070
Population active	4.670	4.686	4.735	4.804	4.879	4.932	4.954	4.998
Emploi national	4.200	4.194	4.197	4.227	4.283	4.343	4.422	4.493
Travailleurs frontaliers (solde)	50	50	51	53	53	56	57	57
Emploi intérieur	4.150	4.144	4.146	4.175	4.229	4.287	4.365	4.436
Travailleurs indépendants	690	684	679	680	687	695	703	710
Travailleurs salariés	3.460	3.461	3.467	3.495	3.542	3.593	3.662	3.726
Branches sensibles à la conjoncture ⁽²⁾	2.227	2.204	2.183	2.191	2.214	2.249	2.303	2.346
Administration publique et éducation	713	725	735	744	759	765	768	770
Autres services non marchands ⁽³⁾	519	532	550	559	570	578	592	611
Chômage ⁽⁴⁾	470	492	538	577	596	588	533	505

Sources: BFP, DGSIE, ICF, 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 D'EMPLOI**

(pourcentages de la population âgée de quinze à soixante-quatre ans correspondante⁽¹⁾, moyennes annuelles)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Moyenne des trois premiers trimestres	
								2007	2008
Total	59,9	59,9	59,6	60,3	61,1	61,0	62,0	61,8	62,4
Selon le sexe									
Femmes	51,0	51,4	51,8	52,6	53,8	54,0	55,3	54,9	56,2
Hommes	68,8	68,3	67,3	67,9	68,3	67,9	68,7	68,7	68,5
Selon l'âge									
De 15 à 24 ans	29,7	29,4	27,4	27,8	27,3	27,6	27,5	27,2	27,2
De 25 à 54 ans	76,6	76,5	76,5	77,3	78,3	78,4	79,7	79,5	80,5
De 55 à 64 ans	25,1	26,6	28,1	30,0	31,9	32,0	34,4	34,1	34,3
Selon la région									
Bruxelles	53,9	54,5	53,2	54,1	54,8	53,4	54,8	54,6	55,9
Flandre	63,4	63,5	62,9	64,3	64,9	65,0	66,1	65,9	66,6
Wallonie	55,4	54,9	55,4	55,1	56,1	56,1	57,0	56,7	57,0
Selon le niveau d'éducation									
Secondaire inférieur au plus	42,1	41,7	41,2	40,5	40,4	40,1	40,5	40,4	39,6
Secondaire supérieur au plus	65,0	64,9	63,9	64,7	65,5	65,1	65,9	65,8	67,4
Supérieur	83,3	82,5	82,2	82,5	82,8	82,4	83,7	83,2	82,8

Source : DGSI.

(1) Ces taux d'emploi sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

TABLEAU VIII Taux de chômage

(pourcentages de la population active âgée de quinze à soixante-quatre ans correspondante⁽¹⁾, moyennes annuelles)

	Moyenne des trois premiers trimestres									
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007	2007	2008
Total	6,6	7,6	8,2	8,5	8,5	8,3	7,5	7,6	7,6	7,1
Selon le sexe										
Femmes	7,5	8,7	8,9	9,6	9,6	9,4	8,5	8,7	8,7	7,6
Hommes	6,0	6,7	7,7	7,6	7,7	7,5	6,7	6,8	6,8	6,7
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans	16,9	17,7	21,8	21,2	21,5	20,5	18,8	19,3	19,3	18,0
De 25 à 54 ans	5,6	6,6	7,1	7,4	7,4	7,2	6,6	6,7	6,7	6,2
De 55 à 64 ans	3,2	4,1	3,0	3,9	4,4	4,8	4,2	4,4	4,4	4,5
Selon la région										
Bruxelles	13,0	14,7	15,8	15,9	16,5	17,7	17,2	17,5	17,5	16,2
Flandre	4,0	4,9	5,7	5,4	5,5	5,0	4,4	4,5	4,5	4,0
Wallonie	9,9	10,6	10,9	12,1	11,9	11,8	10,5	10,6	10,6	10,1
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus	10,0	11,7	12,5	13,3	14,1	14,0	13,0	13,0	13,0	12,9
Secondaire supérieur au plus	6,6	7,4	8,4	8,5	8,5	8,2	7,6	7,7	7,7	6,7
Supérieur	3,5	4,1	4,4	4,7	4,5	4,5	3,8	3,9	3,9	3,8

Source : DGSIE.

(1) Ces taux de chômage sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

TABLEAU IX 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⁾
	Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés ⁽¹⁾	Tendance sous-jacente de l'inflation ⁽²⁾	Services				
				Produits alimentaires transformés	Biens industriels non énergétiques	Services		
2001	2,4	1,4	6,9	2,1	2,2	2,0	2,5	2,7
2002	1,6	-3,6	3,2	2,1	1,5	2,6	1,6	1,8
2003	1,5	0,2	1,7	1,7	2,8	1,9	1,6	1,5
2004	1,9	6,6	0,9	1,4	2,2	2,1	2,1	1,6
2005	2,5	12,7	1,7	1,4	2,0	2,1	2,8	2,2
2006	2,3	7,3	3,3	1,6	2,1	2,1	1,8	1,8
2007	1,8	0,2	3,0	1,9	4,7	1,9	1,8	1,8
2008	4,5	19,8	2,8	2,7	7,8	2,3	4,5	4,2
2008 Janvier	3,5	13,3	1,4	2,5	8,5	1,5	3,5	2,8
Février	3,6	15,0	1,2	2,5	8,7	1,5	3,6	3,1
Mars	4,4	20,7	2,3	2,6	8,3	1,9	4,4	3,9
Avril	4,1	20,7	1,6	2,2	8,3	1,1	4,2	3,7
Mai	5,1	26,4	4,7	2,5	8,5	1,5	5,2	4,6
Juin	5,8	31,2	3,5	2,8	8,7	2,1	5,8	5,1
Juillet	5,9	31,4	4,4	2,8	8,7	2,3	5,9	5,2
Août	5,4	26,6	3,9	2,9	8,5	2,6	5,4	4,9
Septembre	5,5	26,6	3,5	3,0	7,9	2,9	5,5	5,1
Octobre	4,8	19,2	3,0	3,1	7,0	3,2	4,7	4,8
Novembre	3,2	6,5	1,6	2,9	5,8	3,2	3,1	3,9
Décembre	2,7	3,1	2,2	2,7	4,5	3,1	2,6	3,5

Sources: CE, DGSE.

(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 jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

TABLEAU X REVENUS DES DIFFÉRENTS SECTEURS, À PRIX COURANTS⁽¹⁾
(millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 e
Particuliers								
Revenu primaire brut	205.226	208.125	209.178	213.854	220.771	230.727	244.127	255.483
Salaires et traitements ⁽²⁾	138.074	143.425	146.277	150.283	155.420	162.903	172.372	180.948
Revenu de la propriété ⁽³⁾	29.721	27.795	25.240	25.192	25.311	26.080	27.601	28.652
Revenu mixte brut	24.613	24.116	24.639	25.235	25.915	26.598	27.841	28.985
Excédent brut d'exploitation	12.818	12.789	13.022	13.144	14.126	15.146	16.313	16.898
Transferts courants ⁽³⁾	-38.981	-39.588	-38.920	-39.712	-40.866	-41.175	-43.902	-46.511
Transferts reçus	55.678	58.444	60.554	62.949	65.310	66.865	70.117	73.651
Transferts versés (-)	-94.660	-98.032	-99.474	-102.661	-106.177	-108.039	-114.018	-120.162
Revenu disponible brut	166.245	168.537	170.258	174.142	179.905	189.553	200.225	208.972
<i>p. m. En termes réels⁽⁴⁾</i>	185.650	185.858	184.782	184.183	184.976	189.553	194.778	194.938
<i>(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)</i>	(2,3)	(0,1)	(-0,6)	(-0,3)	(0,4)	(2,5)	(2,8)	(0,1)
Sociétés								
Revenu primaire brut	38.040	40.797	45.963	51.807	54.253	58.919	61.728	62.329
Excédent brut d'exploitation	51.805	54.528	57.539	64.823	69.765	74.785	79.330	80.912
Revenu de la propriété ⁽³⁾	-13.765	-13.732	-11.576	-13.016	-15.512	-15.866	-17.602	-18.584
Transferts courants ⁽³⁾	-6.480	-6.549	-6.370	-7.567	-8.559	-9.901	-9.431	-8.511
Revenu disponible brut	31.561	34.248	39.593	44.240	45.695	49.018	52.297	53.817
Administrations publiques								
Revenu primaire brut	19.539	22.114	23.389	26.583	28.509	30.672	30.889	30.937
Transferts courants ⁽³⁾	42.972	43.348	41.553	43.278	45.486	47.228	49.648	51.023
Revenu disponible brut	62.511	65.462	64.942	69.862	73.994	77.900	80.537	81.960
Reste du monde								
Revenu disponible brut	2.490	2.789	3.738	4.000	3.939	3.848	3.685	3.998
RNB	262.806	271.036	278.530	292.244	303.533	320.318	336.744	348.748

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 XI SYNTHÈSE DES OPÉRATIONS DES GRANDS SECTEURS DE L'ÉCONOMIE, À PRIX COURANTS⁽¹⁾
(millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 e
1. Particuliers								
1.1 Revenu disponible brut	166.245	168.537	170.258	174.142	179.905	189.553	200.225	208.972
<i>p.m. Revenu disponible ajusté brut</i>	200.453	204.543	208.470	214.586	222.322	233.260	245.955	257.783
1.2 Variation des droits des particuliers sur les fonds de pension	1.607	1.541	1.716	1.857	2.009	1.959	2.517	2.427
1.3 Dépenses de consommation finale	140.300	143.227	146.763	152.641	158.951	166.819	175.029	184.154
<i>p.m. Consommation finale effective</i>	174.507	179.233	184.975	193.085	201.368	210.526	220.758	232.965
1.4 Épargne brute (1.1 + 1.2 - 1.3)	27.553	26.851	25.210	23.358	22.963	24.692	27.714	27.245
<i>p.m. Pourcentages du revenu disponible brut⁽²⁾</i>	16,4	15,8	14,7	13,3	12,6	12,9	13,7	12,9
<i>p.m. Pourcentages du revenu disponible ajusté brut⁽²⁾</i>	13,6	13,0	12,0	10,8	10,2	10,5	11,2	10,5
1.5 Transferts en capital ⁽³⁾	-569	-338	-819	-1.100	-1.307	-1.296	-1.384	-1.574
1.6 Formation brute de capital	13.543	14.228	14.478	16.595	18.429	20.787	22.066	23.104
1.7 Solde de financement (1.4 + 1.5 - 1.6)	13.440	12.286	9.913	5.664	3.227	2.609	4.265	2.568
2. Sociétés								
2.1 Revenu disponible brut	31.561	34.248	39.593	44.240	45.695	49.018	52.297	53.817
2.2 Variation des droits des particuliers sur les fonds de pension	-1.606	-1.540	-1.721	-1.853	-2.008	-1.956	-2.516	-2.426
2.3 Épargne brute (2.1 + 2.2)	29.954	32.708	37.872	42.387	43.687	47.062	49.782	51.391
2.4 Transferts en capital ⁽³⁾	803	897	-1.801	1.004	8.638	1.890	2.108	1.607
2.5 Formation brute de capital fixe	34.839	32.613	32.531	35.401	37.551	40.797	44.910	49.454
2.6 Variation des stocks	270	160	905	1.932	1.448	3.601	3.175	7.571
2.7 Solde de financement (2.3 + 2.4 - 2.5 - 2.6)	-4.351	832	2.636	6.058	13.326	4.554	3.804	-4.027
3. Administrations publiques								
3.1 Revenu disponible brut	62.511	65.462	64.942	69.862	73.994	77.900	80.537	81.960
<i>p.m. Revenu disponible ajusté brut</i>	28.303	29.456	26.730	29.478	31.577	34.192	34.808	33.749
3.2 Variation des droits des particuliers sur les fonds de pension	-1	-1	5	-4	-1	-3	-2	-1
3.3 Dépenses de consommation finale	56.378	60.303	63.212	65.981	69.054	71.287	74.310	79.203
<i>p.m. Consommation finale effective</i>	22.170	24.297	25.000	25.537	26.637	27.579	28.580	30.392
3.4 Épargne brute (3.1 + 3.2 - 3.3)	6.132	5.158	1.735	3.877	4.939	6.610	6.226	2.757
3.5 Transferts en capital ⁽³⁾	-703	-1.008	2.437	-61	-7.648	-604	-1.898	-1.229
3.6 Formation brute de capital fixe	4.399	4.446	4.549	4.674	5.441	5.133	5.439	5.408
3.7 Variation des stocks	-4	4	5	-4	3	3	5	5
3.8 Solde de financement selon le SEC 95 (3.4 + 3.5 - 3.6 - 3.7)	1.033	-300	-381	-855	-8.153	871	-1.116	-3.885
<i>p.m. Solde de financement selon l'EDP⁽⁴⁾</i>	1.173	-123	-170	-532	-7.750	1.093	-966	-3.727
4. Ensemble des secteurs intérieurs								
4.1 Solde de financement (1.7 + 2.7 + 3.8)	10.122	12.818	12.168	10.867	8.400	8.034	6.953	-5.344

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) 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 XII RECETTES, DÉPENSES ET SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(millions d'euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 e
Recettes ⁽¹⁾	118.134	123.720	128.489	133.267	140.405	142.321	149.175	155.007	160.947	167.219
Recettes fiscales et parafiscales	106.585	111.764	115.064	119.519	121.410	128.619	133.835	139.453	145.023	150.512
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	63.598	66.837	70.102	72.689	73.740	76.270	78.347	80.078	83.874	88.835
Impôts des personnes physiques ⁽²⁾	29.032	31.131	32.712	33.440	33.677	34.900	36.058	36.142	37.385	39.598
Cotisations sociales ⁽³⁾	34.566	35.706	37.390	39.249	40.063	41.370	42.288	43.936	46.489	49.237
Impôts sur les bénéfices des sociétés ⁽⁴⁾	7.982	8.089	8.091	8.142	7.912	9.211	10.223	11.808	12.123	11.734
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ⁽⁵⁾	27.304	28.312	28.171	29.637	30.241	32.717	34.118	36.025	36.781	37.374
Impôts sur les biens et services	11.549	11.956	13.425	13.749	18.995	13.702	15.340	15.554	15.924	16.706
Recettes non fiscales et non parafiscales ⁽⁶⁾	103.226	107.076	110.609	118.114	126.073	129.262	144.260	141.406	149.075	158.011
Dépenses hors charges d'intérêts	51.680	53.737	56.506	59.654	63.109	66.398	68.965	70.947	74.651	79.854
Revenus de remplacement	20.250	20.968	21.866	22.942	23.812	24.799	25.777	26.735	28.625	30.694
Pensions	14.149	14.549	15.110	15.722	16.253	16.686	17.344	17.843	18.496	19.891
Pensions du secteur privé	6.101	6.418	6.757	7.220	7.559	8.113	8.433	8.893	10.129	10.804
Pensions des administrations publiques	227	249	258	258	264	283	276	269	340	361
Garantie de revenu aux personnes âgées	1.215	1.163	1.153	1.144	1.184	1.239	1.257	1.301	1.359	1.423
Préparations	4.504	4.381	4.637	5.356	5.747	6.024	6.121	6.097	5.825	5.866
Allocations de chômage	197	236	274	352	432	488	556	590	647	704
Interruptions de carrière et crédit-temps	2.722	2.840	3.023	3.208	3.366	3.485	3.636	3.840	4.152	4.552
Indemnités de maladie-invalidité	485	486	489	495	494	495	503	504	501	501
Accidents du travail et maladies professionnelles	424	426	420	536	514	517	575	604	683	717
Revenu d'intégration	21.657	22.989	24.386	25.364	27.297	29.067	30.264	31.008	32.519	35.036
Autres prestations sociales ⁽⁷⁾										
dont:										
Soins de santé	13.208	13.999	15.027	15.372	16.745	18.053	18.896	19.255	20.287	22.061
Allocations familiales	4.261	4.324	4.433	4.564	4.637	4.731	4.850	5.023	5.162	5.466
Autres dépenses familiales	51.547	53.339	54.103	58.459	62.964	62.864	75.294	70.459	74.425	78.157
Rémunérations des salariés	28.032	29.039	30.326	32.532	33.833	34.659	36.423	37.858	39.273	41.190
Achats courants de biens et services	7.775	8.193	8.688	10.099	10.291	10.608	10.890	11.440	11.831	12.837
Subsides aux entreprises	3.046	3.199	3.335	3.345	3.818	3.539	4.955	5.603	6.543	7.388
Transferts courants au reste du monde	2.018	2.006	2.167	2.427	2.787	3.077	3.287	3.287	3.250	3.431
Autres transferts courants	2.879	2.871	3.044	3.177	3.484	3.789	4.013	4.147	3.854	4.182
Formation brute de capital fixe	4.658	4.934	4.399	4.446	4.549	4.674	5.441	5.133	5.439	5.408
Autres dépenses en capital	3.139	3.097	2.144	2.435	4.202	2.517	10.342	2.992	4.234	3.722
Autres dépenses d'intérêts	14.908	16.644	17.880	15.154	14.332	13.059	4.916	13.601	11.872	9.208
Charges d'intérêts	16.332	16.709	16.847	15.454	14.713	13.914	13.068	12.731	12.988	13.093
Solde de financement selon le SEC 95	-1.424	-64	1.033	-300	-381	-855	-8.153	871	-1.116	-3.885
<i>p.m. Solde de financement selon l'EDP⁽⁸⁾</i>	-1.407	41	1.173	-123	-170	-532	-7.750	1.093	-966	-3.727

Sources : CE, ICN, BNB.

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

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

(3) Ensemble des cotisations sociales, y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.

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

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

(6) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital en provenance des autres secteurs et ventes de biens et services produits.

(7) Outre les deux principales sous-catégories mentionnées dans le tableau, cette rubrique comprend principalement les allocations aux handicapés et les transferts au bénéfice des institutions qui les accueillent, les prestations des fonds de sécurité d'existence et les pensions aux victimes de guerre.

(8) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières telles que les contrats d'échange (swaps) et les contrats 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 XIII SOLDE DE FINANCEMENT PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(millions d'euros)

	Entité I			Entité II			Administrations publiques	
	Pouvoir fédéral	Sécurité sociale	Total	Communautés et régions	Pouvoirs locaux	Total	Selon le SEC 95	p.m. Selon l'EDP ⁽¹⁾
1999	-3.781	1.554	-2.227	921	-118	803	-1.424	-1.407
2000	-1.165	1.345	181	610	-855	-245	-64	41
2001	-2.385	1.795	-591	1.953	-329	1.624	1.033	1.173
2002	-684	1.360	676	-382	-594	-976	-300	-123
2003	754	-737	17	26	-424	-398	-381	-170
2004	-649	154	-496	152	-511	-359	-855	-532
2005	-8.005	-11	-8.016	721	-858	-137	-8.153	-7.750
2006	-150	1.267	1.117	622	-868	-247	871	1.093
2007	-3.742	1.824	-1.918	993	-191	802	-1.116	-966
2008 e	-5.481	1.255	-4.225	137	203	340	-3.885	-3.727

Sources: CE, ICN, BNB.

(1) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières telles que les contrats d'échange (swaps) et les contrats 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 XIV DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾
(encours en fin de période, millions d'euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1. Dette officielle du Trésor	246.755	251.061	257.163	262.752	263.018	265.518	269.160	270.601	285.226	310.215
En euro	236.314	242.455	250.085	257.288	259.295	263.074	267.420	269.145	284.288	305.700
À un an au plus	36.553	33.310	34.851	31.115	30.222	30.355	31.036	32.243	37.891	54.162
À plus d'un an	199.762	209.144	215.234	226.173	229.073	232.719	236.384	236.902	246.397	251.539
En monnaies étrangères	10.441	8.606	7.079	5.464	3.724	2.444	1.740	1.456	937	4.515
2. Éléments de la dette officielle du Trésor non repris dans la dette brute consolidée ⁽²⁾	4.595	5.429	4.572	3.996	3.459	0	0	0	0	0
3. Autres engagements du pouvoir fédéral ⁽³⁾	12.982	11.533	14.034	14.286	8.886	8.039	12.781	12.086	9.496	n.
4. Consolidation entre les unités du pouvoir fédéral ⁽⁴⁾	3.792	4.189	7.745	12.974	17.358	21.246	22.649	21.454	30.718	n.
dont: Actifs du Fonds de vieillissement ⁽⁵⁾	-	-	374	1.087	4.266	12.492	13.504	14.661	15.494	16.183
5. Dette brute consolidée du pouvoir fédéral (1 - 2 + 3 - 4)	251.351	252.975	258.881	260.067	251.088	252.312	259.292	261.232	264.003	n.
6. Dette brute consolidée des communautés et régions	18.376	17.165	16.800	16.776	15.305	14.875	13.100	12.642	12.142	n.
7. Dette brute consolidée des pouvoirs locaux	12.163	13.213	14.179	14.446	14.860	15.677	15.747	16.410	16.861	n.
8. Dette brute consolidée de la sécurité sociale	1.429	1.237	0	103	90	52	428	0	0	n.
9. Consolidation entre les sous-secteurs des administrations publiques ⁽⁶⁾	12.640	13.300	14.032	14.263	10.128	9.742	10.175	10.817	12.048	n.
10. Dette brute consolidée des administrations publiques ⁽¹⁾ (5 + 6 + 7 + 8 - 9)	270.679	271.291	275.827	277.130	271.215	273.173	278.392	279.467	280.958	307.584 e

Sources: SPF Finances, BNB.

(1) Concept de dette tel que défini dans le règlement européen (CE) n° 3605/93 du Conseil, du 22 novembre 1993, relatif à l'application du protocole sur la procédure concernant les déficits publics excessifs annexé au traité instituant la Communauté européenne.

(2) Principalement les certificats de trésorerie remis au FMI.

(3) Principalement la dette débudgétisée du Trésor, les dettes de la Caisse des dépôts et consignations, du FADELS (jusqu'en 2006), de CREDIBE (jusqu'en 2002) et du FF (à partir de 2005), ainsi que les pièces en circulation.

(4) Dette du pouvoir fédéral dont la contrepartie est un actif d'une unité du pouvoir fédéral.

(5) Y compris les intérêts capitalisés sur les « bons du Trésor - Fonds de vieillissement ».

(6) Dette d'un sous-secteur des administrations publiques dont la contrepartie est un actif d'un autre sous-secteur des administrations publiques.

TABLEAU XV OPÉRATIONS COURANTES ET EN CAPITAL SUR LA BASE DES TRANSACTIONS
(millions d'euros)

	Neuf premiers mois								
	2006			2007			2008		
	Crédits	Débits	Soldes	Crédits	Débits	Soldes	Crédits	Débits	Soldes
1. Total des opérations courantes sur la base des transactions	337 489	331.170	6.319	371.955	366.361	5.594	312.200	315.469	-3.269
Biens et services	271 349	263.771	7.578	293.747	287.466	6.281	243.388	246.612	-3.224
Biens	223 967	221.385	2.582	236.103	234.647	1.456	196.685	204.228	-7.543
Marchandises générales	209 556	209.306	250	220 533	222.612	-2.079	185 257	194.294	-9.037
Travail à façon	12.114	10.786	1.328	13.773	10.782	2.991	9.962	8.572	1.390
Réparations de biens	320	242	78	454	226	228	179	248	-69
Achats de biens dans les ports	1.604	611	993	1.258	880	378	1.254	911	343
Or non monétaire	373	440	-67	85	147	-62	33	203	-170
Services	47 382	42.386	4.996	57.644	52.819	4.825	46.703	42.384	4.319
Transports	12.467	10.386	2.081	18.106	14.878	3.228	13.931	11.833	2.098
Voyages	8.199	12.370	-4.171	7.939	12.583	-4.644	6.638	10.015	-3.377
Communication	1.623	1.270	353	2.819	2.280	539	1.926	1.450	476
Construction	1.771	748	1.023	789	580	209	713	497	216
Assurances	737	436	301	730	530	200	891	762	129
Services financiers	2.877	2.751	126	2.677	1.973	704	2.105	1.707	398
Services d'informatique et d'information	2.288	1.581	707	2.193	1.653	540	1.803	1.289	514
Redevances et droits de licence	1.228	859	369	1.194	1.365	-171	590	1.086	-496
Autres services aux entreprises	13.913	10.902	3.011	16.658	13.485	3.173	14.536	11.215	3.321
dont : Négoce international (net)	1.408	-	1.408	4.580	-	4.580	3.540	-	3.540
Services personnels, culturels et relatifs aux loisirs	444	396	48	267	372	-105	313	320	-7
Services fournis ou reçus par les administrations publiques, non compris ailleurs	1.835	687	1.148	1.633	1.44	1.489	1.248	139	1.109
Services non alloués	-	-	-	2.639	2.976	-337	2.009	2.071	-62
Revenus	59 128	55.161	3.967	71.870	67.581	4.289	62.782	59.121	3.661
Revenus du travail	5 761	1.698	4.063	6.155	1.978	4.177	4.565	1.443	3.122
Revenus de placements et d'investissements	53 367	53.463	-96	65.715	65.603	112	58.217	57.678	539
Transferts courants	7 012	12.238	-5.226	6.338	11.314	-4.976	6.030	9.736	-3.706
Administrations publiques	2.388	6.641	-4.253	2.145	6.443	-4.298	1.731	5.028	-3.297
Autres secteurs	4.624	5.597	-973	4.193	4.871	-678	4.299	4.708	-409
2. Total des opérations en capital	768	1.104	-336	397	1.463	-1.066	527	1.498	-971
Transferts de capital	179	572	-393	220	476	-256	308	315	-7
Acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits	589	532	57	177	987	-810	219	1.183	-964
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)	338.257	332.274	5.983	372.352	367.824	4.528	312.727	316.967	-4.240

Source : BNB.

TABLEAU XVI FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES PARTICULIERS
(millions d'euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Neuf premiers mois		p. m. Encours à la fin de septembre 2008
										2007	2008	
Formation d'actifs financiers	25.793	18.654	21.874	17.735	18.935	16.720	24.697	23.697	30.474	17.294	10.223	837.696
À un an au plus	-600	8	7.773	9.577	14.372	21.643	15.516	12.258	9.374	5.333	1.720	260.544
Billets, pièces et dépôts à vue	3.775	2.117	-3.606	4.383	3.537	6.752	6.050	1.208	-67	498	1.297	54.402
Dépôts d'épargne	3.422	-5.129	5.554	11.543	17.934	14.180	8.335	1.740	-8.774	-9.542	-5.338	136.312
Dépôts à terme	-7.138	3.247	4.204	-5.541	-4.909	93	420	11.083	17.508	13.730	4.508	63.055
Titres à revenu fixe	-135	252	575	-1.258	-357	-244	-113	238	739	707	856	2.228
Parts d'OPC monétaires	-524	-479	1.046	450	-1.832	862	824	-2.011	-32	-59	398	4.548
À plus d'un an	25.350	18.803	15.817	8.031	4.907	5.790	8.762	11.072	19.778	11.483	8.988	567.005
Dépôts à terme	-279	-467	223	-503	-627	-371	-637	35	1.329	1.159	3.186	7.571
Titres à revenu fixe	5.605	975	-4.084	-8.383	-15.727	-17.019	-13.962	-10.084	-1.285	-2.391	4.475	73.554
Actions et autres participations	1.650	-1.347	12	2.950	-4.123	-215	-8.265	-537	6.189	2.439	10.279	184.905
Parts d'OPC non monétaires	10.143	8.079	9.036	3.589	9.879	5.772	9.106	8.363	-1.141	384	-16.525	91.711
Provisions techniques d'assurance ⁽¹⁾	8.232	11.562	10.630	10.379	15.504	17.623	22.519	13.295	14.687	9.892	7.574	209.264
Autres actifs ⁽²⁾	1.042	-157	-1.716	127	-344	-10.713	419	367	1.322	478	-485	10.148
Nouveaux engagements financiers	5.355	2.121	-167	4.137	5.501	6.317	11.901	12.356	14.301	8.341	8.693	174.443
Crédits à un an au plus	1.601	-659	-1.203	280	-998	-167	811	-54	154	118	603	6.681
Crédits à plus d'un an	3.040	3.191	2.557	4.331	6.505	5.864	11.419	11.867	13.260	9.162	9.336	159.604
Prêts hypothécaires	5.473	2.360	2.394	4.947	6.165	6.333	10.037	10.748	11.949	8.027	7.836	130.510
Prêts à taux de chargement forfaitaire	326	588	354	325	-208	-481	648	278	1.388	1.182	1.055	15.354
Autres	-2.759	243	-191	-941	548	12	735	841	-77	-47	446	13.741
Autres engagements ⁽³⁾	714	-410	-1.521	-474	-5	620	-329	543	887	-939	-1.246	8.158
Solde financier ⁽⁴⁾	20.437	16.533	22.041	13.598	13.434	10.404	12.796	11.341	16.173	8.953	1.530	663.253

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 les autres comptes à recevoir au sens du SEC 95, à savoir les crédits commerciaux et divers actifs sur les administrations publiques et les institutions financières, dont notamment les intérêts courus et non échus.

(3) Cette rubrique comprend les autres comptes à payer au sens du SEC 95, par exemple les impôts ou cotisations dus mais non encore payés, ou les intérêts courus et non échus.

(4) Les soldes des comptes financiers des secteurs intérieurs ne correspondent pas aux capacités ou besoins de financement tels qu'ils sont recensés dans les comptes réels, en raison des différences entre les dates d'enregistrement des opérations dans ces deux comptes, des ajustements statistiques ou encore des erreurs et omissions. Ainsi, par exemple, les comptes financiers ne peuvent, faute de données, recenser la plupart des créances et dettes commerciales.

TABLEAU XVII FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES
(millions d'euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Neuf premiers mois		p. m. Encours à la fin de septembre 2008
										2007	2008	
Formation d'actifs financiers	39.232	79.088	55.983	27.021	56.669	27.870	13.641	75.631	96.168	62.907	81.368	1.123.006
À un an au plus	30.675	49.768	46.009	-4.349	36.143	-10.275	13.189	37.383	41.963	16.005	48.239	404.135
Billets, pièces et dépôts à vue	865	156	502	805	1.916	1.346	2.128	4.997	2.970	2.755	-1.151	38.320
Autres dépôts	8.180	-2.372	3.336	-395	-3.792	1.773	-3.650	16.079	14.109	1.867	8.324	66.175
Autres ⁽¹⁾	21.629	51.984	42.171	-4.760	38.019	-13.394	14.711	16.307	24.884	11.384	41.066	299.641
À plus d'un an	8.494	34.092	12.459	18.573	25.385	30.820	14.995	36.068	53.793	29.471	28.776	701.225
Actions et autres participations ⁽²⁾	1.022	19.417	5.057	-2.971	2.408	18.694	12.478	-682	44.005	25.891	18.497	495.374
Titres à revenu fixe	-329	-928	-154	2.042	-1.546	-1.236	1.472	-2.061	1.034	534	-550	5.985
Autres ⁽¹⁾	7.801	15.603	7.557	19.502	24.523	13.362	1.046	38.810	8.754	3.046	10.830	199.866
Autres actifs et ajustements statistiques ⁽³⁾	64	-4.772	-2.485	12.797	-4.859	7.326	-14.543	2.181	412	17.431	4.352	17.646
Nouveaux engagements financiers	46.479	81.934	67.764	27.366	57.199	27.114	7.783	78.456	108.074	62.667	77.547	1.404.934
À un an au plus	19.354	39.417	25.663	-4.665	22.522	-11.795	2.962	20.873	28.299	20.879	1.759	256.641
Crédits octroyés par les établissements de crédit	5.441	590	-1.276	-449	-2.100	2.513	-6.437	2.659	16.761	13.760	3.288	69.260
Autres crédits ⁽¹⁾	12.480	35.682	25.433	-5.021	23.509	-13.442	11.377	19.092	7.570	3.877	-2.936	178.045
Titres à revenu fixe	1.433	3.146	1.506	805	1.113	-866	-1.978	-878	3.968	3.242	1.407	9.336
À plus d'un an	25.585	42.166	41.495	33.371	33.838	38.696	5.128	56.332	80.036	43.450	77.471	1.144.105
Crédits octroyés par les établissements de crédit	4.191	4.572	1.531	1.863	-4.562	2.026	2.965	2.884	6.402	6.151	4.486	71.663
Autres crédits ⁽¹⁾	7.154	12.442	6.536	20.354	24.850	7.611	-1.010	19.500	2.109	2.052	-1.640	155.540
Actions et autres participations ⁽²⁾	12.805	25.747	27.798	8.892	5.478	22.590	9.215	31.475	71.276	36.323	73.783	889.089
Titres à revenu fixe	1.436	-595	5.631	2.261	8.072	6.469	-6.042	2.473	249	-1.075	843	27.814
Autres engagements ⁽⁴⁾	1.540	350	606	-1.340	840	213	-307	1.250	-260	-1.662	-1.682	4.187
Solde financier ⁽⁵⁾	-7.247	-2.846	-11.781	-345	-530	756	5.858	-2.824	-11.906	239	3.820	-281.927

Source : BNB.

(1) Y compris les crédits intrasectoriels des sociétés non financières.

(2) Y compris les bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers.

(3) Cette rubrique comprend divers actifs sur les institutions financières, dont notamment les intérêts courus et non échus. Elle recouvre, en outre, les erreurs et omissions du compte financier de la Belgique à l'égard du reste du monde, lesquelles sont considérées, pour des besoins de cohérence entre les comptes, comme des mouvements de capitaux non recensés.

(4) Cette rubrique comprend les provisions techniques des 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 XVI.

TABLEAU XVIII FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(millions d'euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Neuf premiers mois		p. m. Encours à la fin de septembre 2008
										2007	2008	
Formation d'actifs financiers	1.582	942	4.801	4.254	-4.462	3.322	593	972	12.477	9.631	-1.281	89.517
Dépôts, crédits et titres autres qu'actions	1.575	1.496	3.290	5.228	-3.965	3.832	1.400	-1.063	11.294	8.619	-6.143	44.630
Après des administrations publiques	516	1.154	4.400	5.556	1.682	3.625	1.815	-510	10.499	992	-8.345	34.709
Après des autres secteurs	1.059	342	-1.111	-328	-5.648	207	-416	-553	795	7.628	2.202	9.921
Autres actifs ⁽¹⁾	7	-555	1.512	-974	-496	-510	-807	2.035	1.183	1.012	4.861	44.887
Nouveaux engagements financiers	2.686	2.076	5.392	6.017	-4.722	3.593	8.045	395	13.020	13.958	4.842	342.644
En euro	2.791	3.926	6.769	7.232	-3.440	4.954	7.930	544	13.550	13.983	4.543	340.578
À un an au plus	-5.445	-4.607	-322	115	-467	-2.005	1.166	973	6.844	6.362	8.187	63.243
dont:												
Certificats de trésorerie	-6.807	-3.483	1.383	57	-840	-143	853	99	3.422	6.989	3.840	34.235
Autres titres	-259	-772	-1.761	-72	473	-457	-185	103	975	2.794	3.618	6.776
À plus d'un an	8.236	8.532	7.091	7.117	-2.972	6.959	6.764	-429	6.706	7.621	-3.643	277.335
dont:												
OLO	14.455	15.073	12.570	11.628	7.790	4.968	4.125	-14	6.679	9.096	-2.645	218.258
Autres titres	-5.415	-6.427	-6.596	-5.778	-9.604	-5.929	-1.072	-1.536	-842	-1.203	-334	13.335
En monnaies étrangères	-105	-1.849	-1.377	-1.214	-1.282	-1.361	115	-149	-530	-25	298	2.066
À un an au plus	1.517	-397	372	-164	-762	-50	-329	-77	-460	7	867	898
À plus d'un an	-1.622	-1.452	-1.748	-1.050	-520	-1.310	444	-72	-69	-32	-569	1.168
Solde financier ⁽²⁾	-1.104	-1.135	-591	-1.763	260	-271	-7.452	577	-543	-4.327	-6.123	-253.127

Source: BNB.

(1) Actions et autres participations, parts d'OPC, produits financiers dérivés et autres comptes à recevoir au sens du SEC 95.

(2) Voir note 4 du tableau XVI.

TABLEAU XIX 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 2008	
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
Formation d'actifs financiers												
Créances interbancaires	5.672	-47.874	317	15.680	59.190	48.115	58.245	47.903	129.719	59.994	125.572	652.115
IFM belges	4.118	-26.509	-5.436	-6.903	8.112	7.093	15.998	2.901	32.007	-4.537	75.253	174.577
IFM étrangères	1.554	-21.366	5.753	22.583	51.078	41.022	42.248	45.003	97.713	64.531	50.319	477.538
Crédits ⁽²⁾	15.448	12.484	14.280	21.091	14.943	19.465	51.718	31.170	40.886	25.279	22.887	439.010
dont:												
Particuliers	4.999	2.051	2.076	3.284	5.625	6.734	13.367	12.129	7.634	4.617	-5.730	127.093
Sociétés non financières	5.472	2.293	-749	-1.695	-7.373	-1.263	1.189	505	18.119	13.876	6.627	99.965
Titres à revenu fixe	14.142	-12.309	28.201	-11.607	1.859	9.005	10.179	-8.142	7.341	-7.044	17.688	254.646
dont:												
Administrations publiques	-12.560	-18.540	-9.405	-8.062	-8.255	-5.654	-545	-4.717	-13.352	-8.423	1.411	50.509
Reste du monde	25.291	5.917	38.209	-2.423	9.753	14.409	11.489	-3.678	19.002	-336	308	181.158
Autres actifs	9.466	9.238	4.381	-1.535	8.383	29.471	7.864	21.770	44.763	22.700	13.644	199.541
Total	44.727	-38.462	47.180	23.629	84.374	106.056	128.007	92.701	222.710	100.929	179.792	1.545.311
Particuliers	5.265	1.803	223	3.082	5.665	6.718	13.345	12.274	8.016	4.804	-5.765	129.026
Sociétés non financières	5.552	3.447	-908	-4.537	-6.100	-1.995	1.096	2.165	21.181	15.583	7.220	105.259
Administrations publiques	-12.768	-19.237	-10.858	-9.123	-8.175	-6.396	-965	-4.279	-13.815	-7.824	1.153	77.001
Institutions financières	10.500	-22.902	-4.507	-5.477	22.944	27.972	13.859	34.072	63.399	22.218	113.470	366.437
Reste du monde	36.177	-1.572	63.230	39.684	70.040	79.757	100.673	48.469	143.929	66.148	63.714	867.589
Nouveaux engagements financiers												
Dettes interbancaires	17.513	-57.890	17.583	786	57.646	48.231	89.244	74.571	110.732	25.429	103.074	699.910
IFM belges	4.118	-26.509	-5.436	-6.903	8.112	7.093	15.998	2.901	32.007	-4.537	75.253	174.577
IFM étrangères	13.394	-31.381	23.019	7.689	49.534	41.138	73.246	71.670	78.726	29.966	27.821	525.333
Numéraire et dépôts ⁽²⁾	16.814	4.808	28.182	22.917	21.775	40.030	47.655	7.115	49.265	39.771	40.524	534.987
dont:												
Particuliers	3.927	303	5.820	7.219	10.622	15.513	13.739	9.828	7.681	4.793	2.095	219.050
Sociétés non financières	2.141	-395	2.151	4.994	1.415	-373	1.045	10.151	9.365	3.180	1.848	75.066
Titres à revenu fixe	-602	4.792	-5.777	-4.119	-8.900	-5.499	-9.558	-409	13.970	9.791	11.389	76.653
Bons de caisse	-5.905	-3.051	-4.790	-4.033	-6.976	-7.357	-7.280	-2.863	1.358	403	383	29.920
Autres titres à revenu fixe	5.303	7.843	-987	-86	-1.924	1.858	-2.278	2.454	12.612	9.388	11.006	46.734
Autres passifs et ajustements statistiques ⁽³⁾	11.003	9.828	7.191	4.044	13.853	23.294	667	11.425	48.743	25.938	24.805	233.761
Total	44.727	-38.462	47.180	23.629	84.374	106.056	128.007	92.701	222.710	100.929	179.792	1.545.311
Particuliers	1.660	-2.362	569	3.735	1.604	8.935	5.749	6.527	11.531	9.761	6.493	267.988
Sociétés non financières	10.800	-1.887	3.563	8.508	2.228	-5.802	351	13.771	6.524	2.728	-8.936	79.170
Administrations publiques	-998	212	-36	-1.187	-214	-251	-50	-616	829	2.374	6.253	20.142
Institutions financières	13.924	-19.056	-1.697	-7.469	22.648	37.039	20.476	11.545	66.114	18.148	90.855	343.554
Reste du monde	19.342	-15.368	44.780	20.042	58.108	66.135	101.481	61.475	137.712	67.918	85.126	834.457

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 XX FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES AUTRES QUE MONÉTAIRES
(millions d'euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Neuf premiers mois		p. m. Encours à la fin de septembre 2008
										2007	2008	
OPC non monétaires												
Formation d'actifs financiers	14.850	18.524	12.110	3.886	4.029	6.240	6.492	7.935	-1.851	3.844	-6.216	95.174
Dépôts	5.291	1.264	2.041	2.957	2.390	1.994	1.860	-655	-6.996	-4.260	-3.520	18.098
Titres à revenu fixe	2.023	4.281	1.529	203	-487	4.728	-1.123	3.130	7.450	6.271	277	30.225
Actions et autres participations ⁽¹⁾	5.768	9.630	5.444	1.753	338	-2.465	414	-1.222	-4.250	-3.109	159	24.116
Parts d'OPC	2.255	3.334	1.962	-2.653	204	-5	5.856	5.058	-141	623	-3.385	15.041
Autres actifs	-487	15	1.134	1.627	1.583	1.988	-515	1.624	2.086	4.319	253	7.694
Nouveaux engagements financiers	14.850	18.524	12.110	3.886	4.029	6.240	6.492	7.935	-1.851	3.844	-6.216	95.174
Parts d'OPC détenues par les particuliers belges	11.944	11.046	8.820	5.237	5.905	4.265	1.077	5.515	-3.194	-2.550	-6.199	62.962
Parts d'OPC détenues par d'autres investisseurs	2.906	7.478	3.290	-1.350	-1.876	1.975	5.415	2.420	-75	3.304	-102	28.342
Autres engagements									1.419	3.090	85	3.870
Solde financier ⁽²⁾	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sociétés d'assurances et fonds de pension												
Formation d'actifs financiers	9.222	8.994	9.971	10.508	16.405	20.418	22.480	15.473	17.503	19.762	8.807	226.695
Dépôts	599	296	420	1.748	3.311	2.589	63	-1.009	-929	5.137	-1.119	9.714
Titres à revenu fixe	4.171	363	3.115	1.733	11.729	14.867	16.002	14.953	12.123	10.554	5.160	128.920
Crédits	87	157	551	376	-87	-104	-649	315	173	1.330	1.605	12.178
Actions et autres participations	-36	514	518	3.470	-1.250	76	2.127	-1.371	4.264	909	3.638	28.430
Parts d'OPC	4.048	7.168	4.431	2.978	2.206	2.538	4.250	2.330	1.852	1.762	-2.130	36.729
Autres actifs	354	497	935	203	495	452	688	255	20	70	1.653	10.724
Nouveaux engagements financiers	9.179	11.067	10.676	10.774	16.382	20.396	23.965	16.634	15.540	18.634	10.418	237.280
Droits nets des ménages sur les assurances-vie et fonds de pension	7.422	9.387	9.315	8.585	13.027	15.121	20.210	11.328	13.746	9.646	7.174	172.992
Autres provisions techniques des assurances	527	557	637	1.069	1.580	2.197	1.838	1.757	341	439	745	29.061
Autres engagements	1.230	1.123	725	1.119	1.775	3.078	1.917	3.549	1.454	8.549	2.499	35.226
Solde financier	43	-2.073	-706	-265	23	22	-1.485	-1.161	1.963	1.128	-1.610	-10.585
Autres⁽³⁾												
Formation d'actifs financiers	16.649	6.211	5.026	7.612	5.778	-4.036	4.773	29.600	45.710	17.544	23.808	172.545
Dépôts	848	150	711	-299	3.587	95	1.768	299	-109	723	-1.252	4.296
Crédits	103	2.156	1.250	3.200	1.595	267	805	14.575	8.819	5.527	20.996	77.006
Actions et autres participations	16.102	3.131	2.099	3.671	-1.619	-2.461	1.907	3.515	29.375	2.918	117	61.571
Autres actifs		775	965	1.040	2.215	-1.936	293	11.212	7.624	8.375	3.947	29.672
Nouveaux engagements financiers	16.498	6.483	3.866	6.020	6.798	-3.993	6.091	29.499	44.443	16.063	26.243	180.915
Crédits	1.337	2.253	3.450	799	8.313	-3.880	1.497	9.157	9.748	6.621	7.025	50.215
Actions et autres participations	12.938	4.624	1.177	2.901	-68	-63	4.165	18.977	31.715	6.345	2.060	96.155
Autres engagements	2.223	-394	-761	2.319	-1.447	-51	429	1.365	2.981	3.097	17.158	34.545
Solde financier	150	-272	1.159	1.593	-1.020	-43	-1.317	101	1.266	1.482	-2.435	-8.370

Sources: Association belge des institutions de pension, BEAMA, CBFA, BNB.

(1) Y compris les certificats immobiliers.

(2) Les OPC non monétaires sont traités comme des OPC intermédiaires financiers qui ne détiennent pas de solde financier.

(3) Sociétés holding financières, SICAFI, Pricaf, organismes de placement en créances, sociétés hypothécaires, sociétés régionales de logement social, sociétés de financement, entreprises d'investissement et sociétés de gestion d'OPC.

TABLEAU XXI ÉMISSIONS NETTES DE VALEURS MOBILIÈRES⁽¹⁾ DES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES⁽²⁾ ET NON FINANCIÈRES ET DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(millions d'euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Neuf premiers mois			p.m. Encours à la fin de septembre 2008
										2007	2008	2008	
Titres à revenu fixe	4.125	9.409	6.258	5.621	-4.241	-2.251	-12.968	1.590	29.667	31.633	32.775	416.806	
Sociétés financières et non financières	2.938	6.844	1.333	999	-776	667	-16.804	3.087	19.961	13.981	27.998	142.137	
Titres à un an au plus	5.851	7.759	-1.212	1.048	-265	679	-3.184	-1.513	4.257	4.390	8.016	27.064	
Titres à plus d'un an	-2.913	-916	2.545	-49	-510	-12	-13.620	4.600	15.704	9.592	19.982	115.073	
Administrations publiques	1.187	2.565	4.925	4.622	-3.466	-2.918	3.836	-1.497	9.706	17.652	4.777	274.670	
Titres à un an au plus	-6.232	-4.629	699	-178	-1.132	-646	339	125	3.939	9.791	8.325	41.909	
Titres à plus d'un an	7.418	7.194	4.226	4.800	-2.334	-2.272	3.497	-1.622	5.768	7.860	-3.548	232.761	
Actions	26.416	30.824	29.257	12.367	4.177	22.804	13.382	53.607	122.963	44.689	81.784	1.040.603	
Actions cotées	9.367	7.939	5.711	1.048	818	4.182	5.407	5.646	11.371	3.010	1.395	153.126	
Actions non cotées et autres participations ⁽³⁾	17.049	22.885	23.547	11.319	3.360	18.623	7.975	47.961	111.592	41.679	80.389	887.477	
<i>p.m. Recours des sociétés financières et non financières au marché des valeurs mobilières</i>	<i>29.354</i>	<i>37.668</i>	<i>30.590</i>	<i>13.366</i>	<i>3.402</i>	<i>23.471</i>	<i>-3.422</i>	<i>56.694</i>	<i>142.924</i>	<i>58.670</i>	<i>109.782</i>	<i>1.182.740</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 XXII 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			Taux de l'OLO de référence à dix ans	
	Au jour le jour ⁽¹⁾	À trois mois ⁽²⁾	Certificats de trésorerie à trois mois	Obligations linéaires			
				À un an	À deux ans		À cinq ans
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
2008 I	4,16	4,73	3,81	3,82	3,78	3,92	4,31
II	4,27	4,95	4,22	4,64	4,79	4,87	4,87
III	4,17	5,28	3,78	3,71	3,82	4,22	4,61
IV	2,35	2,89	1,76	1,99	2,51	3,32	3,77

Sources: BCE, BNB.

(1) Taux d'intérêt moyen pondéré sur le marché interbancaire de la zone euro pour les opérations en blanc (c'est-à-dire non gagées par des titres) au jour le jour libellées en euro (Eonia).

(2) Taux d'intérêt moyen affiché sur le marché interbancaire de la zone euro pour les opérations en blanc à trois mois libellées en euro (Euribor).

TABLEAU XXIII PRINCIPAUX TAUX D'INTÉRÊT DE L'EUROSYSTÈME
(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
2008	3 juillet	4,25	5,25	3,25
	8 octobre	3,75	4,25	3,25
	6 novembre	3,25	3,75	2,75
	4 décembre	2,50	3,00	2,00

Source : BCE.

(1) Jusqu'à l'opération réglée le 21 juin 2000, taux fixe des adjudications hebdomadaires de crédit à deux semaines. Pour les opérations réglées entre le 28 juin 2000 et le 14 octobre 2008, taux de soumission minimal lors des appels d'offres pour les adjudications de crédit. Pour les opérations réglées à partir du 15 octobre 2008, taux fixe des adjudications hebdomadaires de crédit à une semaine.

(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 (50 points de base) était destiné à faciliter la transition des opérateurs de marché vers le nouveau régime.

TABLEAU XXIV COURS DE CHANGE

(unités monétaires nationales par euro, moyennes annuelles)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dollar des États-Unis	1,066	0,924	0,896	0,946	1,131	1,244	1,244	1,256	1,370	1,471
Yen japonais	121,3	99,5	108,7	118,1	131,0	134,4	136,9	146,0	161,3	152,5
Franc suisse	1,600	1,558	1,511	1,467	1,521	1,544	1,548	1,573	1,643	1,587
Won coréen ⁽¹⁾	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	1.606,1
Dollar de Hong Kong ⁽¹⁾	8,269	7,198	6,986	7,375	8,808	9,688	9,677	9,755	10,691	11,454
Dollar de Singapour ⁽¹⁾	1,806	1,592	1,604	1,691	1,970	2,102	2,070	1,994	2,064	2,076
Dollar canadien	1,584	1,371	1,386	1,484	1,582	1,617	1,509	1,424	1,468	1,559
Couronne norvégienne	8,310	8,113	8,048	7,509	8,003	8,370	8,009	8,047	8,017	8,224
Dollar australien	1,652	1,589	1,732	1,738	1,738	1,691	1,632	1,667	1,635	1,742
Livre sterling	0,659	0,610	0,622	0,629	0,692	0,679	0,684	0,682	0,684	0,796
Couronne suédoise	8,807	8,445	9,255	9,161	9,124	9,124	9,282	9,254	9,250	9,615
Couronne danoise	7,435	7,454	7,452	7,431	7,431	7,440	7,452	7,459	7,451	7,456
Couronne tchèque	36,88	35,60	34,07	30,80	31,85	31,89	29,78	28,34	27,77	24,95
Couronne estonienne	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65
Forint hongrois	252,8	260,0	256,6	243,0	253,6	251,7	248,1	264,3	251,4	251,5
Lev bulgare	16,345	19,922	1,9482	1,9492	1,9490	1,9533	1,9558	1,9558	1,9558	1,9558
Leu roumain ⁽²⁾	4,264	3,695	3,582	3,459	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453
Litas lituanien ⁽¹⁾	0,626	0,559	0,560	0,581	0,641	0,665	0,696	0,696	0,700	0,703
Lats letton ⁽¹⁾	4,227	4,008	3,672	3,857	4,400	4,527	4,023	3,896	3,784	3,512
Zloty polonais	44,12	42,60	43,30	42,69	41,49	40,02	38,60	37,23	33,78	31,26
Couronne slovaque ⁽¹⁾										
<i>p.m. Cours de change effectif de l'euro⁽³⁾</i> <i>(indice 1^{er} trimestre 1999 = 100)</i>	96,2	87,0	87,7	90,1	100,6	104,4	103,3	103,6	107,7	112,7

Source : BCE.

(1) 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.

(2) À partir de 2005, nouveau leu roumain.

(3) 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 2008, il a fallu procéder à des estimations, car le matériel statistique afférent à l'année sous revue est nécessairement parfois encore très fragmentaire. Dans les tableaux et graphiques, ces estimations, qui ont été arrêtées à la fin de janvier 2009, 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 2008, 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 octobre 2008 par le FMI, en novembre 2008 par l'OCDE et en janvier 2009 par la CE.

L'unité monétaire utilisée dans le Rapport pour les données concernant les pays membres de la zone euro est l'euro. Le 1^{er} janvier 1999, celui-ci est, en effet, devenu la monnaie de la Belgique et du plus grand nombre de ces économies, l'adhésion de pays comme la Grèce, la Slovaquie, Chypre, Malte et, enfin, la Slovaquie, intervenant ultérieurement, au début de 2009 pour le dernier cité. 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 la Slovaquie. 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, Chypre et Malte. Par commodité, le terme de « zone euro » est aussi utilisé pour désigner cet ensemble de pays pour des périodes antérieures à l'entrée en vigueur de la troisième phase de l'UEM.

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⁽¹⁾. Il garantit, en 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

(1) Pour de plus amples informations à propos du SEC 95, voir la publication de l'ICN intitulée *Comptes nationaux 1998 – Partie 1: Estimation des agrégats annuels*. Les modifications occasionnées par le passage au SEC 95 pour le compte des administrations publiques sont détaillées de manière plus spécifique dans une autre publication de la même source, intitulée *Comptes nationaux 1998 – Partie 3: Comptes des administrations publiques*.

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. Dans un souci de simplification, la ventilation sectorielle regroupe, sous le titre de « particuliers », les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages qui constituent des secteurs distincts selon 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 2006, comme dans les comptes nationaux officiels publiés au mois d'octobre 2008, on obtient une mesure de l'évolution en volume en « euros chaînés (*année de référence 2006*) ». 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 des 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 détaillée 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 1995-2007 de sorte que, pour des mises en perspective 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 uniformisées, les périodes pour lesquelles la conversion d'un système SEC à l'autre ou les révisions méthodologiques ont été opérées demeurant très variables d'un pays à l'autre.

La ventilation des comptes financiers entre particuliers et sociétés repose en grande partie sur les données en provenance des établissements de crédit belges. Les informations permettant de ventiler les autres opérations financières du secteur privé, notamment les transactions avec l'étranger ou les achats de valeurs mobilières, sont beaucoup plus fragmentaires. La statistique principale pouvant être utilisée à cette fin, à savoir la globalisation des comptes annuels des entreprises établie par la Centrale des bilans de la Banque, est en effet partielle, n'a qu'une fréquence annuelle et n'est disponible qu'après un délai de plusieurs mois. Il a donc été nécessaire d'introduire certaines hypothèses et de procéder à diverses estimations.

Signes conventionnels

–	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
n.	non disponible
n.r.	non représentatif
p.c.	pour cent
p.m.	pour mémoire
e	estimation de la Banque

Liste des abréviations

Région ou pays

BE	Belgique
DE	Allemagne
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LU	Luxembourg
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
FI	Finlande
SI	Slovénie
EA	Zone euro
UE15	Union européenne, à l'exclusion des pays ayant adhéré après 2003
US	États-Unis
BR	Région de Bruxelles-Capitale
VL	Région flamande
WL	Région wallonne

Autres

ABS	Asset-backed Security
ABEX	Association belge des experts
Actiris	Acteur public régional de l'emploi, anciennement ORBEM
AIP	Accord interprofessionnel
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations

BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banques centrales nationales
BEA	Bureau of Economic Analysis
BEAMA	Belgian Asset Managers Association
BEI	Banque européenne d'investissement
BFP	Bureau fédéral du plan
BIT	Bureau international du travail
BLS	Bureau of Labor Statistics
BNB	Banque nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
BRIC	Brésil, Russie, Inde, Chine
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
CBS	Centraal Bureau voor de Statistiek
CCE	Conseil central de l'économie
CDO	Collateralised Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CE	Commission européenne
CeFiP	Centre de connaissances du financement des PME
CLO	Collateralised Loan Obligation
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement
CREDIBE	Anciennement, Office central de crédit hypothécaire
CREG	Commission de régulation de l'électricité et du gaz
DESTATIS	Statistisches Bundesamt Deutschland
DGE	Direction générale Énergie (SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie)
DGSIE	Direction générale Statistique et information économique (SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie)
DIREM	Direction générale de l'énergie et des matières premières
ECI	Enquête communautaire sur l'innovation
Ecofin	Conseil européen des Ministres de l'économie et des finances de l'UE
EDP	Excessive Deficit Procedure
EESA	Emergency Economic Stabilization Act
EMBI	Emerging Market Bonds Index
Eonia	Euro Overnight Index Average
Eurepo	Euro Repurchase Agreement
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
FADELS	Fonds d'amortissement des emprunts du logement social
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
Federgon	Fédération des partenaires de l'emploi
FIF	Fonds de l'infrastructure ferroviaire
FLU	Fourniture de liquidités d'urgence
FOREM	Office communautaire et régional de la formation professionnelle et de l'emploi
FMI	Fonds monétaire international
FRA	Forward Rate Agreement
FSA	Financial Security Assurance
G7	Groupe des sept
G20	Groupe des vingt
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GMT	Greenwich Mean Time
HWWI	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Institut

IAS	International Accounting Standards
ICAP	Garban - Intercapital plc
ICN	Institut des comptes nationaux
IFM	Institutions financières monétaires
IFRS	International Financial Reporting Standards
INAMI	Institut national d'assurance maladie-invalidité
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques
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
Libor	London Interbank Offered Rate
LPG	Gaz de pétrole liquéfié
MBS	Mortgage-backed Security
MFI	Monetary Financial Institution
MIR	Monetary Financial Institutions Interest Rates
MTS	Mercato telematico dei titoli di Stato
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIS	Overnight Index Swap
OLO	Obligations linéaires
ONEM	Office national de l'emploi
ONP	Office national des pensions
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
PPA	Parité de pouvoir d'achat
Pricaf	Private Equity Sicaf
PTF	Productivité totale des facteurs
R&D	Recherche et développement
RBS	Royal Bank of Scotland
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
SNCB	Société nationale des chemins de fer belges
SPF	Service public fédéral
STADIM	Société d'étude et de conseil en matière immobilière
TIC	Technologies de l'information et de la communication
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée

UE	Union européenne
UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UEM	Union économique et monétaire
UPC	Union professionnelle du crédit
VAR	Vector autoregression
VDAB	Vlaamse Dienst voor Arbeidsbemiddeling en Beroepsopleiding
WDN	Wage Dynamics Network

Liste des encadrés, tableaux et graphiques

Encadrés

Chapitre 1: Environnement international

Encadré 1: Avoirs et engagements des secteurs non financiers intérieurs dans la zone euro et aux États-Unis	21
Encadré 2: Les BRIC: foyers de la croissance économique mondiale?	32

Chapitre 2: Politique monétaire de l'Eurosystème

Encadré 3: L'évolution du bilan de l'Eurosystème au cours de la période de turbulences financières	47
Encadré 4: L'interprétation des mesures des anticipations d'inflation tirées d'instruments financiers pendant la crise financière	58

Chapitre 3: Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

Encadré 5: La fonction de signal des perspectives de la demande	67
Encadré 6: Quelle est la position des entreprises à la veille d'un sérieux ralentissement de la croissance à l'échelle mondiale?	74

Chapitre 4: Marché du travail et coûts salariaux

Encadré 7: Importance des efforts de formation formelle des entreprises selon la conjoncture et la branche d'activité	102
Encadré 8: Perspectives démographiques	107
Encadré 9: La dynamique des salaires: résultats des travaux menés par la Banque dans le cadre du <i>Wage Dynamics Network</i>	112

Chapitre 5: Prix

Encadré 10: La formation des prix des produits pétroliers en Belgique diffère-t-elle de celle des pays voisins ?	126
Encadré 11: Effets de second tour à l'heure actuelle et dans les années 1970	136

Chapitre 6: Finances publiques

Encadré 12: Les finances publiques belges depuis l'introduction de l'euro: un relâchement structurel	154
Encadré 13: Impact sur les finances publiques des interventions des pouvoirs publics dans le cadre de la crise financière	158

Chapitre 7: Comptes financiers des particuliers, entreprises et administrations publiques

Encadré 14: Le statut du compte d'épargne réglementé	167
Encadré 15: Offre et demande de crédits des entreprises: enseignements tirés des enquêtes	174

Chapitre 8: Stabilité financière

Encadré 16: Mesures mises en œuvre par les autorités pour renforcer la stabilité financière en Belgique	194
---	-----

Tableaux

Chapitre 1: Environnement international

1 Croissance du PIB dans les principales économies	4
2 Évolution économique aux États-Unis	16
3 Évolution économique au Japon	18
4 Évolution économique dans la zone euro	20
5 Croissance du PIB dans les pays de la zone euro	25
6 Solde de financement des administrations publiques dans les pays de la zone euro	27
7 Évolution économique au Royaume-Uni	29
8 Indicateurs macroéconomiques pour l'Asie émergente	31
9 Situation économique en 2008 des nouveaux États membres de l'UE d'Europe centrale et de l'Est	37

Chapitre 3: Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

10 Valeur ajoutée dans les branches d'activité	69
11 PIB et principales catégories de dépenses	71
12 Principales composantes et déterminants de l'excédent brut d'exploitation des sociétés, à prix courants	73

13 Déterminants du revenu disponible brut des particuliers, à prix courants	78
14 Termes de l'échange pour les biens	81
15 Prêt net au reste du monde	83
16 Performances à l'exportation de biens en valeur	88
17 Productivité, réglementation et innovation dans le commerce et les services aux entreprises	90

Chapitre 4: Marché du travail et coûts salariaux

18 Offre et demande de travail	94
19 Activation du comportement de recherche d'emploi : situation à la fin de décembre 2008	98
20 Ventilation géographique de l'emploi en Belgique en 2007	101
21 Prévisions, chômeurs âgés et crédits-temps	106
22 Taux d'emploi harmonisés en Belgique en 2008 : ventilation selon le niveau d'éducation et la nationalité	107
23 Coûts salariaux dans le secteur privé	110
24 Méthodes d'indexation appliquées dans le secteur privé	110
25 Réductions de charges salariales accordées aux entreprises	115
26 Politique salariale visant à ajuster les salaires de base à l'inflation réalisée ou attendue : aperçu pour quinze pays de l'UE	118

Chapitre 5: Prix

27 Indice des prix à la consommation harmonisé pour la Belgique	121
28 Poids des produits énergétiques dans l'IPCH en 2008	124
29 Contribution des biens industriels non énergétiques et des services à l'écart d'inflation par rapport à la zone euro	135

Chapitre 6: Finances publiques

30 Normes relatives au besoin (–) ou à la capacité de financement des administrations publiques belges	143
31 Recettes des administrations publiques	144
32 Principales mesures fiscales et parafiscales	145
33 Recettes publiques par sous-secteur des administrations publiques	147
34 Dépenses primaires des administrations publiques	148
35 Dépenses primaires corrigées par sous-secteur des administrations publiques	149
36 Solde de financement de l'ensemble des administrations publiques et par sous-secteur	152
37 Évolution de la politique budgétaire structurelle	154
38 Dette brute consolidée de l'ensemble des administrations publiques	157

Chapitre 7: Comptes financiers des particuliers, entreprises et administrations publiques

39 Actifs et engagements financiers des administrations publiques	180
40 Besoins et moyens de financement de l'État fédéral	181

Chapitre 8 : Stabilité financière

41	Compte de résultats des établissements de crédit belges	199
42	Incidence des changements de valeur sur les actifs financiers détenus par les établissements de crédit belges	200
43	Ventilation du portefeuille de prêts des établissements de crédit belges par secteur et lieu de résidence de la contrepartie	202
44	Comparaison de la valeur de marché et de la valeur comptable du portefeuille de placement des compagnies d'assurances belges	207
45	Incidence d'un choc de taux d'intérêt sur la valeur de l'actif net des compagnies d'assurances belges	208

Graphiques

Chapitre 1 : Environnement international

1	Évolution des conditions de marché	7
2	Cours de change bilatéral des principales monnaies vis-à-vis du dollar des États-Unis	12
3	Prix des produits de base	13
4	Cours du pétrole brut	14
5	Consommation privée et confiance des consommateurs aux États-Unis	15
6	Activité et prix dans le secteur de l'immobilier résidentiel aux États-Unis	15
7	Profil trimestriel du PIB et confiance des chefs d'entreprise au Japon	18
8	Ventes du commerce de détail et confiance des consommateurs dans la zone euro	20
9	Investissements des entreprises et confiance des chefs d'entreprise dans la zone euro	23
10	Prix réels des logements et investissements en logements dans la zone euro	24
11	Marché du travail dans la zone euro	25
12	Inflation, tendance sous-jacente de l'inflation et prix de l'énergie dans la zone euro	26
13	Profil trimestriel du PIB et des exportations en Chine	31

Chapitre 2 : Politique monétaire de l'Eurosystème

14	Conduite opérationnelle de la politique monétaire de l'Eurosystème en 2007 et en 2008	45
15	Structure des taux d'intérêt sur le marché monétaire dans la zone euro	51
16	Indicateurs de pressions inflationnistes dans la zone euro	53
17	Anticipations d'inflation dans la zone euro	54
18	Masse monétaire et octroi de crédits au secteur privé dans la zone euro	55
19	Projections de croissance du PIB et d'inflation dans la zone euro	57
20	Conditions monétaires dans la zone euro	60
21	Conditions de financement des entreprises sur les marchés financiers dans la zone euro	61
22	Conditions de financement auprès des institutions financières et monétaires dans la zone euro	62
23	Critères d'octroi de crédits dans la zone euro	63

Chapitre 3 : Production, dépenses et opérations courantes en Belgique

24 PIB et principales catégories de dépenses	65
25 PIB et indicateur de conjoncture	66
26 Indicateurs de conjoncture et valeur ajoutée dans les principales branches d'activité	70
27 Investissements des entreprises	72
28 Consommation, revenu disponible et taux d'épargne des particuliers	77
29 Exportations et importations de biens et services	80
30 Besoin (–) ou capacité de financement des secteurs intérieurs et compte courant de la balance des paiements	84
31 Déterminants de la croissance économique	85
32 Entreprises exportatrices dans l'industrie manufacturière	87

Chapitre 4 : Marché du travail et coûts salariaux

33 Activité et marché du travail	93
34 Perspectives d'évolution de l'emploi	94
35 Activité, travail intérimaire et chômage temporaire	95
36 Entraves à l'activité résultant d'une pénurie de main-d'oeuvre qualifiée	96
37 Demandeurs d'emploi inoccupés	97
38 Taux de chômage harmonisés dans les pays de l'UE15 en 2007 : moyenne et dispersion	99
39 Situation sur le marché régional du travail	100
40 Taux d'emploi dans les pays de l'UE15 et dans les régions de Belgique en 2008 : ventilation par tranche d'âge	105
41 Taux d'emploi dans les pays de l'UE15 et dans les régions de Belgique en 2008 : ventilation par nationalité	106
42 Glissement des salaires dans le secteur privé	111
43 Hausses salariales horaires contenues dans les accords interprofessionnels	117
44 Handicap en termes de coûts salariaux par heure ouvrée des entreprises belges selon le CCE	119

Chapitre 5 : Prix

45 Écart d'inflation entre la Belgique et la zone euro	122
46 Produits énergétiques	123
47 Produits pétroliers raffinés	124
48 Prix à la consommation du gaz	130
49 Prix à la consommation de l'électricité	131
50 Inflation et perception de l'inflation	132
51 Prix à la consommation des produits alimentaires transformés	133
52 Prix du lait	133
53 Prix à la consommation des biens industriels non énergétiques et des services	134
54 Pratiques d'indexation des prix dans la branche des services	135

Chapitre 6 : Finances publiques

55 Prélèvement implicite sur le travail	146
56 Recettes de l'impôt des sociétés	146
57 Dépenses publiques de soins de santé	149
58 Bénéficiaires de pensions du secteur privé	150

59 Influence du cycle électoral sur la formation brute de capital fixe des administrations locales	150
60 Décomposition de la variation des charges d'intérêts	151
61 Recettes des communautés et régions	152
62 Droits d'enregistrement	153

Chapitre 7: Comptes financiers des particuliers, entreprises et administrations publiques

63 Décomposition de la variation de l'encours des actifs financiers détenus par les particuliers	163
64 Richesse des ménages	164
65 Coûts de financement externe des sociétés non financières en Belgique	165
66 Formation d'actifs financiers par les particuliers	166
67 Dépôts d'épargne réglementés et dépôts à terme des particuliers	166
68 Titres à revenu fixe détenus par les particuliers et taux de rendement à long terme	169
69 Résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire : offre et demande de crédits au logement en Belgique	170
70 Nouveaux crédits hypothécaires aux particuliers, refinancements et taux d'intérêt	170
71 Écart de taux et répartition des nouveaux contrats hypothécaires selon le type de taux	171
72 Crédits défaillants non régularisés	171
73 Nouveaux engagements financiers des sociétés non financières : ventilation par instrument	172
74 Crédits accordés par les banques belges aux sociétés non financières résidentes, ventilation par durée du crédit	173
75 Volume et degré d'utilisation des crédits selon la Centrale des crédits : ventilation des entreprises selon leur taille	178
76 Cours boursiers et ratio cours-bénéfices en Belgique et dans la zone euro	179
77 Rendement des emprunts d'État à dix ans	183
78 Primes sur les contrats dérivés de défaut (CDS) à cinq ans en 2008	183

Chapitre 8: Stabilité financière

79 Marchés des titres à court terme aux États-Unis	188
80 Dépréciations d'actifs et recapitalisations par les grandes institutions financières mondiales	189
81 Indicateurs de tension sur les marchés financiers	190
82 Conditions respectives de financement en dollar au jour le jour durant les heures d'ouverture des marchés européens et du marché américain	191
83 Indicateurs de marché pour les institutions financières belges et de la zone euro	192
84 Rentabilité et solvabilité des établissements de crédit belges	197
85 Déterminants du résultat d'intérêts des établissements de crédit belges	198
86 Taux de provisionnement pour pertes sur créances des établissements de crédit belges	200
87 Actifs vis-à-vis de l'étranger des établissements de crédit belges	201
88 Passifs des établissements de crédit belges	202
89 Encours et conditions de taux des dépôts de la clientèle auprès des établissements de crédit belges	203
90 Résultats nets du secteur des assurances, volume d'activité et importance des coûts	205
91 Composition des actifs de couverture par branche d'assurance	206
92 Rentabilité comparée des activités d'assurance-vie et non-vie	207
93 Marge de solvabilité des compagnies d'assurances belges	208
94 Taux d'intérêt à long terme et rendement garanti des contrats de la branche 21	209

Annexes statistiques

Tableaux relatifs à l'activité économique et aux prix

I	PIB et principales catégories de dépenses, en volume	212
II	RNB et principales catégories de dépenses, en volume	213
III	Déflateurs du RNB et des principales catégories de dépenses	214
IV	RNB et principales catégories de dépenses, à prix courants	215
V	Valeur ajoutée des différentes branches d'activité, en volume	216
VI	Marché du travail	217
VII	Taux d'emploi	218
VIII	Taux de chômage	219
IX	Indice des prix à la consommation harmonisé	220
X	Revenus des différents secteurs, à prix courants	221
XI	Synthèse des opérations des grands secteurs de l'économie, à prix courants	222

Tableaux relatifs aux opérations des administrations publiques

XII	Recettes, dépenses et solde de financement des administrations publiques	223
XIII	Solde de financement par sous-secteur des administrations publiques	224
XIV	Dette brute consolidée des administrations publiques	225

Tableau relatif aux opérations avec l'étranger

XV	Opérations courantes et en capital sur la base des transactions	226
----	---	-----

Tableaux relatifs aux opérations monétaires et financières

XVI	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des particuliers	227
XVII	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des sociétés non financières	228
XVIII	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des administrations publiques	229
XIX	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières monétaires	230
XX	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières autres que monétaires	231
XXI	Émissions nettes de valeurs mobilières des sociétés financières et non financières et des administrations publiques	232
XXII	Taux d'intérêt	233
XXIII	Principaux taux d'intérêt de l'Eurosystème	234
XXIV	Cours de change	235

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 2009

