

# Rapport 2011

Évolution économique et financière



© Banque nationale de Belgique

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

# Table des matières

<b>Chapitre 1 : Économie mondiale</b>	9
1. Activité économique	9
2. Matières premières et échanges internationaux	13
3. Politiques budgétaire et monétaire	15
4. Marchés financiers internationaux	18
<b>Chapitre 2 : Zone euro et politique monétaire de l'Eurosystème</b>	23
1. La crise de la dette publique dans la zone euro	23
2. Activité économique et marché du travail	31
3. Politique budgétaire	34
4. Politique monétaire de l'Eurosystème	36
<b>Chapitre 3 : Activité et marché du travail</b>	49
1. Activité économique et emploi	49
2. Offre et demande de travail	60
3. Demande et revenus	67
4. Opérations courantes avec le reste du monde	74
<b>Chapitre 4 : Prix et coûts</b>	83
1. Prix à la consommation	83
2. Coûts salariaux horaires et handicap salarial dans le secteur privé	92
<b>Chapitre 5 : Situation financière du secteur privé</b>	99
1. Particuliers	99
2. Sociétés non financières	104
3. Actifs et engagements financiers totaux de l'économie belge	110
<b>Chapitre 6 : Finances publiques</b>	117
1. Solde de financement et dette de l'ensemble des administrations publiques	117
2. Recettes	121
3. Dépenses primaires	123
4. Charges d'intérêts et gestion de la dette	128
5. Solde de financement des sous-secteurs des administrations publiques	129

Annexe statistique	135
Notice méthodologique	165
Signes conventionnels	167
Liste des abréviations	169
Liste des encadrés, tableaux et graphiques	173

# 1. Économie mondiale

*La croissance de l'économie mondiale s'est modérée au cours de l'année 2011 : elle est estimée à 3,8%, contre 5% en 2010. Elle a été freinée, notamment, par la nouvelle hausse des prix des matières premières, par le resserrement des politiques budgétaire et monétaire dans les pays émergents en proie à une accélération de l'inflation, par la persistance de déséquilibres sur le marché immobilier et sur le marché du travail de certaines économies avancées et par la crise de la dette publique dans la zone euro. Des mesures de consolidation budgétaire ont été prises dans la plupart des pays, parfois sous la pression des marchés financiers. Les banques centrales ont encore eu recours à des mesures non conventionnelles pour préserver le financement de l'économie.*

## 1.1 Activité économique

### Vue d'ensemble

L'élan qui a soutenu le regain de l'activité économique internationale pendant deux ans s'est essouffé dans le courant de 2011, dans un contexte de chocs temporaires et de tensions financières. Ainsi, dès le printemps, l'économie mondiale a subi un ralentissement net et généralisé de l'activité et des échanges internationaux, plus prononcé que ce qui pouvait être attendu d'une normalisation au terme d'une période de sensible reprise. La modération de la croissance a d'abord résulté de facteurs temporaires: la hausse des prix des matières premières a pesé sur le pouvoir d'achat des ménages; le tremblement de terre, le tsunami et l'accident nucléaire de mars au Japon ont désorganisé la production, non seulement dans ce pays mais aussi ailleurs, en particulier en Asie et aux États-Unis, dans les secteurs de l'automobile et de l'électronique, au travers de perturbations affectant les chaînes d'approvisionnement mondiales. La décélération a ensuite été amplifiée par l'intensification des tensions sur les marchés financiers et par l'effritement de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise.

Pendant l'été, des doutes se sont, en effet, fait jour quant à la capacité des dirigeants politiques de résoudre les problèmes de soutenabilité de la dette publique dans

plusieurs pays. La crise du secteur financier privé, qui avait provoqué la grande récession de 2008-2009, a donc fini par susciter une crise de l'endettement public. Le vif débat sur le relèvement du plafond de la dette publique aux États-Unis, les discussions qui ont entouré la mise en place de mécanismes de sauvegarde pour les pays de la zone euro en difficulté de financement, notamment en ce qui concerne la participation du secteur privé à une restructuration de la dette souveraine grecque, ainsi que les retards accumulés dans la mise en œuvre du programme d'ajustement grec, ont renforcé le sentiment global d'incertitude. L'épicentre de ces tensions se situait sur les marchés des obligations souveraines des États membres de la zone euro, et un nombre croissant de ces pays ont dû faire face à un nouvel et rapide élargissement des écarts de rendement vis-à-vis des taux des Bunds allemands. Ces évolutions ont aussi, surtout dans la zone euro, lourdement frappé les institutions financières qui détiennent de larges portefeuilles de titres publics. La crise est ainsi entrée dans une nouvelle phase, où les inquiétudes quant à la soutenabilité de la dette souveraine et les craintes relatives à la solidité des établissements financiers sont devenues fortement entrelacées, de sorte que nombre de ces derniers ont éprouvé des difficultés pour se financer sur les marchés interbancaires.

Outre l'effet de ces tensions sur les conditions de financement et sur la confiance des agents économiques et la disparition de l'incidence positive exercée en 2010 par

**TABLEAU 1 PIB DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES**

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

	2009	2010	2011	<i>p.m.</i> 2010, part du PIB mondial <sup>(1)</sup>	<i>p.m.</i> 2011, contribution à la croissance du PIB mondial <sup>(1)</sup>
États-Unis .....	-3,5	3,0	1,7	19,9	0,3
Japon .....	-6,3	4,1	-0,3	5,9	0,0
Zone euro <sup>(2)</sup> .....	-4,2	1,8	1,6	14,7	0,2
Danemark, Royaume-Uni et Suède .....	-4,6	2,3	1,4	3,9	0,1
Autres pays membres de l'UE <sup>(3)</sup> .....	-3,6	2,1	3,0	1,6	0,0
Autres pays avancés de l'OCDE <sup>(4)</sup> .....	-1,1	2,3	1,6	3,6	0,1
Chine .....	9,2	10,4	9,3	13,7	1,3
Inde .....	7,0	9,9	7,7	5,5	0,4
Autres pays émergents d'Asie <sup>(5)</sup> .....	0,2	7,8	4,8	7,2	0,3
Amérique latine <sup>(6)</sup> .....	-1,8	6,4	4,7	8,1	0,4
Principaux pays exportateurs de pétrole <sup>(7)</sup> .....	-2,2	4,0	4,4	7,4	0,3
Monde <sup>(1)</sup> .....	-1,2	5,0	3,8	100,0	3,8
<i>p.m. Commerce mondial</i> <sup>(8)</sup> .....	-10,7	12,6	6,7		

Sources: CE, FMI, OCDE.

(1) Calculé sur la base des parités de pouvoir d'achat.

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

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

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

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

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

(7) Il s'agit des pays exportateurs de pétrole qui ont affiché un surplus de la balance courante supérieur à 40 milliards de dollars des États-Unis sur la période 2008-2010 (Algérie, Arabie saoudite, Émirats arabes unis, République islamique d'Iran, Koweït, Nigéria, Norvège, Qatar, Fédération de Russie et République bolivarienne du Venezuela).

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

la reconstitution des stocks, l'épuisement de l'impulsion donnée par les politiques budgétaires de relance et les efforts d'assainissement des finances publiques, parfois accélérés sous la pression des marchés financiers, ont bridé la reprise dans les économies avancées, de même que la persistance de déséquilibres sur le marché de l'immobilier et sur le marché du travail, en particulier aux États-Unis.

Dans ce contexte, s'ils semblaient manifestes au début de l'année, les signes d'une croissance plus auto-entretenue, davantage tirée par les composantes domestiques, et d'une amélioration sur le marché du travail, se sont évanouis dans certains pays. Ainsi, la reprise a marqué une pause dans la zone euro à l'automne de 2011. En revanche, au Japon, l'activité a été soutenue au second semestre par une consommation en rattrapage et par des efforts de reconstruction.

Même si les économies émergentes ont encore fait montre d'un grand dynamisme, le rythme de progression de leur PIB s'est inscrit en recul par rapport aux années précédentes, en raison, notamment, de l'affaiblissement de la demande extérieure et de la poursuite des efforts des autorités pour contenir les risques de surchauffe.

### Principales économies hors de la zone euro

La reprise économique aux **États-Unis**, entamée dans le courant de 2009, s'est poursuivie, mais à un rythme beaucoup plus lent qu'en 2010, eu égard à la moindre vigueur de la demande intérieure. La progression de cette dernière a encore été soutenue par la politique très accommodante de la banque centrale américaine. En revanche, elle ne l'a plus été par la politique budgétaire. La croissance, qui s'est établie à 1,7 % en termes réels sur l'ensemble de l'année, a principalement été portée par les dépenses de consommation des ménages et

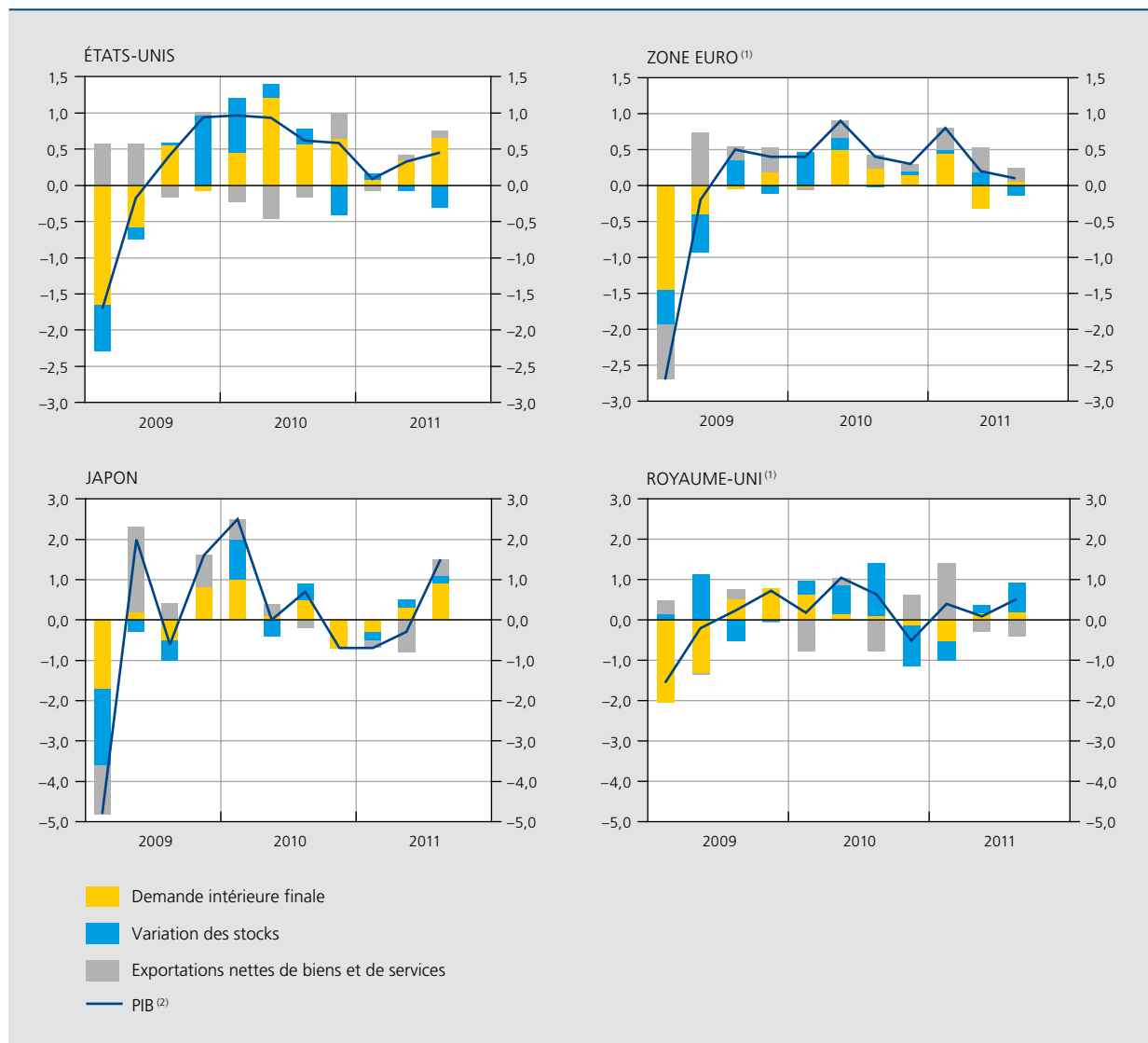
par les investissements des entreprises, ainsi que, dans une moindre mesure, par les exportations nettes; en revanche, la variation des stocks, les investissements en logements et les dépenses publiques y ont apporté une contribution négative.

L'expansion du PIB sur une base trimestrielle est revenue de 0,6% au second semestre de 2010 à 0,2% en moyenne au premier semestre de 2011. Ce ralentissement est imputable à l'incidence négative temporaire exercée par le renchérissement des matières premières et par la catastrophe au Japon, ainsi qu'à la diminution des

dépenses publiques. Grâce à la disparition de ces deux premiers facteurs, la croissance s'est accélérée à 0,5% au troisième trimestre. C'est alors seulement que le PIB a dépassé son niveau d'avant la récession, soit plus de deux ans après que celle-ci avait pris fin au deuxième trimestre de 2009, ce qui témoigne à la fois de l'ampleur de la récession et de la relative faiblesse du redressement. L'effet des politiques publiques a continué de s'estomper en 2011, et le passage à une croissance plus autonome n'a pas été aisé, puisque les moteurs traditionnels d'une reprise, à savoir les dépenses de consommation des particuliers et les investissements en logements, ont encore

**GRAPHIQUE 1 PROFIL TRIMESTRIEL DU PIB ET DES GRANDES CATÉGORIES DE DÉPENSES DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES AVANCÉES**

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



Sources : CE, BEA, ESRI, ONS.

(1) Données également corrigées des effets de calendrier.

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

été entravés par plusieurs facteurs, tels que la poursuite de l'effort d'épargne des ménages en vue de reconstituer leur patrimoine net, l'attitude plus prudente des établissements financiers lors de l'octroi de crédits et les difficultés du secteur immobilier et du marché du travail. En particulier, le chômage à long terme est demeuré à un niveau historiquement élevé.

Les dépenses de consommation privée ont donc affiché une croissance modeste de 2,3 %, en raison, notamment, de la faible augmentation des revenus réels disponibles, qui n'ont pas été soutenus par une amélioration sensible de l'emploi et ont été érodés par la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Les perspectives économiques incertaines et la volatilité observée sur les marchés financiers ont en outre freiné la baisse du taux d'épargne des particuliers, qui est revenu de 5,3 à 4,6 % de leur revenu disponible, demeurant largement supérieur aux niveaux d'avant la crise.

Les investissements résidentiels des particuliers, en recul pour la sixième année consécutive, ont diminué de 2,1 % en 2011. Ce nouveau tassement s'explique par le stock encore important de logements mis en vente ou saisis, par l'attitude toujours prudente de nombreux établissements financiers en matière de crédits hypothécaires et par des perspectives de nouvelles baisses des prix des logements. En revanche, les investissements des entreprises, essentiellement les dépenses en équipements et logiciels, ont progressé de 8,4 % en 2011, grâce à la situation financière solide des sociétés et aux conditions de financement favorables. Pour leur part, les investissements publics se sont fortement contractés, régressant de 6,4 %, tandis que la consommation publique s'est repliée de 1 %.

Après une baisse significative au premier semestre de 2011, l'activité économique au **Japon** a retrouvé le chemin de la croissance. Cependant, sur l'ensemble de l'année, le PIB réel a reculé de 0,3 %, alors qu'il avait augmenté de 4,1 % en 2010. La contraction enregistrée au premier semestre est essentiellement imputable au tsunami du 11 mars, qui a dévasté une partie de la région de Tohoku et a provoqué une crise du nucléaire et des pénuries d'électricité. Il s'en est suivi de nombreux bouleversements dans la chaîne de production, tout particulièrement dans les industries automobile et électronique, deux secteurs qui représentent 35 % des exportations japonaises. Au premier semestre, la production industrielle a ainsi décliné de 4 %, et les exportations de 3 %. Or, ces dernières avaient constitué le principal moteur de la croissance durant la première phase de la reprise. Leur forte progression au troisième trimestre de 2011, après le rétablissement de la chaîne de production, a été un facteur déterminant du redressement de l'activité.

À cause du tsunami, la consommation des ménages s'est repliée au premier trimestre. Les ventes au détail se sont effondrées en mars, en raison de comportements d'auto-limitation (*jishuku*) du côté de la demande et de pénuries du côté de l'offre. La consommation des particuliers a quasiment stagné le trimestre suivant, avant d'être la deuxième contributrice à la croissance du PIB au troisième trimestre, grâce à un taux de confiance des consommateurs revenu au niveau d'avant le tsunami et renforcé par une amélioration graduelle de la situation sur le marché de l'emploi. En moyenne annuelle, cette catégorie de dépenses a néanmoins diminué de 0,2 % en 2011.

Les investissements immobiliers sont repartis à la hausse au second semestre, principalement pour la reconstruction, et ont rebondi de 6 % en 2011. Les investissements publics n'ont pas encore contribué à la croissance, mais certains budgets alloués à la reconstruction ont été votés. La consommation publique a augmenté de 2,3 %.

La progression de l'activité économique a été faible au **Royaume-Uni**: le PIB réel a crû de 0,9 % en 2011. La demande intérieure s'est contractée, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution de 1,5 % à la croissance.

La consommation des ménages a diminué de 0,9 %, sous l'effet conjugué d'un affaiblissement de leur confiance et d'un recul de leur revenu disponible réel. Hormis l'impact de la hausse des prix de l'énergie, la principale cause de l'érosion de leur pouvoir d'achat a été la consolidation budgétaire en cours. Celle-ci a impliqué un relèvement des impôts directs, une hausse des taux de TVA et une compression de l'emploi dans le secteur public. Le taux de chômage a atteint en cours d'année des niveaux inégalés depuis 15 ans. Les ménages n'ont pas non plus pu compter sur une revalorisation de leurs actifs car l'embellie observée sur le marché immobilier résidentiel en 2010 s'est interrompue, ce qui les a incités à maintenir un taux d'épargne élevé dans une perspective historique, à 6,8 % de leur revenu disponible, pour reconstituer leur patrimoine et poursuivre la résorption de leur endettement brut excessif.

Le marché résidentiel restant en berne, les investissements en logements se sont encore contractés. Les investissements des entreprises n'ont augmenté que légèrement et sont encore loin d'avoir recouvré leur niveau d'avant la crise. Les sociétés ont continué de postposer certains de leurs projets, nonobstant des capacités de financement substantielles et une politique monétaire exceptionnellement accommodante. Les raisons en tiennent notamment à un faible degré d'utilisation des capacités de production, à des perspectives de demande médiocres, tant au niveau



intérieur qu'à l'exportation, et à un accès limité de certaines firmes au crédit bancaire.

Les exportations nettes de biens et de services ont constitué le principal soutien à la croissance en 2011, en partie sous l'effet d'une stagnation des importations. Le rééquilibrage de l'économie britannique en faveur des secteurs exposés est néanmoins relativement lent, malgré la dépréciation, de l'ordre de 25 %, du taux de change effectif de la livre sterling depuis le début de la crise financière, en 2007. Si la détérioration tendancielle de la balance commerciale a cessé depuis lors, il n'y a pas non plus eu d'inversion majeure de la tendance. La crise des finances publiques dans la zone euro et la dégradation de l'environnement extérieur global peuvent cependant aussi expliquer en partie cette évolution.

En **Chine**, la croissance est demeurée vive, mais sa décélération, entamée en 2010, s'est poursuivie tout au long de l'année sous revue. En moyenne annuelle, la hausse du PIB en volume est revenue de 10,4 % en 2010 à 9,3 % en 2011.

La consommation des ménages a continué de croître de manière vigoureuse, en raison de la progression de l'emploi et des salaires réels. Mais, comme ce fut le cas les années précédentes, la formation brute de capital fixe a été le principal moteur de l'expansion. Tandis que la poursuite du retrait des importantes mesures de soutien de l'activité a pesé sur l'investissement public, l'augmentation des investissements privés est restée forte, grâce, en particulier, à la construction résidentielle. Le relèvement répété des taux d'intérêt et le resserrement des conditions d'octroi de crédits immobiliers ont cependant fini par modérer l'activité et la hausse des prix sur le marché du logement.

Le ralentissement de la production a également été induit par celui de la demande extérieure. Tandis que les exportations vers les pays voisins ont continué d'augmenter à un rythme élevé, le net fléchissement de la demande émanant des économies avancées, en particulier de l'UE, a pratiquement interrompu la croissance des exportations à la fin de l'année. Ainsi, celles-ci n'ont crû que de 10 % en moyenne annuelle, contre 28 % en 2010.

## 1.2 Matières premières et échanges internationaux

### Matières premières

L'évolution des prix des matières premières au cours de l'année 2011 a été caractérisée par deux périodes distinctes. Durant les quatre premiers mois, la tendance

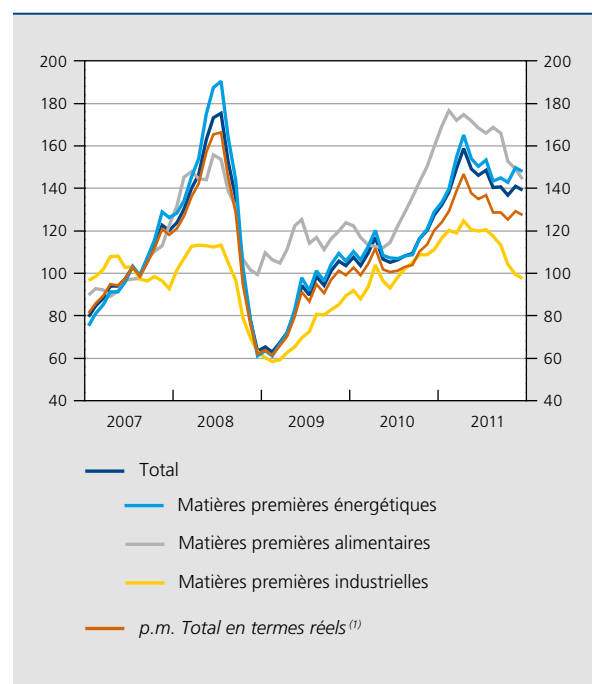
hausnière, entamée au début de 2009, s'est prolongée, sous l'impulsion de la reprise persistante de l'économie mondiale, des turbulences en Afrique du Nord et au Moyen-Orient, ainsi que de l'affaiblissement du dollar des États-Unis. Les prix de plusieurs matières premières ont ainsi atteint de nouveaux records. À partir du mois de mai, une baisse s'est amorcée à la suite de la décélération de la croissance économique – le ralentissement de l'économie chinoise a été déterminant pour les marchés des matières premières – et de la dégradation des perspectives économiques. De plus, l'aversion accrue pour le risque a également pesé sur les cours. Le recul est toutefois resté globalement limité, si bien que, à la fin de l'année, les prix des produits de base exprimés en dollars des États-Unis selon l'indice HWWI dépassaient encore de 9,2 % le niveau enregistré à l'issue de 2010. En moyenne annuelle, l'indice a progressé de 28,6 % en 2011.

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

Ce sont les prix des matières premières énergétiques qui ont affiché, en moyenne, la hausse la plus marquée, de 31,4 %. Les cotations du pétrole brut de type Brent ont grimpé de 38,3 %. Durant les quatre premiers mois de

### GRAPHIQUE 2 PRIX DES PRODUITS DE BASE

(données mensuelles, dollars des États-Unis, indices 2007 = 100)

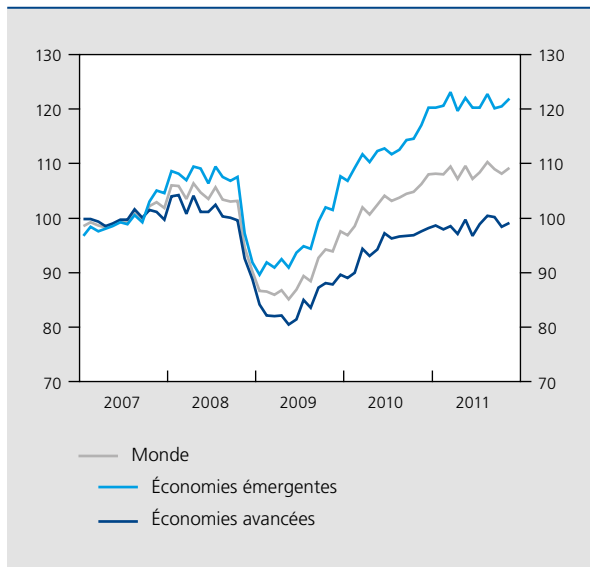


Source : HWWI.

(1) Déflaté par l'indice des prix à la consommation des États-Unis.

### GRAPHIQUE 3 ÉCHANGES INTERNATIONAUX DE BIENS

(données mensuelles corrigées des variations saisonnières, moyenne des exportations et des importations, en volume, indices 2007 = 100)



Source : CPB.

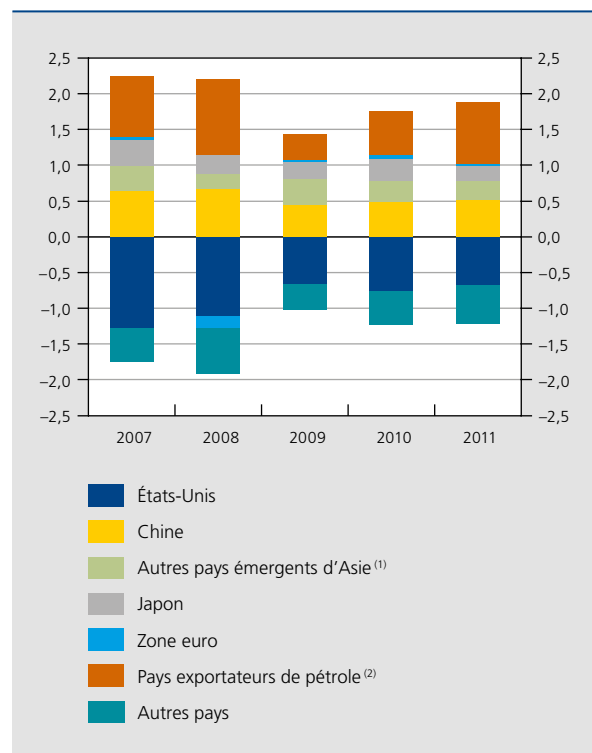
l'année, elles se sont envolées, atteignant, au début du mois de mai, un pic de 125,6 dollars le baril, sous l'effet d'une demande soutenue, conjuguée à l'incertitude au niveau de l'offre découlant, notamment, des événements en Afrique du Nord et au Moyen-Orient. La détérioration du climat économique, le déblocage de réserves stratégiques de pétrole par les pays membres de l'AIE, l'accroissement de la production pétrolière en Arabie saoudite et, finalement, le relèvement du plafond de production fixé par l'OPEP ont entraîné une baisse des cours durant le reste de l'année; ceux-ci sont revenus à environ 108 dollars à la fin du mois de décembre, soit un niveau toujours supérieur de 15,1 % à celui de la fin de l'année précédente. Les cours des autres matières premières énergétiques importantes, comme le gaz naturel et le charbon, ont également progressé en 2011, fût-ce dans une moindre mesure que ceux du pétrole.

Les prix des matières premières alimentaires ont crû en moyenne de 29,2 %. Au cours des premiers mois de l'année, ils ont considérablement augmenté, sous l'effet de la vigueur de la demande, combinée à l'incertitude que les mauvaises conditions climatiques dans l'hémisphère Sud faisaient planer sur l'offre. Les prix ont ainsi battu de nouveaux records historiques en février. Ils sont repartis à la baisse en mars, grâce aux meilleures perspectives de récolte, et, à la fin de l'année, ils étaient inférieurs de 9,8 % à ceux enregistrés à la fin de 2010.

Les prix des matières premières industrielles ont haussé de 14,4 % sur l'ensemble de l'année. En début de période, ils ont dépassé leur sommet de 2008, avant d'amorcer un recul au printemps, plus net que dans les autres catégories de produits, car ils sont plus sensibles à la conjoncture. À la fin de l'année, les prix étaient inférieurs de 12 % à ceux observés à la fin de 2010.

Le cours de l'or, qui ne fait pas partie de l'indice HWWI, a progressé en moyenne de 28,2 %. La hausse de la demande d'or en tant que placement sûr en période d'incertitude, le nouvel affaiblissement du dollar des États-Unis au premier semestre et les achats d'or effectués par différentes banques centrales y ont largement contribué. Après avoir atteint un niveau sans précédent de 1 898 dollars l'once au début du mois de septembre, le cours de l'or s'est inscrit en net repli durant le reste de l'année.

### GRAPHIQUE 4 SOLDES DE LA BALANCE COURANTE DES PAIEMENTS DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES (pourcentages du PIB mondial)



Source : FMI

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

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

## Commerce mondial et soldes de la balance courante des paiements

Le commerce mondial a fait montre d'un moindre dynamisme durant l'année sous revue. Une nouvelle expansion au début de l'année a été suivie, au deuxième trimestre, d'une contraction largement imputable aux perturbations des échanges commerciaux internationaux dues au tremblement de terre au Japon. Cet événement a exercé une incidence négative sur les exportations de ce pays et a ébranlé les chaînes de production mondiales. La reprise qui s'est esquissée au cours du troisième trimestre a été assez timide.

La résorption des déséquilibres au sein de l'économie mondiale demeure une préoccupation, comme l'a encore confirmé le sommet du G20 à Cannes en novembre 2011. Les déséquilibres mondiaux affectant le compte courant des balances des paiements se sont en effet encore amplifiés en 2011, tout en restant inférieurs à ceux observés durant les années antérieures à la crise économique et financière. Cette évolution s'explique principalement par le renchérissement des matières premières, qui a fait gonfler l'excédent des pays exportateurs de pétrole. Le déficit commercial des États-Unis s'est encore aggravé, sous l'effet de

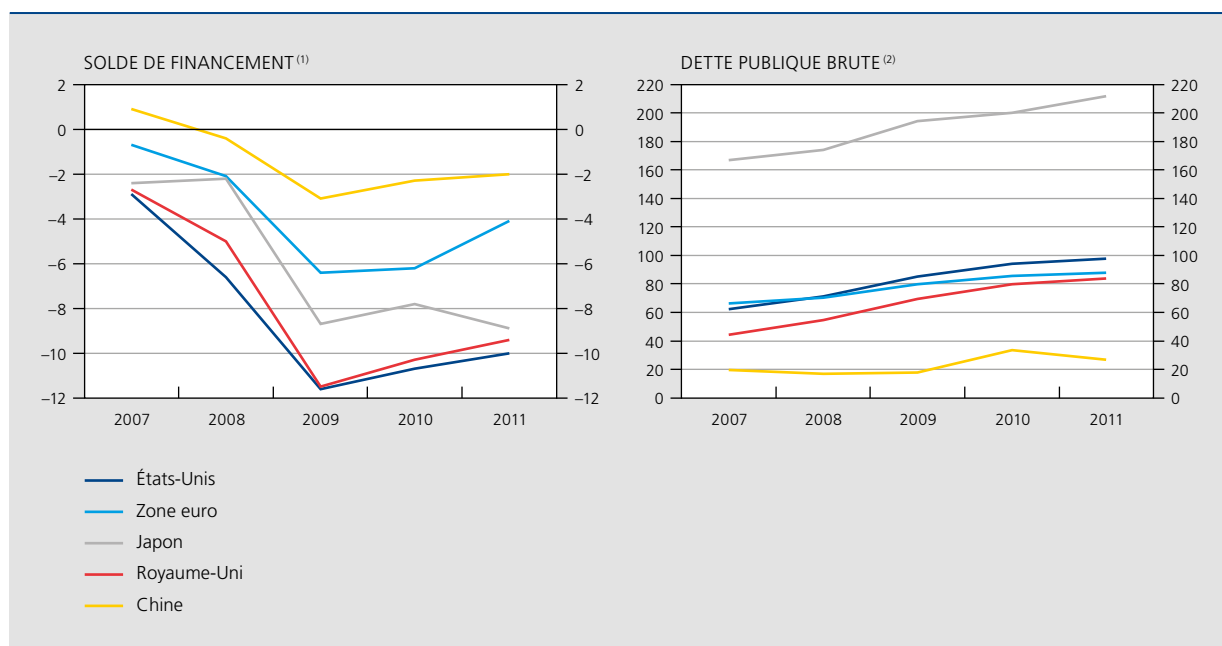
la détérioration des termes de l'échange. Toutefois, grâce à la hausse des revenus des investissements directs des États-Unis à l'étranger, le déficit courant est revenu, dans ce pays, de 3,2 à 3 % du PIB. En Chine, en dépit du frein à la croissance des importations que constitue le fléchissement de l'expansion économique, le ralentissement encore plus marqué des exportations a provoqué un resserrement du surplus de la balance courante, qui a été ramené de 5,2 % du PIB en 2010 à 3,1 % en 2011.

## 1.3 Politiques budgétaire et monétaire

### Politique budgétaire

Les déficits budgétaires, qui s'étaient fortement creusés en 2009 à la suite de la grande récession, ont continué de se réduire progressivement en 2011 dans la plupart des pays, à l'exception notable du Japon, dont les budgets publics ont subi les conséquences du tsunami de mars 2011. Dans la zone euro, la montée des tensions sur les marchés de titres de la dette de plusieurs États membres a entraîné une accélération du rythme de la consolidation budgétaire (cf. chapitre 2).

**GRAPHIQUE 5** SOLDE DE FINANCEMENT ET DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES  
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, FMI, OCDE.

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

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

Aux **États-Unis**, le déficit de l'ensemble des administrations publiques a affiché un nouveau recul, revenant de 10,7 à 10 % du PIB. En effet, la reprise économique perdurant, les recettes ont de nouveau progressé plus rapidement que les dépenses, lesquelles ont été bridées par l'extinction graduelle des stimuli budgétaires. La dette publique brute a poursuivi son ascension, passant de 94,2 à 97,6 % du PIB. La soutenabilité des finances publiques américaines est restée sous le feu de l'actualité internationale durant une grande partie de l'année, eu égard, notamment, aux longs débats sur le relèvement du plafond de la dette fédérale. Un accord a finalement été trouvé au début du mois d'août, dans le cadre du *Budget Control Act*. Celui-ci prévoit l'augmentation de ce plafond en trois étapes, pour un montant total de 2 100 milliards de dollars (environ 16 % du PIB), et la réduction, d'un montant similaire, du déficit public fédéral cumulé au cours de la période comprise entre 2012 et 2021. Cet accord n'a pas empêché l'agence de notation Standard & Poor's d'abaisser la note de la dette publique américaine à long terme, de AAA à AA+.

Le **Japon** est resté l'une des dernières économies de l'OCDE à ne pas avoir entamé de consolidation de ses finances publiques. Le gouvernement japonais a annoncé des dépenses destinées à la reconstruction pour un montant équivalant à 4 % du PIB de 2011 sur une période de cinq ans, qui seront partiellement financées par une hausse des taxes. En raison de la politique budgétaire expansionniste et d'une légère baisse de l'activité, le déficit public a augmenté de 1,1 point de pourcentage, pour atteindre 8,9 % du PIB. La dette publique a poursuivi sa hausse, s'établissant à 211,7 % du PIB.

Au **Royaume-Uni**, nonobstant le ralentissement marqué de la conjoncture internationale et la faiblesse de la demande intérieure, le gouvernement a maintenu le calendrier d'assainissement budgétaire établi au printemps de 2010. Le déficit a été ramené de 10,3 % du PIB en 2010 à 9,4 % en 2011, tandis que le ratio de la dette publique au PIB est passé de 79,9 à 84 %.

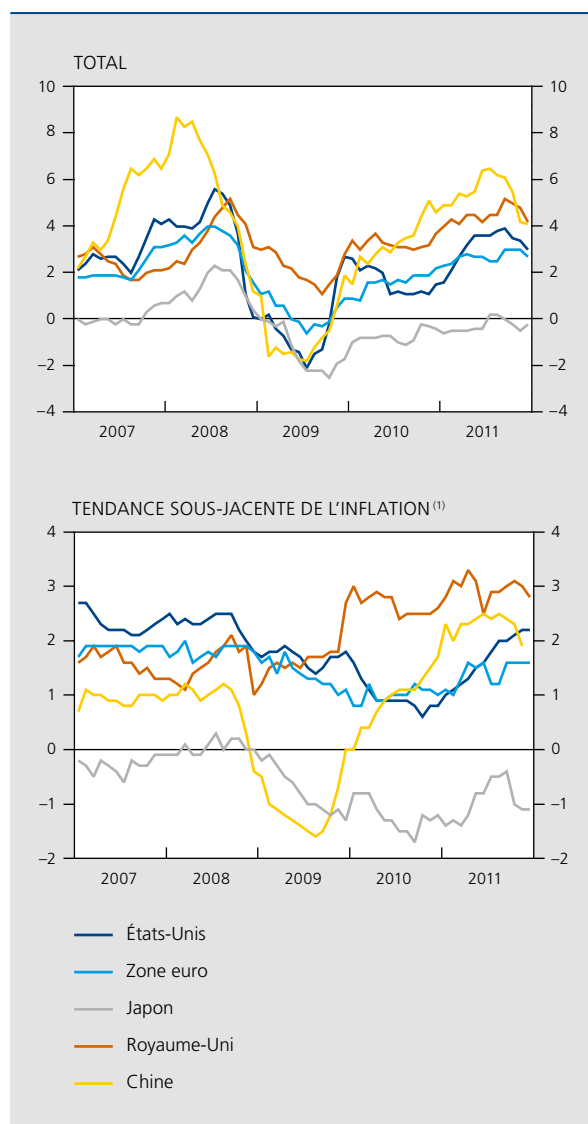
En **Chine**, le déficit des administrations publiques est revenu de 2,3 % du PIB en 2010 à 2 % en 2011. Cette amélioration, essentiellement d'ordre structurel, a résulté, principalement, d'un relèvement de la part des recettes publiques dans le PIB. Après la forte augmentation de la dette publique enregistrée en 2010, qui avait été provoquée par les importants investissements d'infrastructure des pouvoirs locaux et des parastataux, le ratio de la dette au PIB s'est réduit de près de 7 points de pourcentage en 2011, en raison de la vive croissance nominale du PIB, retombant à 26,6 %.

## Politique monétaire

Les banques centrales des pays avancés ont maintenu leurs taux directeurs à des niveaux très bas en 2011. En outre, alors que la nécessité de prendre des mesures non conventionnelles semblait s'estomper au début de l'année, l'aggravation de la crise de la dette publique au cours de l'été a conduit plusieurs banques centrales à prendre toute une série de mesures destinées à garantir la stabilité financière. Dans les économies émergentes, des signes de surchauffe ont incité les banques centrales à continuer de durcir leur

**GRAPHIQUE 6** PRIX À LA CONSOMMATION DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES

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



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

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

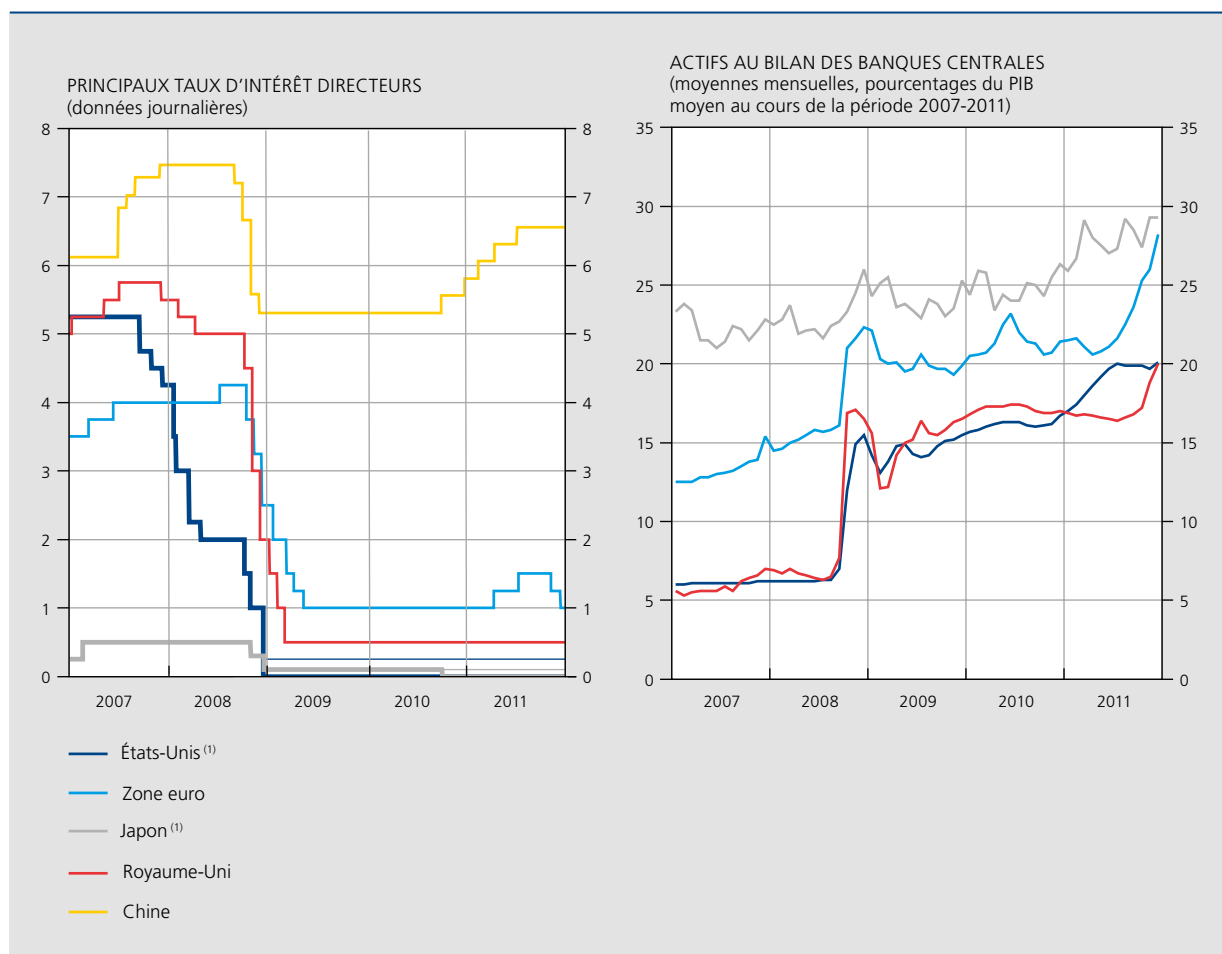
politique monétaire au début de l'année; ce resserrement ne s'est généralement pas prolongé au second semestre.

Aux **États-Unis**, durant les sept premiers mois de l'année, la Federal Reserve a poursuivi la politique qu'elle s'était fixée l'année précédente, en particulier le programme d'achats supplémentaires de titres publics annoncé en novembre 2010. À partir du mois d'août, sa politique est devenue encore plus accommodante, à la suite de la dégradation de la conjoncture économique survenue pendant l'été et compte tenu des perspectives d'inflation modérées à moyen terme. Il a d'abord été annoncé, après la réunion du Federal Open Market Committee (FOMC) du 9 août, que le taux cible des fonds fédéraux pourrait être maintenu à un niveau exceptionnellement bas vraisemblablement jusqu'à la mi-2013. En outre, lors de sa réunion des 20 et 21 septembre, le FOMC a décidé d'augmenter la durée moyenne du portefeuille de la

Federal Reserve en emprunts publics (« Operation Twist »). Il s'agit de la vente d'emprunts publics de maturité courte (inférieure ou égale à trois ans), pour un montant qui devrait atteindre 400 milliards de dollars en juin 2012, et de l'achat, jusqu'à concurrence d'un même montant, d'emprunts publics de maturité longue (comprise entre six et trente ans). L'objectif est de faire baisser les taux d'intérêt à long terme et de stimuler ainsi l'activité économique. Outre l'« Operation Twist », il a été décidé que le produit du remboursement des titres de la dette des agences gouvernementales américaines de refinancement hypothécaire et des titres adossés à des créances hypothécaires serait réinvesti dans ces derniers titres, à partir du mois d'octobre, en vue de soutenir le secteur du logement.

La Banque du **Japon** a maintenu son taux directeur entre 0 et 0,1 %, en vue, notamment, de promouvoir la reconstruction et de limiter la déflation. Elle est intervenue

**GRAPHIQUE 7** TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEURS ET ACTIFS AU BILAN DES PRINCIPALES BANQUES CENTRALES



Sources : FMI, Bank of England, Banque du Japon, Banque populaire de Chine, Federal Reserve, BCE.

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

régulièrement sur le marché des changes pour tenter d'inverser la tendance à l'appréciation du yen en essayant de stabiliser son cours aux alentours de 80 yens pour 1 dollar. Après le tsunami, la Banque du Japon a également élargi l'approvisionnement en liquidités des banques commerciales, de même qu'elle a augmenté son programme d'achat de titres d'un montant de 15 000 milliards de yens, soit 3,3 % du PIB. L'indice des prix à la consommation hors énergie et produits alimentaires a néanmoins baissé de 0,8 % en 2011.

Au **Royaume-Uni**, malgré le niveau élevé du taux d'inflation en cours d'année, jugé transitoire, la Bank of England a maintenu inchangé son taux d'intérêt directeur, à 0,5 %, tout au long de l'année. Cela n'a pas suffi pour relancer le crédit aux sociétés non financières, dont l'encours a continué de se contracter. Les difficultés de financement sur les marchés de gros qu'ont rencontrées de nombreuses banques britanniques à la suite des tensions dans la zone euro ont expliqué, pour une bonne part, leurs réticences à octroyer plus de crédits. Par conséquent, la Bank of England a décidé en octobre d'accroître la taille du programme de rachat d'actifs de 75 milliards de livres sterling, portant celui-ci à 275 milliards, soit 18 % du PIB.

En **Chine**, face à une augmentation rapide de l'inflation, qui a largement dépassé son objectif de 4 %, la banque centrale a poursuivi le resserrement de la politique monétaire entamé au dernier trimestre de 2010. Elle a relevé son taux directeur de 25 points de base à trois nouvelles reprises, faisant passer le taux d'intérêt sur les prêts bancaires à un an à 6,56 % dès le mois de juillet. Mais la hausse des taux d'intérêt présente l'inconvénient d'alimenter l'afflux de capitaux étrangers. Dès lors, pour limiter la croissance du crédit intérieur, la banque centrale a également majoré les coefficients de réserves obligatoires des banques, à hauteur de quelque 3 points de pourcentage, ceux-ci atteignant 21,5 % pour les grandes banques dès le mois de juin, et elle a laissé se prolonger le mouvement d'appréciation du renminbi vis-à-vis du dollar amorcé en septembre 2010. Le 30 novembre 2011, cependant, pour la première fois depuis le début de 2009, la banque centrale a annoncé une légère diminution des coefficients de réserves obligatoires, les anticipations de croissance et d'inflation ayant été revues à la baisse.

## 1.4 Marchés financiers internationaux

Durant l'année sous revue, les marchés financiers internationaux ont été affectés par des inquiétudes quant à la stabilité financière, causées en grande partie par l'absence de réponse rapide et cohérente à la crise de la dette souveraine dans la zone euro, ainsi que par

des craintes d'une forte détérioration des perspectives économiques.

### Obligations souveraines

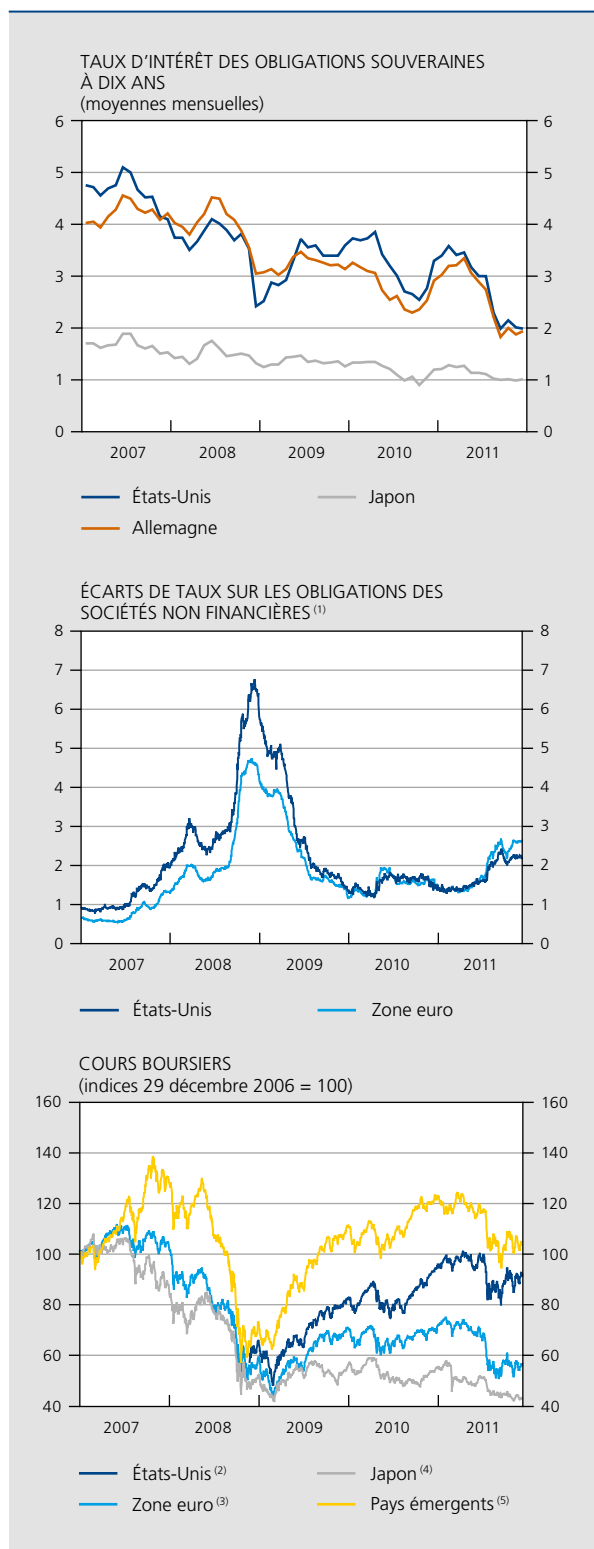
L'année 2011 a été marquée par la crise de la dette souveraine au sein de la zone euro. Alors que, au cours de la première décennie de l'union monétaire européenne, les opérateurs financiers n'avaient guère prêté d'attention aux évolutions macroéconomiques et budgétaires propres aux divers pays, ils y ont réagi de plus en plus nettement à partir de 2009. L'hétérogénéité a encore fortement augmenté en 2011 sur le marché des obligations d'État, et les spreads vis-à-vis du Bund allemand se sont accrues à des degrés divers. Le chapitre 2 examine en détail l'ensemble des évolutions sur les marchés des titres publics de la zone euro, tandis que le présent chapitre se concentre sur le taux de l'emprunt de référence le mieux coté de la zone, à savoir le Bund allemand.

La montée des taux de rendement à long terme des emprunts souverains en Allemagne et aux États-Unis, qui avait débuté en novembre 2010, s'est poursuivie au début de l'année sous revue, reflétant le dynamisme qui caractérisait alors l'économie aux États-Unis et dans la zone euro.

L'orientation à la hausse des taux longs de référence en Europe et aux États-Unis s'est brusquement inversée à partir du deuxième trimestre de 2011. Ce revirement est imputable à l'assombrissement de plus en plus net des perspectives économiques de part et d'autre de l'Atlantique, la croissance faiblissant d'abord aux États-Unis, ce qui explique le léger décalage observé entre les évolutions respectives des taux. Dans le même temps, les tensions politiques naissantes en Afrique du Nord et au Moyen-Orient, de même que le tsunami au Japon, ont déclenché un mouvement de fuite vers la qualité qui a également exercé une pression baissière sur les rendements des obligations souveraines tant en Allemagne qu'aux États-Unis.

La sensible dégradation des perspectives de reprise de l'économie mondiale a accéléré le mouvement de déclin des taux d'intérêt à long terme sur les emprunts d'État en août. Ces évolutions ont aussi été amplifiées par les révisions à la baisse des attentes relatives aux taux d'intérêt à court terme, en particulier aux États-Unis, ainsi que par les turbulences accrues provoquées par la crise des dettes souveraines dans la zone euro. Ces périodes de tensions se sont traduites par une augmentation significative de l'aversion des investisseurs pour le risque et ont entraîné une hausse de la demande de valeurs refuge traditionnelles. Les rendements des obligations souveraines les mieux notées et les plus liquides – américaines, allemandes, japonaises,

**GRAPHIQUE 8 ÉVOLUTION DES MARCHÉS MONDIAUX DES VALEURS MOBILIÈRES**



Sources: BRI, Thomson Reuters Datastream.

(1) Écarts vis-à-vis du Bund allemand pour la zone euro et des bons du Trésor pour les États-Unis; obligations d'une maturité de cinq à sept ans.

(2) Indice Wilshire 5000.

(3) Indice Dow Jones EuroStoxx large.

(4) Indice Topix.

(5) Indice MSCI Emerging Markets.

suisses – ont dès lors diminué au cours du troisième trimestre de 2011, tombant à des planchers historiques. La décision de Standard & Poor's, au début d'août, de déclasser la dette américaine à long terme n'a guère eu d'impact sur les taux d'intérêt des valeurs souveraines américaines, qui ont continué de servir de havres aux investisseurs confrontés à de fortes incertitudes.

Au dernier trimestre de l'année, les taux des emprunts d'État ont eu tendance à se stabiliser aux États-Unis et en Allemagne. D'une part, certaines informations ont donné à penser que le ralentissement conjoncturel aux États-Unis pourrait rester limité. D'autre part, la crise de la dette souveraine dans la zone euro a semblé s'étendre aux États les mieux notés, une adjudication de titres de la dette publique n'ayant pas rapporté le montant attendu en Allemagne.

### Obligations de sociétés

Au cours de l'année, et plus particulièrement au second semestre, l'aversion pour le risque et la recherche de valeurs refuge par les investisseurs ont accru les primes de risque incluses dans les rendements des obligations émises par les sociétés financières et non financières, tant en Europe qu'aux États-Unis.

Ainsi, la dégradation de la solvabilité des emprunteurs souverains a continué d'alourdir les coûts de financement des banques, en particulier dans la zone euro (cf. chapitre 2). Les primes de risque demandées pour la détention d'obligations de sociétés non financières de la zone euro ont été moins affectées; au second semestre de 2011, elles ont néanmoins plus augmenté que celles réclamées pour des obligations de sociétés non financières américaines.

### Actions

Durant les premiers mois de l'année, les principaux indices boursiers ont poursuivi le mouvement haussier entamé à la mi-2010, grâce à une perception positive par les investisseurs de la tendance de l'activité dans les principales économies avancées. En revanche, dans les économies émergentes, la détérioration des perspectives liée à l'impact des tensions inflationnistes grandissantes dans plusieurs pays a entraîné un tassement du cours des actions dès le début de l'année.

Le tsunami au Japon, au début de mars, a pesé sur l'évolution des cours boursiers, tant aux États-Unis et en Europe qu'au Japon même. Contrairement aux attentes, l'incidence de ces événements a cependant été limitée, et les cours des actions se sont rapidement rétablis, du



moins aux États-Unis et en Europe. Toutefois, au Japon, le principal indice boursier n'a plus retrouvé le niveau qui était le sien avant la catastrophe.

À partir de mai, les cours boursiers ont baissé, avant de s'effondrer en septembre ; les pertes moyennes ont atteint près de 20 % par rapport au pic du printemps de 2011. Le recul a été particulièrement important pour les actions du secteur financier de la zone euro, dont les cours se sont repliés d'environ 50 % durant cette période. En effet, l'intensification des inquiétudes relatives aux dettes publiques a grevé la valeur boursière des établissements financiers européens qui détenaient un volume important de ces actifs.

En outre, les révisions à la baisse, au début du troisième trimestre, des perspectives de croissance, à la suite de la publication d'indicateurs macroéconomiques décevants dans les principaux pays avancés, ont également influé négativement sur les cours des actions.

Au quatrième trimestre, les cours des actions ont été plus stables. Ils se sont cependant légèrement redressés aux États-Unis, alors qu'ils ont continué de faiblir au Japon.

## Cours de change

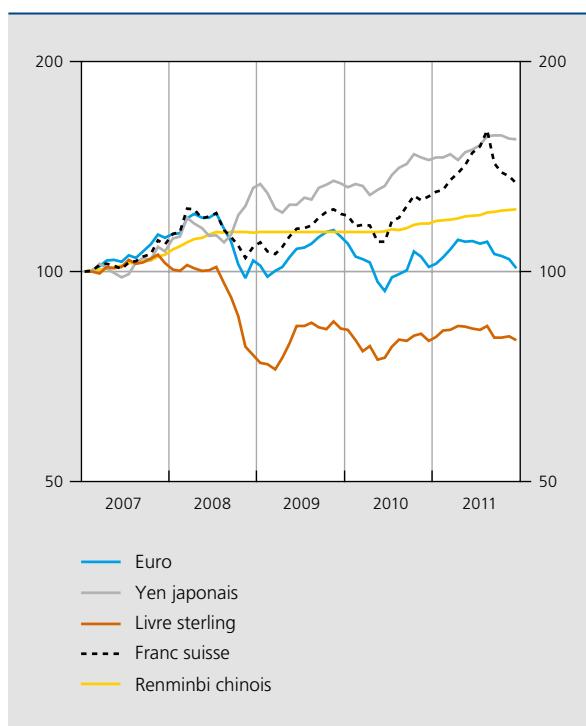
Au début de l'année sous revue, le rétablissement plus rapide qu'attendu dans la zone euro, alors que la croissance végétait aux États-Unis, de même que les anticipations de hausses de taux d'intérêt par la BCE, ont entraîné une appréciation du taux de change de l'euro, qui a atteint, le 4 mai, 1,49 dollar pour 1 euro, soit son niveau le plus élevé de l'année. Ensuite, l'euro s'est plus ou moins stabilisé jusqu'au mois d'août, avant de fortement se déprécier en septembre, quand les problèmes de la dette souveraine dans la zone euro se sont exacerbés. Après s'être temporairement raffermi en octobre, lorsque des mesures de sauvegarde de la zone se sont précisées, il a continué de se déprécier jusqu'à la fin de l'année. Le cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar a de la sorte clôturé l'année sous revue à un niveau légèrement inférieur à celui de la fin de 2010. Cette relative stabilité s'explique par le fait que les économies des États-Unis et de la zone euro ont toutes deux été confrontées à des problèmes d'endettement et de morosité conjoncturelle en 2011.

Comme ce fut le cas au cours des deux dernières années, le cours de change de la livre sterling vis-à-vis du dollar a suivi une évolution similaire à celle de l'euro, fût-elle moins volatile.

En revanche, les turbulences financières ont induit une forte appréciation du yen japonais et du franc suisse, deux

## GRAPHIQUE 9 COURS DE CHANGE DES PRINCIPALES MONNAIES VIS-À-VIS DU DOLLAR DES ÉTATS-UNIS

(moyennes mensuelles, indices janvier 2007 = 100, échelle semi-logarithmique)



Sources : BRI, Thomson Reuters Datastream.

monnaies considérées comme des valeurs refuge par les investisseurs et qui ont dès lors été fortement demandées lorsque les incertitudes sur les marchés ont provoqué des fuites vers la qualité.

Ainsi, au cours de l'année sous revue, le yen a poursuivi son appréciation vis-à-vis du dollar des États-Unis, entamée en avril 2010. Après le tsunami du 11 mars, son cours a grimpé, en raison d'anticipations selon lesquelles les assureurs japonais rapatrieraient des fonds en dollars afin de satisfaire les demandes d'indemnisation en yens. Pour contrer la flambée du yen, le ministère des Finances et la Banque du Japon ont mené, le 18 mars, avec les autorités monétaires d'autres pays du G7, une intervention concertée sur le marché des changes qui a été couronnée – temporairement – de succès. L'appréciation du yen a ensuite repris, ce qui a amené les autorités japonaises à procéder à des interventions non concertées au début d'août et à la fin d'octobre.

De son côté, le franc suisse a affiché en 2011 une appréciation rapide vis-à-vis de l'euro, qui s'est sensiblement accélérée dès le mois de mai. Au début d'août, lorsque le franc suisse s'approchait de la parité avec l'euro, la



Banque nationale suisse a estimé que la surévaluation de la monnaie était extrême, constituant une grave menace pour l'économie nationale et recelant des risques d'évolutions déflationnistes. Elle a commencé à prendre des mesures destinées à freiner l'appréciation du franc : ainsi, elle a d'abord déclaré viser un Libor à trois mois en francs suisses aussi proche que possible de zéro. À cette fin, elle a, à plusieurs reprises, accru l'expansion des liquidités en francs. Ces mesures n'ayant eu qu'un impact limité, la BNS a annoncé, le 6 septembre, qu'elle ne tolérerait plus de cours inférieur à 1,2 franc pour 1 euro sur le marché

des changes. À la suite de cette déclaration, le cours de change du franc suisse vis-à-vis de l'euro s'est effectivement maintenu un peu au-dessus de ce niveau.

Depuis que la banque centrale chinoise avait affirmé, le 19 juin 2010, qu'elle allait accroître la flexibilité du cours de change du renminbi, celui-ci s'est régulièrement apprécié vis-à-vis du dollar, et ce malgré la dépréciation de plusieurs monnaies de pays émergents. Sur l'ensemble de l'année, le renminbi a gagné 5 % vis-à-vis du dollar.

## 2. Zone euro et politique monétaire de l'Eurosystème

*La crise de la dette publique s'est aggravée dans la zone euro, entraînant des interactions négatives entre l'état des finances publiques de plusieurs pays, la situation des établissements financiers et la conjoncture économique. La croissance du PIB, qui était encore vigoureuse au premier trimestre de 2011, s'est nettement ralentie par la suite. Les pays que la crise de 2008-2009 a forcés à résorber leurs déséquilibres ont, pour la plupart, continué d'enregistrer des taux de croissance inférieurs à la moyenne. La soutenabilité de la dette publique de plusieurs d'entre eux ayant été mise en doute sur les marchés financiers, ils ont été contraints à un assainissement budgétaire rigoureux. Après avoir réagi aux pressions inflationnistes durant la première partie de l'année, le Conseil des gouverneurs de la BCE a ensuite réduit les taux directeurs, en réponse à la dégradation des perspectives économiques et au recul y associé des risques d'inflation. Il a maintenu les mesures non conventionnelles destinées à préserver la transmission de la politique monétaire au premier semestre, et les a même renforcées au second semestre.*

### 2.1 La crise de la dette publique dans la zone euro

En 2011, la zone euro est entrée dans une nouvelle phase de la crise de la dette publique. Les tensions sur les marchés financiers se sont encore intensifiées, surtout à partir de l'été. La contagion observée entre les États membres s'est amplifiée, et des effets réciproques négatifs se sont de plus en plus fait sentir entre les craintes concernant la stabilité du secteur financier, d'une part, et celles relatives à la soutenabilité des finances publiques, d'autre part. La crise de la dette publique, résultant elle-même en partie de la crise financière, a exercé une incidence toujours plus défavorable sur le secteur financier, dont les difficultés ont, à leur tour, pesé sur les anticipations en matière de finances publiques.

À la fin de 2009, l'écart de taux d'intérêt entre les emprunts publics grecs et le Bund allemand avait déjà commencé à se creuser. La forte révision à la hausse du déficit public de la Grèce, en octobre 2009, avait alimenté l'incertitude quant à la fiabilité des statistiques et les inquiétudes relatives à la soutenabilité de la dette publique de ce pays. Au premier trimestre de 2010,

le différentiel entre les taux grec et allemand s'était encore élargi, et les turbulences financières s'étaient étendues à d'autres pays vulnérables de la zone euro qui combinaient, à des degrés divers, un endettement public important, des déficits chroniques de la balance courante des paiements et des problèmes structurels de compétitivité (c'était le cas du Portugal, de l'Espagne et, dans une moindre mesure, de l'Italie), ou dont le système bancaire particulièrement fragile pouvait mettre en péril la situation budgétaire (c'était le cas de l'Irlande). En 2011, les écarts de rendement par rapport au Bund allemand se sont encore accrus, et la contagion a empiré au sein de la zone euro.

La propagation transfrontalière de la crise a montré que le manque de confiance sur les marchés financiers ne s'est pas cantonné à la viabilité des finances publiques dans une série de pays, mais que le doute s'est étendu au fonctionnement même de l'Union économique et monétaire. La gouvernance économique européenne n'avait, en effet, pas pu prévenir l'apparition de graves déséquilibres macroéconomiques intérieurs et extérieurs dans plusieurs pays, en particulier des endettements public et privé excessifs. Or, l'instabilité d'un seul pays s'est propagée à

d'autres, en raison de la forte intégration économique et financière de la zone euro.

Il est vrai qu'au cours des années qui ont précédé la crise financière, laquelle a débuté à la mi-2007, des divergences macroéconomiques s'étaient développées dans la zone euro. Les coûts salariaux et la demande intérieure avaient progressé très vivement dans certains pays, comme en Irlande, en Espagne et en Grèce, et cette expansion s'était accompagnée d'une croissance soutenue des octrois de crédits aux ménages et de hausses substantielles et persistantes des prix de l'immobilier. Ces fortes disparités dans l'évolution de la demande intérieure et de la compétitivité avaient provoqué une divergence patente des soldes courants entre les pays de la zone. Par ailleurs, la situation des finances publiques de certains États, principalement de la Grèce, était depuis longtemps délicate.

Lorsque la crise financière s'est muée à l'automne de 2008 en une crise économique mondiale, les finances publiques en ont évidemment pâti. Outre le jeu des stabilisateurs automatiques, des plans de relance ont été adoptés pour tenter d'empêcher que l'activité économique ne s'effondre. Dans plusieurs pays, les pouvoirs publics ont de surcroît dû intervenir pour soutenir les banques. Les États dont le secteur financier était fortement exposé aux risques, comme l'Irlande, ont subi une très grave détérioration de leurs finances publiques. De manière plus générale, les pays dont la croissance avait reposé à l'excès sur l'endettement ont dû entamer un processus d'ajustement, menant à une contraction de la demande intérieure qui a pesé sur l'activité. Face à cette dégradation, les soucis des opérateurs financiers quant à la soutenabilité de la dette publique se sont accrus, puis le doute a fini par porter sur la stabilité et sur la cohésion de l'ensemble de la zone euro.

En réaction à ces événements, les autorités européennes, en collaboration avec le FMI, ont adopté différentes mesures pour enrayer la crise de la dette. En mai 2010, il a été convenu d'aider la Grèce par la voie d'un financement d'urgence bilatéral de 110 milliards d'euros, dont 30 milliards à la charge du FMI. Le Conseil a en outre décidé de créer le Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF) et le Fonds européen de stabilité financière (FESF), dotés de moyens de financement totalisant 500 milliards d'euros. Le FMI a été associé de près à ces deux mécanismes, apportant 250 milliards d'euros supplémentaires.

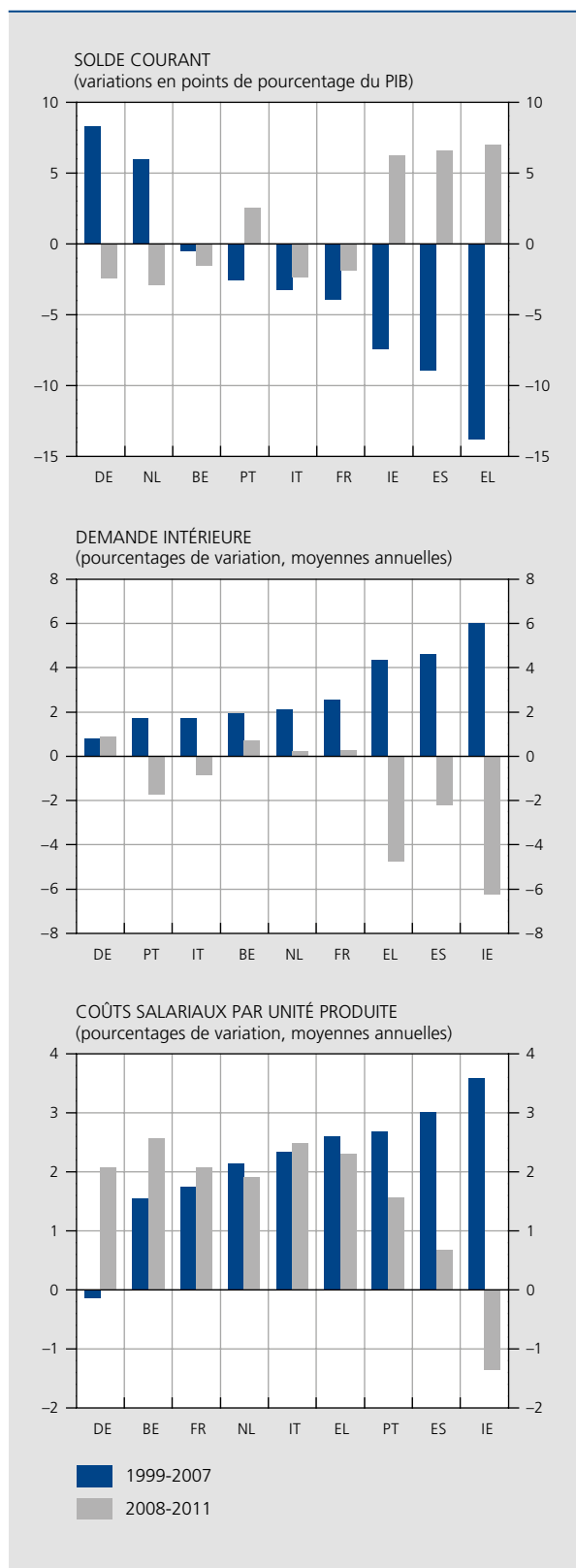
Par ailleurs, le Conseil européen a constitué en 2010 un groupe de travail, présidé par M. Herman Van Rompuy, chargé d'élaborer, en coopération avec la CE, des propositions visant à renforcer la discipline budgétaire

et la coordination des politiques économiques. Au terme d'intenses négociations, le Parlement européen a approuvé, en septembre 2011, les six propositions législatives (le « Six-Pack ») qui ont découlé de ces travaux, auxquelles le Conseil Ecofin a conféré son aval le 4 octobre 2011. Les nouvelles normes européennes en matière de gouvernance modifient en profondeur les règles budgétaires. Les règles tant préventives que correctrices du pacte de stabilité et de croissance sont renforcées, les procédures décisionnelles sont adaptées, et des conditions minimales sont imposées aux cadres budgétaires nationaux des États membres. Deux des six textes concernent la prévention et le redressement des déséquilibres macroéconomiques. Ils prévoient des sanctions pour les États de la zone euro. En mars 2011, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro et de six autres pays de l'UE avaient en outre conclu un pacte dit « Euro-plus », dont l'objectif est de coordonner davantage encore les politiques économiques, en vue d'améliorer la compétitivité des économies nationales et leur convergence.

Dans son rapport final, le groupe de travail sur la gouvernance économique exprimait également l'avis que la zone euro devait se doter, à moyen terme, d'un cadre crédible de résolution de crise. Cette recommandation a été approuvée par le Conseil européen en octobre 2010. Les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro ont adopté, en mars 2011, les principales modalités du Mécanisme européen de stabilité (MES), censé reprendre à partir de juillet 2013 le rôle du FESF et du MESF dans l'octroi d'aides financières aux États membres de la zone euro. La capacité d'intervention financière effective du MES devait être de 500 milliards d'euros. Il pourrait activer un mécanisme de soutien à la stabilité à court ou à moyen terme au bénéfice d'un État membre de la zone euro en proie à de graves difficultés de financement et acquérir sur le marché primaire les obligations dudit État. Il était aussi prévu que, si un État bénéficiait d'une assistance financière, le secteur privé devrait apporter une contribution appropriée et proportionnée.

En dépit de ces mesures, et en partie à cause de l'annonce, dès octobre 2010, de l'implication possible du secteur privé, les tensions ont continué de s'amplifier en 2010 et en 2011. La nouvelle détérioration des finances publiques et les préoccupations croissantes concernant la soutenabilité des budgets, de même que les spéculations de plus en plus intenses sur les marchés financiers quant à une éventuelle restructuration de la dette publique grecque, ont encore avivé l'inquiétude. En novembre 2010, le gouvernement irlandais a accepté un paquet financier de 85 milliards d'euros, qui comprenait une série de prêts du MESF, du FESF, du FMI, ainsi que

**GRAPHIQUE 10** DÉSÉQUILIBRES MACROÉCONOMIQUES DANS LA ZONE EURO<sup>(1)</sup>



Source : CE.

(1) Seuls sont représentés les six pays au PIB le plus important et les trois pays ayant reçu une aide financière conditionnelle de l'UE et du FMI en 2011. Les pays sont classés en fonction des données de la période 1999-2007.

du Royaume-Uni, de la Suède et du Danemark, pour un total de 67,5 milliards d'euros, le solde étant financé par l'Irlande elle-même, notamment par son fonds national de pension. En mai 2011, le Portugal a bénéficié d'une aide financière d'un montant de 78 milliards d'euros, dont 26 milliards apportés par le FMI et 52 milliards par les fonds d'urgence européens. Toutes ces mesures n'auront toutefois rassuré les marchés financiers que pour un temps.

Durant l'été de 2011, les turbulences se sont de nouveau intensifiées sur les marchés financiers, en raison des incertitudes planant sur la poursuite de l'assainissement des finances publiques, de la réaction, jugée tardive et insuffisante, des autorités face à la crise de la dette dans la zone euro, ainsi que de la détérioration des perspectives économiques. L'écart de rendement entre les obligations d'État grecques et allemandes a continué de fortement se creuser. En effet, la soutenabilité de la dette publique grecque suscitait toujours plus d'inquiétudes, compte tenu du retard pris dans la mise en œuvre du programme d'ajustement que la Grèce s'était engagée à respecter et des anticipations de croissance sans cesse plus sombres de l'économie de ce pays. Dans le même temps, la contagion sur les marchés des obligations d'État s'est accrue. Ainsi, les marchés des titres publics d'Italie et d'Espagne ont été de plus en plus affectés, contaminant aussi le marché belge des obligations d'État.

C'est dans un contexte de tensions sur les marchés italien et espagnol des titres de la dette publique que des décisions ont été adoptées lors du sommet européen du 21 juillet 2011, en vue de garantir la viabilité des finances publiques grecques et d'enrayer la propagation de la crise. Étant donné que la Grèce ne pourrait pas revenir en tant qu'emprunteur sur les marchés financiers en 2012, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro ont prévu un deuxième programme d'aide à cet État. Celui-ci comprenait un nouveau financement officiel à hauteur de quelque 109 milliards d'euros, les prêts à la Grèce – comme ceux à l'Irlande et au Portugal – étant accordés à des conditions plus favorables en termes d'échéances et de taux d'intérêt. De plus, le secteur financier était disposé à soutenir la Grèce sur une base volontaire. Il a également été décidé d'accroître la flexibilité du FESF et du MES, lesquels pourront notamment agir dans le cadre d'un programme établi à titre de précaution, financer la recapitalisation des établissements financiers au moyen de prêts aux gouvernements et intervenir sur les marchés secondaires. Par ailleurs, comme détaillé ci-après, le Conseil des gouverneurs de la BCE a pris des mesures supplémentaires destinées à assurer la transmission de la politique monétaire dans un environnement de graves tensions financières.

Cependant, ces décisions et mesures n'ont apaisé que temporairement les marchés financiers, en raison, notamment, du temps nécessaire à la ratification parlementaire par les 17 pays de la zone euro. De plus, les marchés financiers n'étaient pas convaincus qu'elles suffiraient à juguler la crise. Une communication déficiente, voire même des déclarations contradictoires de la part des décideurs européens, et de nombreuses zones d'ombre dans l'accord n'y étaient pas étrangères. De surcroît, l'accord sur la contribution volontaire du secteur financier en faveur de la Grèce a ébranlé la conviction selon laquelle les titres publics des économies avancées sont dénués de risques. Les marchés craignaient également que cette contribution ne crée un précédent. L'accord du 21 juillet n'a pas non plus permis de lever les doutes quant à la soutenabilité de la dette publique grecque. Le nouveau financement officiel n'a pas été activé. La Grèce paraissait enfermée dans une spirale négative caractérisée par une chute plus marquée que prévu de la croissance économique, ainsi que par l'obligation de réaliser toujours plus d'économies et de relever les impôts pour atteindre les objectifs budgétaires, de sorte qu'un allègement plus important de la dette souveraine semblait être la seule solution. Les mois suivants, la crise de la dette dans la zone euro s'est encore aggravée. Les écarts de rendement par rapport au Bund allemand se sont fortement creusés en Grèce et au Portugal, mais aussi en Italie, en Espagne et, dans une moindre mesure, en Belgique. En revanche, en Irlande, les tensions se sont nettement atténuées plusieurs semaines durant, grâce à la mise en œuvre suffisamment convaincante du programme d'ajustement économique. Finalement, presque toute la zone euro a été touchée, étant donné que des pays bénéficiant de la note la plus élevée, comme la France, ont enregistré une augmentation considérable des écarts de rendement par rapport au Bund allemand.

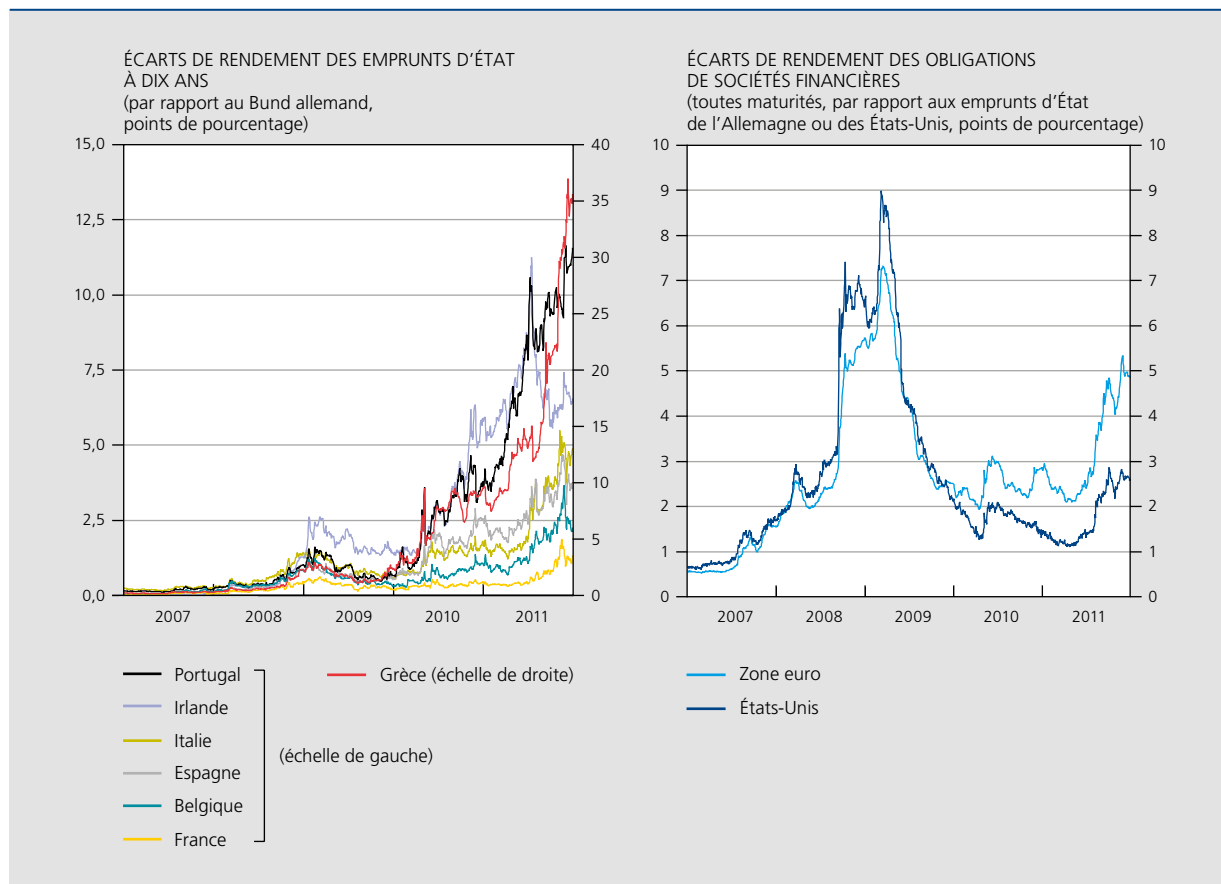
Le 26 octobre 2011, les autorités européennes ont convenu d'un éventail de mesures supplémentaires. S'agissant de la Grèce, l'objectif était de ramener la dette publique à 120 % du PIB en 2020. Pour ce faire, les investisseurs privés étaient conviés à mettre en place un échange volontaire d'obligations avec une décote nominale de 50 % sur la valeur notionnelle des titres de la dette grecque en leur possession. Les États membres de la zone euro contribueraient à cette opération à hauteur de 30 milliards d'euros. En outre, il a été décidé de fournir un financement au titre d'un programme d'ajustement pour un montant pouvant atteindre 100 milliards d'euros jusqu'en 2014. Par ailleurs, la force de frappe du FESF devait être augmentée par un effet de levier, soit au moyen d'une assurance proposée par le FESF aux investisseurs privés lors de l'émission de nouvelles obligations par un État membre, soit au travers de *special purpose vehicles* auxquels participeraient des investisseurs privés et publics. Un accord sur un ensemble de mesures a

également été conclu pour rétablir la confiance dans le secteur bancaire, notamment en portant le capital *core Tier 1* des banques – après évaluation du portefeuille de titres publics aux prix du marché à la fin de septembre 2011 – à 9 % des actifs pondérés selon le risque, avant la fin de juin 2012. Enfin, des dispositions visant à améliorer la coordination et le contrôle en matière budgétaire ont été annoncées, notamment l'insertion dans les législations nationales des pays de la zone euro des règles du pacte de stabilité et de croissance relatives à l'équilibre structurel des finances publiques. Il a été convenu de renforcer davantage la gouvernance économique et l'intégration au sein de la zone euro. Le président du Conseil européen, en coopération avec ceux de la CE et de l'Eurogroupe, présentera un rapport sur ces questions en mars 2012.

Lors du Conseil européen des 8 et 9 décembre, les chefs d'État ou de gouvernement des pays membres de l'UE, à l'exception du Royaume-Uni, se sont mis d'accord sur un nouveau «pacte budgétaire». Une règle d'équilibre budgétaire structurel des administrations publiques, prévoyant un mécanisme de correction automatique en cas d'écart, devra être introduite dans les systèmes juridiques nationaux des États membres au niveau constitutionnel ou équivalent. Les États qui font l'objet d'une procédure de déficit excessif devront soumettre à la CE et au Conseil un programme de partenariat économique détaillant les réformes structurelles de consolidation budgétaire à entreprendre. Les dispositions régissant cette procédure seront durcies à l'égard des États membres de la zone euro, en particulier par une application plus automatique des sanctions. Par ailleurs, afin d'enrayer la crise, l'entrée en vigueur du traité instituant le MES sera accélérée, et l'adéquation du plafond global du FESF/MES, fixé à 500 milliards d'euros, sera réévaluée en mars 2012. Les règles de vote au sein du MES seront modifiées, afin d'y intégrer une procédure d'urgence. De surcroît, la mobilisation de ressources supplémentaires pour le FMI, sous la forme de prêts bilatéraux, est envisagée. Enfin, s'agissant de la participation du secteur privé, le caractère unique et exceptionnel des décisions prises le 21 juillet et le 26 octobre concernant la dette de la Grèce a été clairement affirmé.

Au cours de l'année sous revue, les préoccupations quant à la soutenabilité des dettes publiques ont fragilisé le secteur financier de la zone euro, en raison des importants portefeuilles d'emprunts publics détenus par de nombreuses banques. L'inquiétude a notamment concerné les banques de pays soumis à un programme d'ajustement économique, de même que celles d'autres pays de la zone euro dont les écarts de rendement des emprunts publics vis-à-vis du Bund allemand se creusaient considérablement. D'autres banques, dont les portefeuilles de titres publics de ces pays étaient relativement volumineux, ont également

**GRAPHIQUE 11** CRISE DE LA DETTE PUBLIQUE DANS LA ZONE EURO



éprouvé les effets de ce regain d'incertitude. Le risque systémique dans le secteur financier de la zone euro a sensiblement augmenté, compte tenu des fortes interconnexions qui le caractérisent. Les pertes de valeur sur les portefeuilles d'obligations, associées à un ralentissement de la croissance économique, ont menacé d'altérer la solvabilité d'un secteur déjà affaibli par la crise financière. De plus, la dépréciation de ces titres a diminué la valeur des garanties disponibles pour les emprunts sur le marché interbancaire. Comme l'explique plus en détail la section 2.4, les tensions

sur le marché interbancaire se sont avivées, compliquant le financement des banques sur ce marché.

La vulnérabilité du secteur financier a, à son tour, affecté la perception de la soutenabilité de la dette de certains États, en particulier de ceux qui avaient déjà assumé une part des risques du secteur bancaire. De surcroît, l'endettement public a limité, aux yeux des opérateurs financiers, la capacité des autorités de soutenir davantage le secteur bancaire, enclenchant ainsi une spirale négative.

### Encadré 1 – La contagion sur les marchés des obligations d'État dans la zone euro

La forte aggravation des tensions sur plusieurs marchés des obligations d'État de la zone euro au cours de l'année sous revue soulève des interrogations quant au danger de la contagion. En effet, si la hausse des taux d'intérêt

dans des pays aux fondamentaux économiques fragiles provoque des turbulences sur les marchés obligataires d'autres pays, ces derniers devront également faire face à une augmentation de leurs coûts de financement. La contagion peut par ailleurs impliquer que des chocs survenant sur de petits marchés génèrent un risque systémique pour le secteur bancaire. Lorsque la baisse des prix des obligations d'État – qui revient à un accroissement des taux d'intérêt – dans un petit pays entraîne une diminution des prix des obligations d'autres États, un choc initialement limité peut avoir une incidence nettement plus grande, notamment sur le portefeuille d'obligations d'État détenu par les banques.

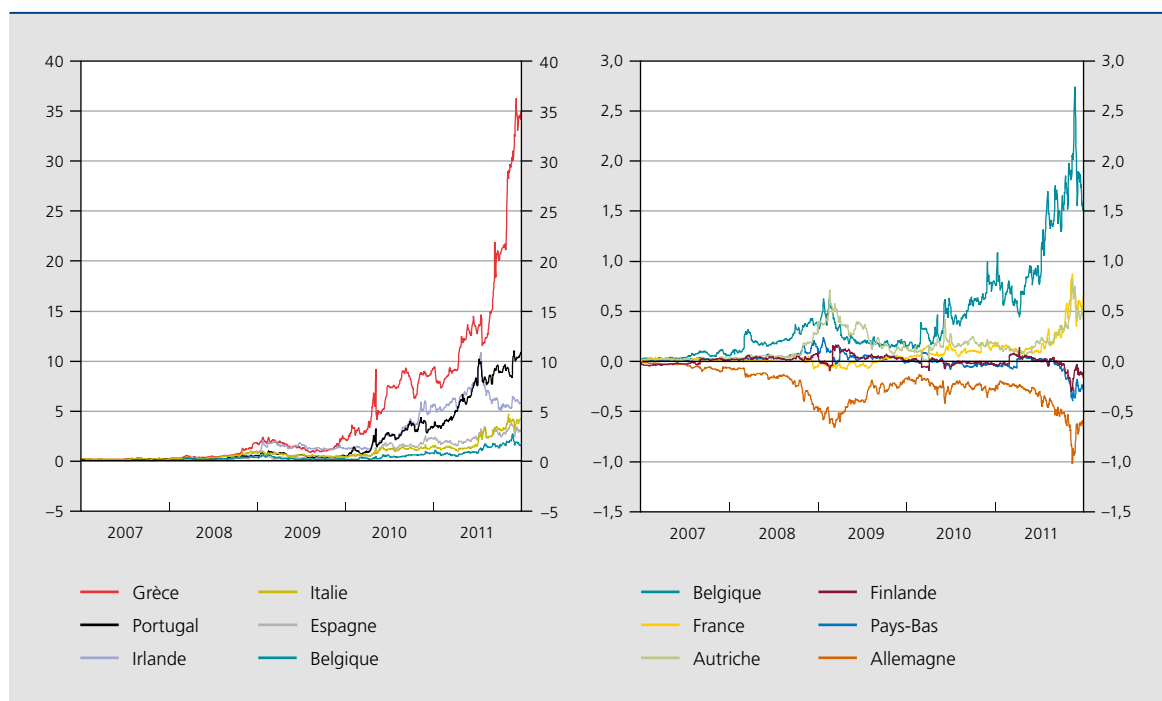
Les taux de rendement à dix ans sur le marché secondaire des obligations d'État considérés dans le cadre du présent encadré peuvent être scindés en deux composantes, l'une commune, l'autre nationale. La première reflète le taux d'intérêt applicable aux débiteurs jouissant du meilleur crédit dans la zone euro et repose sur les anticipations relatives à l'orientation de la politique monétaire, ainsi que sur une prime de terme compensant l'incertitude inhérente aux placements à plus long terme. Cette composante commune peut être approximée par le biais du taux d'intérêt moyen à dix ans sur les obligations émises par cinq États de la zone euro notés AAA au cours de la période considérée – à savoir l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, l'Autriche et la Finlande<sup>(1)</sup>. La seconde est la prime de risque propre à chaque pays, qui compense le risque de défaut de paiement et celui d'illiquidité, fonction inverse de la facilité avec laquelle les obligations peuvent être négociées.

Pour la majorité des pays de la zone euro, cette prime de risque nationale est positive et, depuis l'émergence de la crise, est devenue un déterminant toujours plus important des taux d'intérêt à dix ans. En Allemagne et, dans

(1) Le grand-duché de Luxembourg est aussi noté AAA, mais on ne dispose pas d'un taux de rendement de référence à dix ans des obligations de cet État.

#### COMPOSANTES NATIONALES DES TAUX D'INTÉRÊT À DIX ANS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT<sup>(1)</sup>

(points de pourcentage)



Sources: Thomson Reuters Datastream et calculs propres.

(1) Différence entre le taux d'intérêt à dix ans de l'État concerné et le taux d'intérêt moyen à dix ans de cinq États de la zone euro notés AAA.

une moindre mesure, aux Pays-Bas et en Finlande, ce facteur national a la plupart du temps été négatif, ce qui témoigne du statut de valeur refuge qu'ont les titres émis par ces trois États. Cette situation s'explique par les fondamentaux économiques solides de ces pays et, dans le cas de l'Allemagne, aussi par un marché des titres publics extrêmement liquide.

L'Allemagne bénéficiant par conséquent le plus de la fuite vers la qualité lors de turbulences, il convient d'être prudent lorsque l'on mesure la prime de risque nationale au moyen d'une variable très utilisée: l'écart entre les taux d'intérêt à dix ans et les taux correspondants du Bund allemand. Ce différentiel de taux est en effet influencé tant par la prime de risque du pays concerné que par celle de l'Allemagne. Pour les Pays-Bas, la Finlande et, dans une moindre mesure, la France et l'Autriche, la fuite vers la qualité constitue la principale explication du spread observé avec l'Allemagne.

La contagion entre pays peut être analysée au moyen d'un modèle vectoriel autorégressif dont les variables sont les primes de risque nationales comprises dans les taux d'intérêt à dix ans. Pour examiner les modifications de la dynamique de celles-ci, le modèle est estimé sur des périodes mobiles de 100 jours de cotation. Une première mesure de la contagion donnant une idée du degré d'interaction entre les variables est la corrélation entre les chocs affectant la composante nationale des taux d'intérêt de différents États. Étant donné que la corrélation est une mesure indépendante de toute échelle, elle n'apporte pas d'indication quantitative quant à l'ampleur de la contagion. Il est donc également utile d'évaluer l'incidence, exprimée en points de base par jour, qu'un choc typique dans un pays donné exerce sur la composante nationale d'autres pays.

Le présent encadré évalue la contagion provenant de deux groupes de pays en difficulté. Le premier est composé des trois États bénéficiant d'un programme de financement officiel de l'UE et du FMI, à savoir la Grèce, l'Irlande et le Portugal. Le second comprend l'Espagne et l'Italie. Les deux mesures susmentionnées permettent d'examiner l'impact de chocs survenus dans ces pays sur la prime de risque d'une série d'autres États au cours de la période 2007-2011.

Aux yeux des intervenants de marché, les obligations souveraines allemandes font office de valeurs refuge. La corrélation estimée de la prime de risque allemande avec celles des pays soumis à un programme d'ajustement, ainsi qu'avec l'Espagne et l'Italie, a presque toujours été négative au cours de la période considérée, ce qui indique que les chocs majorant la prime de risque de ces pays ont engendré une prime plus négative pour l'Allemagne. L'incidence de tels chocs a généralement été limitée, même si elle a tout de même représenté une baisse de plus d'un point de base par jour au cours des périodes de fortes turbulences, comme en mai 2010 ou en novembre 2011.

En France, les tensions sur les marchés obligataires des trois pays soumis à un programme d'ajustement se sont au contraire traduites par une hausse des taux d'intérêt, même si la corrélation semble avoir diminué au cours de l'année sous revue. Dans l'ensemble, la contagion à la France semble être demeurée plutôt limitée, une conclusion étayée par l'incidence réduite des chocs secouant les pays en difficulté sur les taux d'intérêt français. Au cours du dernier trimestre de 2011, les tensions accrues sur les marchés espagnol et, surtout, italien des titres publics semblent toutefois ne pas avoir épargné la France.

Par rapport à la France, la Belgique présente une corrélation plus élevée, tant avec les trois pays soumis à un programme d'ajustement qu'avec l'Espagne et l'Italie. En outre, l'incidence des pays en difficulté sur la prime de risque belge a été nettement plus forte que pour la France. Elle est même devenue particulièrement importante au cours de l'année sous revue. Avec un impact maximal évalué à quelque 5 points de base par jour sur la prime de risque belge, les développements observés en Espagne et en Italie durant le dernier trimestre de 2011 ont été une source non négligeable de turbulences sur le marché belge. Leur influence s'est cependant atténuée en décembre. Sur l'ensemble de l'année, l'incidence typique provenant des trois pays bénéficiant d'un financement officiel a été environ moitié moindre que celle provenant d'Espagne et d'Italie.

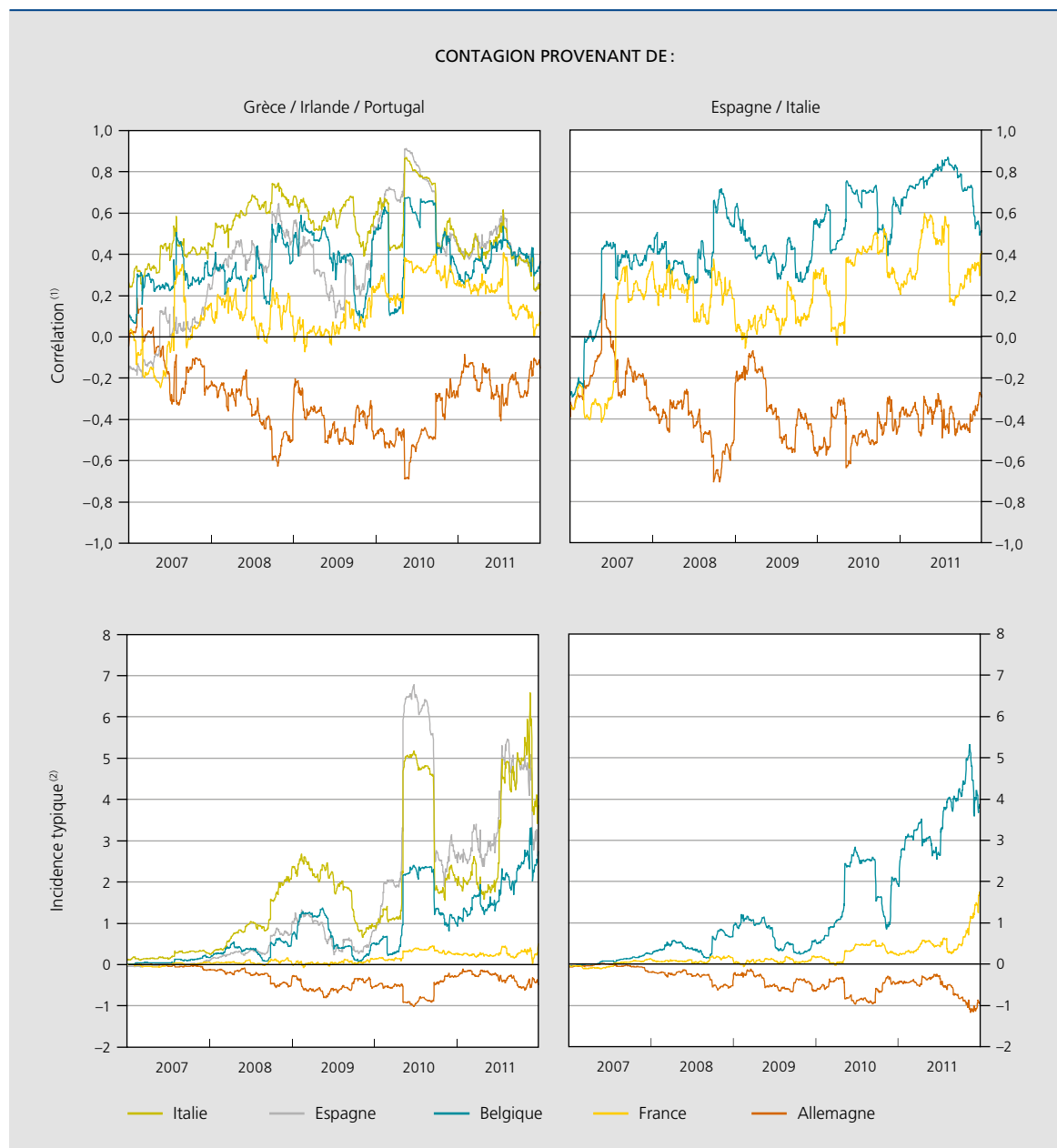




En revanche, durant les périodes d'aggravation des turbulences, les fluctuations des taux d'intérêt en Espagne et en Italie ont été, dans une mesure sensiblement plus importante – jusqu'à quelque 6 points de base par jour –, attribuables à des chocs dans les pays ayant dû faire appel au financement du FMI et de partenaires européens.

#### MESURES DE LA CONTAGION ENTRE LES MARCHÉS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT DANS LA ZONE EURO

(sur la base d'un modèle vectoriel autorégressif estimé sur des périodes mobiles de 100 jours de cotation, la date renvoyant à la dernière observation dans l'échantillon considéré)



Sources: Thomson Reuters Datastream et calculs propres.

- (1) Corrélation contemporaine entre les chocs affectant la composante nationale des pays en difficulté et ceux affectant la composante nationale d'autres pays. Corrélation moyenne avec, d'une part, la Grèce, l'Irlande et le Portugal et, d'autre part, l'Espagne et l'Italie.
- (2) Incidence contemporaine, exprimée en points de base par jour, d'un choc typique (mesuré par l'écart type des chocs) affectant la composante nationale des pays en difficulté sur la composante nationale d'autres pays. Incidence moyenne de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal, d'une part, et de l'Espagne et de l'Italie, d'autre part.

Ces résultats suggèrent que les tensions financières se transmettent d'un pays à un autre. Au cours de l'année sous revue, la source de cette contagion a semblé provenir, de plus en plus, d'Espagne et d'Italie, plutôt que des pays bénéficiant d'un financement officiel. Si cette contagion a des effets favorables sur les coûts de financement dans les pays dotés des fondamentaux économiques les plus solides, tels que l'Allemagne, l'inverse s'observe dans d'autres pays, comme en Belgique. Ceux-ci sont en effet confrontés à une hausse des taux d'intérêt en cas d'alourdissement des tensions dans les pays plus fragiles. L'existence et l'ampleur de ces effets de contagion doivent être pris en considération correctement dans la mesure du risque systémique pour le secteur bancaire et lors de l'élaboration de scénarios visant à endiguer les turbulences auxquelles la zone euro a dû faire face en 2011.

## 2.2 Activité économique et marché du travail

L'évolution de l'activité économique dans la zone euro a été inégale en 2011. Le premier trimestre a été particulièrement encourageant, confortant la reprise entamée dans le courant de 2009. Toutefois, la croissance économique a marqué le pas au deuxième trimestre, avant de s'interrompre. Les chiffres annuels masquent ce profil contrasté : l'expansion du PIB en volume est revenue de 1,8 % en 2010 à 1,6 % en 2011. En termes réels, le PIB n'a pas encore retrouvé son niveau de 2007 dans la zone euro. Le repli par rapport au niveau atteint avant la crise a été particulièrement sensible dans les pays dont la croissance antérieure avait reposé à l'excès sur l'endettement extérieur.

Le ralentissement observé dans le courant de l'année 2011 a concerné la plupart des pays de la zone euro. L'évolution annuelle du PIB a néanmoins été très disparate. L'activité s'est inscrite en recul en Grèce et au Portugal, tandis que les taux de croissance les plus robustes ont été enregistrés en Estonie, en Finlande, en Allemagne, en Autriche et en Slovaquie. En règle générale, les pays que la crise de 2008-2009 a forcés à entamer un processus de résorption de leurs déséquilibres ont continué d'afficher des taux de croissance inférieurs à la moyenne de la zone.

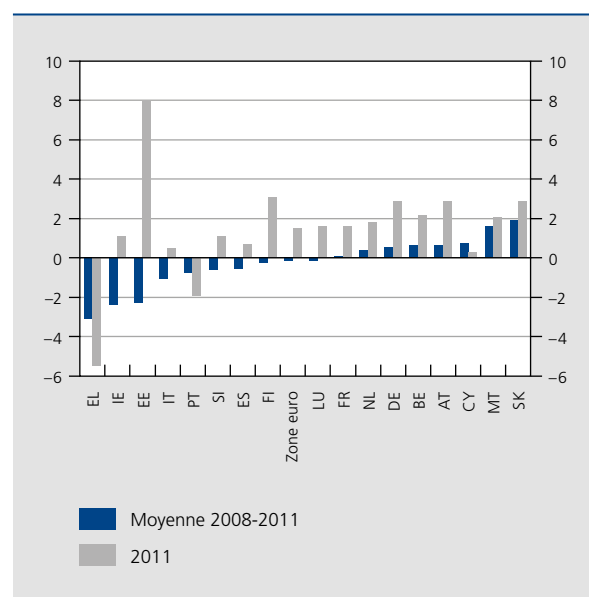
La reprise économique avait progressivement montré des signes d'élargissement aux composantes domestiques en 2010. Au terme du premier trimestre de 2011, la vigueur de la relance et ce processus de relais vers une croissance auto-entretenu ont semblé cesser. Un certain nombre de facteurs ont œuvré à freiner cette dynamique, tels que l'érosion de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise et la détérioration des conditions de financement, compte tenu de la modération de la demande mondiale, ainsi que des tensions croissantes sur les marchés des titres de la dette souveraine.

Les exportations avaient joué un rôle-pilote lors de la phase initiale de reprise, avant de passer le relais à la demande intérieure. Leur expansion s'est atténuée dès le deuxième trimestre de 2011. Cependant, sous l'effet d'une demande intérieure morose, les importations se sont plus sensiblement ralenties, de sorte que les ventes nettes à l'étranger ont réendossé leur rôle de principal contributeur à la croissance.

L'essoufflement progressif de la reprise au cours de l'année 2011 a essentiellement découlé de l'affaiblissement de la demande intérieure. Au premier semestre, la

**GRAPHIQUE 12** CROISSANCE DU PIB DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO<sup>(1)</sup>

(données en volume non corrigées des effets de calendrier, pourcentages de variation annuelle)



Source : CE.

(1) Les pays de la zone euro sont classés en fonction de la croissance annuelle moyenne du PIB en volume durant la période 2008-2011.

**TABEAU 2** PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES DANS LA ZONE EURO<sup>(1)</sup>

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

	2009	2010	2011
Consommation finale des particuliers .....	-1,1	0,8	0,4
Consommation finale des administrations publiques ..	2,6	0,5	0,0
Formation brute de capital fixe ..	-12,1	-0,6	2,1
Logements .....	-11,6	-2,9	1,0
Entreprises .....	-15,6	2,3	4,6
Administrations publiques .....	3,9	-6,4	-4,9
Total des dépenses intérieures finales .....	-2,8	0,5	0,6
Variation des stocks <sup>(2)</sup> .....	-0,8	0,6	0,3
Exportations nettes de biens et services <sup>(2)</sup> .....	-0,7	0,8	0,7
Exportations de biens et services <sup>(3)</sup> .....	-12,8	11,3	6,1
Importations de biens et services <sup>(3)</sup> .....	-11,7	9,6	4,8
PIB .....	-4,2	1,8	1,6

Sources: CE, OCDE.

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

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

(3) Données non corrigées des effets de calendrier.

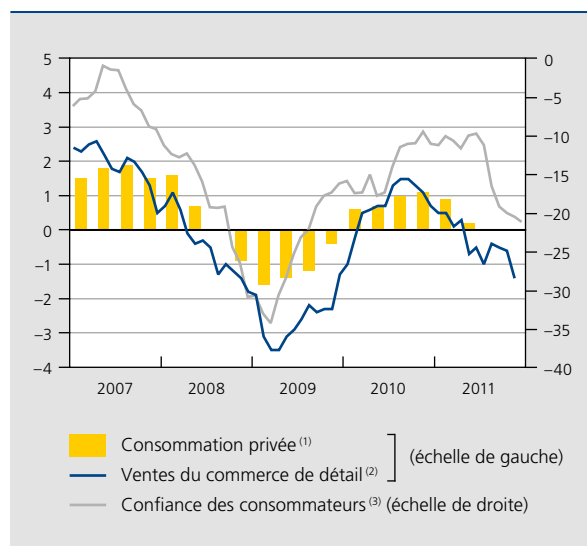
poussée de l'inflation, imputable au renchérissement des produits énergétiques et alimentaires, a dépassé la hausse des rémunérations nominales. À partir du deuxième trimestre, la consommation s'en est trouvée bridée. En outre, au second semestre, l'escalade des tensions liées à la crise de la dette souveraine a fortement dégradé la confiance des consommateurs. L'incertitude les a incités à rester prudents et à différer leurs décisions d'achat de biens durables. Par ailleurs, des événements spécifiques ont joué un rôle, comme l'expiration des primes à la casse en France, qui a concouru au recul de la consommation privée enregistré dans ce pays au deuxième trimestre.

Au-delà de ce contexte particulier, deux éléments plus structurels ont également pu motiver la constitution d'une épargne de précaution et peser ainsi sur la consommation privée. Tout d'abord, l'endettement considérable que les ménages ont contracté au cours des années antérieures à la crise a nécessité le rétablissement d'un meilleur équilibre entre avoirs et engagements. Certains pays, comme l'Irlande et l'Espagne, s'étaient caractérisés par l'accumulation rapide de crédits aux particuliers, ce qui

avait soutenu la demande intérieure et alimenté une vive expansion des marchés de l'immobilier résidentiel et une flambée des prix des logements. Depuis la crise de 2008, l'impératif d'un assainissement de leur bilan a poussé les ménages à accroître leur épargne. Si le taux d'endettement s'est déjà stabilisé, voire légèrement réduit, dans certains pays, le processus de désendettement semble représenter un effort de long terme, au vu des niveaux de dette encore élevés. Un second incitant au renforcement de l'épargne des particuliers a été la détérioration des finances publiques induite par la crise.

Quant à la formation brute de capital fixe, elle avait poursuivi son repli durant les premiers trimestres de la reprise amorcée à la mi-2009: le redressement des investissements des entreprises n'avait pas suffi à compenser la régression des investissements publics et de la construction de logements. Toutefois, l'amélioration de la confiance et une utilisation accrue des capacités de production ont incité les entreprises à mettre en œuvre de plus en plus de projets d'investissement, jusqu'au premier trimestre de 2011, durant lequel la formation brute de capital fixe a été le principal moteur de la croissance. Par la suite, une décélération a été observée dans la plupart des pays de la zone euro. Dans certains pays, où ils empruntaient déjà une trajectoire négative en 2010, les investissements

**GRAPHIQUE 13** CONSOMMATION PRIVÉE, CONFIANCE DES CONSOMMATEURS ET VENTES DU COMMERCE DE DÉTAIL DANS LA ZONE EURO



Sources: CE, BCE.

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

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

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

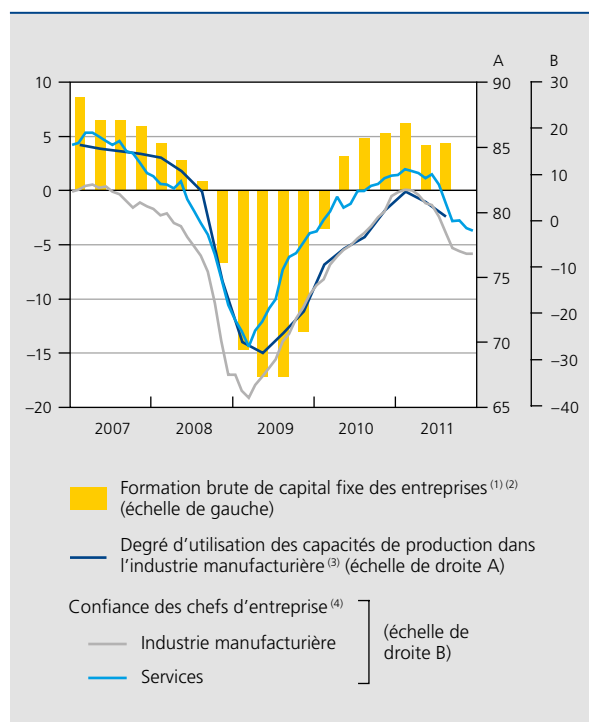
ont continué de baisser en 2011, comme en Espagne, à Chypre, en Slovaquie, en Irlande, au Portugal et en Grèce. Grâce à la forte poussée du premier trimestre et partant d'un niveau encore faible, la croissance annuelle de la formation brute de capital fixe de la zone euro s'est élevée à 2,1% en 2011. Globalement, cependant, les investissements sont demeurés inférieurs, en termes réels, à leur niveau d'avant la crise.

Plusieurs facteurs expliquent le tassement de la croissance des investissements des entreprises au cours de l'année 2011. Tout d'abord, parallèlement au ralentissement du commerce mondial et à la détérioration des perspectives d'activité, la demande adressée aux entreprises s'est réduite. L'utilisation des capacités de production est ainsi revenue sous sa moyenne de long terme, interrompant sa tendance haussière. Ensuite, à partir de l'été de 2011, l'incertitude et l'érosion croissante de la confiance des chefs d'entreprise ont contribué à retarder les décisions d'investissement. De la sorte, les besoins de financement des entreprises se sont atténués, entraînant un tassement de la demande de crédits bancaires depuis l'été. En outre, l'aggravation de la crise de la dette souveraine a provoqué un resserrement des conditions d'octroi de crédits, particulièrement prononcé dans les pays dont la soutenabilité budgétaire était le plus mise en doute. Enfin, le processus de désendettement que de nombreuses sociétés ont engagé depuis la crise a encore pu inciter certaines d'entre elles à modérer leurs dépenses d'investissement.

Le secteur de la construction avait été à l'épicentre de la récession dans certains pays. Dans l'ensemble de la zone euro, les investissements en logements ont renoué avec la croissance en 2011, au terme de trois années de repli. Ces évolutions se sont inscrites dans un contexte de reprise sur le marché de l'immobilier. En effet, les prix des immeubles résidentiels, qui étaient tombés à un plancher à la mi-2009, ont continué de hausser modérément au premier semestre de 2011. De plus, les prêts bancaires octroyés en vue de l'achat d'un logement se sont accrus, de manière moins vive cependant à partir du printemps, notamment en raison du durcissement des conditions de crédit. S'ils sont demeurés à des niveaux encore relativement faibles, les taux d'intérêt hypothécaires appliqués aux nouveaux contrats ont progressivement augmenté, avant de légèrement baisser à partir de septembre. Les développements au sein du secteur de la construction et de l'immobilier dans l'ensemble de la zone euro occultent toutefois des situations encore très contrastées entre pays. En 2011, les investissements en logements ont diminué en Grèce, à Chypre, en Slovaquie, en Espagne et, surtout, en Irlande, alors qu'ils sont restés relativement dynamiques entre autres en Allemagne, où le secteur de la construction a bénéficié d'une forte impulsion au

**GRAPHIQUE 14** INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES ET CONFIANCE DES CHEFS D'ENTREPRISE DANS LA ZONE EURO

(données corrigées des variations saisonnières)



Sources : CE, OCDE.

- (1) Données également corrigées des effets de calendrier, pourcentages de variation en volume par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente.
- (2) À l'exclusion de Chypre et de Malte.
- (3) Mesuré sur la base de l'enquête trimestrielle, pourcentages.
- (4) Solde des réponses à l'enquête mensuelle.

premier trimestre, contrecoup des conditions climatiques exceptionnelles de la fin de 2010.

Sur le marché du travail, les évolutions observées en 2011 ont encore été influencées par les efforts de rétention de la main-d'œuvre consentis par les entreprises durant la récession, lesquels avaient été soutenus par diverses mesures gouvernementales de réduction du temps de travail. Étant donné la relative résilience du marché du travail en 2009, le rétablissement de celui-ci a été très modeste jusqu'au début de 2011. Les entreprises ont eu davantage recours à une normalisation des heures ouvrées par travailleur qu'à des créations d'emplois pour adapter le volume de travail au redémarrage de l'activité. Au deuxième trimestre de 2011, ce mouvement de hausse des heures de travail a commencé à se niveler, tandis que la croissance de l'emploi en personnes s'est renforcée. En 2011, l'emploi a été tiré, entre autres, par les services immobiliers et de location, ainsi que par les services aux entreprises (hors activités financières et d'assurance), mais aussi par l'industrie (hors construction), où le nombre de

postes de travail s'est légèrement accru. Le secteur de la construction, toujours en phase d'ajustement, a continué d'enregistrer des pertes d'emplois. À compter du second semestre de 2011, l'embellie sur le marché du travail s'est estompée à mesure que l'activité économique ralentissait. Le taux de chômage s'était stabilisé aux alentours de 10 % dès 2010. Néanmoins, au cours de l'année sous revue, il a très graduellement augmenté après le creux enregistré en avril, atteignant 10,4 % en décembre.

Les disparités entre les marchés du travail des pays de la zone euro sont demeurées considérables en 2011. La progression de l'emploi est restée supérieure à la moyenne en Estonie, au grand-duché de Luxembourg, en Slovaquie, en Autriche, en Allemagne, en Belgique et en Finlande. À l'opposé, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et la Slovénie ont continué d'essuyer des pertes d'emplois, fussent-elles de moindre ampleur qu'en 2010, et les destructions d'emplois se sont aggravées à Chypre et, surtout, en Grèce. L'hétérogénéité a également été manifeste au niveau des taux de chômage, lesquels variaient entre 4,1 % en Autriche et 22,9 % en Espagne à la fin de l'année 2011.

La diversité des marchés du travail reflète plusieurs éléments. Tout d'abord, la crise de la dette dans la zone

euro a généré des contraintes très différentes selon les pays sur le secteur financier et sur les marges de manœuvre de la politique budgétaire. En outre, la composition sectorielle des pertes d'emplois provoquées par la crise de 2008-2009 a encore exercé une influence importante: un processus de restructuration de la production et de rééquilibrage entre les secteurs d'activité s'est poursuivi en 2011 dans certains pays, notamment en Espagne et en Irlande, où l'ajustement à la suite de l'éclatement de la bulle immobilière n'était pas achevé. Enfin, les cadres institutionnels et les réglementations propres à chaque pays ont également joué un rôle. Ainsi, la croissance de l'emploi a été plus dynamique en 2011 en Allemagne, où les effets du cycle des réformes Hartz antérieures ont favorisé l'emploi, via la réinsertion de chômeurs. Par contraste, en Espagne, la persistance d'une situation duale des contrats de travail a maintenu des conditions peu flexibles sur le marché du travail.

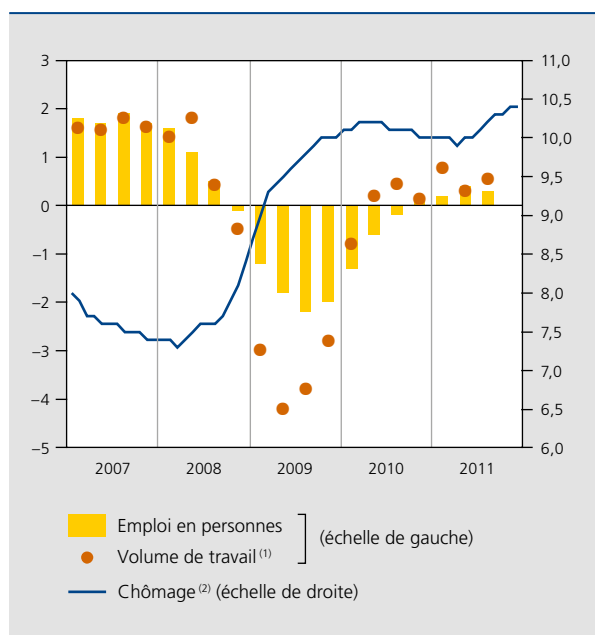
## 2.3 Politique budgétaire

La reprise économique qui a perduré au premier semestre a concouru à un raffermissement conjoncturel du solde budgétaire de l'ensemble des administrations publiques de la zone euro, tandis que, durant la seconde partie de l'année, la détérioration de la situation économique globale et la montée des tensions sur les marchés de titres de la dette de plusieurs États ont nécessité une accélération du rythme de la consolidation budgétaire structurelle dans la plupart des pays de la zone. L'amenuisement du déficit, qui serait revenu de 6,2 % du PIB en 2010 à 4,1 % en 2011 selon les prévisions économiques de novembre 2011 de la CE, est, en partie, imputable à des facteurs cycliques et temporaires, mais il s'explique surtout par les mesures prises en vue de réduire les déficits structurels. Le ratio d'endettement des administrations publiques a continué de croître en 2011, la hausse cumulée depuis 2007 atteignant presque 22 points de pourcentage du PIB. Cependant, le rythme d'augmentation a été inférieur à celui des trois années précédentes, le ratio ne progressant que de 2,4 points de pourcentage, pour s'établir à 88 % du PIB. Cette décélération tient essentiellement à l'amélioration sensible du solde budgétaire primaire et à la disparition, au niveau agrégé, des interventions nettes de soutien au secteur bancaire.

Seuls quatre pays de la zone euro ont enregistré en 2011 un déficit de l'ensemble des administrations publiques inférieur à 3 % du PIB: l'Estonie, le grand-duché de Luxembourg, la Finlande et l'Allemagne. Le déficit des trois premiers se situait déjà sous ce seuil en 2010. En **Allemagne**, l'impasse budgétaire est revenue de 4,3 % du PIB en 2010 à 1,3 % en 2011. Cet État a ainsi corrigé

**GRAPHIQUE 15 MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO**

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



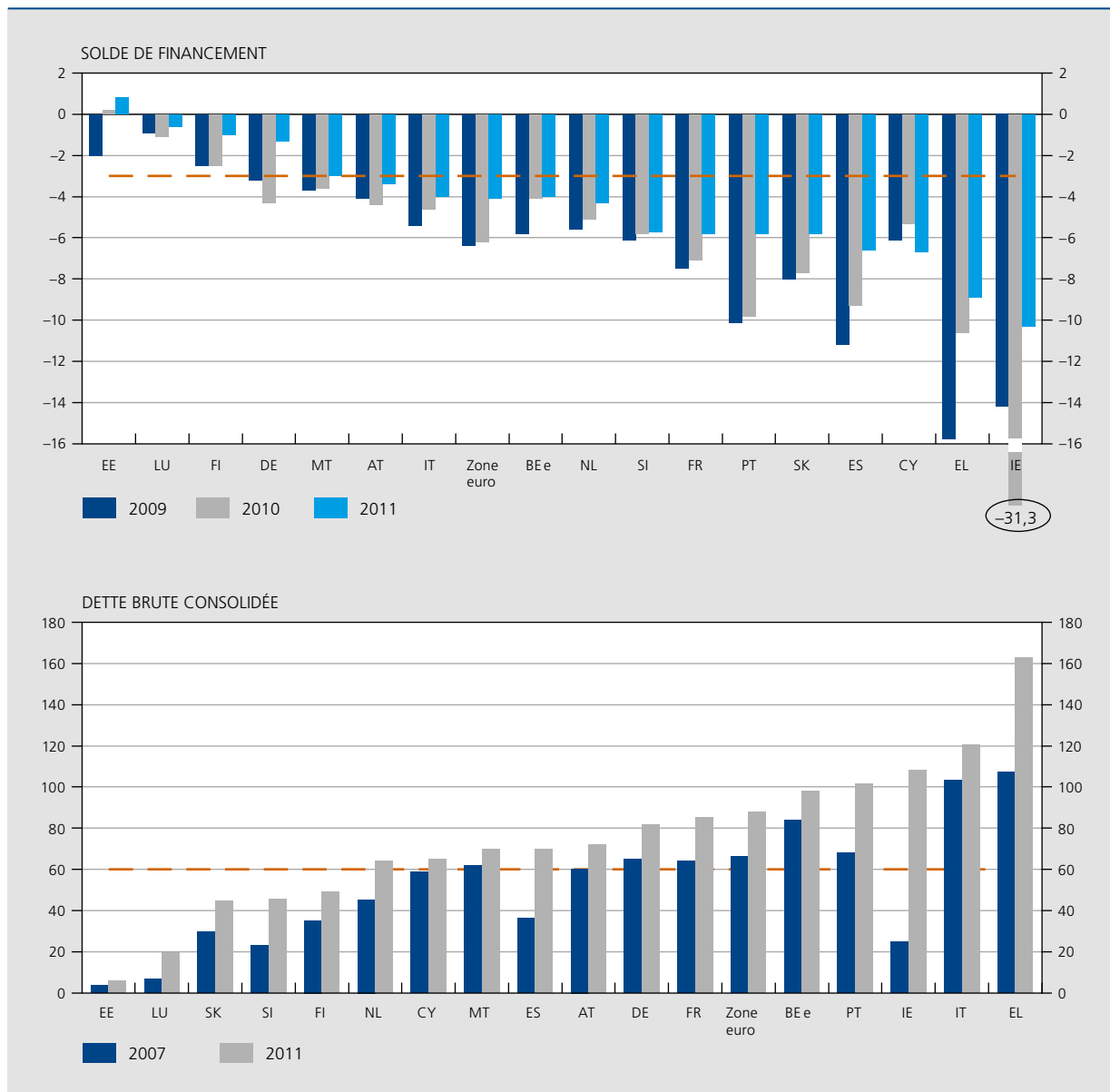
Sources: CE, BCE.

(1) Total des heures ouvrées.

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

**GRAPHIQUE 16 SOLDE DE FINANCEMENT ET DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LA ZONE EURO <sup>(1)</sup>**

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

(1) Les pays sont classés en fonction des données de 2011.

son déficit excessif deux ans avant la fin du délai qui lui avait été imposé. Ce redressement s'explique par les bonnes conditions conjoncturelles, par la fin des mesures non récurrentes qui avaient gonflé le déficit en 2010 et par une consolidation structurelle réalisée grâce à une réforme du système des soins de santé et à la mise en œuvre d'un plan de rigueur. Ce dernier impliquait notamment l'introduction de nouvelles taxes touchant l'aviation, le nucléaire et les banques, et un abaissement des allocations familiales et des indemnités versées aux chômeurs de longue durée.

Toujours selon les prévisions de novembre 2011 de la CE, tous les autres pays de la zone euro, à l'exception de Chypre, ont aussi allégé leur déficit public en 2011, mais ce dernier est demeuré supérieur ou égal à 3 % du PIB. En **France**, le déficit des administrations publiques est retombé de 7,1 % du PIB en 2010 à 5,8 % en 2011. Hormis à la fin des mesures de soutien conjoncturel, ce progrès, essentiellement d'origine structurelle, tient principalement à la réduction des « niches fiscales », c'est-à-dire des dérogations à l'impôt, et à diverses mesures affectant les dépenses, telles que le gel du salaire de

base dans la fonction publique et le remplacement d'un fonctionnaire partant à la retraite sur deux. En **Italie**, malgré la hausse des charges d'intérêts, de l'ordre de 0,4 point de pourcentage du PIB en 2011, l'accroissement de l'excédent primaire a permis de faire reculer le déficit budgétaire de 0,6 point de pourcentage, à 4 % du PIB. Cette amélioration, en grande partie structurelle, est due à la diminution du ratio des dépenses primaires au PIB, obtenue notamment par un gel des traitements des fonctionnaires et par la compression des effectifs dans le secteur public. La dette publique a poursuivi son ascension, passant de 118,4 % du PIB à la fin de 2010 à 120,5 % à la fin de 2011. En décembre, un ensemble de mesures additionnelles ont été annoncées, pour un montant équivalant à 1,3 % du PIB, en vue de ramener le budget à l'équilibre en 2013. En **Espagne**, de nombreuses mesures ont été prises depuis la mi-2010, qui visaient à amputer les dépenses, notamment par le gel des salaires dans la fonction publique et par la baisse des investissements publics, et à augmenter les recettes fiscales, au travers d'un relèvement des taxations directe et indirecte et de l'introduction d'un impôt sur la fortune. Selon les prévisions de janvier 2012 du FMI, le déficit des administrations publiques s'est replié de 1,3 point de pourcentage du PIB, revenant à 8 % du PIB mais dépassant sensiblement l'objectif de 6 %. En décembre, le nouveau gouvernement a annoncé un paquet de mesures pour un montant de l'ordre de 1,5 % du PIB.

Les efforts d'assainissement des finances publiques ont été notables dans les pays bénéficiant de l'assistance financière conditionnelle de l'UE et du FMI. En **Grèce**, du fait principalement d'une nouvelle aggravation de la contraction économique, le déficit public ne se serait cependant réduit que de 1,6 point de pourcentage en 2011, à 9 % du PIB, selon le rapport établi par le FMI au terme de la cinquième évaluation du programme d'ajustement qui accompagne l'aide d'urgence de l'UE et du FMI de mai 2010. Compte tenu de la chute de l'activité, la dette publique aurait atteint 162 % du PIB à la fin de 2011, soit une progression de 17 points de pourcentage en un an. D'importantes dispositions visant au rétablissement de la viabilité des finances publiques ont été prises, notamment en termes de coupes dans les dépenses de la fonction publique. Toutefois, alors que les autorités grecques avaient réussi à amenuiser considérablement le déficit en 2010, le succès du programme a été émaillé de nombreux aléas en 2011. Des retards dans les réformes, de même que la détérioration de l'activité, ont occasionné un nouveau dépassement de la norme budgétaire. Afin d'atteindre les objectifs en 2012, des mesures supplémentaires d'assainissement ont été prises à partir de l'été de l'année sous revue.

En **Irlande**, le déficit des administrations publiques avait fortement augmenté en 2010, en raison de dépenses de sauvetage des banques consenties par l'État, jusqu'à concurrence de 20 points de pourcentage du PIB. À l'automne de 2010, les autorités irlandaises ont sollicité l'aide financière de l'UE et du FMI et se sont engagées dans un programme d'ajustement économique d'envergure, dont les buts principaux consistaient à ramener le déficit des administrations publiques sous la barre des 3 % du PIB en 2015 et à assainir le système bancaire. Un an plus tard, l'examen trimestriel de ce programme a conclu que celui-ci avait été mis en œuvre de manière satisfaisante. Le déficit budgétaire serait revenu un peu au-dessous de l'objectif de 10,6 % du PIB en 2011. Dans ses prévisions d'automne, la CE estimait la dette publique à 108,1 % du PIB à la fin de 2011, en hausse de 13,2 points de pourcentage par rapport à la fin de l'année précédente.

À l'instar de la Grèce et de l'Irlande, mais plus tardivement, le **Portugal** a bénéficié en mai 2011 de l'aide financière de l'UE et du FMI. Le programme d'ajustement économique conditionnant cette aide comporte un important volet d'assainissement budgétaire, le but étant de ramener la dette publique sur une trajectoire descendante à moyen terme et de faire revenir le déficit en deçà des 3 % du PIB en 2013. Les autorités auraient atteint l'objectif d'un déficit de 5,9 % du PIB en 2011, en recul de près de 4 points de pourcentage par rapport à l'année précédente, au moyen d'importantes mesures structurelles relatives aux dépenses comme aux recettes, ainsi que d'une opération budgétaire unique concernant les fonds de pension des banques. Selon l'examen d'automne du programme économique portugais, la dette publique a continué de s'alourdir, passant de 93,3 à 107,2 % du PIB en 2011.

## 2.4 Politique monétaire de l'Eurosystème

Les perspectives macroéconomiques dans la zone euro ont été pour le moins contrastées au cours de l'année sous revue, ce qui s'est reflété dans les décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE. Au début de l'année, la reprise de l'activité économique s'est poursuivie, alimentant un certain optimisme en matière de croissance future. Parallèlement, les tensions sur l'inflation se sont progressivement renforcées, sous le coup du renchérissement de l'énergie et des autres matières premières. Afin d'éviter que les risques haussiers pesant sur la stabilité des prix ne se matérialisent dans un environnement de redémarrage de l'activité, le Conseil des gouverneurs a par deux fois relevé les taux directeurs. Après avoir été maintenu au niveau historiquement bas de 1 % pendant près



de deux ans, le principal taux directeur a ainsi successivement été porté à 1,25 % le 7 avril et à 1,50 % le 7 juillet. Étant donné la persistance de dysfonctionnements dans certains compartiments des marchés financiers de la zone euro, dans le contexte de la crise de la dette publique, le Conseil des gouverneurs a, en revanche, conservé les mesures non conventionnelles de politique monétaire qui étaient en place à la fin de 2010.

Au cours de l'été, sur fond de nouvelles inquiétudes quant à la situation financière de la Grèce, les tensions sur plusieurs marchés de titres de la dette souveraine se sont rapidement exacerbées. Afin de pallier les turbulences qui en ont découlé sur le marché interbancaire et les perturbations qui sont apparues dans la transmission de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a pris de nouvelles mesures non conventionnelles. Il a ainsi décidé, au début du mois d'août, de mener une opération de refinancement à six mois et de réactiver le programme pour les marchés de titres (*Securities Markets Programme* – SMP). Le 6 octobre, il a annoncé la conduite d'opérations de refinancement à un an et le lancement d'un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées, c'est-à-dire couvertes par un ensemble de prêts hypothécaires ou de créances sur les pouvoirs publics (*covered bonds*). Par ailleurs, au vu de la forte détérioration de la confiance des agents économiques et des conditions de financement, les attentes en matière de croissance ont été sensiblement révisées à la baisse. Dans ces circonstances, le Conseil des gouverneurs a ramené le principal taux directeur de la BCE à 1,25 % le 3 novembre, puis à 1 % le 8 décembre. En dépit d'un niveau d'inflation toujours élevé, il a considéré que les tensions financières présentaient un risque important pour la croissance et que, vu le ralentissement de l'activité, les pressions inflationnistes s'estomperaient graduellement. L'inflation se maintiendrait dès lors à un niveau compatible avec l'objectif de stabilité des prix à moyen terme. Pour continuer de soutenir la liquidité des banques et favoriser le crédit bancaire dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs a également adopté, en décembre, un nouveau train de mesures non conventionnelles. Il a décidé de mener deux opérations de refinancement d'une durée de 36 mois, d'élargir l'éventail des actifs acceptés en garantie des prêts de l'Eurosystème et d'abaisser le taux des réserves obligatoires de 2 à 1 %.

### L'orientation de la politique monétaire

Au cours du **premier semestre de 2011**, l'orientation de la politique monétaire a été principalement dictée par la montée des pressions inflationnistes. Poursuivant une tendance amorcée à la mi-2009 et qui s'est confirmée

dans le courant de 2010, l'activité économique de la zone euro s'est accélérée au début de l'année sous revue, et les perspectives sont demeurées favorables. En avril, le taux d'utilisation des capacités de production est ainsi repassé légèrement au-dessus de sa moyenne de long terme. Vu la publication de données économiques dépassant les attentes et le taux d'accroissement du PIB particulièrement élevé au premier trimestre, les projections de croissance pour l'année ont été revues à la hausse lors des exercices de projections macroéconomiques de la BCE et de l'Eurosystème, en mars et en juin. Tel a également été le cas pour les prévisions établies par d'autres institutions internationales et par les prévisionnistes professionnels. Il était attendu que la demande intérieure privée, stimulée par une orientation accommodante de la politique monétaire et par les mesures adoptées pour soutenir le système financier, contribue de plus en plus à la croissance et que les exportations continuent de bénéficier du rétablissement de l'économie mondiale. Le redressement de l'activité économique serait toutefois quelque peu freiné par le processus d'ajustement des bilans en cours dans différents secteurs. En dépit de la persistance d'une forte incertitude dans le contexte de la crise de la dette souveraine et de tensions dans certains compartiments des marchés financiers, le scénario d'une poursuite de la reprise – toujours modérée – prévalait, et les risques pesant sur ces perspectives étaient globalement considérés comme équilibrés.

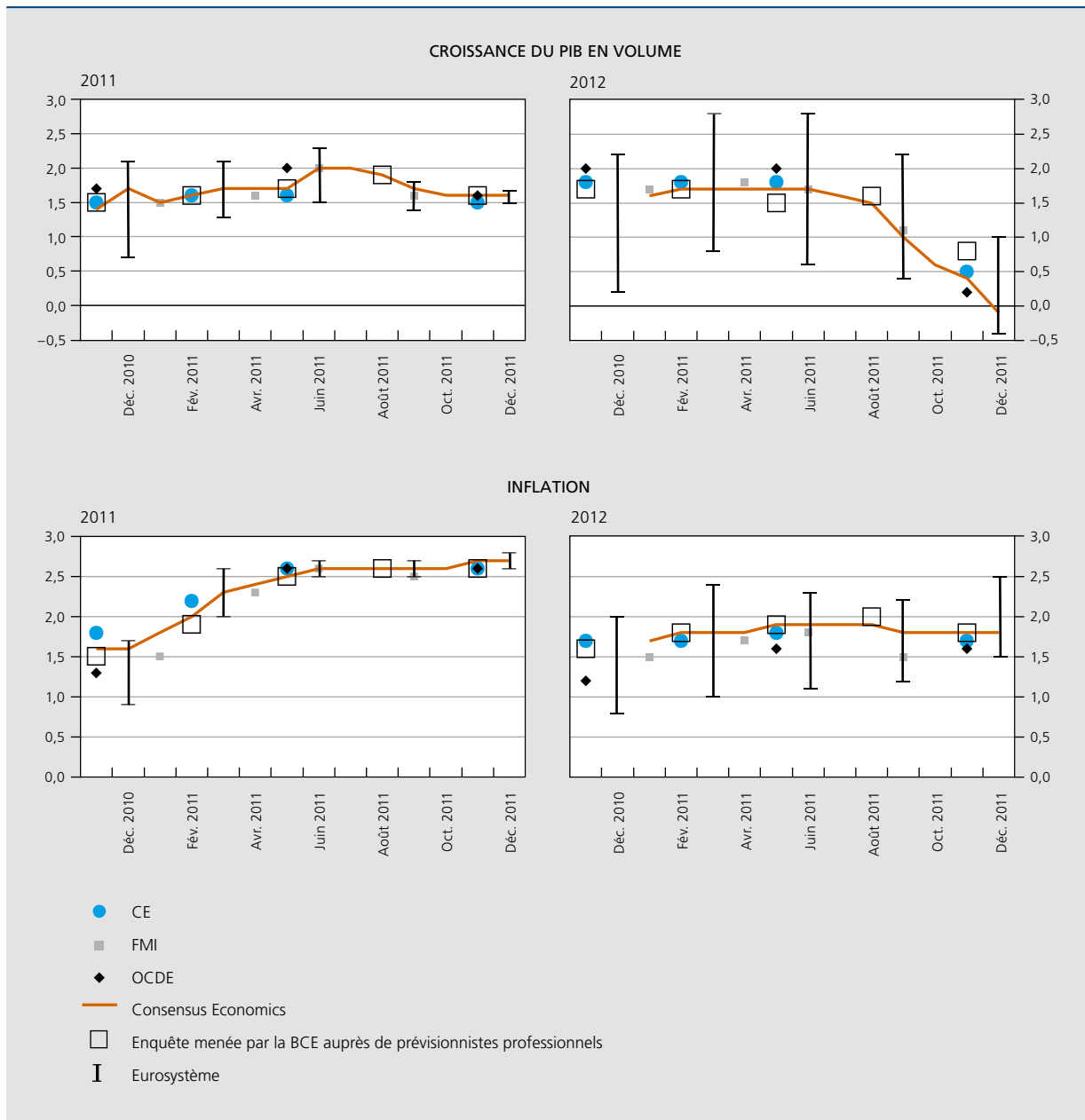
Parallèlement à cette dynamique positive, l'inflation mesurée par l'IPCH, qui s'était inscrite au-delà de 2 % dès le début de l'année, a rapidement augmenté. Cette accélération reflétait pour l'essentiel le renchérissement de l'énergie et des autres matières premières, imputable notamment à la forte croissance économique enregistrée dans les pays émergents et aux tensions politiques observées dans les pays d'Afrique du Nord et du Moyen-Orient. Dans ce contexte, les risques pesant sur la stabilité des prix ont rapidement été orientés à la hausse et se sont amplifiés au fil des mois. Corroborant l'idée que des tensions inflationnistes se développaient dans la zone euro, l'inflation sous-jacente – à savoir l'évolution des prix à la consommation hors énergie et produits alimentaires – a également suivi une tendance ascendante. Elle est ainsi passée de 1 à 1,6 % entre décembre 2010 et juin 2011.

Confirmant les perspectives encourageantes en termes de progression du PIB, les octrois de crédits au secteur privé par les banques et la création monétaire ont continué de se raffermir au cours des premiers mois de l'année. Dans l'ensemble, ces évolutions sont toutefois demeurées modestes et caractérisées par des disparités notables entre les agents économiques. Ainsi, le taux de croissance des prêts aux ménages est resté globalement stable, aux alentours de 3 %, tandis que celui des prêts aux sociétés non



**GRAPHIQUE 17 PROJECTIONS DE LA CROISSANCE DU PIB EN VOLUME ET DE L'INFLATION DANS LA ZONE EURO**

(pourcentages de variation annuelle selon les dates de publication des projections)



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

financières s'est très nettement orienté à la hausse. Après avoir retrouvé des valeurs positives en octobre 2010, ce dernier a augmenté graduellement, atteignant 2,3 % en juin 2011. Ce rattrapage était dans une large mesure anticipé. Selon le profil habituel du cycle conjoncturel, l'expansion des prêts aux entreprises suit en effet, avec un certain décalage, la reprise de l'activité économique, tandis que celle des prêts aux ménages tend à la précéder. Cet écart chronologique s'explique, notamment, par le fait que les

prêts au logement sont assortis d'une meilleure garantie et que les entreprises recourent largement à l'autofinancement aux premiers stades du redémarrage.

Abstraction faite de sa volatilité, due essentiellement à l'incidence de facteurs spécifiques, la dynamique monétaire s'est renforcée durant les premiers mois de l'année, tout en demeurant partiellement contrainte par la forte pente de la courbe des rendements, qui a réduit l'attractivité des

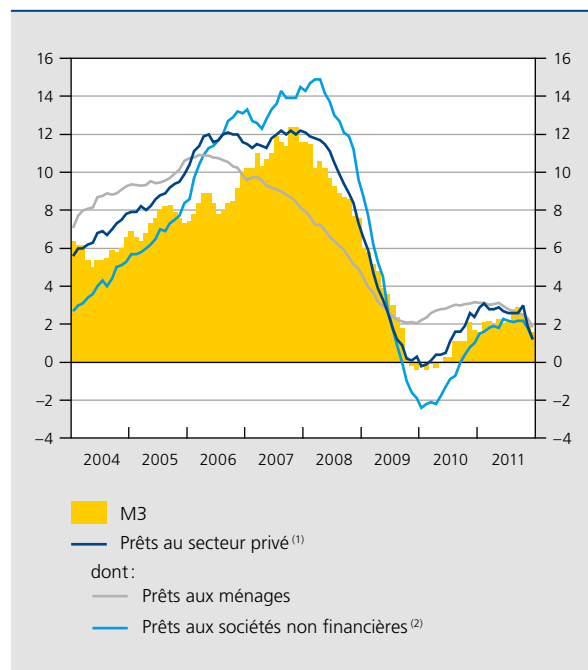
actifs monétaires vis-à-vis des instruments de plus long terme mieux rémunérés, lesquels ne sont pas inclus dans M3. En outre, la liquidité monétaire accumulée antérieurement est demeurée abondante, risquant, dans un climat économique favorable, de faciliter la matérialisation des tensions sur les prix dans la zone euro et d'affecter ainsi la stabilité des prix à moyen terme. S'agissant des composantes de M3, le taux de croissance annuel de M1 a décliné, tandis que celui des dépôts à court terme contenus dans M2-M1 a sensiblement augmenté. Cette évolution a traduit, en partie, la hausse de la rémunération des dépôts d'épargne et des autres dépôts à court terme au cours des premiers mois de l'année. Le taux de variation annuelle des instruments négociables, à savoir M3-M2, a, pour sa part, été très volatil, reflétant dans une large mesure l'incidence des opérations interbancaires garanties menées au travers de contreparties centrales – qui jouent le rôle d'intermédiaires lors de transactions. Ces dernières appartenant au secteur détenteur de monnaie, les opérations qu'elles effectuent pour le compte des banques apparaissent en effet temporairement dans l'agrégat monétaire large M3, sans pour autant représenter un véritable accroissement de la masse monétaire.

Dans ce contexte, marqué par une évolution favorable de l'activité – en dépit d'un niveau d'incertitude toujours élevé – et par l'accentuation des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs a jugé opportun, lors de ses réunions du 7 avril et du 7 juillet, de majorer les taux d'intérêt directeurs de 25 points de base, portant ainsi le taux directeur central à 1,50%. Après avoir maintenu les taux à des niveaux historiquement bas pendant près de deux ans, il a considéré que ces ajustements de l'orientation très accommodante de la politique monétaire s'imposaient pour éviter que des effets inflationnistes de second tour n'apparaissent et ne menacent l'objectif de maintenir l'inflation, à moyen terme, à des taux proches de 2%, mais inférieurs à ce seuil.

Il convient de noter que les perspectives macroéconomiques esquissées ci-dessus pour la zone euro dans son ensemble masquent des fortunes diverses au niveau des pays qui la composent. Ainsi, au premier semestre, les pays du noyau entourant l'Allemagne ont généralement enregistré des taux de croissance supérieurs à ceux des économies du Sud de la zone euro, ce qui s'est traduit par des différences en matière de pressions inflationnistes. Cette hétérogénéité dans les évolutions macroéconomiques des pays de la zone euro ne peut être prise en considération par le Conseil des gouverneurs lorsque ce dernier prend des décisions relatives aux taux d'intérêt directeurs. Celles-ci se doivent en effet de refléter les perspectives économiques et les risques qui pèsent sur la stabilité des prix dans la zone euro dans son ensemble. Certains

#### GRAPHIQUE 18 M3 ET PRÊTS AU SECTEUR PRIVÉ DANS LA ZONE EURO

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



Source : BCE.

(1) Soit les ménages, les sociétés non financières, les compagnies d'assurances, les fonds de pension ou institutions de retraite professionnelle et les autres intermédiaires financiers non monétaires. Données corrigées des effets de la titrisation, sauf mention contraire.

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

développements nationaux sont toutefois susceptibles d'influencer la mise en œuvre d'autres instruments de politique monétaire, telles les mesures non conventionnelles, commentées à la fin du présent chapitre.

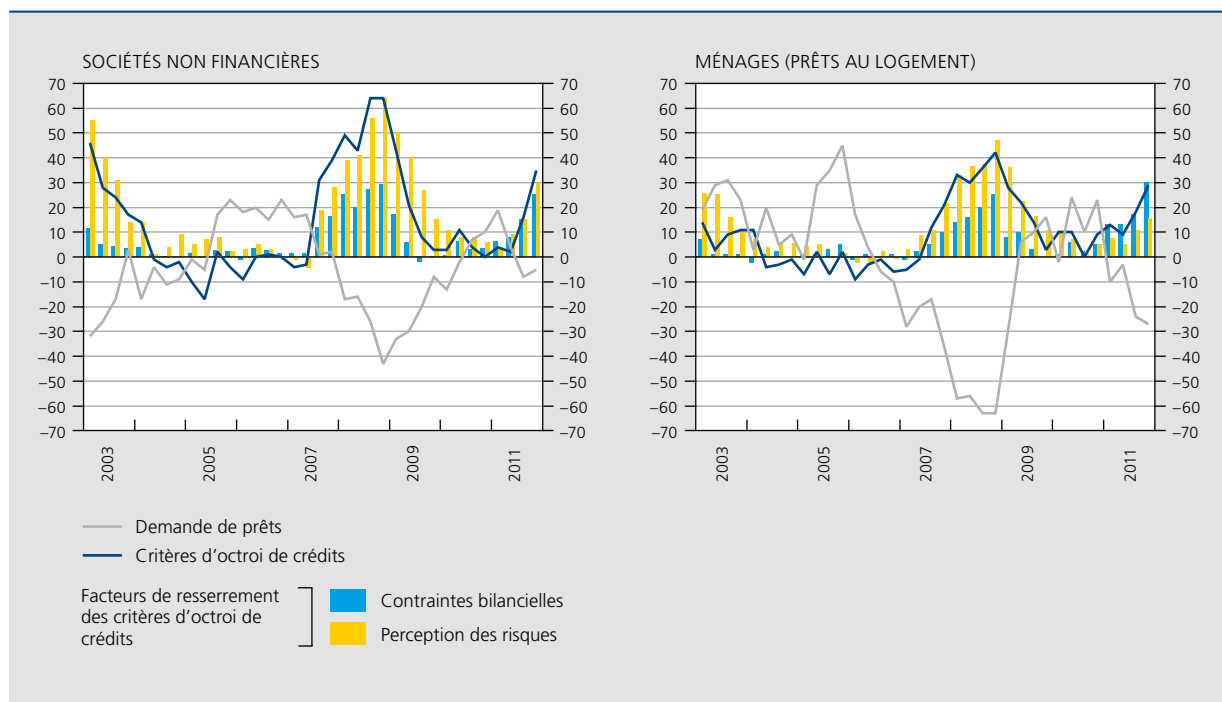
Au **second semestre de 2011**, le Conseil des gouverneurs a modifié l'orientation de la politique monétaire, à la suite de la dégradation des perspectives de croissance et de l'allègement des pressions inflationnistes. Le mois de juillet a marqué un tournant dans l'évolution de la situation économique et financière de la zone euro. Bien qu'un ralentissement temporaire de l'activité fût attendu, les résultats se sont progressivement avérés plus défavorables, ce qui a jeté un doute sur la vigueur de la reprise. Les facteurs temporaires qui avaient stimulé la croissance en début d'année, comme le rebond significatif de l'activité dans la construction et certaines mesures de relance budgétaire, avaient en effet disparu, tandis que des effets négatifs induits par l'incidence décalée des hausses antérieures des cours du pétrole et par une nette modération de l'expansion du commerce mondial se sont manifestés. Les préoccupations grandissantes quant à l'évolution de l'activité économique ont par ailleurs été amplifiées par

les mesures d'assainissement budgétaire adoptées dans différents pays et par la propagation des inquiétudes suscitées par la crise de la dette souveraine. Après la Grèce, l'Irlande et le Portugal, les craintes se sont très nettement portées sur l'Espagne et sur l'Italie, où les rendements des obligations souveraines ont grimpé en flèche au cours de l'été. Dans ce climat, caractérisé par un important regain des tensions sur divers segments des marchés financiers et par un niveau d'incertitude particulièrement élevé, les conditions de financement sont devenues plus restrictives, et la confiance des agents, qui était jusqu'alors demeurée robuste dans une perspective historique, est rapidement retombée. Dès le mois de septembre, cette situation, associée à un relâchement du rythme de croissance au niveau mondial, s'est traduite par une nette révision à la baisse des projections du PIB de la zone euro pour 2011 et, surtout, pour 2012. Le Conseil des gouverneurs a en outre estimé que les risques pesant sur ces projections étaient orientés à la baisse.

En dépit d'une décélération de l'activité, l'inflation mesurée par l'IPCH a continué d'augmenter dans un premier temps, s'établissant à 3 % en septembre. Il avait toutefois été largement anticipé qu'elle atteindrait un plafond à l'automne, avant de diminuer progressivement et de

revenir à un niveau pleinement compatible avec la stabilité des prix en 2012, après la dissipation des effets des hausses antérieures des prix des matières premières. Dans le contexte d'un affaiblissement de la croissance, les risques pour la stabilité des prix ont semblé plus équilibrés. En outre, le rythme d'expansion monétaire est resté modeste au second semestre, se ralentissant même sensiblement à la fin de l'année. Comme le montrent les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts ont été durcis, ce qui a traduit tant le resserrement des contraintes bilanciellles que la perception de risques accrus. Ce durcissement, combiné à une demande en baisse, a pesé sur l'évolution des prêts bancaires aux ménages et aux entreprises. La progression observée de l'agrégat M3 a, pour sa part, largement reflété l'évolution des opérations interbancaires menées au travers de contreparties centrales. Elle s'est accélérée au cours de l'été, lorsque les banques ont davantage recouru au marché garanti dans le contexte d'une intensification des tensions financières, mais elle s'est réduite à la fin de l'année, sans doute à la suite des nouvelles mesures non conventionnelles prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Enfin, l'accélération de la croissance de l'agrégat M1 à partir d'août a vraisemblablement illustré le désir de détenir davantage de liquidités lorsque l'incertitude s'avive.

**GRAPHIQUE 19** ENQUÊTE DE L'EUROSISTÈME SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE DANS LA ZONE EURO <sup>(1)</sup>  
(données trimestrielles)



Source : BCE.

(1) Pourcentages nets des réponses des banques à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, indiquant le degré de durcissement ou d'assouplissement (-) des critères d'octroi ainsi que l'évolution, positive ou négative (-), de la demande de prêts.

Étant donné les signes d'un ralentissement plus prononcé qu'attendu de l'activité économique dans la zone euro et nonobstant un niveau d'inflation toujours soutenu, le Conseil des gouverneurs a jugé approprié d'abaisser par deux fois les taux directeurs de 25 points de base, lors de ses réunions du 3 novembre et du 8 décembre. Il a en effet estimé que la modération de la croissance mondiale et les effets défavorables, sur les conditions de financement et sur la confiance, des tensions observées sur les marchés financiers représentaient une menace pour la croissance économique dans la zone euro. Dans ces circonstances, il a considéré que les pressions inflationnistes allaient s'atténuer plus vite que prévu et qu'une réduction des taux directeurs contribuerait au maintien de la stabilité des prix à moyen terme.

Malgré le niveau relativement élevé de l'inflation enregistré tout au long de l'année, les anticipations d'inflation à long terme tirées des données d'enquêtes et de données financières sont restées bien ancrées. Celles révélées par les enquêtes menées auprès des prévisionnistes professionnels par la BCE et par Consensus Economics sont ainsi demeurées stables, aux alentours de 2 %. Celles émanant des marchés financiers ont, pour leur part, été orientées à la hausse au cours de la première moitié de l'année, mais

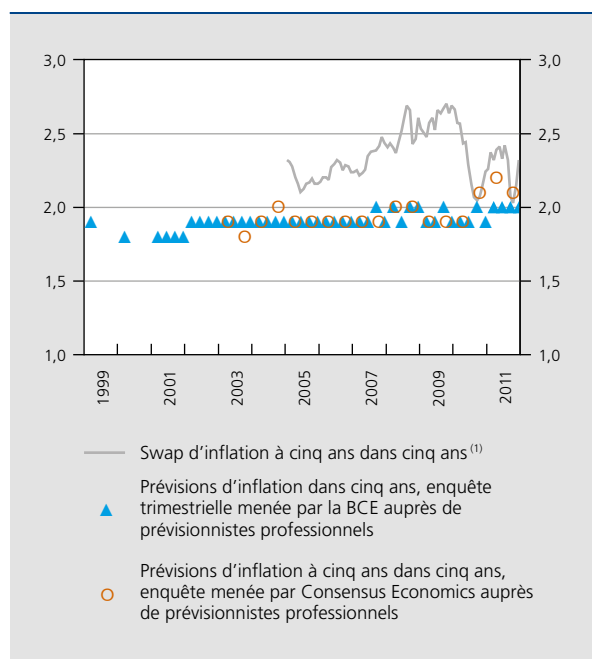
elles ont baissé dans le courant du second semestre, revenant à un niveau plus proche de 2 %. Ces mesures, basées sur les swaps d'inflation, sont plus volatiles et généralement supérieures à celles des enquêtes, car elles incluent, outre les prévisions d'inflation proprement dites, des primes de risque qui évoluent au fil du temps et brouillent le signal relatif aux anticipations, tout particulièrement dans un climat de tensions financières.

### Mesures adoptées pour préserver la transmission de la politique monétaire

En dépit de développements économiques encourageants, l'incertitude induite par la crise de la dette publique est demeurée considérable tout au long du **premier semestre**. Dès lors, parallèlement à ses décisions d'augmenter les taux d'intérêt directeurs, le Conseil des gouverneurs a conservé un certain nombre de mesures qu'il avait adoptées au cours des périodes de vives tensions sur les marchés financiers, à l'automne de 2008 et au printemps de 2010. Il a en effet jugé que ces dernières restaient nécessaires pour préserver la stabilité financière et la bonne transmission de la politique monétaire, conditions essentielles au maintien de la stabilité des prix. Cette distinction entre les mesures conventionnelles, à savoir le pilotage des taux d'intérêt directeurs, et les mesures non conventionnelles d'octroi de liquidités et d'achat de titres répond au « principe de séparation » entre l'orientation et la mise en œuvre de la politique monétaire. Ce principe, qui guide le processus de décision du Conseil des gouverneurs, est une caractéristique importante du cadre de politique monétaire flexible dont dispose l'Eurosystème.

La première des mesures non conventionnelles qui ont été maintenues est la conduite des opérations de refinancement de l'Eurosystème sous la forme d'appels d'offres « à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie ». Pour les opérations principales de refinancement – qui ont lieu sur une base hebdomadaire – et les opérations exceptionnelles dont la durée coïncide avec une période de constitution des réserves – soit environ un mois –, le taux appliqué est le taux directeur central en vigueur au moment de l'adjudication. Pour les opérations à plus long terme, il correspond au taux moyen des opérations principales de refinancement effectuées pendant toute la durée de l'opération en cause. Contrairement à la pratique normale, qui veut que les opérations de refinancement soient exécutées sous la forme d'appels d'offres concurrentiels, cette procédure permet aux banques d'être certaines de recevoir l'intégralité des liquidités demandées. Elle réduit de la sorte leurs contraintes de liquidité lorsque la méfiance gagne le marché interbancaire et permet

**GRAPHIQUE 20** ANTICIPATIONS D'INFLATION À LONG TERME DANS LA ZONE EURO  
(pourcentages de variation annuelle)



Sources: Bloomberg, Consensus Economics, BCE, BNB.  
(1) Taux d'inflation implicite dérivé de contrats d'échange couvrant le risque d'inflation dans la zone euro, pour une période de cinq ans débutant cinq ans après la conclusion du contrat.

de maintenir une offre de crédits aux ménages et aux entreprises à des taux abordables. Cette mesure avait été adoptée en octobre 2008, dans le cadre de la politique de « soutien renforcé du crédit » qui avait été mise en place à la suite de l'aggravation des tensions financières suscitée par la faillite de la banque Lehman Brothers. Elle avait été temporairement suspendue pour les opérations régulières à trois mois au début de 2010, mais avait été réintroduite en mai de cette même année, dans la foulée de la première grande vague de tensions liées à la crise de la dette souveraine.

La deuxième mesure qui a été conservée est le programme pour les marchés de titres (SMP), introduit en mai 2010 dans le contexte de la crise de la dette publique. À travers celui-ci, l'Eurosystème cherche essentiellement, au moyen d'achats de titres de la dette publique sur le marché secondaire, à rétablir le bon fonctionnement des marchés de titres et, partant, à préserver le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Les emprunts publics sont traditionnellement un élément important du processus de transmission, dans la mesure où leurs taux servent de référence pour la tarification des autres contrats financiers et pour la rémunération des titres à revenu fixe. Ils sont par ailleurs régulièrement utilisés comme garantie dans le cadre des contrats interbancaires. Par conséquent, une variation excessive ou brutale de la valeur ou de la disponibilité de ces titres peut entraîner une détérioration des conditions de financement des banques et avoir des répercussions négatives sur l'offre et sur le prix des crédits bancaires aux ménages et aux entreprises. L'effet du SMP sur la liquidité du secteur bancaire est systématiquement stérilisé au moyen d'opérations hebdomadaires d'absorption de liquidités.

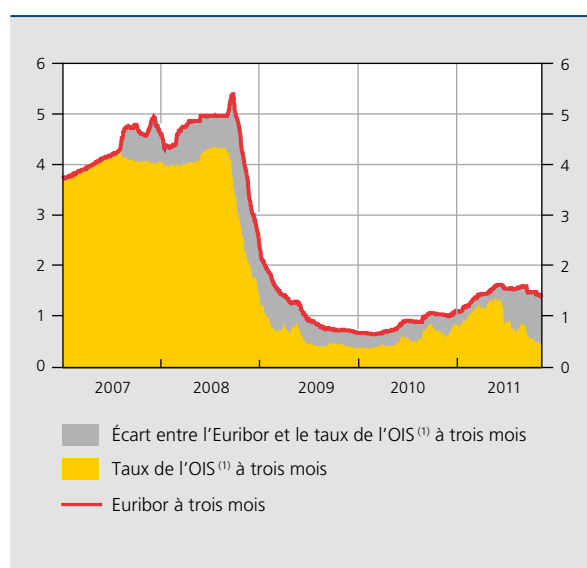
Parmi les autres mesures prises précédemment et toujours en vigueur en 2011, citons encore l'élargissement de la liste des actifs admis en garantie des opérations de refinancement. S'agissant de ces derniers, le Conseil des gouverneurs avait toutefois choisi en 2010 d'appliquer, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011, une décote progressive sur les actifs les moins bien notés. Par ailleurs, les accords de swap conclus avec la Federal Reserve ont été maintenus. Ils permettent à l'Eurosystème de fournir des liquidités en dollars des États-Unis contre remise de garanties éligibles. Enfin, la suspension des exigences minimales en matière de notation pour les obligations émises ou couvertes par les pouvoirs publics grecs n'a pas subi d'amendement. Au contraire, dans le but d'assurer l'accès des banques des autres pays en grande difficulté financière aux liquidités de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs a adopté des dispositions similaires pour les titres émis ou garantis par les gouvernements irlandais, le 31 mars, et portugais, le 7 juillet.

Au **second semestre**, les tensions financières s'étant exacerbées, le Conseil des gouverneurs a décidé de nouvelles mesures. Sur fond de nouvelles inquiétudes quant à la capacité de la Grèce de rembourser sa dette, un regain de tensions s'est en effet fait jour durant l'été sur plusieurs marchés de la dette publique de la zone euro. Si les écarts de taux vis-à-vis du Bund allemand se sont à nouveau creusés pour l'ensemble des obligations souveraines, l'Italie et l'Espagne ont été particulièrement touchées, marquant une étape de plus dans la contagion de la crise de la dette publique. Ces événements se sont accompagnés d'une augmentation générale de l'aversion pour les actifs risqués et d'une nette dégradation de la situation sur le marché interbancaire.

Sur le marché monétaire, les primes de risque sont reparties à la hausse. Ainsi, alors que l'écart entre l'Euribor et le taux de l'OIS à trois mois était resté nettement inférieur à 50 points de base au cours du premier semestre, il a progressivement grimpé, atteignant près de 100 points de base au début du mois de décembre, soit un niveau qui n'avait plus été observé depuis le début de 2009, aux premiers stades de la crise financière. Cette majoration de la prime de risque a toutefois été plus que compensée par un repli du taux de l'OIS, reflet d'une révision à la baisse des attentes en matière de taux directeurs, dans le contexte d'une décélération de l'activité économique. L'Euribor à trois mois, qui constitue un taux de référence pour la tarification des emprunts du secteur privé, est ainsi

**GRAPHIQUE 21 TAUX D'INTÉRÊT À TROIS MOIS**

(données journalières)



Sources : BCE, Thomson Reuters Datastream.

(1) Taux de l'*Overnight Index Swap* : taux fixe payé par la contrepartie d'un contrat de swap de taux d'intérêt qui perçoit les taux au jour le jour (Eonia) pour trois mois.

resté relativement stable, diminuant quelque peu dans la foulée des réductions des taux directeurs de novembre et de décembre.

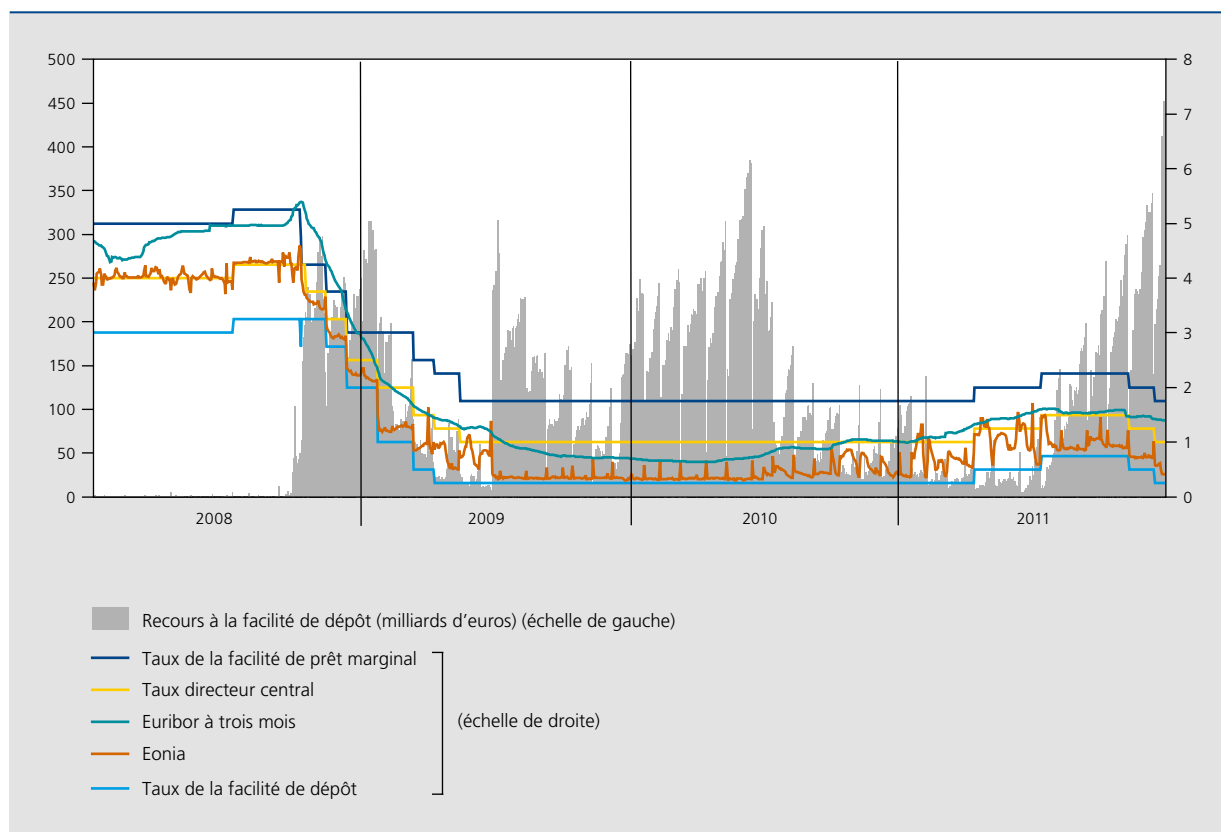
La réticence des établissements de crédit à se prêter entre eux s'est également traduite par un recours plus intense aux prêts de l'Eurosystème à compter du mois d'août. En conséquence, le surplus de liquidités sur le marché monétaire s'est sensiblement accru, passant de 30 milliards d'euros en moyenne au cours des six premiers mois de l'année à près de 150 milliards en septembre et à plus de 300 milliards en décembre. À cet égard, il est important de souligner que l'usage plus large de la facilité de dépôt est la contrepartie presque automatique du recours accru aux opérations de refinancement de l'Eurosystème. En effet, la liquidité ainsi injectée ne peut donner lieu que très partiellement et avec retard à une demande accrue de billets ou à une augmentation des réserves obligatoires, principales « fuites » possibles dans le circuit fermé de la monnaie de banque centrale au sein du système bancaire. L'augmentation des dépôts auprès de l'Eurosystème témoigne ainsi des tensions sur le marché interbancaire,

mais ne renseigne guère sur l'évolution des crédits octroyés par les banques et de leur portefeuille de titres.

Parallèlement à cet accroissement de la liquidité, le taux des dépôts au jour le jour sur le marché interbancaire (Eonia), qui était resté volatil jusqu'à la mi-juillet, dépassant à plusieurs reprises le taux directeur central, est revenu plus systématiquement à un niveau proche du taux de la facilité de dépôt. L'évolution de l'Eonia suit une logique assez simple, qui tient à la fois à la politique d'octroi illimité de liquidités de l'Eurosystème et au niveau de confiance qui règne sur le marché interbancaire non garanti. Lorsque les tensions sur ce dernier sont élevées, seule une poignée de banques – les plus saines – y ont accès, et l'Eonia tend à se rapprocher du taux de la facilité de dépôt, son plancher naturel. En effet, les autres banques en déficit de liquidités doivent davantage recourir à l'Eurosystème pour se refinancer à des conditions acceptables, tandis que les banques en surplus de liquidités placent celles-ci auprès de l'Eurosystème au taux de la facilité de dépôt. En revanche, lorsque la confiance s'améliore, certaines banques retrouvent peu à peu le chemin

**GRAPHIQUE 22** RECOURS À LA FACILITÉ DE DÉPÔT ET TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO

(données journalières)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BCE.

du marché en blanc à des taux inférieurs au taux principal de refinancement de la BCE. La discrimination qui se produit alors entre les débiteurs sur le marché interbancaire tire l'Eonia vers le haut.

Les tensions que la crise de la dette souveraine a engendrées sur le marché interbancaire ont incité les banques à relever leurs critères d'octroi de crédits, menaçant dès lors la bonne transmission de la politique monétaire. Dans ce contexte, et dans le but de réduire les contraintes de financement des banques, le Conseil des gouverneurs, à partir du mois d'août, a progressivement adopté de nouvelles mesures de politique monétaire non conventionnelles. Sa première décision a été de conduire une nouvelle opération de fourniture de liquidités à six mois, à taux fixe, avec satisfaction intégrale des soumissions, le taux appliqué étant égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement sur toute la durée de l'opération. De surcroît, après que les gouvernements italien et espagnol

avaient annoncé de nouvelles mesures budgétaires et structurelles, il a réactivé le SMP. Jusqu'alors, les achats s'étaient concentrés dans les semaines qui avaient suivi la mise en œuvre du programme, en mai 2010, et celui-ci était resté inactif d'avril à juillet 2011. D'août à décembre 2011, des titres publics ont été acquis pour un montant de 137,5 milliards d'euros, ce qui a porté à 211,5 milliards la valeur du portefeuille des titres achetés depuis l'entrée en vigueur du programme, lesquels sont évalués aux prix d'acquisition, soit 7,7 % du bilan consolidé de l'Eurosystème.

Le 15 septembre, il a été décidé de conduire trois opérations supplémentaires de fourniture de liquidités à trois mois en dollars des États-Unis, respectivement en octobre, novembre et décembre 2011. De telles opérations existaient déjà sur une base hebdomadaire mais, face à la plus grande difficulté des établissements de crédit de la zone euro pour se financer en dollars, il a été jugé nécessaire de proposer des prêts de plus longue durée.

## Encadré 2 – La transmission récente de la politique monétaire dans la zone euro

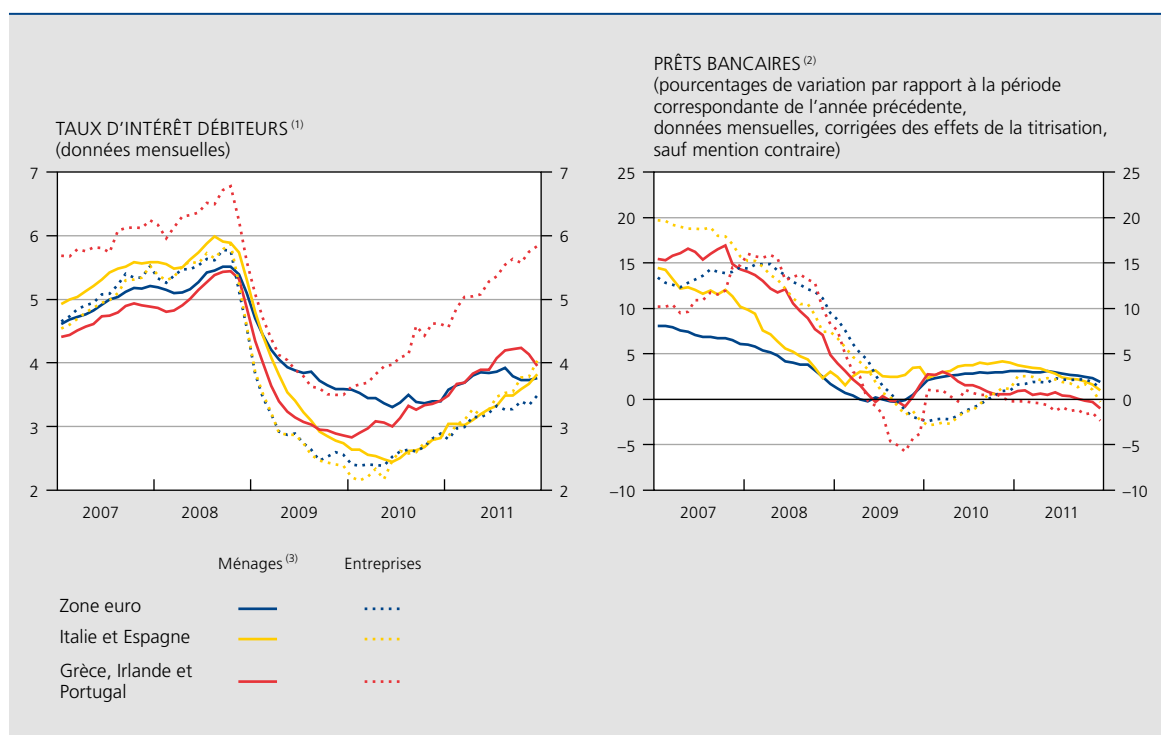
Les effets de contagion de la crise de la dette souveraine ont directement affecté les bilans des établissements bancaires de la zone euro et ont pesé sur leurs positions de liquidité et de solvabilité. Dans ce contexte, les banques ont eu tendance à restreindre le crédit et à répercuter la hausse de leurs propres coûts de financement sur les taux des crédits qu'elles allouent aux ménages et aux sociétés non financières. Étant donné le traditionnel biais national en matière de détention d'obligations souveraines et le rôle de référence des taux souverains dans la formation des autres taux d'intérêt de l'économie, ces comportements ont été particulièrement marqués dans les pays qui se sont trouvés au cœur de la crise de la dette publique.

Ainsi, certaines divergences quant à la transmission de la politique monétaire sont apparues entre les pays de la zone euro à partir de la première vague d'aggravation de la crise de la dette publique, au printemps de 2010. L'on constate par exemple depuis lors que les taux des crédits bancaires, tant aux ménages qu'aux sociétés non financières, se sont accrus davantage en Grèce, en Irlande et au Portugal que dans le reste de la zone euro. En outre, ils ont sensiblement augmenté en Italie et en Espagne à compter de l'été de 2011, à la suite de la très nette contagion de la crise de la dette publique à ces deux pays. S'agissant du volume des prêts, l'intensification de la crise de la dette souveraine semble avoir eu des effets restrictifs plus prononcés dans les pays les plus touchés par les tensions financières. L'on remarque ainsi que les taux de croissance moyens des prêts aux ménages et aux sociétés non financières en Grèce, en Irlande et au Portugal ont suivi une tendance négative tout au long de 2010, alors que, dans le même temps, les taux de croissance des prêts au secteur privé de la zone euro dans son ensemble se sont affichés en hausse.

Les difficultés de financement des établissements de crédit, dans le contexte de la crise de la dette publique, ne constituent cependant pas la seule cause de ces évolutions. Ainsi, le bas niveau de la croissance des prêts au secteur privé dans plusieurs pays en difficulté traduit également le manque général de confiance des agents économiques et la faiblesse de l'activité. Il compense par ailleurs souvent les excès du passé, qui ont donné lieu à un niveau d'endettement élevé du secteur privé. En ce qui concerne les taux d'intérêt, certains développements peuvent par ailleurs refléter les habitudes d'emprunt des agents économiques. Une plus grande propension des



## FINANCEMENT BANCAIRE DU SECTEUR PRIVÉ DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE, BNB.

(1) Taux offerts pour les nouveaux emprunts, pondérés par les montants de ces derniers et par les PIB des pays respectifs, toutes maturités confondues.

(2) Pondération par les PIB des pays respectifs, données non corrigées pour la titrisation avant février 2010.

(3) Taux des prêts au logement uniquement.

ménages ou des sociétés non financières à emprunter à taux variable renforce par exemple les fluctuations des taux moyens, à la hausse comme à la baisse. À cet égard, les plus fortes variations des taux des crédits aux ménages en Italie et en Espagne doivent être interprétées avec prudence.

La crise de la dette publique représente un défi majeur pour la bonne transmission de la politique monétaire dans la zone euro. Afin de préserver celle-ci, le Conseil des gouverneurs a mis en place un programme pour les marchés de titres en mai 2010. Il convient de noter que si ce dernier a pu limiter les effets de la crise de la dette publique sur le reste de l'économie, il n'en combat toutefois pas les causes, dont l'élimination incombe avant tout aux États.

En octobre, le Conseil des gouverneurs a adopté un paquet important de nouvelles mesures non conventionnelles. Tout d'abord, il a décidé de mener deux opérations à plus long terme additionnelles, l'une en octobre, d'une maturité de douze mois, et l'autre en décembre, de treize mois, selon une procédure de satisfaction intégrale des soumissions, au taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement sur toute la durée des opérations. L'objectif de cet allongement de l'horizon pour la fourniture de liquidités était de réduire l'incertitude des banques en matière de financement et de les encourager

ainsi à ne pas interrompre l'offre de crédits à l'économie. Ensuite, le Conseil des gouverneurs a annoncé que toutes les opérations de refinancement continueraient d'être conduites selon une procédure de satisfaction intégrale des soumissions et à taux fixe jusqu'à la mi-2012. Enfin, il a convenu de lancer un deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées. Ces titres ont été ciblés dans la mesure où ils représentent une source de financement substantielle pour les banques de la zone euro, et les conditions sur ce marché sont ainsi un déterminant important de la capacité de celles-ci de prêter à leurs propres



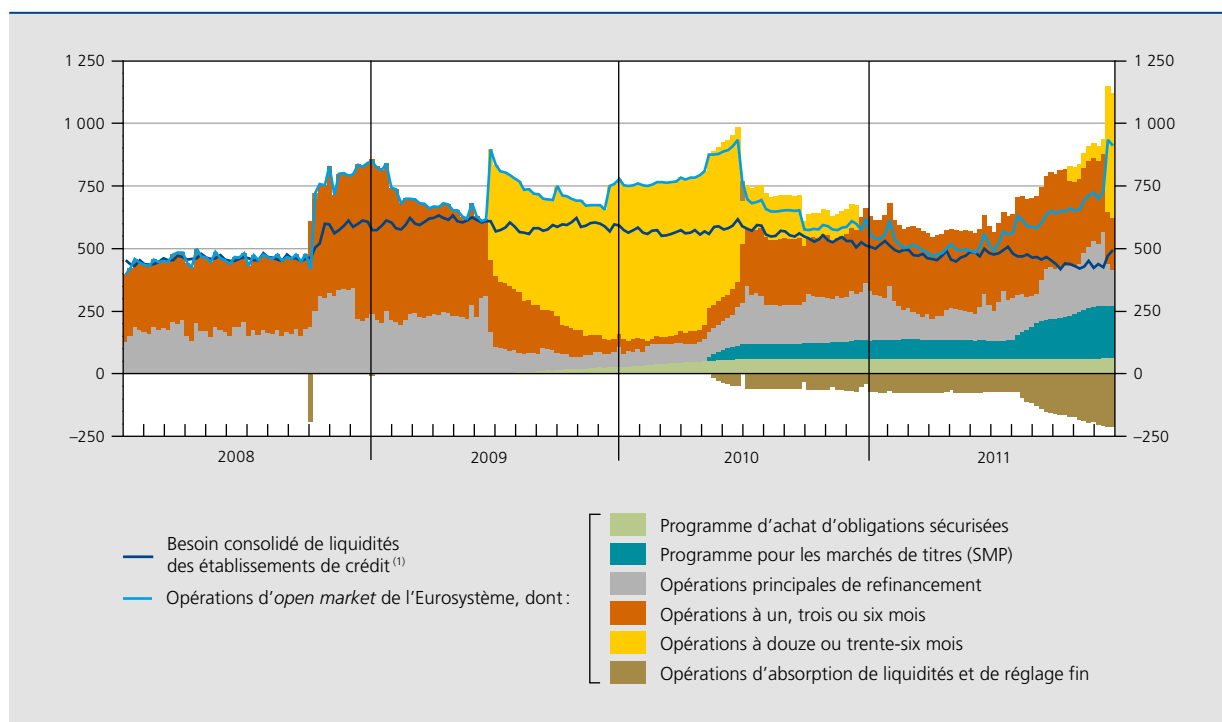
clients. Alors que le premier programme d'achat s'était traduit par l'acquisition d'un portefeuille d'obligations sécurisées pour un montant total de 60 milliards d'euros entre juillet 2009 et juin 2010, le nouveau plan prévoyait des achats pour un total de 40 milliards sur une période d'un an débutant en novembre 2011.

Le 30 novembre, la Banque du Canada, la Bank of England, la Banque du Japon, la BCE, la Federal Reserve et la BNS ont annoncé une action concertée destinée à atténuer les tensions sur les marchés financiers et, partant, à en réduire l'incidence sur l'offre de crédits au secteur privé. Les banques centrales ont décidé d'abaisser de 50 points de base le taux appliqué dans le cadre du dispositif temporaire d'échange réciproque de devises existant (swaps en dollars des États-Unis) et de le ramener ainsi au taux des swaps au jour le jour (OIS) en dollars, majoré de 50 points de base. Les accords de swap correspondants ont été prolongés jusqu'au 1<sup>er</sup> février 2013. En outre, des adjudications de prêts en dollars à trois mois continueront d'être menées par la BCE et par trois autres banques centrales. Enfin, par mesure de précaution, il a été convenu d'établir des accords bilatéraux temporaires de swaps de devises, afin que des liquidités puissent être

fournies sur chaque territoire dans chacune des devises si les conditions de marché devaient le justifier.

Lors de sa réunion du 8 décembre, dans le cadre de ses efforts continus pour soutenir la liquidité des banques et faciliter le fonctionnement du marché interbancaire de la zone euro, le Conseil des gouverneurs a adopté un nouveau train de mesures non conventionnelles. Premièrement, il a décidé de conduire deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de 36 mois, en décembre 2011 et en février 2012, selon la procédure d'une satisfaction intégrale des soumissions, au taux correspondant à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant leur durée respective. Afin d'assurer une grande flexibilité aux banques, ces opérations ont en outre été assorties d'une option de remboursement anticipé après un an. La première opération, menée en décembre, a remplacé l'opération à 13 mois annoncée au mois d'octobre, tandis que la possibilité a été offerte aux établissements de reporter sur cette opération à 36 mois la totalité des montants alloués au titre de l'opération à douze mois conduite en octobre. Elle s'est soldée par l'allocation de 489,2 milliards d'euros, et a généré une injection nette

**GRAPHIQUE 23** BESOIN CONSOLIDÉ DE LIQUIDITÉS ET OPÉRATIONS D'OPEN MARKET DE L'EUROSISTÈME <sup>(1)</sup>  
(encours à fin de semaine, milliards d'euros)



Source : BCE.

(1) Besoin de liquidités provenant des « facteurs autonomes », comme la demande de billets, et des réserves obligatoires. La différence entre les opérations d'open market de l'Eurosystème et ce besoin de liquidités est le surplus ou déficit (-) de liquidités sur le marché monétaire. Celui-ci correspond au solde du recours des établissements de crédit aux facilités permanentes de dépôt et de prêt marginal, plus les réserves excédentaires.

de liquidités de l'ordre de 210 milliards. Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a voulu élargir l'éventail des actifs admis en garantie des prêts de l'Eurosystème, en abaissant le seuil de notation exigé pour certains titres adossés à des actifs (*Asset-Backed Securities* – ABS) et en permettant aux banques centrales nationales d'accepter en garantie des prêts bancaires respectant des critères d'éligibilité bien spécifiques. Troisièmement, le taux des réserves obligatoires a été ramené de 2 à 1 % à dater de la période de constitution des réserves débutant le 18 janvier 2012, ce qui diminue le besoin consolidé de liquidités des établissements de crédit et libère une partie des actifs utilisés en garantie des prêts de l'Eurosystème.

Toutes ces mesures non conventionnelles de politique monétaire permettent de soutenir l'intermédiation financière en période de grandes tensions sur les marchés.

Elles n'offrent cependant pas de solution pérenne aux difficultés financières des États ou des établissements de crédit. Au contraire, sur le long terme, elles peuvent avoir des effets pervers, en ce sens que, pour les acteurs concernés – les banques et les gouvernements –, elles réduisent les incitations à procéder aux assainissements bilanciaux nécessaires. En outre, toujours sur le long terme, de telles mesures, combinées à une orientation accommodante de la politique monétaire, sont susceptibles d'alimenter une prise de risques excessive de la part des agents économiques et de se révéler dès lors défavorables à la croissance et à la stabilité des prix. Tout en répondant à des distorsions, elles risquent ainsi d'en créer d'autres si elles sont maintenues trop longtemps. Dans ce cadre, le Conseil des gouverneurs a continuellement rappelé qu'elles étaient exceptionnelles, par définition, et temporaires, par nature.

## 3. Activité et marché du travail

*L'économie belge a relativement bien résisté à la crise économique et financière mondiale jusqu'au début de l'année sous revue. La croissance a encore été vive au premier trimestre de 2011. Elle s'est ensuite affaiblie et le PIB, qui s'est inscrit en hausse de 1,9% en moyenne annuelle, s'est légèrement replié au second semestre par rapport au premier. De même, l'emploi a crû de 56 000 unités en moyenne annuelle mais les créations d'emplois ont cessé dans le courant de l'année. Le chômage est revenu de 8,4 à 7,3% de la population active. Il a surtout reculé en Flandre, où il avait le plus augmenté en 2009. Le taux d'épargne des particuliers est remonté à cause des incertitudes liées à la crise de la dette publique dans la zone euro, ce qui a freiné les dépenses de consommation. Les investissements des entreprises sont restés assez soutenus. En revanche, la croissance des exportations de biens et services a ralenti plus que celle des importations. Sous l'effet de ces évolutions et de la détérioration des termes de l'échange, le prêt net de la Belgique au reste du monde s'est amoindri.*

### 3.1 Activité économique et emploi

En 2011, l'environnement économique et financier international a de nouveau imprimé une marque forte, mais contrastée, à l'évolution de l'économie belge. S'inscrivant dans le prolongement de la reprise amorcée à la mi-2009, la consolidation de l'activité s'est poursuivie au début de 2011 : après avoir atteint 2,3 % en moyenne en 2010, la croissance annuelle en volume du PIB s'est encore renforcée au premier trimestre de l'année sous revue, jusqu'à 2,9 %. Elle a légèrement perdu de son allant au deuxième trimestre, comme cela a également été le cas dans la plupart des autres pays de la zone euro, avant de fléchir sensiblement durant la seconde moitié de l'année, parallèlement à la nette dégradation du climat des affaires. Ainsi, malgré une entame vigoureuse, la progression en volume du PIB s'est établie à 1,9 % en moyenne en 2011.

Faisant suite à un recul de l'activité moins marqué en Belgique qu'en Allemagne ou qu'aux Pays-Bas, à la fin de 2008 et au début de 2009, la phase de reprise robuste a permis de dépasser, dès le premier trimestre de 2011, le niveau du PIB observé trois ans plus tôt, avant que ne survienne la récession mondiale. Parmi les trois principaux pays voisins, seule l'Allemagne en

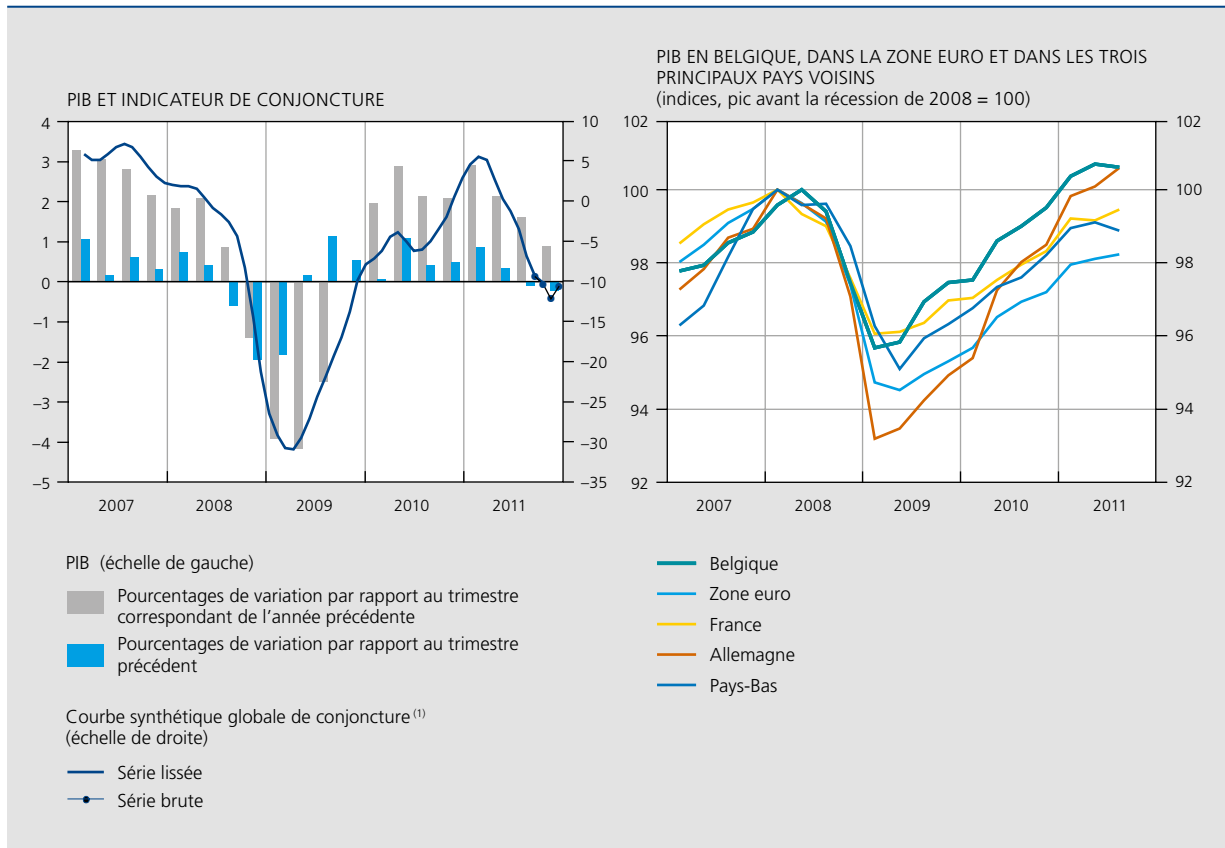
est au même stade. La France et les Pays-Bas n'ont pas encore récupéré la totalité des pertes d'activité et, pour l'ensemble de la zone euro, le PIB s'est situé, au troisième trimestre de 2011, à un niveau toujours inférieur de 1,7 % à celui du sommet atteint au premier trimestre de 2008. De ce point de vue, l'économie belge a donc relativement bien traversé le premier épisode de la crise financière et la récession économique de 2008-2009.

Une appréciation similaire s'applique à l'emploi national, puisque l'accroissement de 1,2 % du nombre de personnes occupées en 2011, s'ajoutant à une progression de 0,8 % l'année précédente, a été sans commune mesure avec la diminution de 0,1 % enregistrée en 2009. En particulier, grâce au dynamisme de l'activité jusqu'au printemps de l'année sous revue, l'emploi a augmenté de quelque 32 000 unités au premier semestre de 2011. Le rythme des créations d'emplois s'est cependant infléchi au cours de l'année. À la suite de l'affaiblissement de l'activité, plus de 4 000 emplois auraient été détruits au second semestre.

Les performances plutôt satisfaisantes en matière d'activité et d'emploi entre 2008 et la mi-2011 s'expliquent, entre autres, par la situation financière globalement saine

## GRAPHIQUE 24 ÉVOLUTION DU PIB EN BELGIQUE

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



Sources : CE, ICN, BNB.

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

des ménages et des sociétés et par l'absence, durant cette période, d'ajustements structurels, comme en ont connu d'autres pays européens, sur les plans du marché immobilier, des finances publiques ou de la compétitivité générale de l'économie. Différentes nuances doivent toutefois être apportées à ce constat.

Tout d'abord, il convient de noter que les pouvoirs publics ont continué de soutenir considérablement les créations d'emplois, comme ils le faisaient d'ailleurs déjà antérieurement. À cet égard, ils agissent soit directement, par un accroissement des effectifs dans l'administration ou dans les branches fortement tributaires du financement public, comme la santé, soit indirectement, par des subventions octroyées pour certains types d'emplois dans le secteur privé, y compris dans le cadre du système des titres-services. Ces actions, présentées en détail à la section 3.2, obèrent les finances publiques.

Ensuite, l'accélération de la croissance de l'emploi en 2011, dans la continuité de l'année précédente, est allée

de pair avec une relative stagnation de la durée implicite de travail par personne et du niveau de la productivité apparente du travail. En reculant fortement à la fin de 2008 et au début de 2009, ces deux variables avaient largement contribué à amortir l'incidence de la récession sur l'emploi. Par la suite, leur redressement est demeuré limité, eu égard à la vigueur de la reprise de la croissance économique.

En effet, la croissance du volume de travail a été à peine plus dynamique que celle de l'emploi en 2010 et en 2011, ce qui signifie que l'allongement de la durée de travail par personne a été modeste, de 0,2% en 2010 et de 0,4% en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2011, alors que celle-ci avait diminué de 1,4% en 2009. Au terme d'un mouvement régulier de réduction, entamé dès la mi-2009, parallèlement à la reprise économique, le recours au chômage temporaire est revenu à un niveau proche de sa moyenne de long terme au premier semestre de 2011. Il s'est toutefois à nouveau accru au troisième trimestre, sous l'effet

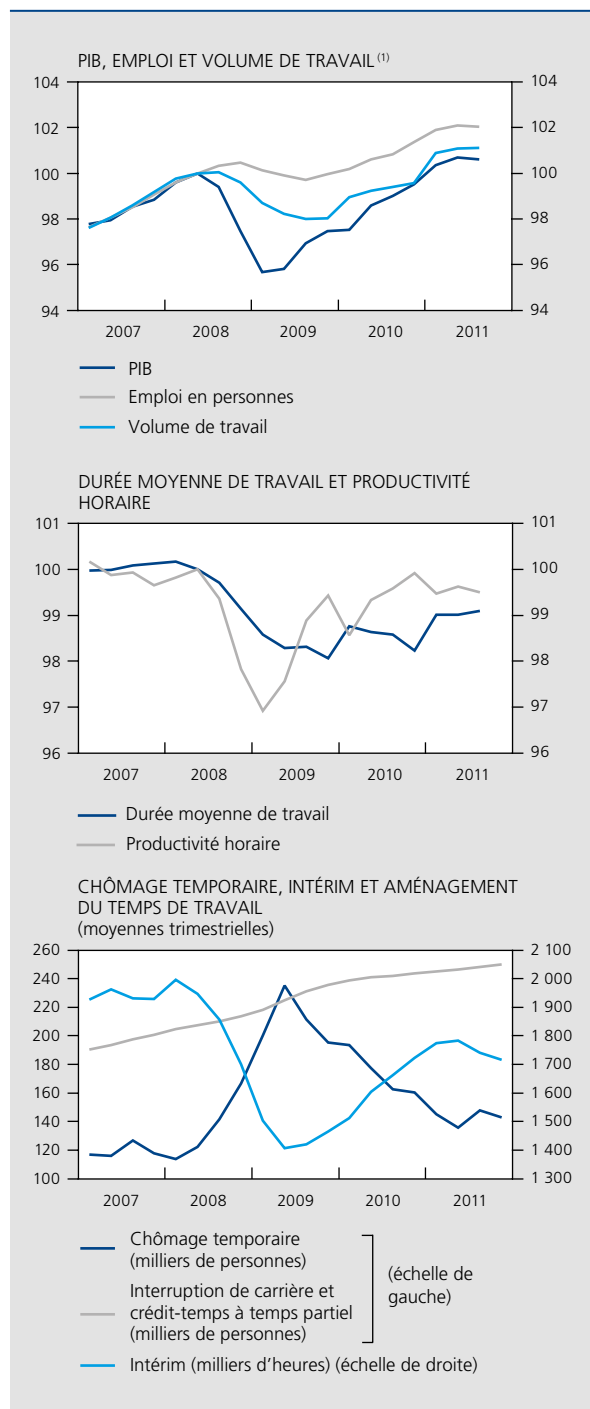
de la détérioration des conditions économiques. Des phénomènes plus structurels ont aussi pesé sur la durée moyenne de travail, notamment l'augmentation de la part de l'emploi à temps partiel et le succès des mesures d'aménagement du temps de travail.

Le crédit-temps à temps partiel est la forme la plus commune d'aménagement du temps de travail ; il est particulièrement prisé par les travailleurs de plus de 50 ans. Les congés thématiques à temps partiel (congé parental, assistance médicale et soins palliatifs) ont également gagné en importance, croissant de 18 % en 2010 et de 3 % en 2011, notamment parce que diverses dispositions ont rendu le congé parental plus attrayant, tant dans le secteur public que dans le secteur privé. Parmi les nouveaux emplois, le système des titres-services a continué de concourir à la création d'emplois pour des prestations correspondant en moyenne à un mi-temps. Quelque 12 000 postes supplémentaires ont encore été créés dans ce cadre en 2011, tandis que 14 000 l'avaient déjà été en 2010. Selon les données de l'ONEM, plus de 88 % des travailleurs occupés sous ce régime l'étaient à temps partiel en 2010. Les travailleurs intérimaires, qui effectuent en général des missions de courte durée correspondant à des prestations inférieures à celles d'un temps plein en moyenne annuelle, contribuent également à cette progression de l'emploi à temps partiel. En glissement annuel, l'emploi intérimaire a augmenté à un rythme soutenu à partir du deuxième trimestre de 2010. Il a toutefois amorcé une décélération dès le deuxième trimestre de 2011, réagissant plus rapidement que les autres formes d'emploi à la dégradation du climat conjoncturel.

Par ailleurs, la relative résistance de l'emploi durant la crise s'était accompagnée de baisses importantes de la productivité apparente, supportées par les entreprises. La productivité horaire dans l'ensemble de l'économie, après avoir augmenté de 1,2 % en 2010, n'a crû que de 0,4 % sur les trois premiers trimestres de l'année sous revue, alors qu'elle avait à peine retrouvé son niveau d'avant la crise. Si l'on tient compte du fait que cette variable affiche une évolution tendancielle positive, sa croissance a été faible dans une perspective historique. Cette progression modérée en 2011 s'explique par le comportement de rétention de main-d'œuvre des employeurs. Face au ralentissement de l'activité, qui était perçu au premier semestre de 2011 comme de moindre intensité et potentiellement de plus courte durée que la récession de 2008-2009, les entreprises ont à nouveau préféré conserver leurs effectifs, compte tenu des difficultés qu'elles risqueraient d'éprouver pour retrouver du personnel qualifié. En outre, le soutien de l'emploi par des mesures favorisant l'embauche de travailleurs

## GRAPHIQUE 25 PIB, EMPLOI, DURÉE DE TRAVAIL ET CHÔMAGE TEMPORAIRE

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



Sources : Federgon, ICN, ONEM, BNB.

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

peu qualifiés et la création d'emplois dans les services à faible productivité ont également contribué à cette évolution.

Le tassement des gains de productivité apparente du travail s'observait déjà durant les années de haute conjoncture qui ont immédiatement précédé la grande récession. De manière générale, il s'inscrit dans une tendance de recul de la croissance potentielle de l'économie, largement attribuable à l'évolution de ce qu'il est convenu d'appeler la productivité totale des facteurs (PTF). Estimée de manière indirecte, et donc soumise à une incertitude de mesure, cette variable reflète l'efficacité avec laquelle, au niveau de l'ensemble de l'économie, le travail et le capital sont mis en œuvre dans le processus de production.

La crise financière et la récession économique de 2008-2009 ont révélé et renforcé la diminution de la PTF – notamment parce que la restructuration brutale de certaines activités donne lieu à des difficultés d'adaptation – et une amélioration en la matière n'est pas encore visible. En conséquence, la croissance potentielle a poursuivi son recul en 2009 et en 2010, se stabilisant à un taux évalué par la Banque à 1,3 % en 2011, soit un résultat proche des estimations d'autres institutions. Accroître le potentiel de croissance de l'économie requiert d'augmenter le taux d'emploi et de stimuler l'innovation en termes de produits

et de processus de production, notamment en encourageant l'esprit d'entreprise et en facilitant l'apparition de nouveaux acteurs.

La consolidation de la demande intérieure, entre autres sous l'impulsion des investissements, et l'essoufflement progressif des échanges internationaux ont donné lieu à une réallocation de la croissance de l'activité au cours du premier semestre de l'année sous revue, des branches les plus tributaires de la demande mondiale vers les branches plus orientées vers le marché intérieur. En effet, alors que la progression de la valeur ajoutée avait été plus vive dans l'industrie que dans les autres branches en 2010, comme c'est de coutume lorsque la reprise économique est principalement alimentée par la demande extérieure, le raffermissement de la demande intérieure a entraîné par la suite un regain d'activité dans les services. Dans ce contexte, la part de la contribution des services marchands à la croissance à un an d'écart de la valeur ajoutée est passée de 25 % au second semestre de 2010 à 43 % au premier semestre de 2011. Dans le même temps, la part de la contribution de l'industrie à la croissance est retombée de 48 à 28 %.

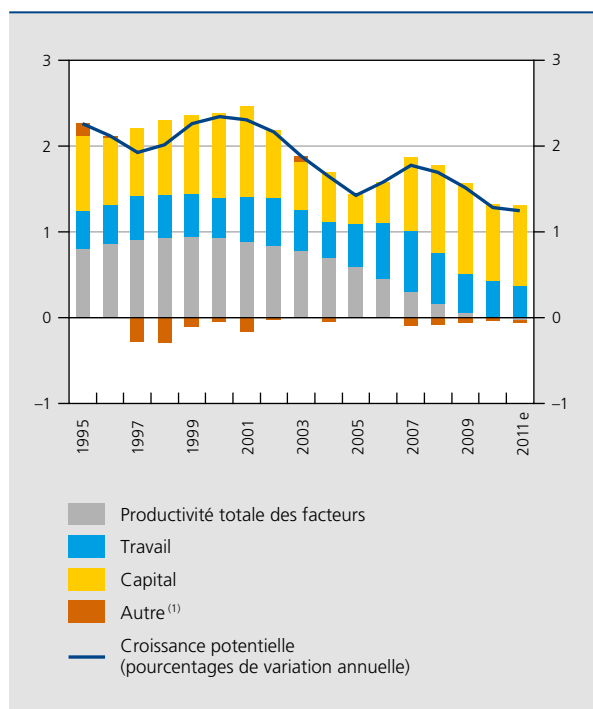
Cette réorientation des sources de la croissance pendant la phase de consolidation de l'activité s'est accompagnée d'évolutions spécifiques de l'emploi et de la productivité dans les différentes branches.

Dans les services marchands, le taux de croissance annuelle de la valeur ajoutée a atteint 2,2 % au cours des deux premiers trimestres de l'année sous revue, dépassant ainsi le taux de 1,6 % observé en moyenne en 2010. Cette consolidation a permis de retrouver, dès le premier trimestre de 2011, un niveau d'activité comparable à celui d'avant la récession. L'emploi salarié a enregistré une accélération similaire, croissant en moyenne de 2,4 % sur les deux premiers trimestres de 2011, contre 1,5 % en 2010. En revanche, les heures ouvrées par personne, qui n'avaient pas progressé en 2010, ont à nouveau reculé au premier semestre de 2011, illustrant l'expansion des emplois à temps partiel dans ce secteur, où le poids de l'horeca et celui de l'intérim sont importants. La productivité horaire n'a pas affiché de variation significative au cours de cette période.

Alors qu'ils avaient nettement rebondi en 2010, les échanges commerciaux au sein des économies avancées ont ralenti, ce qui a pesé sur le dynamisme de l'activité dans l'industrie dès le premier semestre de 2011. La variation annuelle de la valeur ajoutée y est revenue de 6,3 % au dernier trimestre de 2010 à 3,8 % au deuxième trimestre de 2011. Cet étiolement de la croissance a touché l'ensemble des branches industrielles. Il a toutefois été

**GRAPHIQUE 26** ESTIMATION DE LA CROISSANCE POTENTIELLE EN BELGIQUE

(contributions à la croissance potentielle, points de pourcentage, sauf mention contraire)

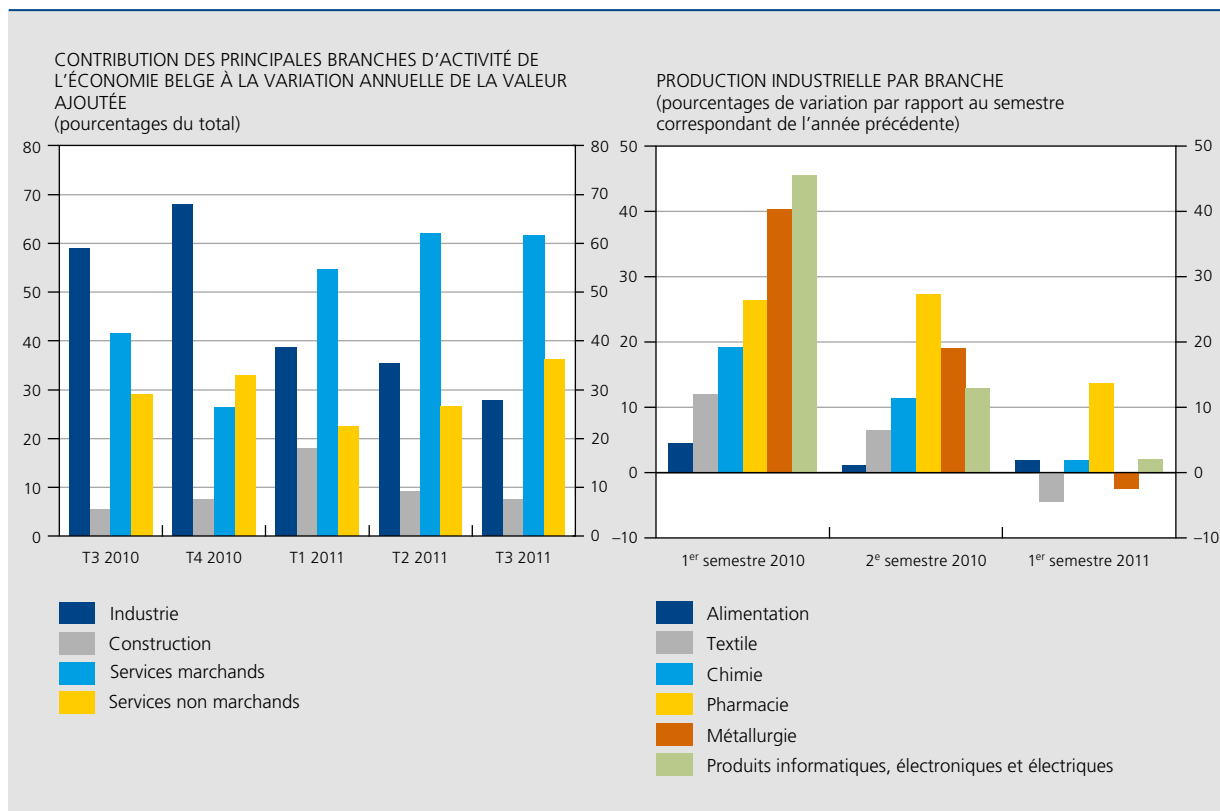


Source : BNB.

(1) Valeur ajoutée des administrations publiques, approximée par les salaires et pensions de ce secteur.

**GRAPHIQUE 27 VALEUR AJOUTÉE DES PRINCIPALES BRANCHES D'ACTIVITÉ**

(données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Sources : DGSIE, ICN.

ressenti avec moins d'acuité par l'industrie pharmaceutique, qui est plus intensive en recherche et développement. Selon les statistiques de production industrielle, le taux de croissance annuel observé au premier semestre de l'année sous revue dans l'industrie pharmaceutique a certes fléchi par rapport à l'année précédente mais, à 13,7 %, il se compare favorablement aux reculs de la production de 4,5 % dans l'industrie textile et de 2,4 % dans la métallurgie. Au deuxième trimestre de 2011 – soit neuf trimestres après le creux de 2009 –, la valeur ajoutée de l'industrie se situait encore 4,9 % au-dessous du pic qu'elle avait atteint avant la grande récession. La reprise s'est traduite, davantage que dans les autres branches, par un relèvement marqué de la productivité – avec une croissance annuelle de 5,1 % en 2010 et de 3,1 % au premier semestre de 2011 –, qui a porté celle-ci à un niveau largement supérieur à celui prévalant avant la récession. Le degré élevé de concurrence dans cette branche très ouverte internationalement explique ce retour rapide de la productivité à sa trajectoire tendancielle, après le choc observé en 2009. Parallèlement, la durée moyenne de travail par personne s'est normalisée, à mesure que la consolidation de l'activité permettait

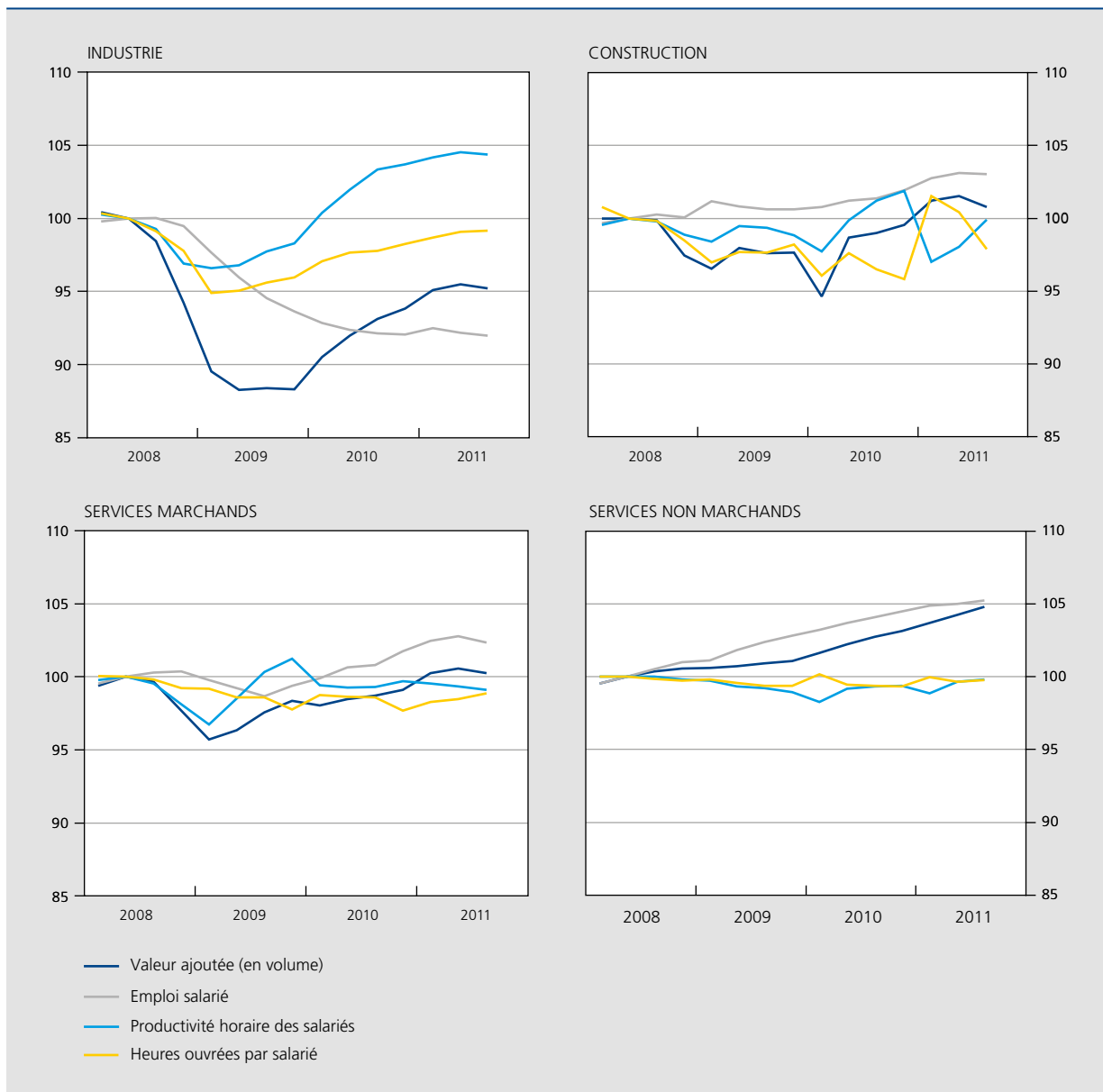
la résorption du chômage temporaire. Le recours au chômage temporaire a toutefois à nouveau quelque peu augmenté dans le courant de 2011. Compte tenu des développements de la productivité et de la durée implicite de travail, l'emploi salarié a poursuivi son mouvement de contraction : après avoir baissé de 3,2 % en 2010, il a encore diminué de 0,2 % sur les trois premiers trimestres de l'année sous revue.

Dans la construction, après un début d'année 2010 difficile en raison d'un hiver rigoureux, la consolidation de l'activité s'était poursuivie à un rythme modéré durant tout le reste de cette année. Ce mouvement s'est amplifié au premier trimestre de 2011, la valeur ajoutée ayant alors augmenté de 1,7 % par rapport au trimestre précédent. Cette phase de renforcement a été soutenue par les dispositions temporaires arrêtées dans le cadre du plan de relance économique, qui ont entraîné une forte hausse des demandes de permis de bâtir durant les premiers mois de 2010, et des mises en chantier dans la foulée. Ces mesures comprenaient notamment une réduction temporaire, jusqu'à la fin de 2010, du taux de TVA appliqué sur une tranche de 50 000 euros pour les constructions



**GRAPHIQUE 28** VALEUR AJOUTÉE, EMPLOI SALARIÉ, PRODUCTIVITÉ HORAIRE ET HEURES OUVRÉES PAR SALARIÉ DANS LES PRINCIPALES BRANCHES D'ACTIVITÉ

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



Source: ICN.

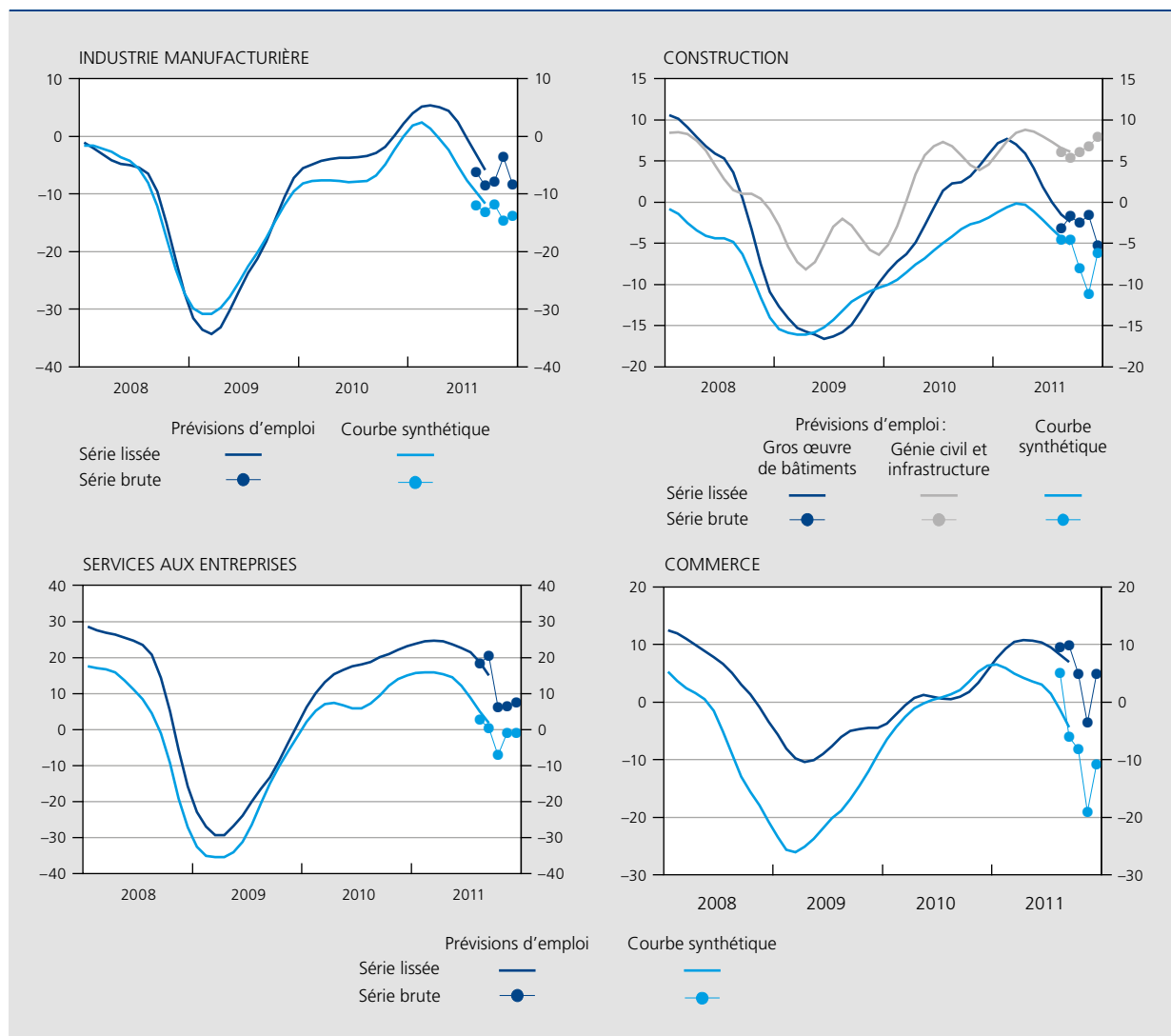
neuves, à condition que la demande de permis de bâtir ait été introduite avant le 1<sup>er</sup> avril et que les travaux aient été facturés avant la fin de l'année. Eu égard aux conditions climatiques de l'hiver 2010-2011, l'administration fiscale a cependant autorisé le report de la remise des factures au début de 2011, ce qui a contribué à soutenir l'activité au premier trimestre. Dans ce contexte, le secteur a retrouvé dès ce moment son niveau d'activité d'avant la crise. L'emploi salarié dans la construction a régulièrement progressé en 2010 et en 2011, sa croissance annuelle

atteignant 1,8 % au cours des trois premiers trimestres de l'année sous revue. Étant donné la nature des activités de construction, le recours au chômage temporaire y constitue un élément clé de l'organisation du travail. Il a enregistré une augmentation importante durant les deux derniers trimestres de 2010, suivie d'une forte diminution au premier trimestre de l'année sous revue. Ces mouvements, liés aux conditions météorologiques, expliquent la large volatilité trimestrielle en matière de productivité et de durée de travail dans ce secteur.

Enfin, les services non marchands, définis ici au sens large puisqu'ils incluent l'administration publique, l'enseignement, la santé, l'action sociale et les autres services, qui représentent près d'un quart de la valeur ajoutée de l'ensemble de l'économie, sont nettement moins tributaires de la conjoncture. L'activité y a conservé un rythme de croissance annuelle proche de celui observé durant l'année précédente, de l'ordre de 2 % en moyenne au premier semestre de 2011. Ces évolutions ne se sont pas accompagnées de variations significatives de la durée individuelle de travail, et la productivité n'a que faiblement augmenté en 2011, de sorte qu'elles se sont surtout répercutées sur l'emploi, qui a progressé de 1,8 % en moyenne en 2010 et de 1,3 % sur les trois premiers trimestres de 2011.

À la mi-2011, au terme d'une phase de reprise qui a duré deux ans, les principales séquelles apparentes de la récession sur l'activité et sur l'emploi s'étaient donc estompées. Néanmoins, tous les effets n'en étaient pas encore résorbés lorsqu'une brutale détérioration de la conjoncture est survenue. Le climat conjoncturel avait commencé à s'affaiblir peu à peu durant le printemps, dans un contexte de ralentissement au niveau mondial ; il s'est ensuite dégradé de façon plus nette dès l'été, en raison de l'exacerbation des tensions sur les marchés de titres de la dette publique dans la zone euro et d'incertitudes politiques en Belgique. En quelques mois, l'indicateur synthétique de conjoncture de la Banque s'est ainsi significativement replié, retombant rapidement sous sa moyenne de long terme.

**GRAPHIQUE 29** INDICATEURS DE CONJONCTURE POUR LES PRINCIPALES BRANCHES D'ACTIVITÉ  
(données corrigées des variations saisonnières)



Source : BNB.

Ce mouvement s'est progressivement généralisé à l'ensemble des branches d'activité.

Dans l'industrie manufacturière, le climat général des affaires s'est infléchi dès le début du printemps. Entre mars et août 2011, la courbe synthétique est revenue d'un solde largement supérieur à sa moyenne de long terme à un niveau inférieur, sans être toutefois retombée aux seuils observés durant la dernière récession. Cette dégradation s'explique en partie par le recul de l'appréciation des carnets de commandes en provenance de l'étranger, dans un contexte de décélération de plus en plus prononcée des échanges commerciaux. En outre, la recrudescence des inquiétudes durant l'été a lourdement pesé sur les perspectives de demande établies durant la seconde moitié de l'année, accentuant la régression de l'indicateur synthétique et entraînant les prévisions d'emploi à la baisse.

La détérioration de la situation conjoncturelle s'est également fait ressentir, mais de façon plus graduelle, dans les secteurs plus orientés vers le marché intérieur. Dans le commerce, le retournement de la confiance s'est opéré en deux temps. La courbe synthétique s'est repliée une première fois au printemps: il semble que, surpris en début d'année par une évolution de la consommation privée sensiblement en retrait de leurs anticipations, les commerçants aient été amenés à revoir à la baisse les perspectives de ventes au cours du deuxième trimestre. À la fin de l'été, elle s'est plus nettement affaissée, en raison d'une chute des perspectives en matière de demande, signe de l'importance du choc constitué par la crise des dettes souveraines et de sa contagion à la sphère réelle de l'économie belge. Les prévisions d'emploi dans le commerce étaient en recul au dernier trimestre de l'année sous revue.

Les services aux entreprises, dont l'activité est à la fois tributaire de la croissance dans l'industrie et de la dynamique du marché intérieur, n'ont pas été épargnés par la dégradation du climat général des affaires. Certes, le recul des indicateurs y a été initialement plus modéré et moins rapide que dans l'industrie, mais il s'est ensuite sensiblement intensifié au cours de l'été, parallèlement à l'accroissement de la baisse des indicateurs dans le commerce. Les prévisions d'emploi dans les services aux entreprises, qui comprennent notamment l'intérim, se sont également détériorées durant la seconde moitié de l'année.

Dans le secteur de la construction, deux éléments ont pesé plus spécifiquement sur l'évolution de la production au second semestre. D'une part, après avoir profité des effets favorables induits par les mesures temporaires adoptées dans le cadre du plan de relance, ce qui avait fortement contribué à la hausse de l'activité en 2010 et au début de 2011, les entreprises de la construction ont par la suite subi le contrecoup de l'arrêt de ces mesures. D'autre part, le secteur de la construction a dû faire face, comme l'ensemble des autres branches de l'économie, à la détérioration générale du climat des affaires et des perspectives économiques. Dans ces conditions, la situation dans la construction s'est fortement dégradée à partir de l'été. Cette tendance a surtout concerné les travaux de gros œuvre de bâtiments, en particulier résidentiels. En revanche, le secteur du génie civil et des travaux routiers a été relativement épargné, notamment grâce au soutien qu'ont constitué les investissements des pouvoirs locaux. Cette dichotomie est également confirmée par les prévisions d'emploi pour les derniers trimestres de 2011, qui font état d'une chute importante dans le secteur du gros œuvre de bâtiments, au contraire des activités de génie civil et d'infrastructures routières.

Le retournement conjoncturel, tel qu'il a été perçu par les chefs d'entreprise, s'est effectivement traduit, dès le troisième trimestre, par un fléchissement de l'activité, quoique relativement limité selon les statistiques mesurant directement la production. Ainsi, le PIB s'est replié de 0,1 % en glissement trimestriel, mettant un terme à neuf trimestres consécutifs de hausse. Le tassement a même été plus marqué dans l'industrie et dans la construction, puisque la valeur ajoutée y a diminué respectivement de 0,3 et 0,8 %. Dans les services, l'activité s'est stabilisée: le recul de 0,3 % de la valeur ajoutée des services marchands a été en effet compensé par la poursuite de la croissance de l'activité dans le secteur des services non marchands, qui a été de 0,5 %.

Selon l'estimation pour le quatrième trimestre, la dégradation de l'activité s'est poursuivie, avec une diminution de 0,2 %, entraînant ainsi l'économie belge dans une récession.

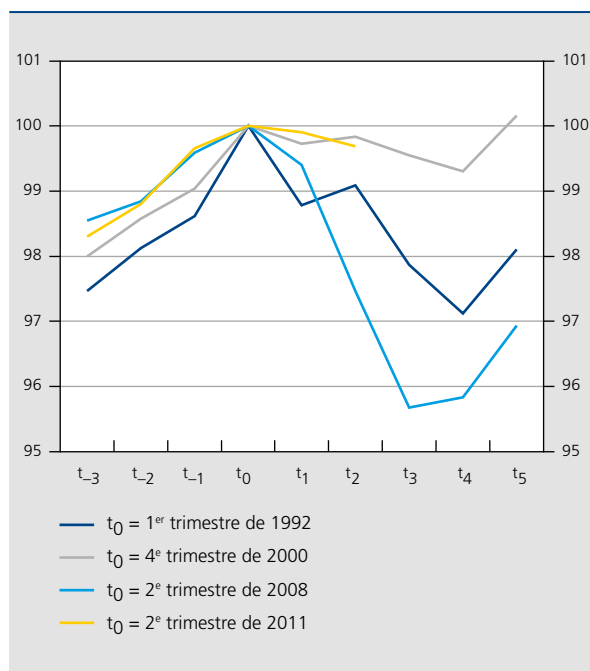
### Encadré 3 – La détérioration du climat conjoncturel en 2011 dans une perspective historique

Les indicateurs de conjoncture issus des enquêtes mensuelles de la Banque se sont fortement repliés dans le courant de 2011, reflétant une détérioration brutale de la situation conjoncturelle. Pour en apprécier l'intensité, le présent encadré compare les mouvements des indicateurs à ceux qui ont été observés lors des phases de basse conjoncture durant les deux dernières décennies. L'analyse porte sur l'évolution de l'indicateur synthétique mensuel des quatre grandes branches d'activité – à savoir l'industrie manufacturière, le commerce, les services aux entreprises et la construction – durant la période qui entoure le pic du PIB avant l'entrée en récession. Au cours des vingt dernières années, de tels pics ont été enregistrés au premier trimestre de 1992, au quatrième trimestre de 2000 et au deuxième trimestre de 2008. En 2011, un sommet a été atteint au deuxième trimestre.

Une telle comparaison permet d'apprécier le retournement actuel dans une perspective historique, d'une part, et de dégager certaines conclusions sur l'état de la conjoncture à la fin de 2011, d'autre part. D'emblée, il convient de constater que chaque phase de recul de l'activité présente des caractéristiques spécifiques, tant sur le plan de la durée et de l'intensité, qu'en ce qui concerne les causes. À en juger par l'ampleur de la régression du PIB, la grande récession de 2008-2009 a évidemment été la plus sévère, et la récession de 1992-1993 a été plus prononcée que celle de 2001. En 2011, selon les estimations, le repli du PIB a été modéré au second semestre. Les indicateurs mensuels de conjoncture, disponibles jusqu'à janvier 2012, permettent, dans une certaine mesure, d'évaluer comment ce mouvement se développera, mais il ne faut pas perdre de vue que leur capacité prédictive est de très court terme.

#### PIB LORS DES RÉCESSIONS

(indices en volume, trimestre précédant le recul du PIB = 100 ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : ICN.

L'affaiblissement des courbes synthétiques observé en 2011 a suivi un profil similaire à celui enregistré durant la première phase de la récession en 2008, en particulier dans l'industrie et dans les services aux entreprises. Dans ces deux branches, au cours des deuxième et troisième trimestres de 2011, l'indicateur synthétique s'est infléchi avec la même intensité qu'au cours de la période correspondante de 2008. Toutefois, lors de cet épisode, le déclin des indicateurs s'était poursuivi de manière très prononcée au quatrième trimestre, à la suite de la paralysie d'une

### COURBES SYNTHÉTIQUES DES QUATRE PRINCIPALES BRANCHES D'ACTIVITÉ DE L'ÉCONOMIE BELGE<sup>(1)</sup>

(données mensuelles standardisées<sup>(2)</sup>)



Source : BNB.

(1) Les graphiques débutent six mois avant le pic ( $t_0$ ) du PIB précédant la récession, à savoir respectivement en juillet 1991, en avril 2000 et en octobre 2007. Pour la période actuelle, la série commence en octobre 2010.

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

(3) Les indicateurs pour les services aux entreprises ne sont disponibles que depuis 1995.

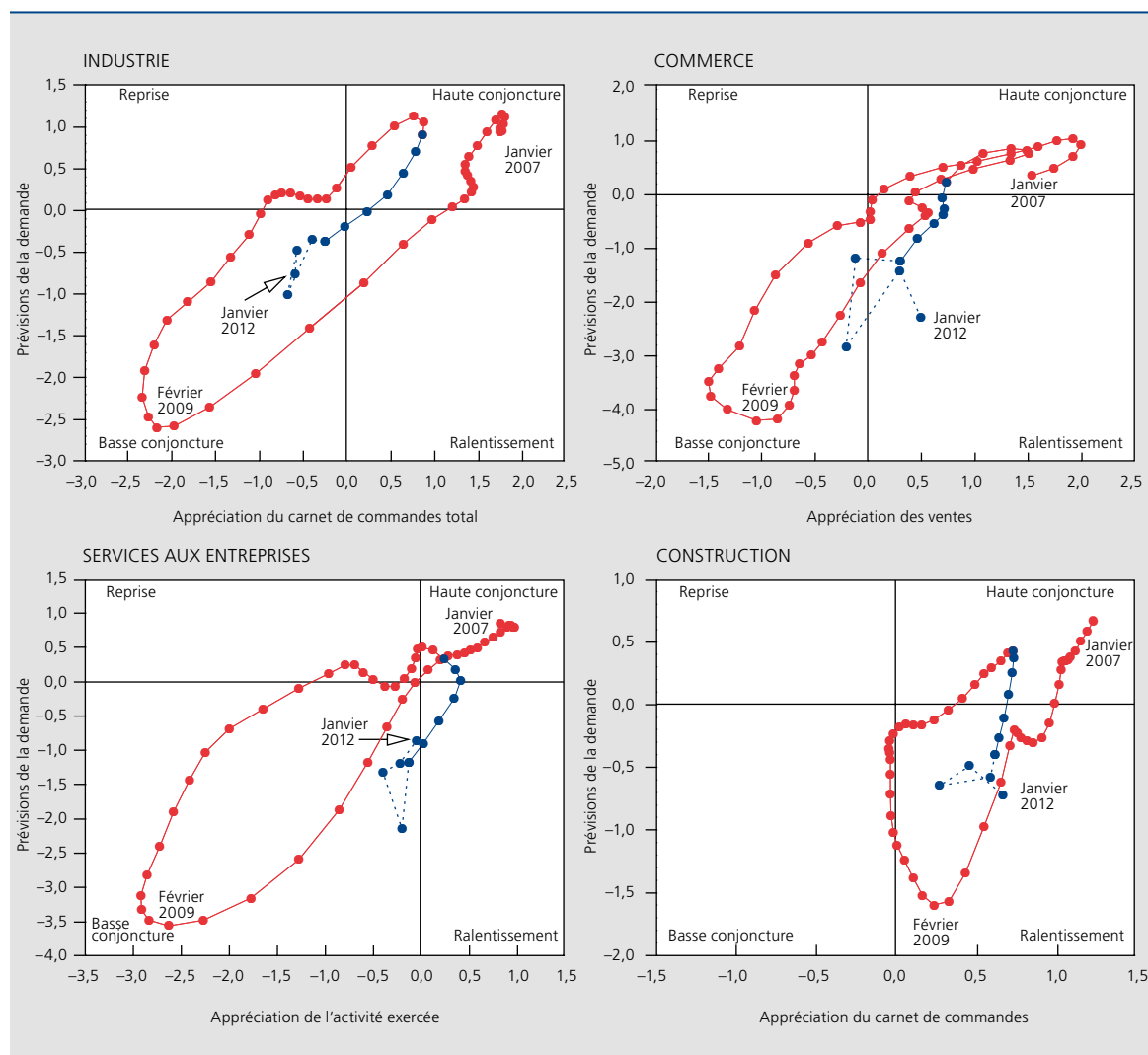


partie du commerce international et des efforts des entreprises pour réduire leurs coûts – y compris pour les sous-traitants – au cours de la récession. Au quatrième trimestre de 2011, une telle chute ne s’est pas produite.

En revanche, la détérioration de la conjoncture au dernier trimestre de 2011 semble avoir été aussi marquée qu’à la fin de 2008 dans les branches plus directement tournées vers les ménages, à savoir la construction et surtout le commerce. Cette différence entre les secteurs illustre le caractère plus interne des sources de dégradation de la conjoncture, à savoir la montée de l’incertitude liée à la crise de la dette souveraine et les effets anticipés de la consolidation budgétaire.

### HORLOGE CONJONCTURELLE POUR L’INDUSTRIE, LE COMMERCE, LA CONSTRUCTION ET LES SERVICES AUX ENTREPRISES

(données mensuelles standardisées<sup>(1)</sup> et corrigées des variations saisonnières)



Source: BNB.

(1) Séries originales, diminuées de leur moyenne et divisées par leur écart type. Les points des données sont établis sur la base des séries lissées portant sur les questions « prévisions relatives à la demande » et « appréciation du carnet de commandes total et/ou des ventes ». À partir d’octobre 2011, les points des données sont obtenus au moyen des séries brutes (en pointillés sur le graphique).

L'horloge conjoncturelle, ou « *business cycle clock* », qui permet d'identifier dans quelle phase du cycle économique on se situe en opérant une distinction entre les situations de basse et de haute conjoncture, ou encore de ralentissement et de reprise, confirme partiellement la gravité de la détérioration du climat des affaires en 2011. En effet, en croisant les informations qualitatives relatives aux prévisions à trois mois de la demande et celles sur l'appréciation du carnet de commandes, on constate que l'industrie, les services aux entreprises et le commerce sont entrés dans une phase de basse conjoncture à la fin de l'été de 2011.

Bien que cette transition soit indéniable à la lecture de l'horloge conjoncturelle, le recul des indicateurs n'a, jusqu'à la fin de 2011, pas égalé celui de 2008-2009. La dégradation de l'appréciation des carnets de commandes ou des ventes est en effet restée plus modérée, tout comme la baisse des prévisions relatives à la demande. Toutefois, même si les indicateurs ne sont pas tombés à des minima historiques, la rapidité et l'ampleur de leur baisse sont remarquables.

### 3.2 Offre et demande de travail

En moyenne annuelle, l'emploi intérieur a augmenté de 56 000 unités en 2011, soit près d'une fois et demi les créations nettes de postes de travail enregistrées en 2010, alors qu'en 2009, dans le contexte de la grande récession, un recul de 8 000 emplois avait été observé. Le nombre des salariés a progressé de 46 000 unités et celui des travailleurs indépendants, de près de 10 000.

Il faut toutefois souligner qu'une part importante de ces nouveaux emplois salariés a bénéficié, à un titre ou à un autre, du soutien financier des pouvoirs publics, dans le cadre notamment de politiques en faveur des différents groupes de population qui ne sont pas employés aux conditions normales de rémunération. On peut ainsi épingler l'expansion continue du nombre de travailleurs, en l'occurrence principalement des travailleuses peu qualifiées, occupés sous le régime des titres-services, ainsi

**TABEAU 3 OFFRE ET DEMANDE DE TRAVAIL**  
(moyennes annuelles; variations, sauf mention contraire; milliers de personnes)

	2007	2008	2009	2010	2011 e	p.m. 2011 e, niveau
Population en âge de travailler <sup>(1)</sup> .....	70	62	50	46	39	7 210
Population active .....	20	54	44	51	36	5 171
Emploi national .....	73	80	-6	38	56	4 626
Travailleurs frontaliers .....	2	1	1	1	0	79
Emploi intérieur .....	71	79	-8	37	56	4 547
Indépendants .....	7	10	4	6	10	736
Salariés .....	65	69	-12	31	46	3 811
Branches sensibles à la conjoncture <sup>(2)</sup> .....	50	46	-36	6	29	2 385
Administrations publiques .....	7	10	12	7	-2	799
Autres services <sup>(3)</sup> .....	7	13	12	18	19	627
Chômage <sup>(4)</sup> .....	-53	-26	51	14	-20	545

Sources: BFP, ICN, ONEM, BNB.

(1) Population âgée de 15 à 64 ans.

(2) Agriculture, industrie, construction, production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné, production et distribution d'eau, assainissement, gestion des déchets et dépollution, commerce, réparation d'automobiles et de motocycles, transports et entreposage, hébergement et restauration, information et communication, activités financières et d'assurance, activités immobilières, activités spécialisées, scientifiques et techniques et activités de services administratifs et de soutien.

(3) Santé humaine et action sociale et autres activités de services.

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



que l'augmentation du nombre de nouveaux contrats de travail adossés à une activation « win-win ». Cette mesure, introduite en juin 2010, cible, parmi les chômeurs, les jeunes peu qualifiés, ceux de plus de 50 ans et ceux de longue durée. Elle comporte deux volets : d'une part, l'allocation de chômage des demandeurs d'emploi est maintenue pendant un maximum de douze mois, l'employeur ayant la possibilité de raboter d'autant la rémunération du nouvel engagé ; d'autre part, les cotisations patronales de sécurité sociale sont réduites. À la fin de 2010, environ 30 000 contrats avaient été conclus dans le cadre de la réglementation « win-win ». En décembre 2011, leur nombre avait atteint 54 000. Les entreprises des branches de la santé et de l'action sociale, dont l'activité repose en bonne partie sur des financements publics, ont aussi largement contribué à l'expansion de l'emploi. En 2011, leurs effectifs se sont accrus de 19 000 personnes, prolongeant ainsi une tendance qui ne s'est pas démentie au plus fort de la crise. En revanche, l'emploi dans les administrations publiques et dans l'enseignement a légèrement diminué en 2011, baissant de 2 000 personnes, pour la première fois depuis 1997.

La reprise de la croissance du nombre d'indépendants, après la nette décélération de 2009, s'est confirmée en 2011. Ce mouvement a vraisemblablement été soutenu, comme on l'a déjà constaté dans le passé, par l'inscription aux registres du commerce de résidents issus des nouveaux États membres de l'UE. En l'occurrence, ce sont des ressortissants bulgares et roumains, dont les pays ont adhéré à l'UE en 2007, qui ont ainsi trouvé la possibilité de contourner l'obligation qui leur est imposée de disposer d'un permis de travail pour être salariés en Belgique. Cette règle transitoire, dérogeant au droit commun européen, a pour but d'éviter de déséquilibrer le marché du travail des anciens États membres. Initialement d'application jusqu'à la fin de 2011, elle a été prolongée jusqu'à la fin de 2013. Un même phénomène avait été observé jusqu'en mai 2009 pour les ressortissants polonais et ceux des autres États membres qui avaient rejoint l'UE en 2004. L'année précédant cette adhésion, l'on dénombrait ainsi 1 400 indépendants de nationalité polonaise en Belgique ; ils étaient 7 500 en 2009, lorsque la mesure transitoire les concernant a pris fin. Depuis, leur nombre est resté globalement stable. En 2010, près de 12 000 indépendants étaient originaires de Bulgarie ou de Roumanie, contre un peu moins de 2 700 en 2006. À l'instar des indépendants polonais qui les ont devancés, ils sont surtout actifs dans le secteur de la construction. Au total, si la progression a été rapide, leur nombre est resté proportionnellement limité, puisque seuls 2,7 % des indépendants venaient de l'un des douze nouveaux États membres de l'UE en 2010. En comparaison, les ressortissants des autres pays de l'UE, Belgique exceptée, représentaient 5,6 % des travailleurs indépendants en 2010.

En moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2011, le taux d'emploi s'est établi à 67,2 % des personnes âgées de 20 à 64 ans, soit un niveau légèrement inférieur à celui d'avant la crise, et bien en deçà de l'objectif de 73,2 % que la Belgique s'est engagée à atteindre pour cette classe d'âge dans le cadre de la stratégie « Europe 2020 ». La réalisation de cet objectif global impose un relèvement significatif de la participation à l'emploi de plusieurs groupes de population qui sont actuellement sous-représentés sur le marché du travail. Ainsi, le taux d'emploi des femmes devrait augmenter de 8 points de pourcentage, pour se chiffrer à 69,1 % d'ici à 2020 et celui des personnes âgées de 55 à 64 ans devrait être de 50 %, contre 38,6 % en moyenne pendant les trois premiers trimestres de 2011. De plus, l'écart entre les taux d'emploi des étrangers non ressortissants d'un pays de l'UE et des Belges devrait revenir sous la barre des 16,5 points de pourcentage, alors qu'il s'est élevé à 28,6 points en moyenne au cours des neuf premiers mois de 2011. Seuls 39,9 % des résidents non ressortissants d'un pays de l'UE occupent un emploi, ce qui place la Belgique au bas du classement européen. Le problème touche surtout les grandes villes, où réside principalement cette population de nationalité étrangère.

Malgré la bonne résistance du marché du travail en Belgique, certaines catégories de la population ont payé un plus lourd tribut à la crise que d'autres. L'on a également observé des différences notables pendant la phase de reprise, entre les genres tout d'abord. Davantage occupés dans des branches d'activité plus sensibles à la conjoncture, comme l'industrie ou la construction, les hommes avaient vu leur taux d'emploi chuter plus fortement durant la crise, et celui-ci a accusé un nouveau recul en 2011, de 0,5 point de pourcentage, revenant à 72,8 %. Par comparaison, le taux d'emploi des femmes, qui sont fortement représentées dans les secteurs des services, n'avait que très légèrement fléchi durant la grande récession et il est reparti à la hausse depuis 2010, renouant avec sa tendance de long terme. Celle-ci est soutenue par un effet de cohorte : les groupes les plus jeunes de la population féminine sont de plus en plus qualifiés et ces femmes participent davantage et plus longtemps à la vie active. Sur les trois premiers trimestres de 2011, le taux d'emploi des femmes s'est établi à 61,5 %, soit 5,4 points de pourcentage de plus qu'au cours de la période correspondante de 2000. Il reste toutefois inférieur de quelque 11 points à celui des hommes.

La ventilation par âge montre que la proportion de jeunes – définis ici comme les personnes âgées de 20 à 29 ans – en emploi a de nouveau légèrement régressé, s'établissant à 60,2 % en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2011. Si le recul est moins marqué qu'au cours des

**TABLEAU 4** TAUX D'EMPLOI PAR CATÉGORIE

(pourcentages de la population âgée de 20 à 64 ans, moyennes de période)

	2000	2008	2009	2010	Trois premiers trimestres		Objectifs « Europe 2020 »
					2010	2011	
Total	65,8	68,0	67,1	67,6	67,3	67,2	73,2
Selon le genre							
Femmes	56,0	61,3	61,0	61,6	61,3	61,5	69,1
Hommes	75,5	74,7	73,2	73,5	73,4	72,8	–
Selon l'âge							
De 20 à 29 ans	66,0	64,5	61,8	61,0	60,7	60,2	–
De 30 à 54 ans	76,7	80,5	79,9	80,5	80,2	79,8	–
De 55 à 64 ans	26,3	34,5	35,3	37,3	37,2	38,6	50,0
Selon la nationalité							
Belges	67,2	69,1	68,4	68,8	68,6	68,5	–
Ressortissants d'autres pays de l'UE	–	65,4	62,4	65,0	64,2	64,7	–
Autres	–	42,1	40,9	40,4	41,2	39,9	< 16,5 <sup>(1)</sup>
Selon la région							
Bruxelles	59,7	60,2	59,5	59,2	58,8	58,6	–
Flandre	69,4	72,3	71,5	72,1	71,9	71,6	76,0 <sup>(2)</sup>
Wallonie	61,1	62,8	61,7	62,2	61,9	62,0	–

Source: DGSIE.

(1) Écart en points de pourcentage entre le taux d'emploi des Belges et celui des résidents non ressortissants d'un pays de l'UE.

(2) Objectif librement fixé dans le cadre du « Pact 2020 – Vlaanderen in actie ».

deux années précédentes, le taux d'emploi de ce groupe d'âge s'est cependant contracté de 4,2 points de pourcentage par rapport à 2008. Les jeunes apparaissent ainsi comme les principales victimes de la crise. Plusieurs facteurs concourent à expliquer ce phénomène. Tout d'abord, à l'aube de leur carrière professionnelle, ils travaillent plus souvent sous contrat temporaire. C'est le cas pour un quart des personnes âgées de 20 à 24 ans, contre 7 % de celles âgées de 20 à 64 ans. De plus, ils ont accumulé moins de capital humain spécifique auprès de leur employeur et, lorsqu'ils disposent d'un contrat de travail à durée indéterminée, les règles relatives à l'ancienneté prise en compte dans le calcul des indemnités de licenciement ont pour conséquence qu'il est moins onéreux de les licencier que leurs aînés. Enfin, en phase de reprise, ces jeunes devenus chômeurs subissent la concurrence des nouveaux diplômés sur le marché du travail, sans qu'ils puissent nécessairement se prévaloir d'une expérience significative. Le risque existe donc bel et bien de voir se constituer une « génération perdue » de la grande récession. Par ailleurs, le fait qu'une proportion de plus en plus grande de jeunes, surtout parmi les femmes, poursuive des études supérieures et n'exerce pas d'emploi pendant cette période, pèse également sur l'évolution du taux d'emploi de ce groupe d'âge. C'est pour

tenir compte de ce phénomène, qui contribue de manière positive à la participation future au marché du travail et à la croissance économique, que le taux d'emploi de référence défini dans le cadre de la nouvelle stratégie « Europe 2020 » cible les personnes âgées de 20 à 64 ans, et non plus celles âgées de 15 à 64 ans comme c'était le cas antérieurement.

Le taux d'emploi des personnes âgées de 55 à 64 ans a, en revanche, continué de se raffermir en 2011. En moyenne sur les trois premiers trimestres, l'on a enregistré une augmentation de 1,5 point de pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Cette progression ininterrompue, y compris pendant la récession, s'explique notamment par l'intensification de la participation des femmes de cette catégorie d'âge au marché du travail, par les mesures prises en vue de limiter les possibilités de départ anticipé et par une utilisation plus intensive des dispositifs permettant une réduction progressive du temps de travail des personnes en fin de carrière, ce qui encourage leur maintien sur le marché du travail jusqu'à un âge plus avancé. Le taux d'emploi de ce groupe d'âge a ainsi atteint 38,6 %, ce qui représente une hausse de plus de 12 points de pourcentage par rapport à 2000. Il est cependant resté

nettement au-dessous de la moyenne de l'UE, qui s'est établie à près de 48 %, et de l'objectif de la Belgique pour 2020, qui est de 50 %.

Au niveau régional, le taux d'emploi des personnes âgées de 20 à 64 ans est resté stable en Wallonie, à 62 %, il s'est légèrement infléchi à Bruxelles, à 58,6 %, et il a aussi quelque peu reculé en Flandre, revenant à 71,6 %. La Flandre est la seule région où les autorités ont adopté un objectif d'emploi dans la logique de la stratégie européenne qui vise à ce qu'au moins trois Européens sur quatre disposent d'un emploi d'ici à 2020. Pour la Flandre, il s'agira d'atteindre une proportion de 76 % à cet horizon.

Après le pic enregistré au milieu des années 2000, l'accroissement de la population en âge de travailler, mesurée selon la définition traditionnelle par le groupe des personnes âgées de 15 à 64 ans, s'est de nouveau ralenti en 2011. Il a été de 39 000 unités, soit 8 000 de moins qu'en 2010. Le fléchissement trouve principalement son origine dans la dynamique propre aux deux extrémités de

la pyramide des âges de cette population. L'on observe en effet une diminution du nombre de personnes âgées de 15 à 19 ans qui entrent dans la période d'âge actif et une augmentation des sorties après l'âge de 64 ans. En dépit d'une légère hausse du taux de participation, la croissance de la population active s'est inscrite en recul par rapport à 2010, se limitant à 36 000 personnes. La population active comprend les personnes en emploi et celles qui en recherchent un. Bénéficiant de la forte poussée de l'emploi, le chômage s'est réduit. Il s'agit de la première contraction sur une base annuelle depuis 2008. Selon les statistiques de l'ONEM, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés a diminué d'environ 20 000 personnes par rapport à 2010. En moyenne sur l'année, quelque 545 000 personnes étaient néanmoins encore à la recherche d'un emploi en Belgique.

Le taux de chômage harmonisé, tiré des enquêtes sur les forces de travail, rapporte le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés au sens du BIT – c'est-à-dire les personnes sans emploi qui recherchent activement du travail

**TABLEAU 5** TAUX DE CHÔMAGE PAR CATÉGORIE  
(pourcentages de la population active âgée de 15 à 64 ans, moyennes de période)

	2000	2008	2009	2010	Trois premiers trimestres	
					2010	2011
Total	7,0	7,0	8,0	8,4	8,5	7,2
Selon le genre						
Femmes	8,7	7,6	8,1	8,6	8,7	7,2
Hommes	5,8	6,5	7,8	8,2	8,3	7,2
Selon l'âge						
De 15 à 24 ans	17,5	18,0	21,9	22,4	22,8	19,5
De 25 à 54 ans	6,1	6,1	6,8	7,3	7,5	6,3
De 55 à 64 ans	3,0	4,4	5,1	4,6	4,7	4,3
Selon le niveau d'éducation						
Secondaire inférieur au plus	11,1	12,5	13,7	15,4	15,2	14,3
Secondaire supérieur au plus	6,8	7,0	8,1	8,2	8,5	6,8
Supérieur	3,3	3,6	4,5	4,5	4,5	3,8
Selon la nationalité						
Belges	6,2	6,3	7,1	7,5	7,6	6,3
Ressortissants d'autres pays de l'UE	–	9,1	11,0	11,0	11,1	10,6
Autres	–	27,4	29,5	30,6	30,8	27,4
Selon la région						
Bruxelles	14,0	16,0	15,9	17,4	17,4	16,5
Flandre	4,3	3,9	5,0	5,2	5,5	4,5
Wallonie	10,3	10,1	11,2	11,5	11,4	9,4

Source : DGSIE.

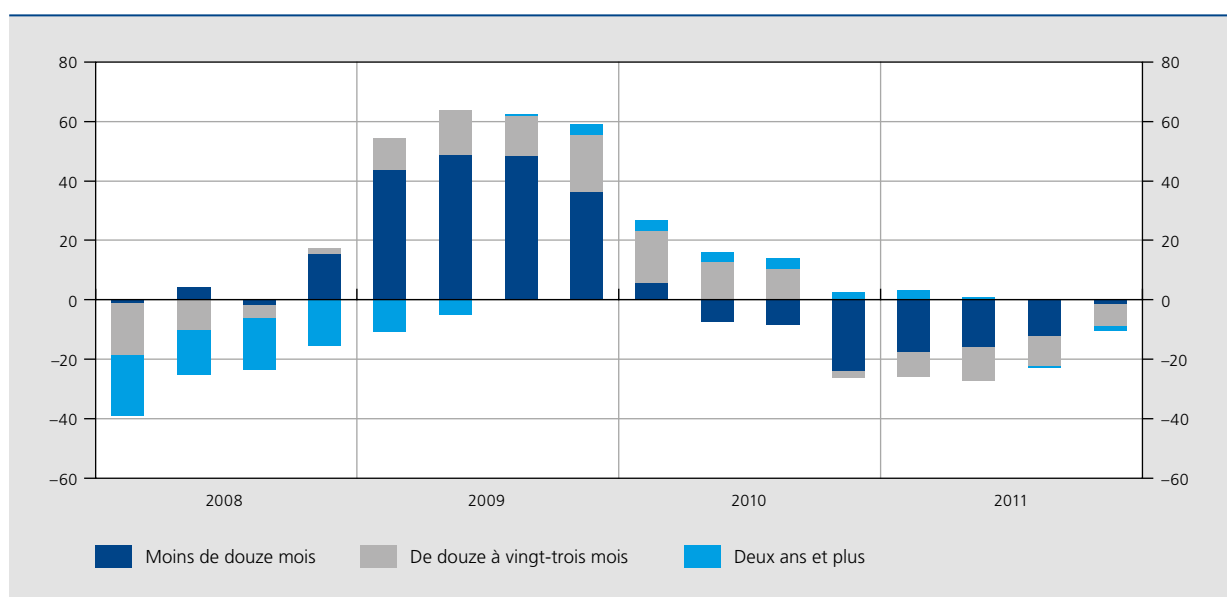
et sont disponibles sur le marché du travail – à la population active. Il s'est établi à 7,3 % de la population active en 2011, ce qui représente un recul sensible par rapport au taux de 8,4 % atteint en 2010, et est ainsi revenu à un niveau proche de celui d'avant la crise. Toutes les catégories de demandeurs d'emploi ont bénéficié, à des degrés divers, de cette embellie, notamment les femmes, dont le taux de chômage est devenu similaire à celui des hommes. Pour certains groupes de la population, la situation est néanmoins demeurée préoccupante. Ainsi, au cours des trois premiers trimestres de 2011, plus d'une personne active sur quatre de nationalité étrangère à l'UE était à la recherche d'un emploi. Pour les jeunes de moins de 25 ans, la proportion était de un sur cinq. Enfin, 14,3 % des personnes actives disposant au plus d'un diplôme de l'enseignement secondaire inférieur étaient à la recherche d'un emploi, soit près de quatre fois plus que les diplômés de l'enseignement supérieur. Le taux de chômage s'est affiché en repli dans les trois régions, mais des écarts importants ont subsisté entre elles, avec des pourcentages de demandeurs d'emploi de 16,5 % à Bruxelles, de 9,4 % en Wallonie et de 4,5 % en Flandre, en moyenne sur les trois premiers trimestres de l'année sous revue.

Le recul du chômage n'a pas seulement concerné les chômeurs de courte durée – même si ce groupe en a le plus bénéficié en raison, d'une part, du ralentissement du flux entrant de nouveaux demandeurs d'emploi et, d'autre

part, de l'augmentation du flux sortant. Le nombre de personnes au chômage depuis plus d'un an s'est également infléchi. L'impact persistant de la grande récession sur le marché belge du travail semble être resté limité, notamment grâce aux mesures d'aide au retour à l'emploi en faveur des groupes dits à risque et aux contrôles portant sur le comportement de recherche active d'un travail. En effet, la progression notable du nombre de chômeurs de courte durée observée en 2009 ne s'est pas traduite, un an plus tard, par une hausse proportionnelle du nombre de chômeurs dont la durée de chômage est comprise entre un et deux ans. Le nombre de chômeurs de longue durée – c'est-à-dire de ceux qui sont demandeurs d'emploi depuis plus de deux ans – avait encore diminué dans le courant de 2009, lorsque les autres groupes s'affichaient déjà en hausse, et a commencé à augmenter, en glissement annuel, à partir du troisième trimestre de 2009, en raison principalement de l'accroissement du groupe des personnes âgées de 55 à 60 ans, qui ne bénéficient pas, comme les autres demandeurs d'emploi, de mesures d'accompagnement adaptées à leur profil particulier. Le nombre de personnes au chômage depuis plus de deux ans a continué de se réduire dans les autres catégories d'âge. Au second semestre de 2011, l'affaiblissement de la croissance du nombre de chômeurs de longue durée âgés de 55 à 60 ans a toutefois entraîné un léger repli pour l'ensemble de cette catégorie de demandeurs d'emploi, a priori les plus difficiles à réinsérer.

### GRAPHIQUE 30 CHÔMAGE SELON LA DURÉE EN BELGIQUE

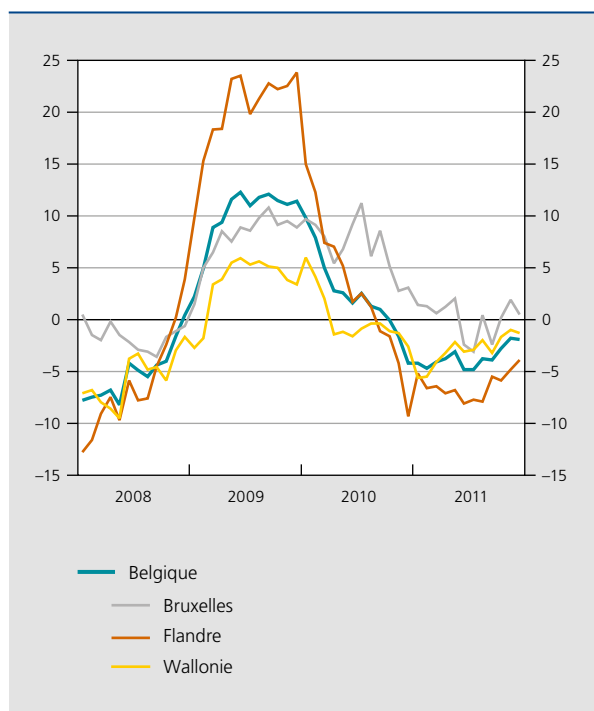
(variations en milliers de personnes par rapport à la période correspondante de l'année précédente, données de mars, juin, septembre et décembre)



Source : ONEM.

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

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



Source : ONEM.

Le ralentissement de la croissance – exprimée en variations à un an d'écart pour éliminer l'influence des facteurs saisonniers – du nombre de demandeurs

d'emploi inoccupés s'était amplifié dès le début de 2010 et c'est durant les derniers mois de l'année que le chômage était revenu au-dessous du niveau de l'année précédente. La diminution s'est poursuivie en 2011. Le début du reflux, son profil et son ampleur n'ont pas été identiques dans les trois régions du pays. La Wallonie a été la première à enregistrer une baisse du chômage en glissement annuel en 2010 et le mouvement a perduré en 2011, mais son intensité s'est réduite au second semestre. En Flandre, où l'emploi est beaucoup plus sensible à la conjoncture, le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés n'est devenu inférieur à son niveau de l'année précédente qu'à partir de septembre 2010. Si sa progression avait été nettement plus vive que dans les autres régions en 2009, son repli a été plus prononcé en 2011. À Bruxelles, le nombre de demandeurs d'emploi s'est inscrit en recul à un an d'écart en juin 2011, pour la première fois depuis l'éclosion de la crise. Encore cette contraction a-t-elle été moindre que dans les autres régions et de plus courte durée, puisque le chômage a repris son ascension, sur une base annuelle, à partir d'octobre.

Les statistiques des services publics régionaux de l'emploi témoignent d'un ralentissement généralisé de la baisse du chômage au quatrième trimestre, dans la ligne de l'évolution conjoncturelle observée depuis l'été. Les dernières données disponibles, relatives à décembre 2011, montrent en effet que le nombre de demandeurs d'emploi inoccupés ne s'est plus réduit que de 10 000 unités sur une base annuelle pour l'ensemble du pays, soit sensiblement moins que les mois précédents.

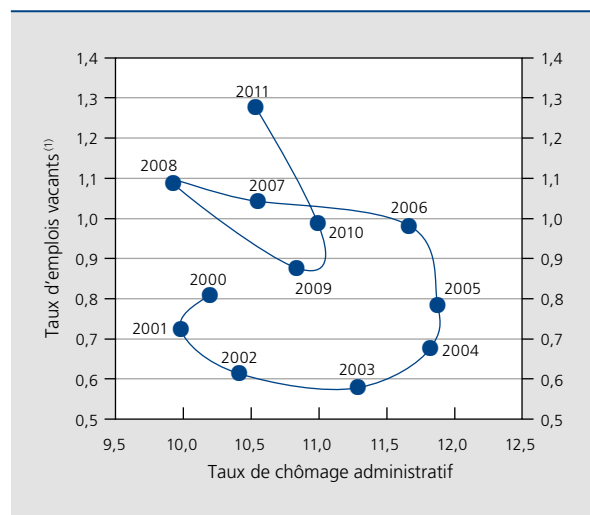
#### Encadré 4 – Inadéquations sur le marché du travail

L'évolution du processus d'appariement entre offre et demande de travail peut être visualisée à l'aide de la courbe de Beveridge. Celle-ci établit une relation négative entre le taux d'emplois vacants et le taux de chômage, exprimés en pourcentage de la population active. Le raisonnement sous-jacent est intuitif : lorsque le nombre d'emplois vacants augmente, les demandeurs d'emploi parviennent à trouver plus facilement un emploi et le chômage diminue. Tandis que les facteurs cycliques déterminent les combinaisons possibles de taux d'emplois vacants et de chômage, c'est-à-dire les points sur la courbe de Beveridge, les facteurs structurels et frictionnels expliquent les déplacements de la courbe. Par exemple, si l'appariement entre offre et demande de travail se détériore, la courbe se déplace vers la droite, ce qui indique que, pour un même taux de postes vacants, le taux de chômage sera plus élevé.

L'application de la relation entre le taux de chômage et le taux d'emplois vacants au cas de la Belgique est limitée aux statistiques d'emplois vacants issues des services publics régionaux de l'emploi (c'est-à-dire les offres d'emploi en suspens à la fin de chaque mois, qui n'ont été ni satisfaites ni annulées), qui ne représentent qu'une partie des offres dans l'économie. Le recours à ces services par les employeurs peut fluctuer dans le temps et varie notamment selon la taille de l'entreprise et le type de profils recherchés. Afin de mettre en relation les concepts

### COURBE DE BEVERIDGE EN BELGIQUE

(pourcentages de la population active, moyennes annuelles)



Sources : Actiris, FOREM, ICN, ONEM, VDAB, calculs de la BNB.

(1) Postes vacants recensés par les services publics régionaux de l'emploi, à l'exclusion des offres d'emploi transmises par les agences d'intérim et de celles présentées dans le cadre de programmes subventionnés. Faute de données disponibles avant avril 2009, le nombre de postes vacants auprès du FOREM a été estimé sur la base des flux pour la période 2000-2009.

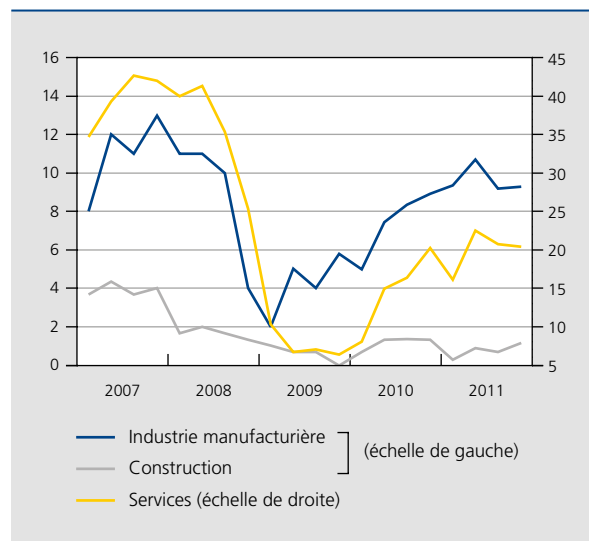
d'offre et de demande d'emploi, le taux de chômage est mesuré sur la base des données administratives, soit la part, dans la population active, des chômeurs complets indemnisés et autres demandeurs d'emploi inscrits obligatoirement ou librement auprès des services publics régionaux de l'emploi. Ces critères d'inscription et d'éligibilité ne font pas partie des caractéristiques des demandeurs d'emploi tels qu'ils sont recensés dans les enquêtes sur les forces de travail harmonisées au niveau européen: le taux de chômage harmonisé n'inclut que les personnes qui n'ont pas d'emploi durant la semaine de référence, sont disponibles pour travailler et ont soit activement recherché un emploi durant les quatre dernières semaines, soit déjà trouvé un emploi démarrant dans les trois prochains mois.

Lors du ralentissement conjoncturel au début des années 2000, la baisse du taux d'emplois vacants est allée de pair avec un accroissement du taux de chômage. La reprise s'est reflétée, comme attendu, dans le mouvement inverse de ces variables. L'épisode suivant de recul du taux d'emploi vacants conjugué à une augmentation de la proportion de demandeurs d'emploi a été observé entre 2008 et 2009, lors de la grande récession. Cependant, la reprise, marquée par la vive progression du taux d'emplois vacants, qui a atteint 1,3 poste pour 100 actifs, ne s'est traduite, en moyenne en 2011, que par une modeste réduction du taux de chômage administratif. Celui-ci demeure ainsi supérieur à son niveau d'avant la crise. On peut parler d'un déplacement de la courbe de Beveridge vers l'extérieur. Cette détérioration du processus d'appariement peut être liée notamment à un manque de mobilité géographique des demandeurs d'emploi ou à des qualifications inadéquates. Se renforce ainsi l'image d'un marché belge du travail caractérisé, d'une part, par un taux de chômage élevé et par l'importance du chômage de longue durée, qui s'est établi à 36 % du total en 2011, et, d'autre part, par de graves pénuries de main-d'œuvre dans certaines branches d'activité. Selon les enquêtes de conjoncture de la Banque, la proportion d'entreprises confrontées à des pénuries de main-d'œuvre qualifiée s'est rapidement accrue depuis le début de l'année 2010 dans l'industrie manufacturière et dans les services, même si un tassement s'est fait jour au troisième trimestre de 2011.



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

(proportion des entreprises confrontées à une pénurie selon les enquêtes de conjoncture)



Source : BNB.

Les difficultés structurelles rencontrées par les entreprises qui souhaitent embaucher du personnel qualifié sont exacerbées en cas d'embellie conjoncturelle, ce qui tend à renforcer le comportement de rétention de la main-d'œuvre de la part de certains employeurs lors des épisodes de ralentissement économique.

## 3.3 Demande et revenus

### Principales composantes de la demande

Le ralentissement économique généralisé qui s'est manifesté dans le courant de 2011 et, en particulier, la montée brutale de l'incertitude à partir de l'été ont profondément modifié le comportement de demande des agents économiques. Suivant une configuration classique lorsqu'une reprise se développe depuis plusieurs trimestres, la demande finale émanant du secteur privé a progressivement apporté une contribution de plus en plus large à la croissance du PIB dans le courant de 2010 et durant le premier semestre de 2011. La consommation privée s'est redressée dès 2010 et les investissements des entreprises ont fait montre d'un regain vigoureux au début de 2011. À l'inverse, la contribution des exportations nettes a peu à peu disparu, à la fois parce que le rebond des

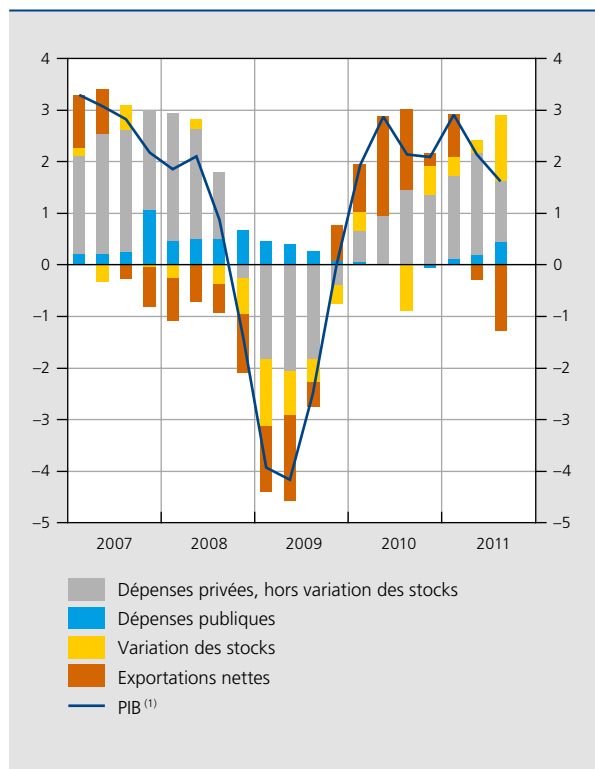
exportations s'est essouffé et parce que le renforcement de la demande intérieure a soutenu les importations. Au troisième trimestre de 2011, la contribution des exportations nettes à la croissance annuelle du PIB est devenue très négative, tandis que celle de la demande intérieure finale du secteur privé s'est rapidement réduite. Compte tenu de l'aggravation de la détérioration de l'environnement économique et financier, ce dernier mouvement se serait poursuivi à la fin de l'année sous revue.

Tout comme leur rebond avait entraîné le mouvement de reprise deux ans plus tôt, les exportations de biens et services ont été les premières, parmi les composantes de la demande, à subir un tassement conjoncturel en 2011. En effet, alors que la demande extérieure est restée vigoureuse au premier trimestre de l'année sous revue, elle s'est progressivement affaiblie au fil des mois. L'indicateur de conjoncture basé sur l'opinion des entrepreneurs quant à l'évolution des commandes à l'exportation s'est inscrit en



**GRAPHIQUE 32 CONTRIBUTION DES COMPOSANTES DE LA DEMANDE À LA CROISSANCE DU PIB**

(données en volume corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier, contributions en points de pourcentage à la croissance du PIB par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, sauf mention contraire)



Sources : ICN, BNB.  
(1) Pourcentages de variation.

baisse tout au long de l'année. Le ralentissement a résulté en partie du manque de dynamisme des exportations à destination des pays voisins, mais il s'est également manifesté sur les marchés extra-européens dès le deuxième trimestre, entraînant un recul des exportations le trimestre suivant. Selon les estimations, la croissance en volume des exportations de biens et services s'est établie à 5,1 % en 2011, contre 9,9 % en 2010.

L'expansion moins rapide des exportations a affecté la demande de biens et services importés puisque, en raison de leur fragmentation, les chaînes de production mobilisent des unités situées dans différents pays. Les importations ont toutefois encore été soutenues par la formation brute de capital des entreprises, particulièrement au premier semestre. Au total, le rythme annuel de croissance des importations s'est infléchi, revenant de 8,7 % en 2010 à 5,5 % en 2011. Par solde, la contribution des exportations nettes de biens et services à la progression du PIB a été négative, jusqu'à concurrence de 0,1 point de pourcentage.

À l'évidence, le ralentissement de la demande extérieure n'a pas été pleinement anticipé par les entreprises, de sorte qu'elles ont involontairement accumulé des produits invendus et des biens intermédiaires inutilisés, un constat confirmé par le nombre élevé de chefs d'entreprise de l'industrie manufacturière signalant que le niveau des stocks était supérieur à la normale. La contribution de la variation des stocks à la croissance du PIB a donc été

**TABEAU 6 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES**

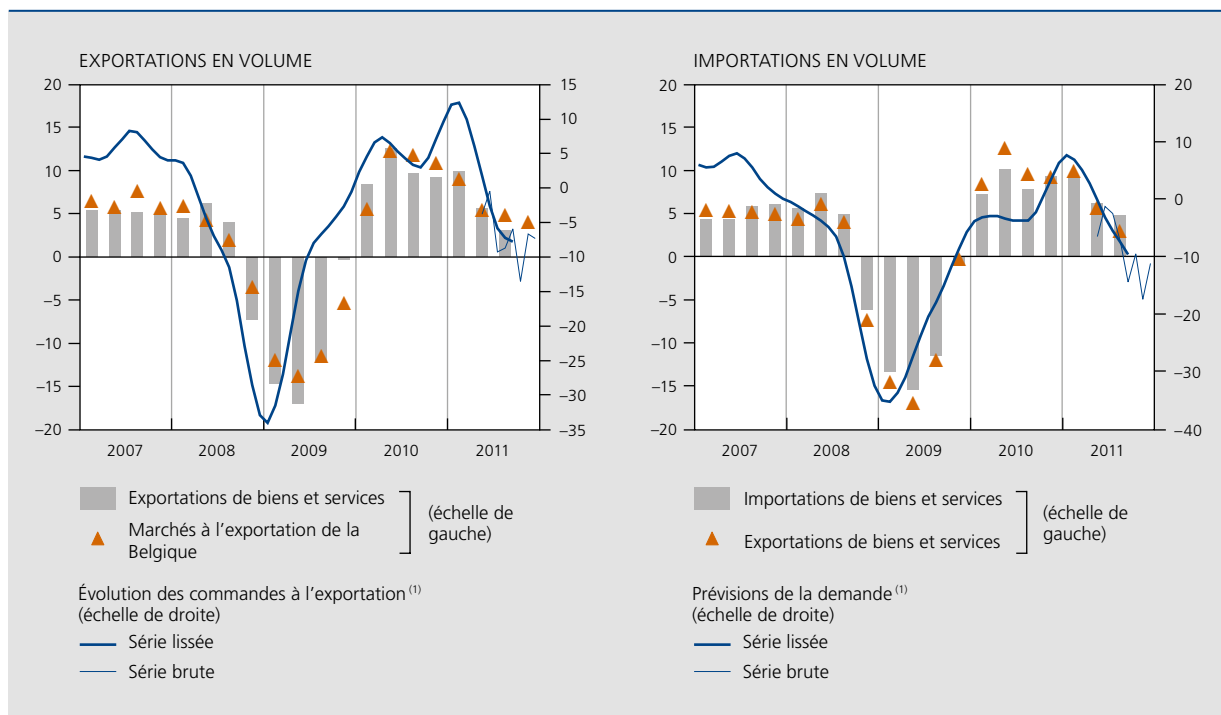
(données en volume corrigées des effets de calendrier ; pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2007	2008	2009	2010	2011 e
Consommation finale des particuliers .....	1,7	1,9	0,8	2,3	0,8
Consommation finale des administrations publiques .....	2,0	2,4	0,8	0,2	1,1
Formation brute de capital fixe .....	6,1	2,2	-8,1	-0,9	4,9
Logements .....	3,3	-2,7	-9,2	1,6	-3,8
Entreprises .....	8,2	4,2	-9,3	-1,6	8,8
Administrations publiques .....	-1,1	0,9	7,2	-1,8	6,5
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> <sup>(1)</sup> .....	2,6	2,0	-1,2	1,1	1,7
Variation des stocks <sup>(1)</sup> .....	0,1	-0,3	-0,7	0,0	0,4
Exportations nettes de biens et services <sup>(1)</sup> .....	0,2	-0,8	-0,7	1,2	-0,1
Exportations de biens et services .....	5,2	1,8	-11,3	9,9	5,1
Importations de biens et services .....	5,2	2,9	-10,6	8,7	5,5
PIB .....	2,8	0,9	-2,7	2,3	1,9

Sources : ICN, BNB.  
(1) Contributions à la variation du PIB, points de pourcentage.

### GRAPHIQUE 33 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: BCE, ICN, BNB.

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

relativement importante en 2011, s'établissant à 0,4 point de pourcentage.

Vu l'affaiblissement des échanges commerciaux avec le reste du monde, la croissance du PIB s'est essentiellement appuyée sur la demande intérieure, surtout sur la formation brute de capital fixe. Les investissements des entreprises, en particulier, ont enregistré la progression la plus vive depuis 2007, avec une hausse de 8,8 % sur l'ensemble de l'année, après un recul cumulé de 10,8 % en 2009 et en 2010. Les investissements publics ont aussi considérablement augmenté, de 6,5 %, ce qui est coutumier pendant les années qui précèdent les scrutins locaux. Les dépenses de consommation finale des administrations publiques ont, quant à elles, crû de 1,1 %.

En revanche, la demande émanant des particuliers s'est à nouveau ralentie en 2011. Après s'être accrues de 2,3 % en 2010 à la faveur de la reprise de l'activité, les dépenses de consommation privée n'ont augmenté que de 0,8 %, soit une croissance largement inférieure aux taux observés pendant les années qui ont précédé la crise. Les investissements en logements, qui étaient repartis à la hausse en 2010, se sont contractés de 3,8 %.

### Particuliers

Deux facteurs ont sensiblement freiné les dépenses des particuliers en 2011 : d'une part, l'inflation relativement élevée a érodé, en termes réels, la progression de leur revenu disponible, pourtant soutenue en termes nominaux ; d'autre part, au second semestre, le climat d'incertitude lié à la crise souveraine dans la zone euro les a incités à épargner davantage.

Exprimée à prix courants, la hausse du revenu disponible a été plus importante en 2011 qu'au cours des deux années précédentes, sous l'effet conjugué de la consolidation de l'activité et de l'emploi et de l'indexation des rémunérations. Ainsi, la masse salariale a augmenté de 4,8 % – contre 2,3 % en 2010 et seulement 0,9 % en 2009 –, en raison de la croissance du nombre de salariés, qui s'est chiffrée à 1,2 %, d'un allongement de l'ordre de 0,5 % de la durée implicite de travail et d'une progression du salaire horaire de 2,9 %.

Les autres composantes du revenu disponible ont également enregistré des majorations significatives en 2011. Considérés globalement, l'excédent brut

d'exploitation – qui comprend les loyers imputés et perçus – et le revenu mixte brut des indépendants ont affiché une augmentation de 3,3 %, après un recul de 2,2 % en 2009 et une faible progression de 1,4 % en 2010. Les revenus nets de la propriété – c'est-à-dire la somme des dividendes et des intérêts reçus, minorée des intérêts payés – se sont accrus de 6,9 %, après une chute de 6,3 % en 2009 et une remontée de 1,4 % en 2010, en raison principalement de la hausse des taux d'intérêt, tant à court qu'à long termes, par rapport aux bas niveaux de l'année précédente. Cette progression a cependant été moindre que celles qui avaient été observées en 2007 et en 2008 sous l'effet de la hausse des dividendes.

Considérées globalement, ces évolutions ont donné lieu à un accroissement de 4,8 % du revenu primaire des ménages. Pour leur part, les transferts versés par les particuliers – principalement les cotisations sociales et les impôts – ont progressé un peu plus rapidement que les transferts reçus, ce qui a très légèrement modéré la croissance du revenu disponible.

Au total, le revenu disponible brut des particuliers, exprimé à prix courants, s'est accru de 4,7 % en 2011, après des hausses plus modestes au cours des deux années précédentes. Toutefois, l'inflation a ramené cette croissance, en termes réels, à 1,3 %. En dépit de la faible progression de leur revenu disponible réel, les particuliers n'ont pas réduit leur taux d'épargne comme le ferait supposer un comportement de lissage de la consommation, ce qui explique la perte de dynamisme de celle-ci. En 2010, le recul marqué du taux d'épargne, dans un contexte d'apaisement des fortes craintes que la récession avait suscitées auprès des ménages, avait au contraire permis une augmentation considérable du volume de la consommation, de 2,3 %, alors que le revenu disponible avait diminué de 0,5 % en termes réels.

Les événements liés à la crise souveraine, qui se sont succédé à partir du milieu de l'été, ont, en effet, incité les particuliers à brider leurs dépenses de consommation. Selon les résultats des enquêtes conduites auprès des consommateurs, l'intensification des tensions sur les marchés financiers a été suivie d'une perte de confiance

**TABLEAU 7** DÉTERMINANTS DU REVENU DISPONIBLE BRUT DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS

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

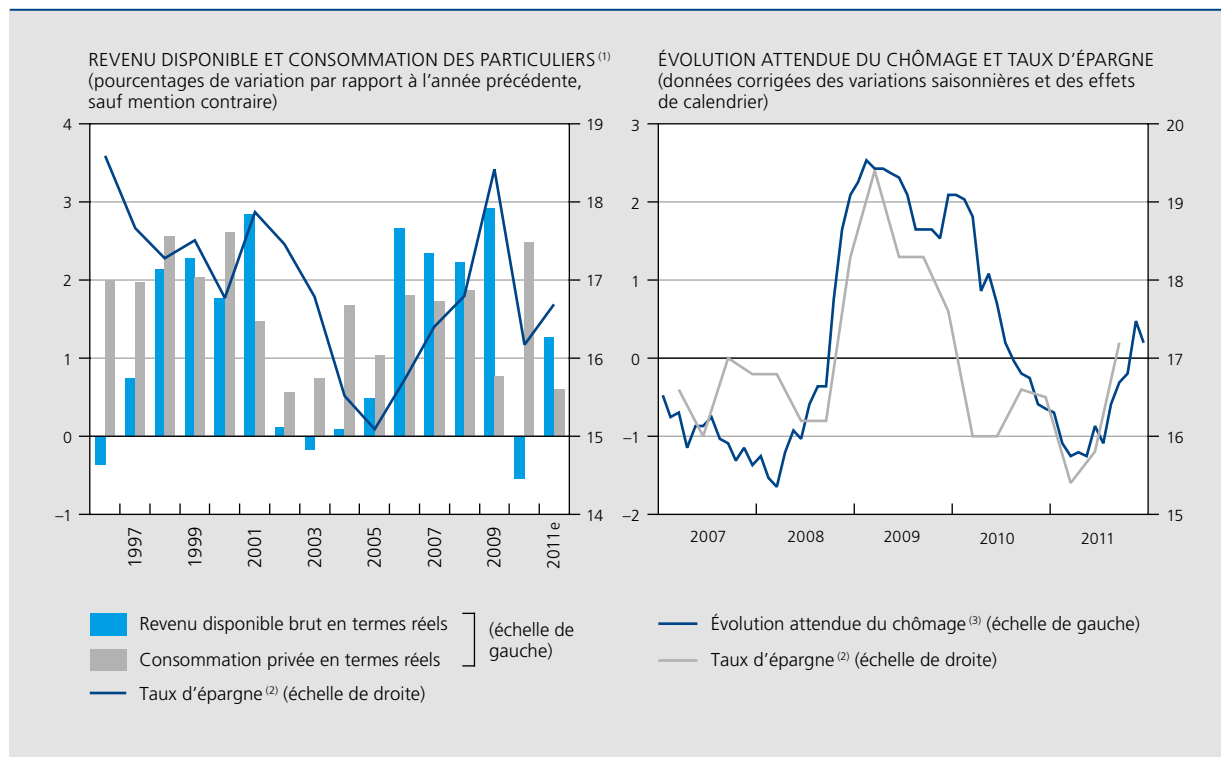
	2007	2008	2009	2010	2011 e	p.m. 2011 e, milliards d'euros
Rémunérations des salariés .....	5,3	5,5	0,9	2,3	4,8	196,7
Volume de l'emploi salarié .....	2,0	1,6	-1,9	1,1	1,8	
Rémunération par heure ouvrée .....	3,1	3,8	2,7	1,2	2,9	
Excédent brut d'exploitation et revenu mixte brut .....	4,8	2,2	-2,2	1,4	3,3	47,4
dont revenu d'activité des indépendants .....	2,5	1,8	-0,3	2,3	4,3	
Revenu de la propriété .....	8,2	10,8	-6,3	1,4	6,9	32,6
Revenu primaire brut .....	5,6	5,5	-0,6	2,0	4,8	276,7
Transferts courants nets .....	6,9	5,3	-12,1	6,2	4,9	-45,9
Transferts courants reçus .....	2,4	5,9	7,4	2,9	3,9	84,0
Transferts courants payés .....	4,1	5,7	-0,2	4,0	4,3	129,9
Revenu disponible brut .....	5,3	5,6	2,0	1,3	4,7	230,8
p.m. En termes réels <sup>(1)</sup> .....	2,3	2,2	2,9	-0,5	1,3	
Taux d'épargne <sup>(2)</sup> .....	16,4	16,8	18,4	16,2	16,7	

Sources: ICN, BNB.

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

(2) En pourcentage du revenu disponible brut au sens large, c'est-à-dire y compris la variation des droits des ménages en matière de pensions complémentaires constituées dans le cadre d'une activité professionnelle.

**GRAPHIQUE 34** REVENU DISPONIBLE, CONSOMMATION ET ÉPARGNE DES PARTICULIERS



Sources : ICN, BNB.

(1) Données non corrigées des effets de calendrier et déflatées au moyen du déflateur de la consommation privée.

(2) Pourcentages du revenu disponible au sens large, c'est-à-dire y compris la variation des droits des ménages en matière de pensions complémentaires constituées dans le cadre d'une activité professionnelle.

(3) Solde des réponses à l'enquête mensuelle auprès des consommateurs; série originale diminuée de la moyenne sur la période allant de 1985 à 2011 et divisée par son écart type.

quant à l'évolution future de la situation économique et du marché de l'emploi. Ce climat d'incertitude a poussé les ménages à recommencer à accroître leur épargne de précaution. La dévalorisation de leur patrimoine financier a aussi pu les amener à faire preuve de plus de retenue dans leurs dépenses. Le taux d'épargne est ainsi passé de 15,4 % du revenu disponible au premier trimestre de 2011 à 17,2 % au troisième trimestre.

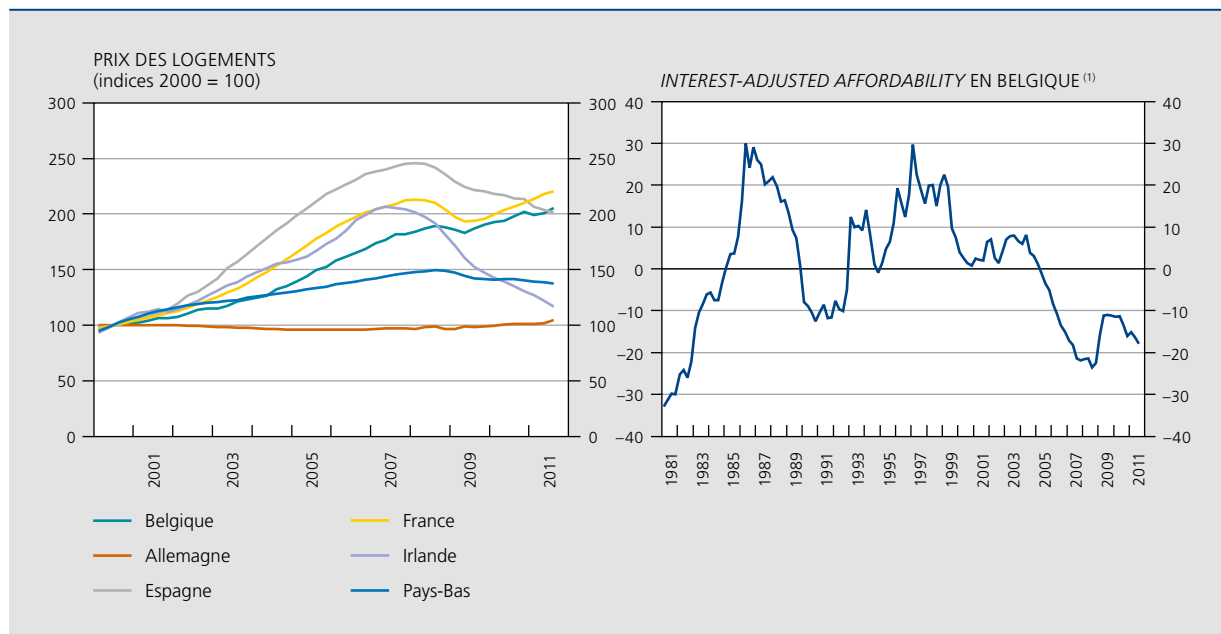
Au total, le soutien de la consommation privée à l'activité s'est amoindri en 2011. Cette source de demande avait largement contribué à la résilience de l'économie belge durant les années précédentes, malgré une hausse temporaire de l'épargne de précaution au cœur de la récession. Outre les bonnes performances du marché du travail et l'absence de mesures de consolidation budgétaire importantes, l'endettement assez faible des particuliers et la relative stabilité du marché immobilier avaient sans doute joué un rôle favorable.

En ce qui concerne ce marché, la longue période de hausse rapide du prix des logements observée depuis

2003 s'est certes temporairement interrompue pendant la crise, mais sans correction brutale ou profonde comme en ont subi l'Irlande, l'Espagne ou même la France. De plus, les ménages étaient restés modérément endettés et n'ont donc pas été contraints à une résorption rapide de leur endettement, ce qui leur a permis de réduire leur taux d'épargne dès 2010 et de maintenir leur consommation. Les prix sur le marché immobilier ont repris un mouvement ascendant dès la mi-2009. Ils se sont stabilisés au premier semestre de 2011, avant de repartir à la hausse au troisième trimestre.

Alors que la crise avait donné lieu à une correction de la surévaluation des prix immobiliers, cette dernière restait estimée à un peu plus de 10 % au premier semestre de 2010. Cette estimation, bien sûr entachée d'une grande marge d'incertitude, est basée sur un indice dit *interest-adjusted affordability*, qui compare à sa moyenne de long terme le rapport entre le revenu disponible des particuliers et le prix des logements corrigé pour l'évolution des taux d'intérêt des prêts hypothécaires. Cette mesure s'est à nouveau détériorée à partir de la mi-2010, s'établissant

## GRAPHIQUE 35 PRIX DES LOGEMENTS



Sources : OCDE, BNB.

(1) Rapport entre le revenu disponible des particuliers et un remboursement moyen de prêt hypothécaire, lui-même fonction du prix des logements et du taux d'intérêt; déviation en pourcentage par rapport à la moyenne de la période depuis le premier trimestre de 1981. Un signe négatif indique une surévaluation des prix immobiliers.

à quelque 18 % au troisième trimestre de 2011, cette fois non plus uniquement en raison de la hausse des prix, mais aussi à cause de l'évolution défavorable des autres déterminants, à savoir la remontée des taux d'intérêt et la progression limitée du revenu disponible.

Si la faible croissance du revenu réel et les incertitudes ont été de nature à freiner les dépenses de consommation des particuliers, elles ont affecté a fortiori leur décision d'acquérir un logement. Le recul de 3,8 % des investissements dans de nouvelles constructions a aussi résulté en partie de la suppression d'une des mesures anticrise adoptées par le gouvernement fédéral, qui permettait aux particuliers de bénéficier d'une TVA réduite à 6 % pour une première tranche de 50 000 euros payés pour des travaux de construction résidentielle. Cette mesure s'appliquait aux chantiers commencés avant 2011, et pour lesquels une demande de permis de bâtir avait été introduite avant le 1<sup>er</sup> avril 2010.

### Sociétés

En 2010, la reprise de la demande avait permis aux sociétés belges de renouer avec les bénéfices et d'accroître de 10 % leur excédent brut d'exploitation, après une évolution négative en 2009. Ce mouvement s'est poursuivi en

2011, de manière un peu moins vigoureuse que l'année précédente, le taux de croissance s'élevant à 5 %. Le ralentissement est en grande partie imputable à l'essoufflement de la demande extérieure, que l'expansion des ventes sur le marché belge – qui est passée de 1,3 % en 2010 à 2,4 % en 2011 – n'a pas permis de compenser. Par ailleurs, la progression de la marge des entreprises a été érodée par l'augmentation des prix des inputs qu'elles importent pour les besoins de leurs activités, en particulier ceux des matières premières, et par la majoration de 2,8 % des coûts salariaux par unité produite. En moyenne sur l'année, les sociétés ont toutefois été en mesure de répercuter largement ces hausses de coûts sur leurs prix de vente.

La hausse, durant deux années consécutives, de leur excédent brut d'exploitation a permis aux sociétés d'assainir leur situation financière, qui avait été affaiblie lors de la récession de 2008-2009. De plus, le niveau de rentabilité élevé atteint dès 2010, comparable à ceux qui prévalaient avant 2008, leur a également permis de dégager des ressources pour financer de nouveaux investissements. Ceux-ci ont été particulièrement importants durant la première moitié de l'année, dans un contexte où les entreprises avaient encore une appréciation très optimiste des perspectives de demande et où le degré d'utilisation des capacités de production existantes atteignait un niveau

**TABLEAU 8 DÉTERMINANTS DE L'EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION DES SOCIÉTÉS, À PRIX COURANTS**  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

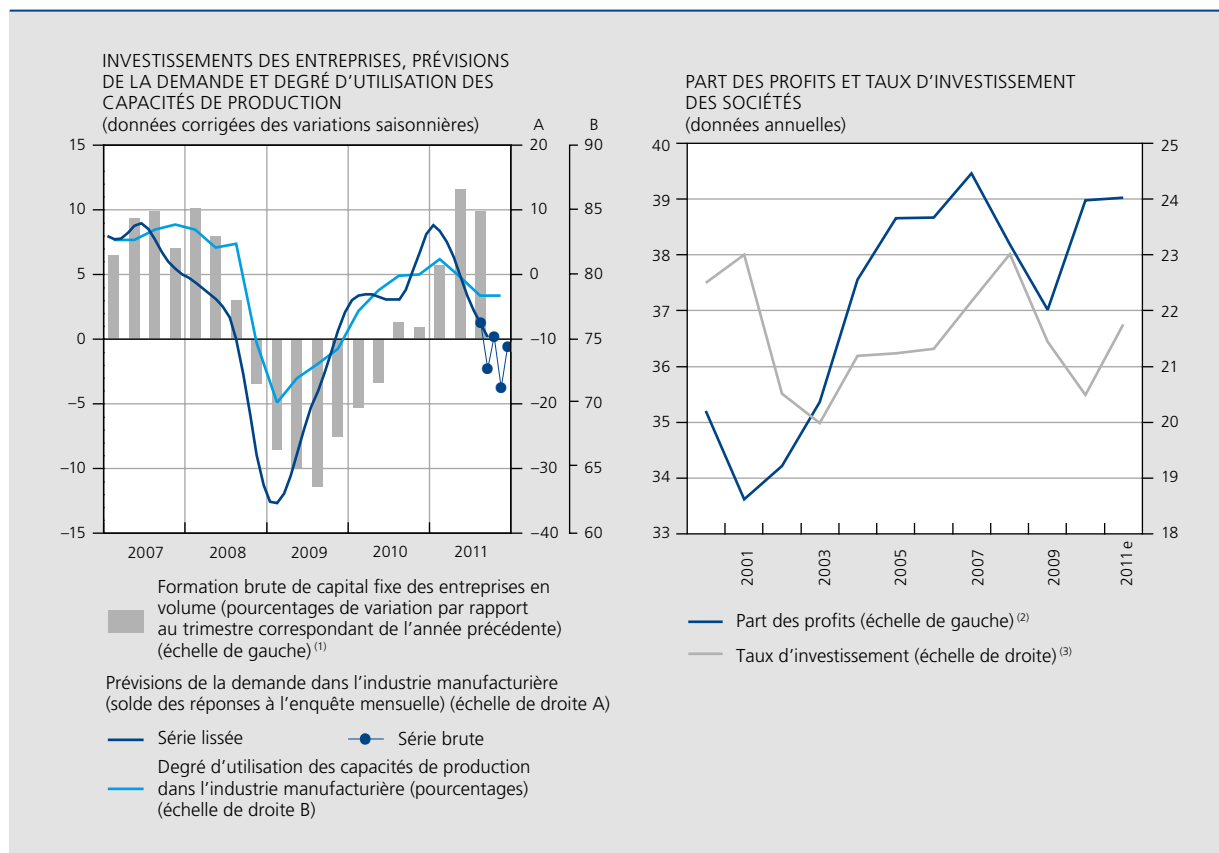
	2007	2008	2009	2010	2011 e
Marge brute d'exploitation par unité vendue <sup>(1)</sup> .....	3,5	-1,9	1,6	4,2	1,1
Prix de vente unitaire .....	2,1	4,2	-3,7	4,0	4,5
Sur le marché intérieur <sup>(1)</sup> .....	1,7	4,5	-2,0	3,3	3,7
À l'exportation .....	2,4	3,8	-5,2	4,7	5,2
Coûts par unité vendue <sup>(1)</sup> .....	1,8	5,2	-4,6	4,0	5,1
Biens et services importés .....	2,1	6,4	-8,4	6,4	6,7
Coûts d'origine intérieure par unité produite <sup>(1)(2)</sup> .....	1,0	3,0	2,4	-0,2	2,0
dont coûts salariaux unitaires .....	2,3	4,6	3,1	-0,7	2,8
Ventes finales à prix constants .....	4,4	1,9	-7,1	5,5	3,8
Sur le marché intérieur <sup>(1)</sup> .....	3,5	2,2	-2,7	1,3	2,4
À l'exportation .....	5,2	1,7	-11,2	9,9	5,2
Excédent brut d'exploitation des sociétés .....	8,0	0,0	-5,6	10,0	5,0

Sources : ICN, BNB.

(1) Y compris la variation des stocks.

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

**GRAPHIQUE 36 INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES**



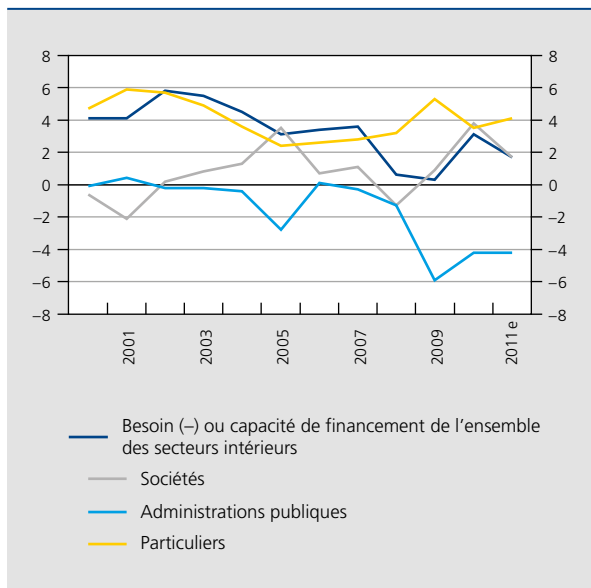
Sources : ICN, BNB.

(1) Données également corrigées des effets de calendrier.

(2) Rapport entre l'excédent brut d'exploitation et la valeur ajoutée brute.

(3) Rapport entre la formation brute de capital fixe et la valeur ajoutée brute.

**GRAPHIQUE 37 SOLDE DE FINANCEMENT DE L'ENSEMBLE DES SECTEURS INTÉRIEURS**  
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

relativement élevé. Au premier trimestre, celui-ci s'établissait à 81,2 %, ce qui était néanmoins encore inférieur aux taux d'utilisation observés avant le début de la récession de 2008.

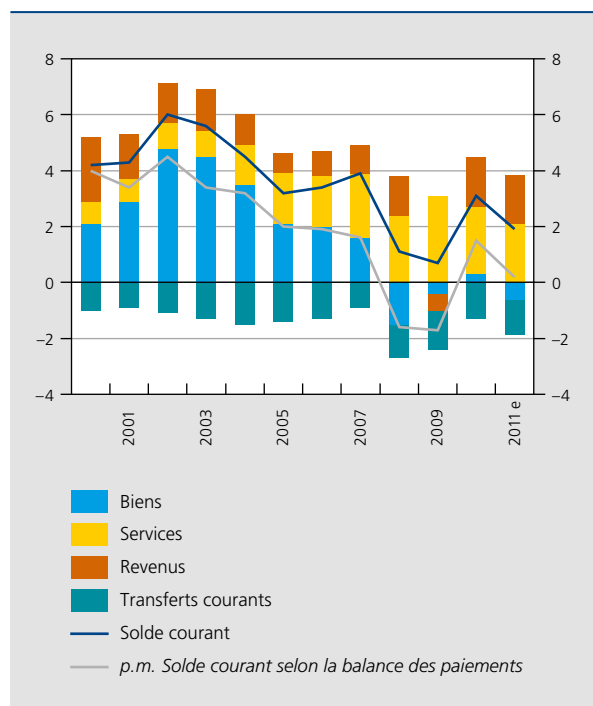
Une reprise des investissements apparaissait donc appropriée en début d'année. Toutefois, comme ce fut le cas pour l'accumulation des stocks, les nouveaux investissements se sont révélés moins utiles à la suite du ralentissement de la demande dès le deuxième trimestre. Les investissements sont certes restés importants au cours de cette période, vraisemblablement parce qu'une grande partie d'entre eux ont été décidés au moment où les prévisions de ventes étaient encore élevées et qu'un certain délai a été nécessaire à leur mise en œuvre. Au-delà du deuxième trimestre, la demande adressée aux entreprises a continué de se dégrader, démentant les pronostics avancés au début de l'année et qui, depuis lors, ont été revus à la baisse. Ces évolutions ont naturellement découragé les entreprises de développer davantage leurs capacités de production, qui, dans le cas de l'industrie manufacturière, étaient beaucoup moins utilisées à la fin de 2011.

### 3.4 Opérations courantes avec le reste du monde

Comme de coutume, le revenu disponible des particuliers a dépassé le total de leurs dépenses de consommation et d'investissement en logements en 2011. Leur capacité nette de financement a légèrement augmenté pour s'établir à quelque 4,1 % du PIB. Malgré le regain de leur formation de capital, les sociétés ont aussi dégagé un solde de financement positif en 2011, mais moindre que celui de l'année précédente : leur capacité nette de financement a été de 1,7 % du PIB. Le déficit de l'ensemble des administrations publiques, dont les opérations sont détaillées au chapitre 6, est demeuré proche de 4 % du PIB. Au total, sur la base des comptes nationaux, le solde positif de financement de l'ensemble des secteurs intérieurs est retombé de 3,1 % du PIB en 2010 à 1,7 % en 2011, le recul étant principalement attribuable à l'amenuisement du surplus de financement des sociétés.

Le solde de financement de l'ensemble des secteurs intérieurs correspond, aux transferts en capital près, au solde des opérations courantes de la Belgique avec le reste du monde. Selon les comptes nationaux, alors qu'il a oscillé entre 4 et 5 % du PIB entre 1995 et 2001

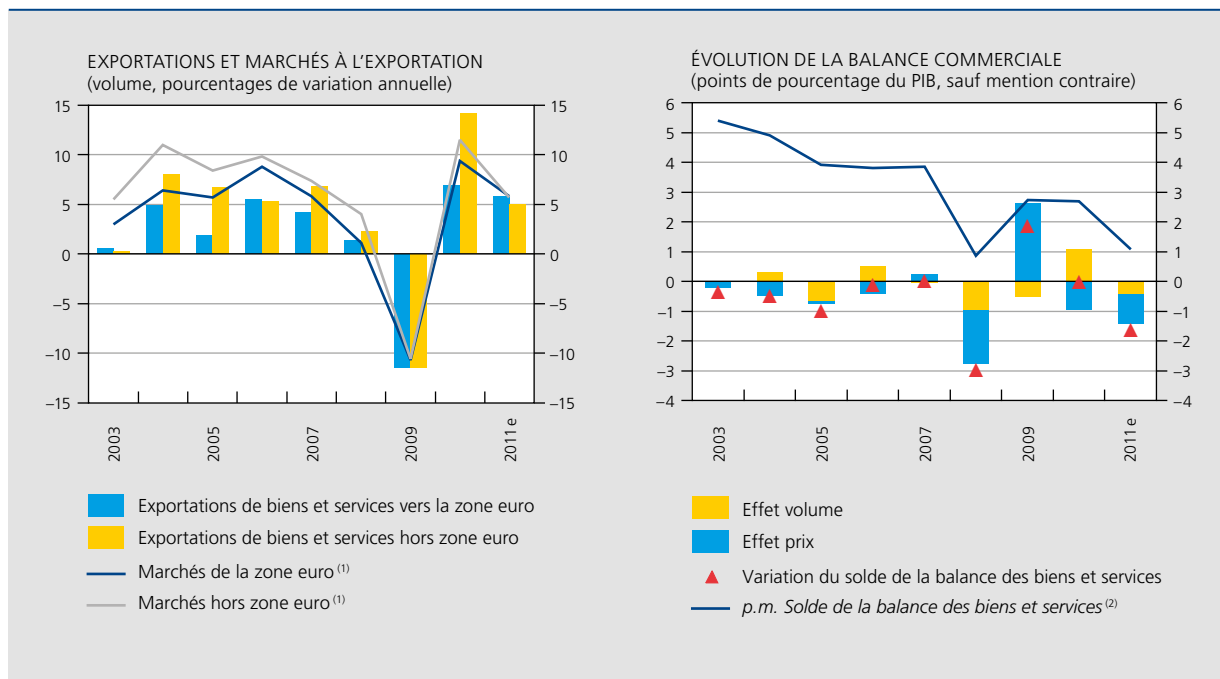
**GRAPHIQUE 38 SOLDE COURANT**  
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.



**GRAPHIQUE 39 ÉCHANGES EXTÉRIEURS DE BIENS ET SERVICES DE LA BELGIQUE**



Sources: BCE, ICN.

(1) Moyenne des taux de croissance des importations des partenaires commerciaux, pondérés par l'importance de ceux-ci dans les exportations de la Belgique.

(2) Pourcentages du PIB.

et a atteint un sommet de 6 % en 2002, le solde courant de la Belgique est progressivement revenu à 1,9 % en 2011.

La diminution tendancielle du solde du compte courant de la Belgique avec le reste du monde trouve principalement son origine dans la contraction des exportations nettes de biens et services. Celle-ci s'est poursuivie en 2011 : le ralentissement de la demande extérieure s'est traduit par une baisse du taux de couverture en volume des importations par les exportations, tandis que les termes de l'échange se sont détériorés en raison du renchérissement des matières premières. Au total, le taux de couverture en valeur – c'est-à-dire le rapport entre le montant des exportations et celui des importations – s'est inscrit en recul de 1,7 %.

Sur l'ensemble de la période 2003-2011, le taux de couverture des biens et services en valeur a reculé de 5,9 %. Les effets de volume et de prix se sont additionnés, le taux de couverture en volume ayant baissé de 2 %, tandis que les termes de l'échange se sont dégradés de 4 %. Il importe dès lors d'examiner les causes de ces développements et, plus spécialement, dans quelle mesure il s'agit d'une diminution structurelle ou d'une succession de facteurs temporaires bénins.

La régression du solde commercial en volume semble largement imputable à un dynamisme affaibli des exportations. Une comparaison avec les autres pays de la zone euro, et les pays limitrophes en particulier, montre qu'en Belgique, la progression des importations a été moins forte, compte tenu de l'évolution de la demande finale. Sur cette base, il ne semble donc pas que la pénétration des importations soit la cause de la détérioration du solde commercial.

L'atonie des exportations est illustrée par l'écart, persistant au cours des dix dernières années, entre la croissance des importations des pays partenaires et celle des exportations de la Belgique. Ces pertes de parts de marché se sont élevées, en moyenne, à 1,6 point de pourcentage par an sur la période 2003-2011, tant sur les marchés de la zone euro qu'en dehors de ceux-ci. Elles se sont toutefois atténuées depuis 2009, en particulier sur les marchés hors zone euro. Ceux-ci ayant été plus dynamiques au cours de la décennie écoulée, les exportations qui leur étaient destinées ont progressé à un rythme plus soutenu.

La perte de parts de marché à l'exportation est en partie due à la trop grande spécialisation de la Belgique dans les produits pour lesquels la concurrence issue des nouveaux pôles économiques est la plus forte.

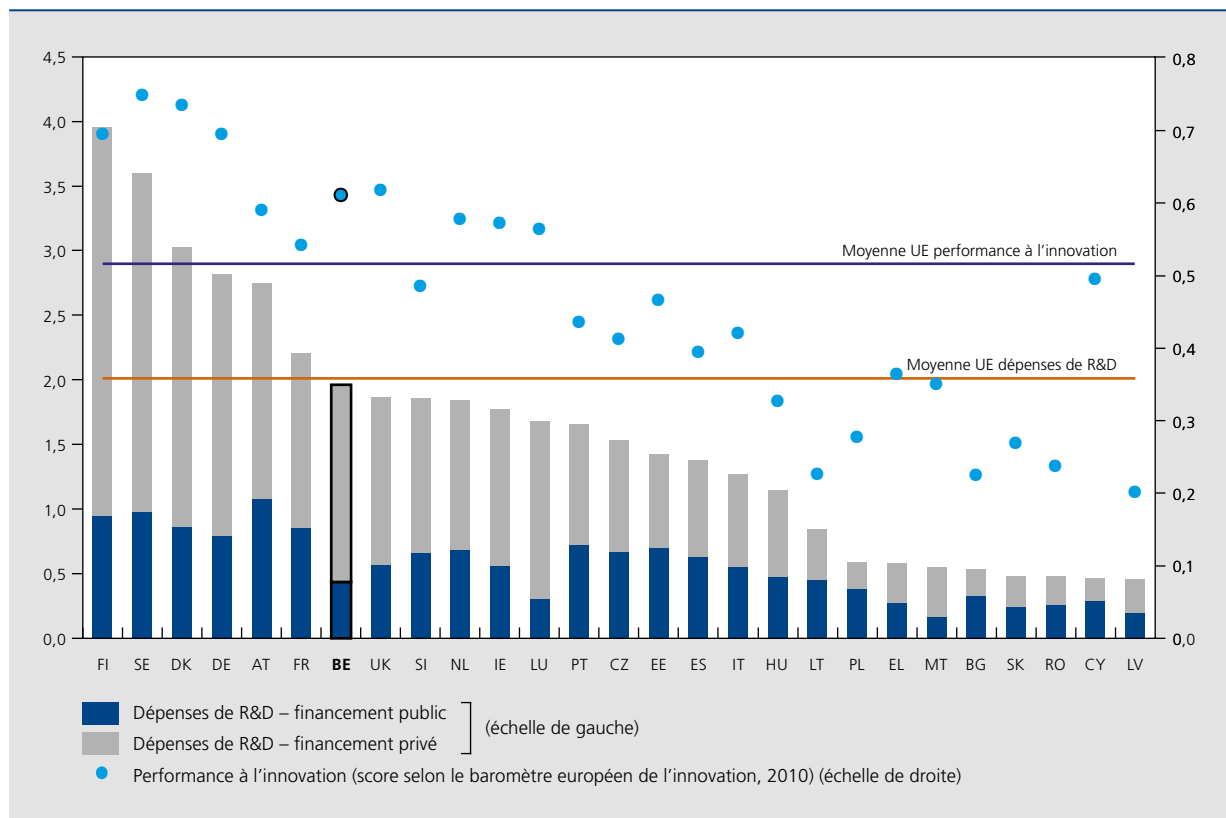
Ces économies émergentes disposant non seulement d'une main-d'œuvre abondante, mais aussi d'un accès toujours plus large à des équipements et à une technologie avancés, les produits intensifs en travail et ceux intensifs en capital font l'objet d'une pression concurrentielle toujours plus lourde. Les pays relativement spécialisés dans ce type de biens, comme la Belgique, perdent donc progressivement leurs avantages comparatifs. Sur la base de données microéconomiques, il apparaît cependant que, même spécialisées dans ce type de production, un certain nombre d'entreprises ont été en mesure de faire face à la concurrence croissante des pays émergents, principalement en améliorant la qualité de leurs produits, de façon à les démarquer de ceux des concurrents, ou en élargissant la gamme, afin d'exploiter de nouveaux marchés. Par ailleurs, dans la vente de produits intensifs en recherche – comme par exemple les appareils électriques et électroniques, les produits pharmaceutiques et les plastiques sous forme primaire –, la Belgique a réalisé des gains de parts de marché au cours de la période 1996-2008. La part de ces produits dans le total des exportations belges de marchandises est toutefois restée faible, se situant à

36 % en moyenne durant cette période, contre 43 % aux Pays-Bas, 46 % en France et 47 % en Allemagne. Le retard relatif par rapport aux trois principaux pays voisins est même encore plus grand si l'on tient compte uniquement des produits à forte intensité de connaissance qui sont difficiles à imiter.

La faible part des produits intensifs en recherche dans le total des exportations belges de marchandises peut être mise en rapport avec le résultat mitigé en termes de dépenses de R&D, dont le niveau en pourcentage du PIB est en stagnation depuis plusieurs années. Ces dépenses avoisinaient les 2 % du PIB en Belgique en 2009, soit une proportion quasiment égale à la moyenne de l'UE, mais nettement en deçà de celles des pays nordiques, ou encore de l'Allemagne et de la France, et loin de l'objectif de 3 % fixé dans le cadre de la stratégie « Europe 2020 ». La Belgique se distingue par un faible degré de financement public de la R&D. Lorsque l'on considère de manière plus large les résultats d'innovation, mesurés par le baromètre européen, la Belgique se place, avec un score de 0,6, en sixième position dans l'UE, la moyenne européenne étant de 0,5. Même si les performances

**GRAPHIQUE 40** DÉPENSES DE R&D ET PERFORMANCES À L'INNOVATION

(pourcentages du PIB, 2009, sauf mention contraire)



Source : CE.

de la Belgique se sont davantage améliorées au cours des cinq dernières années qu'en moyenne dans l'UE, il subsiste une marge de progression pour atteindre le niveau d'excellence des pays nordiques, ou encore de l'Allemagne. Le principal défi consiste à transformer de manière tangible les efforts d'innovation déployés : en effet, les points faibles de l'innovation en Belgique résident dans le manque d'exportations de services à haut contenu en connaissance, le nombre insuffisant de dépôts de brevets et licences, ou encore la difficulté à mettre sur le marché des produits ou processus radicalement neufs.

Comme en 2008 et en 2010, les termes de l'échange se sont détériorés en 2011, à hauteur de 1,4 %. Les cours des matières premières, en particulier celui du pétrole, ont considérablement augmenté durant les dernières années, reflétant notamment la pression toujours grandissante de la demande mondiale sur des ressources limitées. Faisant face par ailleurs à des coûts des facteurs de production domestiques relativement élevés, les producteurs belges ne peuvent pas toujours répercuter les fluctuations, parfois importantes, des coûts des inputs importés sur leurs prix de vente, en particulier quand ils sont confrontés

à une demande extérieure atone pour leurs produits manufacturés. À cet égard, l'activité en Belgique se caractérise par une intensité énergétique relativement élevée, qui découle en partie de la structure de spécialisation industrielle.

L'effet négatif des variations des prix s'ajoutant à celui des mouvements en volume, le montant des importations de biens et services a crû à un rythme supérieur à celui des exportations. Selon les données de la balance des paiements, ces évolutions ont donné lieu à un déficit commercial de 0,7 milliard d'euros en 2011, contre un excédent de 3 milliards en 2010.

En dépit d'une amélioration du solde des voyages, le surplus dégagé sur les opérations de services s'est quelque peu tassé en 2011, sous l'effet, principalement, des développements relatifs aux services de transport, aux services de construction et aux redevances et droits de licence. Toutefois, la détérioration du solde commercial provient essentiellement des opérations sur marchandises. Le déficit laissé par celles-ci s'est en effet aggravé de 3 milliards en 2011. Selon les données du commerce extérieur, ce repli s'est manifesté dans chacune des principales catégories

**TABLEAU 9** PRÊT NET AU RESTE DU MONDE  
(soldes ; milliards d'euros, sauf mention contraire)

	2008	2009	2010	2011 e
<b>1. Compte courant</b>				
Biens et services .....	-7,7	1,0	3,0	-0,7
Biens .....	-11,1	-4,8	-3,4	-6,4
Services .....	3,4	5,8	6,4	5,7
Revenus .....	8,0	-0,1	8,5	8,7
Revenus du travail .....	4,6	4,8	5,0	5,1
Revenus des placements et investissements .....	3,4	-5,0	3,5	3,6
Transferts courants .....	-6,1	-6,5	-6,3	-7,1
Transferts des administrations publiques .....	-5,0	-5,0	-5,3	-5,8
Transferts des autres secteurs .....	-1,0	-1,5	-1,0	-1,3
Total .....	-5,7	-5,7	5,2	0,9
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB .....</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,7</i>	<i>1,5</i>	<i>0,2</i>
<b>2. Compte de capital</b> .....	-1,8	-1,2	-0,6	-0,5
<b>3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)</b> .....	-7,4	-6,9	4,6	0,4
<i>p.m. Idem, pourcentages du PIB .....</i>	<i>-2,2</i>	<i>-2,0</i>	<i>1,3</i>	<i>0,1</i>
<i>Besoin (-) ou capacité de financement des secteurs intérieurs, selon les comptes nationaux, pourcentages du PIB .....</i>	<i>0,6</i>	<i>0,3</i>	<i>3,1</i>	<i>1,7</i>

Sources : ICN, BNB.

de biens exportés, tels les produits chimiques, les produits sidérurgiques et le matériel d'équipement et de transport.

Les évolutions des échanges de biens, d'une part, et de services, d'autre part, ont été assez dissemblables au cours des dix dernières années. Parce qu'ils constituent près de 80 % des échanges extérieurs de la Belgique, les flux de biens sont en grande partie à l'origine des mouvements du solde commercial. Toutefois, le surplus des échanges de services s'inscrit durablement en hausse depuis 1995. Comme l'explique en détail l'encadré 5, les exportations nettes de services sont progressivement devenues la principale source du surplus courant.

Pour sa part, le solde positif des revenus des facteurs s'est quelque peu élargi en 2011, sous l'impulsion principalement de la hausse des revenus des investissements. Exprimé en euros, le rendement moyen des placements ou crédits portant intérêt s'est ainsi redressé plus rapidement pour les avoirs à l'étranger que pour les engagements

vis-à-vis du reste du monde. Par ailleurs, le surplus structurel des revenus du travail, formé essentiellement des salaires payés par les institutions de l'UE à leur personnel résidant dans le pays, a très légèrement augmenté.

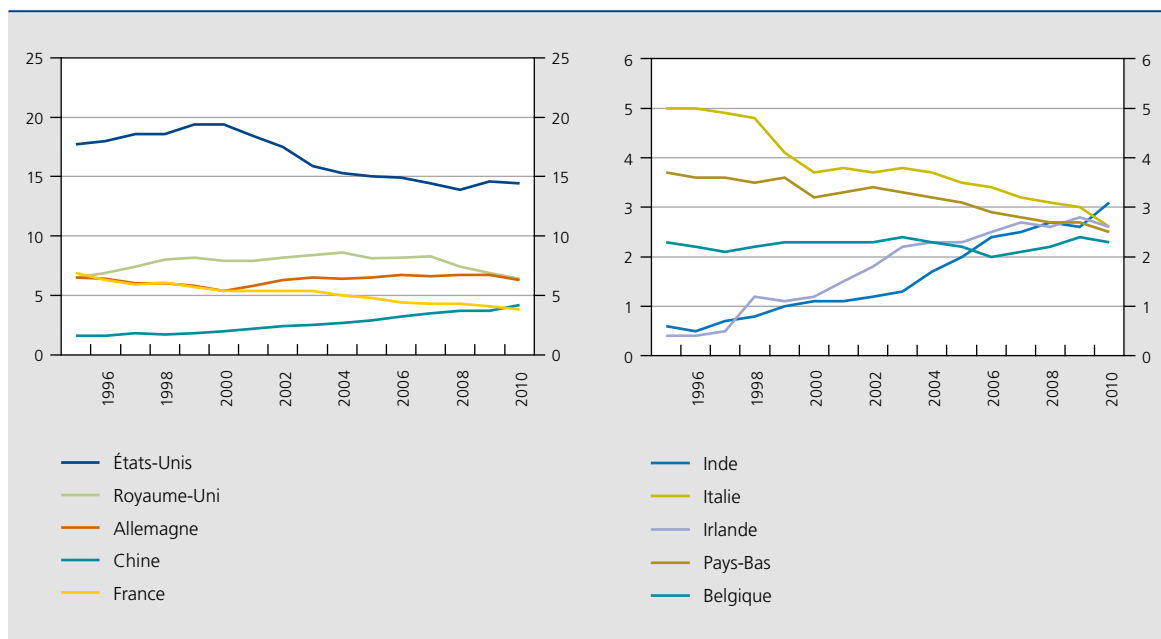
Le déficit des transferts courants opérés par les administrations publiques s'est creusé. En particulier, les contributions de la Belgique au budget européen se sont accrues – notamment celles versées au titre des droits de douane et de la contribution RNB –, tandis que les subventions reçues sont demeurées pratiquement constantes.

Enfin, en dépit de la remise de dette octroyée par la Belgique au Congo, le déficit du compte des opérations en capital s'est légèrement réduit. Au total, le prêt net de la Belgique au reste du monde, selon la balance des paiements, qui s'était élevé à 4,6 milliards en 2010, est revenu à 0,4 milliard. En pourcentage du PIB, cela correspond à une diminution de 1,2 point de pourcentage, le surplus de financement de l'économie s'établissant à 0,1 % du PIB en 2011.

## Encadré 5 – La contribution croissante des échanges de services au surplus courant

### PART DES EXPORTATIONS DE SERVICES DANS LE COMMERCE MONDIAL DE SERVICES

(pourcentages)



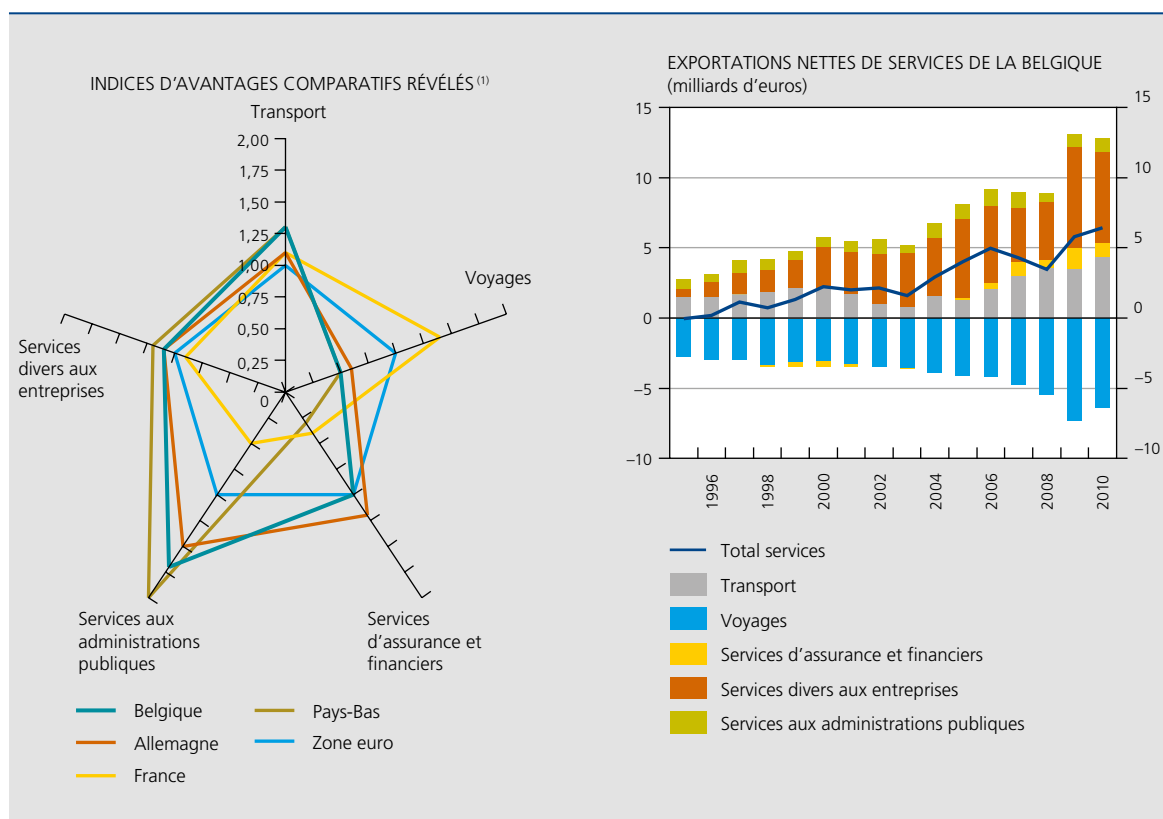
Source : CNUCED.

Bien que les activités de services représentent une part prépondérante du PIB et de l'emploi, atteignant un niveau de l'ordre de 70 % dans les pays industrialisés, elles n'occupent qu'une position mineure dans les échanges internationaux, la part des services dans les échanges totaux se situant, selon les données des comptes nationaux, à un niveau proche de 15 %, en Belgique comme dans un certain nombre de pays européens. L'exigence de proximité dans l'espace et dans le temps entre le prestataire et le consommateur de services, l'existence de substituts aux exportations de services, dont les ventes via des filiales à l'étranger, ainsi qu'une réglementation plus contraignante que celle en vigueur sur le marché des biens, sont autant de freins et de limites aux échanges transfrontaliers de services.

Pourtant, en dépit de montants bruts limités, le surplus laissé par les échanges internationaux de services s'est élargi en Belgique ces quinze dernières années, passant de 0,1 % du PIB en 1995 à 2,1 % en 2011. Compensant en partie la détérioration du solde des opérations sur marchandises, les exportations nettes de services sont devenues progressivement la principale source du surplus courant, qui s'est élevé à 1,9 % du PIB en 2011. Sur le plan macroéconomique, elles concourent dès lors à préserver la position extérieure de l'économie.

Les bons résultats de la Belgique s'expliquent par le dynamisme des exportations de services plutôt que par la faiblesse des importations. Si l'on compare la Belgique aux autres pays de la zone euro, il apparaît que la part des flux de services dans le PIB est parmi les plus élevées de la zone euro et l'évolution des exportations parmi les plus

#### ANALYSE PAR TYPE DE SERVICES



Sources: BNB, Eurostat.

(1) L'indice d'avantages comparatifs révélés compare la part des exportations d'une catégorie de services dans le total des exportations de services d'un pays avec la part correspondante pour une zone de référence, la zone euro en l'occurrence. Un indice supérieur à 1 indique une spécialisation par rapport à la zone de référence, le poids des exportations de cette catégorie dans le total y étant plus élevé que dans la zone de référence, et vice-versa pour un indice inférieur à 1.

robustes. Ainsi, le taux de croissance annuel moyen des exportations de services en valeur a dépassé de 1,3 point de pourcentage celui des importations de services des pays partenaires, qui constituent les principaux débouchés extérieurs des prestataires de services de la Belgique. Tandis que la part des exportations de marchandises de la Belgique dans le commerce mondial en valeur a chuté de plus d'un tiers au cours de la période 1995-2010, la part correspondante pour les services est restée constante, oscillant aux alentours de 2,3 %.

Une analyse plus fine par catégorie, qui s'appuie sur les statistiques de la balance des paiements, indique que les parts des services aux administrations publiques, des services de transport et des services divers aux entreprises dans le total des exportations sont relativement larges en Belgique. À l'inverse, la Belgique est sous-spécialisée dans les voyages et ne présente pas de spécialisation particulière dans les services financiers et d'assurance.

La position centrale du pays dans le tissu économique européen est l'un des principaux facteurs ayant contribué aux bons résultats engrangés par la Belgique. Cette position au cœur de l'Europe a favorisé un rôle d'intermédiation géographique, qui s'est traduit par un développement de services adaptés à l'internationalisation du commerce. Les services de transport et de logistique ont ainsi pu se déployer, en particulier grâce à l'importance du port d'Anvers dans les flux maritimes. Par ailleurs, le solde du négoce international, repris dans les services divers aux entreprises et défini comme la différence entre la valeur de vente et la valeur d'acquisition de biens achetés et revendus à l'étranger par des résidents, s'est également accru et occupe une place prépondérante en Belgique.

Le rôle de carrefour joué par la Belgique ne se limite toutefois pas aux services liés de manière large au commerce de marchandises. Conjuguée à la position centrale du pays, la qualité du capital humain est, en effet, un autre facteur déterminant de l'essor des exportations de services de la Belgique. Elle a renforcé l'attraction exercée à l'égard des grandes institutions, qu'elles soient publiques ou privées. En accueillant les sièges des institutions européennes et de plusieurs multinationales, la Belgique a pris place dans une économie qui s'est globalisée ces deux dernières décennies. Au total, les institutions de l'UE ont contribué à hauteur de 2,1 milliards d'euros à l'excédent des opérations sur services de la balance des paiements, tandis que le solde des services entre entreprises liées, regroupant les frais généraux de gestion et de fonctionnement des sociétés mères, filiales, succursales et bureaux de représentation, s'est établi à 1,7 milliard en 2009.

L'analyse du degré de concentration des exportations de services apporte un éclairage supplémentaire sur ces résultats. Ainsi, la part des montants exportés par les trois et les dix principales firmes exportatrices de la Belgique était, en 2010, de respectivement 46 et 64 % pour le transport maritime de marchandises, 54 et 81 % pour les services financiers, 39 et 52 % pour les services informatiques, 76 et 90 % pour les télécommunications, 79 et 85 % pour les services de publicité, 38 et 69 % pour les services de recherche et développement et 24 et 43 % pour les services entre entreprises. Compte tenu de ces pourcentages élevés, la base sur laquelle les transactions de services reposent est donc relativement étroite.

Les bonnes performances générales de la Belgique en matière d'échanges de services ne se reflètent toutefois pas dans toutes les catégories de services. Certaines d'entre elles, comme la construction ou le génie civil, sont en général proposées aux partenaires étrangers via d'autres modalités que les échanges transfrontaliers, principalement via les investissements directs étrangers. Selon les chiffres disponibles, les montants concernés pour la Belgique sont significatifs.

Les exportations d'autres services se sont également moins accrues. En particulier, celles de services liés aux technologies de l'information et de la communication n'ont pas enregistré d'essor notable. Par ailleurs, la part des services qui mettent en avant l'excellence et la créativité, comme la recherche et le développement ou les brevets, est encore faible. L'ensemble de ces services constituent pourtant un catalyseur de la croissance dont toute l'économie pourrait bénéficier, et le capital humain nécessaire à un tel développement est disponible en Belgique.

## 4. Prix et coûts

*L'inflation s'est encore accélérée au cours de l'année sous revue, puisque la hausse annuelle de l'IPCH est passée de 2,3% en 2010 à 3,5% en 2011, atteignant un plafond en juillet. Cette évolution est principalement imputable au vif renchérissement des produits énergétiques et, dans une moindre mesure, des produits alimentaires transformés à la suite de la flambée des prix des matières premières. L'écart d'inflation par rapport aux trois principaux pays voisins a dépassé 1 point de pourcentage en moyenne, reflétant, surtout, la plus grande sensibilité de l'IPCH aux prix des matières premières en Belgique, mais aussi une inflation sous-jacente plus prononcée. Celle-ci a été alimentée par une nette reprise de la progression des coûts salariaux par unité produite, conséquence de la stagnation de la productivité ainsi que de l'application des mécanismes d'indexation automatique propres à la Belgique. Dans le secteur privé, les coûts salariaux horaires ont ainsi augmenté de 2,7% en 2011, contre 0,9% l'année précédente. Étant donné que, selon les estimations du secrétariat du CCE, la croissance de ces coûts aurait été plus rapide dans les trois principaux pays voisins qu'en Belgique en 2011, le handicap salarial des entreprises belges, cumulé depuis 1996, a cependant légèrement diminué, pour s'établir à 3,9%. En revanche, évalué en termes de coûts salariaux par unité produite, il a poursuivi sa croissance, pour se fixer à 12,6%, en raison d'une évolution moins favorable de la productivité du travail en Belgique.*

### 4.1 Prix à la consommation

L'inflation, mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui avait grimpé de -1,7% en juillet 2009 à 3,4% en décembre 2010, a fluctué autour de ce dernier niveau en 2011, culminant à 4% en juillet. En moyenne annuelle, elle est passée de 2,3% en 2010 à 3,5% en 2011. Cette accélération a résulté, principalement, de l'évolution des prix des produits énergétiques et, dans une moindre mesure, des produits alimentaires transformés, mais la tendance sous-jacente de l'inflation s'est elle aussi inscrite en hausse, de 1,1 à 1,7%.

#### Écart d'inflation entre la Belgique et les trois principaux pays voisins.

Depuis 2007, l'inflation en Belgique affiche une volatilité nettement plus prononcée que celle que l'on observe tant dans la zone euro qu'en moyenne dans les trois principaux pays voisins. En 2011, elle a de nouveau été plus élevée que dans ces deux groupes de pays, où elle s'est établie à respectivement 2,7 et 2,4%.

L'écart d'inflation vis-à-vis des trois principaux pays voisins a atteint un sommet en janvier, avant de s'atténuer quelque peu par la suite, la moyenne annuelle demeurant aux alentours de 1 point de pourcentage. Il est largement attribuable aux produits énergétiques, dont la variation annuelle des prix, soutenue par la hausse des cotations internationales, est restée importante tout au long de l'année. Alors qu'en 2010, l'évolution des prix du gaz et de l'électricité avait encore contribué à réduire l'écart au début de l'année, tel n'a plus été le cas en 2011.

La contribution des produits alimentaires transformés à ce même écart s'est progressivement contractée. Elle a même été légèrement négative en octobre. L'augmentation des prix du tabac et des boissons alcoolisées est devenue encore moins nette que dans les pays voisins, tandis que le renchérissement des autres produits alimentaires transformés est resté supérieur, mais dans une moindre mesure, à celui observé dans ces pays. Les produits alimentaires non transformés ont, eux aussi, concouru à réduire le différentiel d'inflation, et leur contribution a même été négative durant une



**TABLEAU 10** INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ ET COÛTS SALARIAUX

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

	2007	2008	2009	2010	2011	<i>p.m.</i> 2011, trois principaux pays voisins <sup>(1)</sup>
IPCH .....	1,8	4,5	0,0	2,3	3,5	2,4
Produits énergétiques .....	0,2	19,8	-14,0	10,0	17,0	10,4
Produits alimentaires non transformés <sup>(2)</sup> .....	3,0	2,8	0,4	3,5	0,2	1,5
Produits alimentaires transformés .....	4,7	7,8	1,7	1,0	3,1	2,9
Tendance sous-jacente de l'inflation <sup>(3)</sup> .....	1,4	1,8	2,1	1,1	1,7	1,2
Biens industriels non énergétiques .....	0,9	1,3	1,4	0,8	1,0	0,7
Services .....	1,9	2,3	2,6	1,4	2,2	1,5
<i>p.m. Indice-santé</i> <sup>(4)</sup> .....	1,8	4,2	0,6	1,7	3,1	-
<i>p.m. Indice national</i> .....	1,8	4,5	-0,1	2,2	3,5	-
Coûts salariaux dans le secteur privé						
Par unité produite .....	2,0	3,5	4,0	0,0	2,5 e	1,2 <sup>(5)</sup>
Par heure ouvrée .....	3,1	3,6	2,8	0,9	2,7 e	3,1 <sup>(6)</sup>

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

(1) Comme dans les autres tableaux et graphiques du présent chapitre : IPCH, moyenne pondérée sur la base de la consommation des ménages ; coûts salariaux, moyenne pondérée sur la base du PIB.

(2) Fruits, légumes, viande et poisson.

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

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

(5) Moyenne des trois premiers trimestres ; secteur des entreprises (branches d'activité NACE de B à N) ; source : CE.

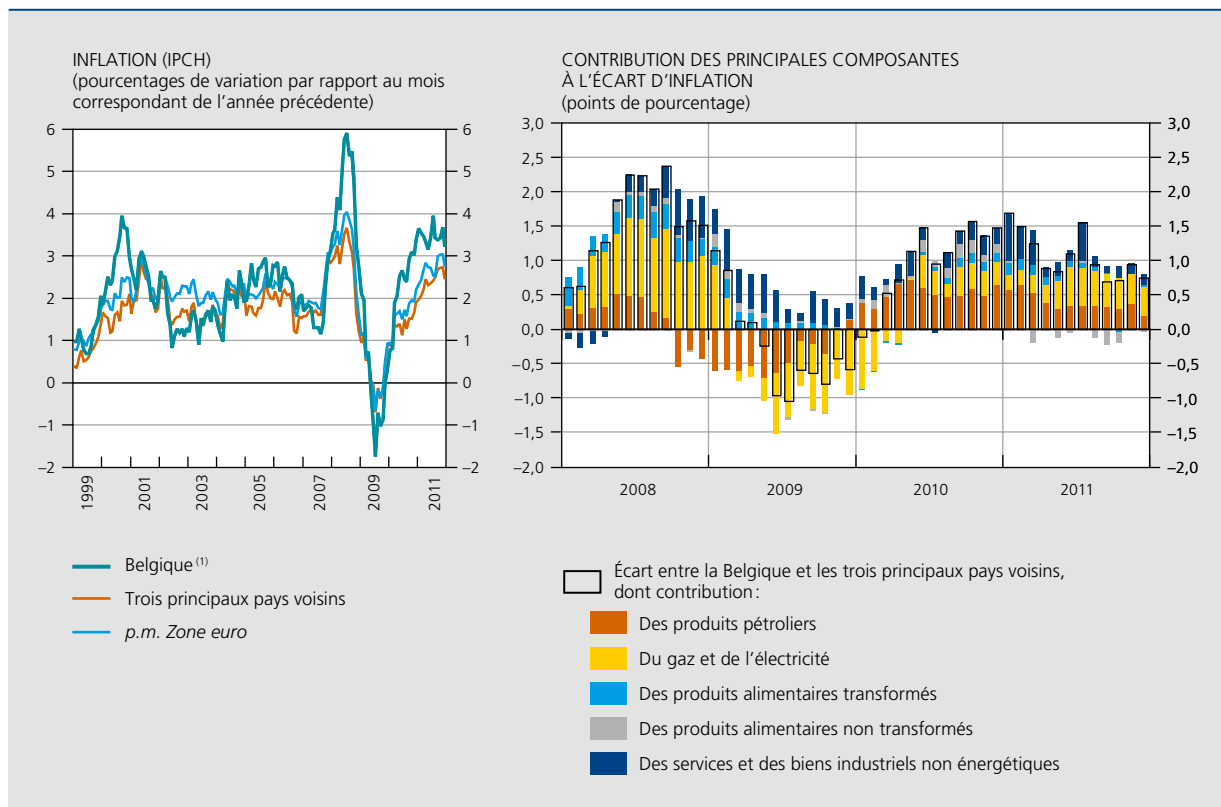
(6) Estimation sur une base annuelle du CCE.

bonne partie de l'année sous revue. La directive européenne concernant les méthodes statistiques à privilégier dans le cas des produits saisonniers, mise en œuvre en Belgique en 2010, n'a plus eu d'effet sur la mesure des prix des biens alimentaires non transformés en 2011. En revanche, d'autres pays européens, parmi lesquels la France et l'Allemagne, n'ont procédé aux adaptations requises qu'en 2011. Le profil d'inflation y a donc été affecté au cours de l'année sous revue, aux niveaux tant de la composante des biens alimentaires non transformés que de celle des biens industriels non énergétiques. Au total, cependant, l'inflation mesurée dans les trois pays voisins n'en a été que peu marquée. Pour la zone euro dans son ensemble, la directive aurait fait baisser de 0,1 point de pourcentage l'inflation enregistrée en 2011.

Le maintien d'un excès d'inflation par rapport aux pays voisins en 2011 est donc, pour l'essentiel, la conséquence directe du renchérissement des matières premières. Ces effets, dits de premier tour, ont été plus amples en Belgique, comme cela avait déjà été le cas en 2008. À l'époque, ils avaient donné lieu à des effets dits de second tour – c'est-à-dire à des majorations de prix découlant des augmentations des salaires

et d'autres revenus, destinées à compenser la perte de pouvoir d'achat occasionnée par les effets de premier tour – qui s'étaient traduits par des hausses des prix des biens industriels non énergétiques et des services plus sensibles que dans les pays voisins. En 2011, la tendance sous-jacente de l'inflation a poursuivi son accélération, entamée à la fin de 2010, et elle est demeurée plus vive que celle enregistrée dans ces pays. L'écart ne s'est cependant creusé qu'au premier trimestre. De manière plus anecdotique, l'on notera qu'en janvier et juillet 2011, le différentiel s'est temporairement élargi parce que les réductions de prix accordées lors des soldes en Belgique ont été moindres que l'année précédente. L'existence d'un système d'indexation automatique des salaires accroît le risque de voir ressurgir des effets de second tour. Leurs répercussions sur la compétitivité de l'économie belge seraient d'autant plus manifestes que le contexte économique plutôt morose constitue indubitablement un frein aux effets de second tour dans les économies qui ne pratiquent pas d'indexations automatiques.

**GRAPHIQUE 41 ÉCART D'INFLATION ENTRE LA BELGIQUE ET LES TROIS PRINCIPAUX PAYS VOISINS**



Sources : CE, BNB.

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

### Prix des produits énergétiques

Ce sont, comme à l'accoutumée, les cotations du pétrole brut sur les marchés internationaux qui ont déterminé l'orientation des prix des produits énergétiques en 2011. Prolongeant la tendance amorcée au second semestre de 2010, le cours moyen du Brent a continué de croître jusqu'en avril, passant de moins de 80 dollars des États-Unis le baril à la mi-2010 à plus de 120 dollars. Malgré le ralentissement conjoncturel, il n'a que légèrement baissé pendant le reste de l'année, progressant en moyenne de 40 % par rapport à 2010, année durant laquelle il avait déjà crû de 29 %. L'euro s'étant apprécié par rapport au dollar durant l'année sous revue, la hausse des prix exprimés dans la monnaie européenne a été un peu moins prononcée, de l'ordre de 33 %, soit une augmentation assez proche de celle enregistrée en 2010.

Les fluctuations des prix des produits énergétiques ont une incidence sur l'inflation relativement plus considérable en Belgique que dans les pays voisins, comme en témoigne la

contribution de ces produits au différentiel d'inflation. En 2011, la composante énergétique de l'IPCH a crû de 17 % en Belgique, contre 10 % en moyenne dans les pays voisins. Plusieurs facteurs expliquent cette situation : une plus grande part des produits énergétiques les plus sensibles aux cotations internationales du pétrole dans le panier de consommation des ménages, un niveau d'accises sur ces produits plus faible qu'en moyenne dans les autres pays et, enfin, certaines caractéristiques de la formation des prix des produits énergétiques hors taxes, qui donnent notamment lieu à une transmission plus importante et plus rapide des cours des matières premières aux prix à la consommation du gaz et de l'électricité (cf. encadré 5 du Rapport 2010 de la Banque).

Parmi les produits pétroliers, ce sont les prix du mazout de chauffage qui ont le plus progressé – de 28 % en Belgique, contre 24 % dans les pays voisins. Les prix des carburants automobiles, dont les variations en pourcentage sont tempérées par la présence d'accises nettement plus élevées, ont augmenté de 16 %, contre 12 % dans les pays de référence. Le cours du Brent exerce une influence

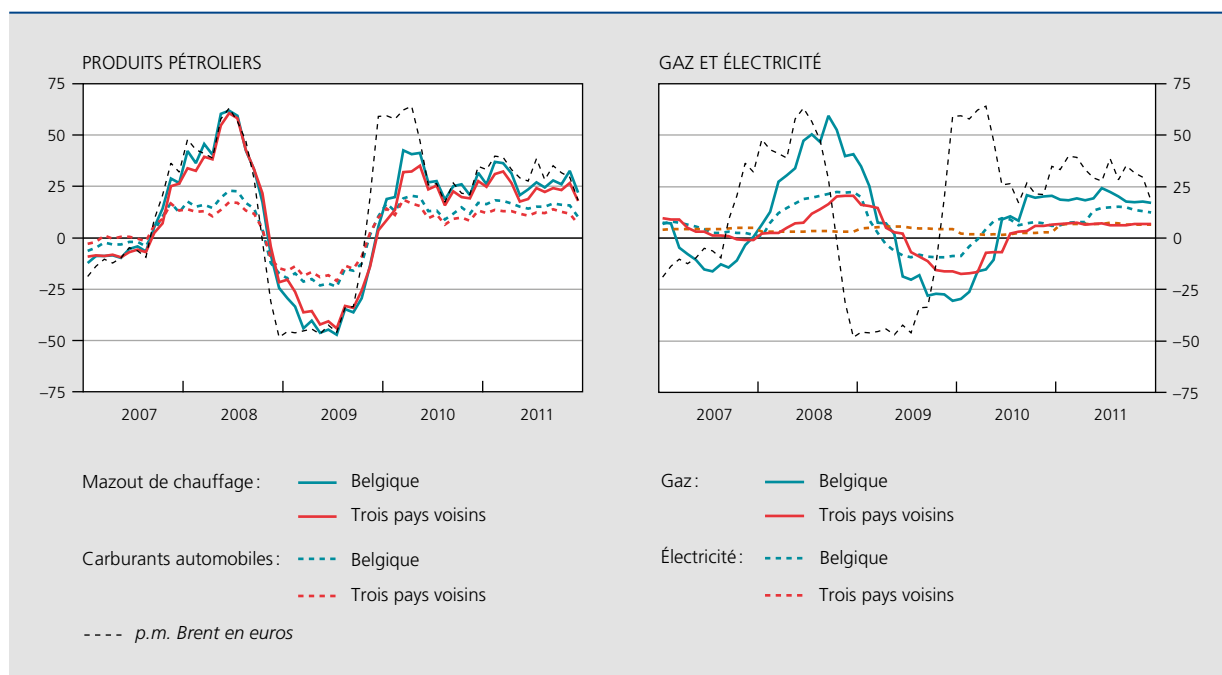
très rapide sur les prix à la consommation des produits pétroliers: il affecte presque instantanément les cotations internationales des produits raffinés et, conformément au contrat-programme, celles-ci déterminent le niveau des prix payés par les ménages, compte tenu des accises, de la TVA et des coûts de distribution, et déduction faite des éventuelles ristournes accordées par les distributeurs. En 2011, comme l'année précédente, les accises sur le diesel se sont alourdies à la suite de la mise en œuvre du système dit de cliquet. L'effet total des modifications des accises sur l'inflation est estimé à 0,1 % (cf. encadré 6).

La transmission des cours des matières premières énergétiques aux prix du gaz et de l'électricité est certes plus lente, mais elle est nettement plus rapide en Belgique que dans les pays voisins, étant donné le système d'adaptation mensuelle automatique des tarifs. Ce type d'indexation a suscité des écarts positifs par rapport aux pays voisins pendant les périodes de hausse des cours des matières premières (2008 et 2010-2011) et des écarts négatifs pendant les périodes de baisse (2007 et 2009).

En 2011, le prix du gaz a augmenté de 19 % en Belgique, contre 7 % en moyenne dans les pays voisins. Sur le plus long terme, la hausse du prix à la consommation du gaz en Belgique ne semble cependant pas avoir systématiquement dépassé celle enregistrée dans ces pays.

Quant aux prix de l'électricité, moins sensibles aux fluctuations des cotations internationales que ceux du gaz, ils ont monté de 12 % en Belgique, contre 7 % en moyenne dans les pays voisins. Pour l'indexation de leurs tarifs, les fournisseurs d'électricité continuent d'utiliser des paramètres que la CREG juge non représentatifs. En outre, le bond des prix observé en avril 2011 a été principalement la conséquence d'une majoration de la composante « obligations de service public » des tarifs de distribution en Flandre, justifiée par le financement des subventions mises en place pour favoriser l'installation de panneaux solaires. Le succès de cette initiative a été tel que le coût budgétaire de la mesure a dû être revu à la hausse et qu'il a été décidé de le répartir sur l'ensemble des clients flamands. Au cours de la période 2008-2011, les augmentations des tarifs de distribution et de transport, prélevés par les intercommunales, ont eu une incidence cumulée de 21 % sur le prix de l'électricité, de 0,6 % sur l'indice des prix à la consommation et de 0,7 % sur l'indice-santé. En principe, la fixation de ces tarifs est en grande partie sous le contrôle des autorités, puisqu'il s'agit de la partie non libéralisée du marché. Toutefois, la CREG avait perdu en 2007, à la suite d'une procédure judiciaire, une partie des compétences qui lui avaient permis d'imposer des baisses de tarifs les années précédentes. À l'avenir, un rôle accru en matière de contrôle incombera aux régions, comme le prévoit l'accord de gouvernement de décembre 2011.

**GRAPHIQUE 42 PRIX À LA CONSOMMATION DES PRODUITS ÉNERGÉTIQUES**  
(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



Source : CE.

Afin de sauvegarder le pouvoir d'achat des consommateurs et la compétitivité des entreprises, l'État fédéral et les régions chercheront à contenir l'ensemble des composantes des coûts de l'énergie. Il s'agit notamment de dégager des pistes permettant de réduire les tarifs de distribution, de limiter l'impact de la cotisation fédérale sur les prix, d'améliorer la concurrence sur le marché de l'électricité en mettant à la disposition du marché une partie de la production des centrales nucléaires amorties et en facilitant le changement de fournisseur pour les ménages. Par ailleurs, si les prix en Belgique devaient, sans raison objective, s'éloigner de la moyenne des pays voisins, un prix maximum pourrait être temporairement imposé.

De plus, la loi du 8 janvier 2012, qui transpose en droit belge les directives européennes du « troisième paquet énergie », prévoit, entre autres, de restreindre, pour

l'électricité et le gaz, le nombre d'indexations des prix à un maximum de quatre par an, au début de chaque trimestre, et d'instaurer un contrôle du calcul des indexations pour les tarifs variables et un contrôle a priori pour d'autres hausses. Cette loi n'aborde pas la problématique de la liaison mécanique et automatique des prix aux cotations internationales. En outre, elle ne couvre pas les tarifs fixes, ni les baisses de tarifs variables, de sorte qu'une part non négligeable du marché échappe de facto au contrôle. Au total, l'incidence de ces dispositions sur la volatilité des prix devrait être limitée. S'inspirant du système néerlandais, la loi s'en distingue cependant à divers égards, de sorte qu'elle n'induit pas un lissage similaire des évolutions de prix. Aux Pays-Bas, l'on constate que les fournisseurs adaptent leurs prix, en moyenne, deux fois par an seulement et que ces ajustements ne sont pas simultanés.

## Encadré 6 – L'évolution du prix du diesel en 2011

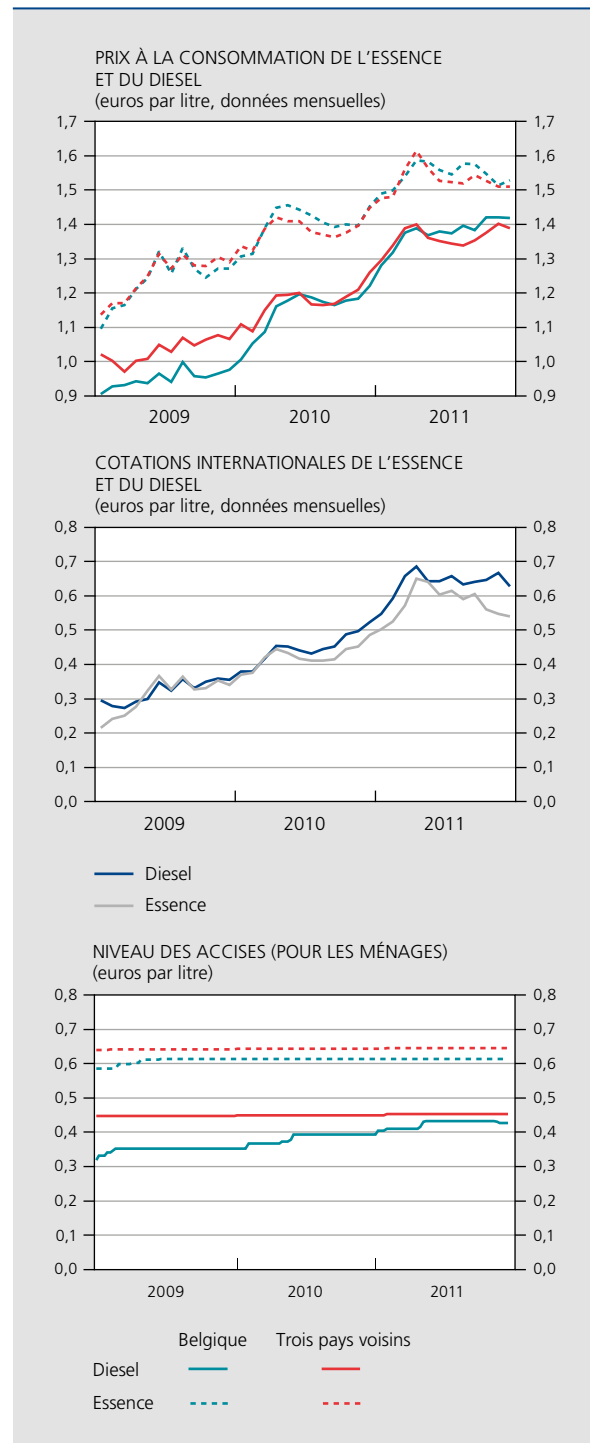
Jusqu'en 2009, le prix du litre de diesel en Belgique avait été inférieur à la moyenne des trois principaux pays voisins. L'écart avait disparu à compter de la fin du premier semestre de 2010. En 2011, le prix du diesel a dépassé celui pratiqué dans les pays voisins. Cette évolution s'explique par l'alourdissement de la fiscalité indirecte. Depuis la fin de 2008, les accises sur le diesel ont grimpé chaque année d'environ 4 cents par litre en Belgique, alors qu'elles sont restées presque inchangées – quoiqu'à un niveau supérieur – dans les pays de référence. Ces hausses découlent de la mise en œuvre du système de cliquet, en vertu duquel la moitié de chaque réduction du prix maximum du diesel selon le contrat-programme qui résulte des fluctuations sur les marchés pétroliers internationaux est compensée par une majoration permanente des accises, jusqu'à un plafond annuel de 4 cents par litre. En 2011, celui-ci a été atteint en mai. Combiné au relèvement des accises, le renchérissement des produits raffinés a porté, en novembre, le prix maximum du diesel pour la première fois au-delà du seuil de 1,5 euro par litre, niveau à partir duquel un mécanisme d'atténuation des hausses de prix a été activé. Selon ce mécanisme, introduit en 2005 et appelé cliquet inversé, chaque augmentation des recettes de TVA générée par un relèvement des prix découlant du contrat-programme est entièrement compensée par une baisse d'accises, pour autant que les prix officiels excèdent un certain seuil, fixé en 2011 à 1,5 euro par litre pour le diesel. Un mécanisme similaire existe pour l'essence, mais le seuil, qui en était de 1,7 euro par litre, n'a pas été dépassé en 2011. Le mécanisme du cliquet inversé a été mis en œuvre deux fois pour le diesel, en novembre 2011. Étonnamment, les allègements d'accises ainsi accordés ne sont pas neutralisés lorsque le prix tombe sous les seuils d'intervention, comme cela a été le cas en décembre 2011. Il importe de noter que les hausses d'accises imposées depuis 2004 n'affectent pas les transporteurs professionnels, qui ont en effet la possibilité de récupérer les montants concernés.

À l'avenir, de nouvelles augmentations de la fiscalité sur le diesel ne sont pas à exclure. La proposition de directive sur la taxation de l'énergie présentée en avril 2011 par la CE vise à éviter les distorsions entre produits. Elle se base pour cela, d'une part, sur le contenu énergétique des produits et, d'autre part, sur leur taux d'émission de gaz à effet de serre, en pratique uniquement le CO<sub>2</sub>. Selon ces principes, la taxation du diesel devrait être plus élevée que celle de l'essence. En effet, le contenu énergétique du diesel est supérieur de 10 % à celui de l'essence, et un litre de diesel produit 13 % de CO<sub>2</sub> de plus qu'un litre d'essence, sans compter les émissions d'autres gaz à effet de serre comme l'oxyde d'azote (NO<sub>x</sub>) et la production de particules fines qui viennent s'ajouter à son passif écologique. C'est la raison pour laquelle certains pays bannissent les véhicules utilisant ce type de carburant.



L'ajustement du niveau relatif des accises devrait permettre de rééquilibrer l'offre et la demande de produits raffinés. La consommation de diesel s'est en effet fortement accrue ces dernières années, à la suite, notamment, du gonflement de la part de marché des motorisations diesel dans le parc automobile, auquel a concouru la

#### PRIX DE L'ESSENCE ET DU DIESEL



Source : CE.

distorsion en termes d'accises. En conséquence, depuis la fin de 2009, les prix du diesel à la sortie de la raffinerie sont supérieurs à ceux de l'essence, ce qui, combiné à la majoration des accises, a renforcé le resserrement de l'écart de prix à la pompe entre ces deux types de carburants.

Au cours de l'année sous revue, le relèvement des accises sur le diesel a accentué la contribution positive de la composante énergétique à l'inflation à raison de 0,1 %. À moyen terme, le niveau plus élevé de ces taxes devrait toutefois amoindrir la sensibilité de l'inflation aux variations des cours des matières premières.

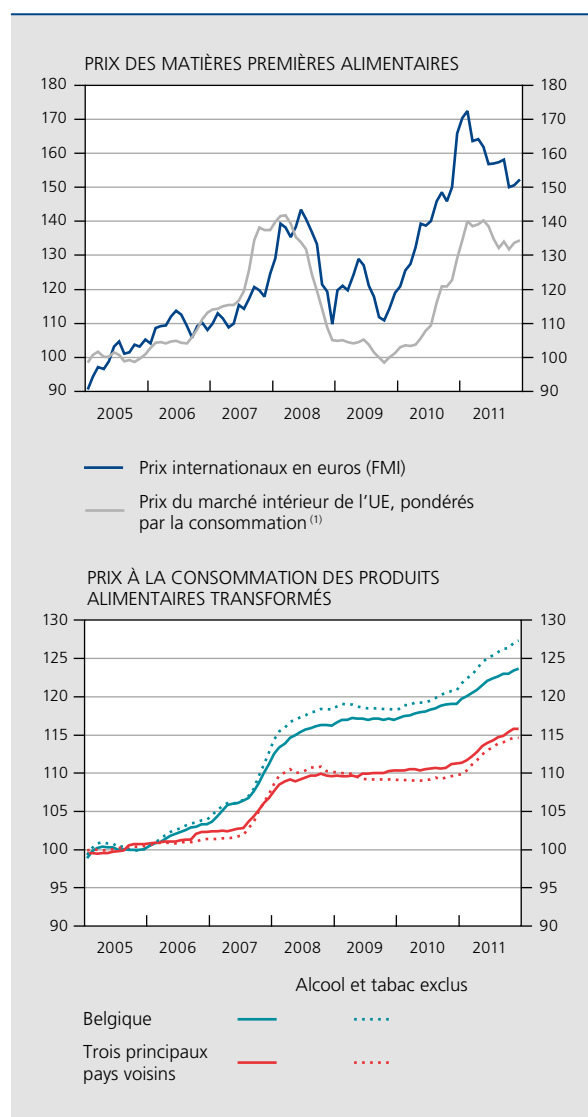
## Prix des produits alimentaires

Les prix des produits alimentaires non transformés ont progressé de 0,2 % en 2011, alors qu'ils avaient crû de 3,5 % en 2010, en raison de conditions d'offre peu favorables, ainsi que, dans une moindre mesure, d'un changement méthodologique portant sur les produits saisonniers. Cette faible augmentation moyenne masque toutefois d'importantes divergences. Les prix des poissons et produits de la mer, de même que ceux de la viande, ont monté respectivement de 1,6 et 2,2 %, alors que ceux des fruits et des légumes ont baissé de 1 et 4,6 %. Ces mouvements constituent un retour à la normale pour ces derniers, qui s'étaient inscrits en forte hausse en 2010, alors que, pour la viande et, surtout, pour les poissons, les majorations de prix s'expliquent de nouveau par des conditions d'offre peu favorables.

La progression des prix des produits alimentaires transformés, qui s'était accélérée au second semestre de 2010, s'est encore renforcée en 2011. Au total, elle a été de 3,1 %, contre 1 % en 2010. Cette accentuation fait suite au renchérissement des matières premières à partir de la fin de 2009. L'indice des prix calculé par le FMI, qui porte sur une sélection de produits alimentaires tels que les céréales, les huiles, les viandes, le cacao ou encore le café, a atteint un sommet en février 2011, dépassant largement le niveau enregistré lors de la flambée des cours mondiaux de 2007-2008. Cet indice n'est toutefois pas le plus pertinent pour analyser la transmission des fluctuations des cotations internationales aux prix à la consommation. En effet, la pondération des différents produits faisant partie du panier de consommation des ménages belges diffère substantiellement de leur poids dans le commerce mondial et, de surcroît, l'indice du FMI ne couvre pas un produit comme le lait. Si l'on se réfère à un indicateur basé sur les prix du marché intérieur de l'UE et pondéré en fonction du profil de consommation des ménages en Belgique, la hausse des prix des matières premières est moins prononcée et plus comparable à celle de 2007-2008. Symétriquement, alors que l'indice

**GRAPHIQUE 43 PRIX DES BIENS ALIMENTAIRES**

(indices 2005 = 100)



Sources : CE, FMI, BNB.

(1) Moyenne des prix en vigueur sur le marché intérieur de l'UE, si une production existe dans l'UE, et des prix internationaux lorsque ce n'est pas le cas (cacao, café), pondérée par la consommation en Belgique (poids de l'IPCH).

du FMI a sensiblement baissé depuis février, le repli est moins marqué dans le cas de l'indice fondé sur les prix du marché intérieur de l'UE, qui n'a culminé qu'en mai 2011 et s'est maintenu plus longtemps à un niveau relativement élevé.

La flambée des prix de 2007-2008 avait donné lieu à un renchérissement des produits alimentaires transformés nettement plus prononcé en Belgique que dans les trois principaux pays voisins, contribuant à l'écart d'inflation défavorable enregistré alors. Cet effet n'avait pas été contrebalancé en 2009, lors de la chute des cours des matières premières, ce qui témoigne d'un important degré d'asymétrie dans la fixation des prix de ces produits, comme cela avait également été montré dans le rapport annuel 2010 de l'Observatoire des prix. Cette fois encore, l'on observe une augmentation des prix des produits alimentaires transformés plus rapide en Belgique que dans les pays de référence, mais dans une moindre mesure que lors de l'épisode précédent: le différentiel par rapport à ces pays a été de 0,3 point de pourcentage en 2010 et de 0,2 point en 2011, contre 2,4 points en 2007 et en 2008. L'écart a été tempéré par des hausses plus vives des prix de l'alcool et du tabac dans les pays voisins: si l'on exclut ces produits, il passe de 0,2 à 1,2 point de pourcentage en 2011.

Les variations des prix des produits alimentaires transformés, qui sont en Belgique plus rapides à la hausse et moins importantes à la baisse, sont-elles imputables à un manque de concurrence au sein du secteur de la distribution? L'Autorité belge de la concurrence a récemment identifié l'étroitesse relative du marché et la faible rentabilité de certains groupes importants dans ce secteur comme étant des éléments d'explication des écarts de prix relevés pour des produits identiques entre la Belgique et les Pays-Bas. Un récent rapport de l'Eurosystème (ECB (2011), *Structural features of distributive trades and their impact on prices in the euro area*) montre cependant que la concentration est relativement réduite, aux niveaux aussi bien national que local, et que les marges bénéficiaires sont plutôt limitées dans le secteur du commerce de détail belge. D'autres causes possibles de ces différences pourraient être recherchées du côté des coûts salariaux, de la faiblesse de l'entrepreneuriat, ou encore des règles en matière d'implantation des magasins, de contrôle des prix et d'heures d'ouverture. Une simplification des nombreuses réglementations en vigueur constituerait déjà une belle avancée, étant donné que ce n'est probablement pas tant leur aspect contraignant que leur complexité qui freine le développement du commerce en Belgique. En tout état de cause, des réformes structurelles sont nécessaires pour renforcer la concurrence et mieux tirer profit du marché unique européen.

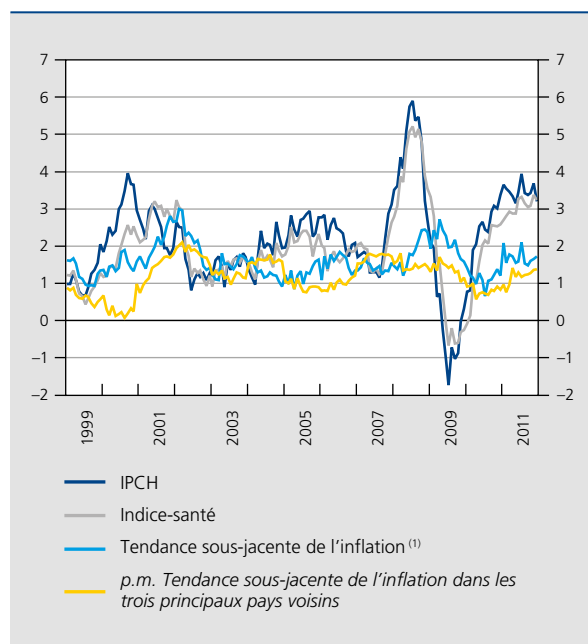
Trois phénomènes contribuent à modifier la structure du commerce depuis quelques années: le succès des *hard* et *soft discounters*, l'émergence des marques de distributeur et la progression du commerce en ligne. Tous trois tendent à exercer un effet à la baisse sur le niveau des prix, et les deux premiers, qui concernent surtout les produits alimentaires, sont particulièrement prononcés en Belgique. Ces évolutions ne sont en outre pas dénuées de conséquences pour la mesure de l'inflation. Comment en tenir compte dans la définition du panier de consommation utilisé pour calculer l'indice des prix? La réforme de l'indice national des prix à la consommation (base 2012 = 100), qui est en cours de préparation et qui devrait être d'application à partir de 2014, constitue une opportunité à saisir pour garantir la représentativité de l'indice, en prévoyant une méthode adéquate de mise à jour de l'échantillon des produits et des points de vente. Elle offre aussi la possibilité de rapprocher la méthodologie de l'indice national de celle de l'IPCH, dont le schéma de pondération est plus fréquemment mis à jour.

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

Les fortes hausses de prix des produits alimentaires transformés et, plus encore, des produits énergétiques ont exercé une lourde influence sur l'évolution de

**GRAPHIQUE 44** IPCH, INDICE-SANTÉ ET TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION

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

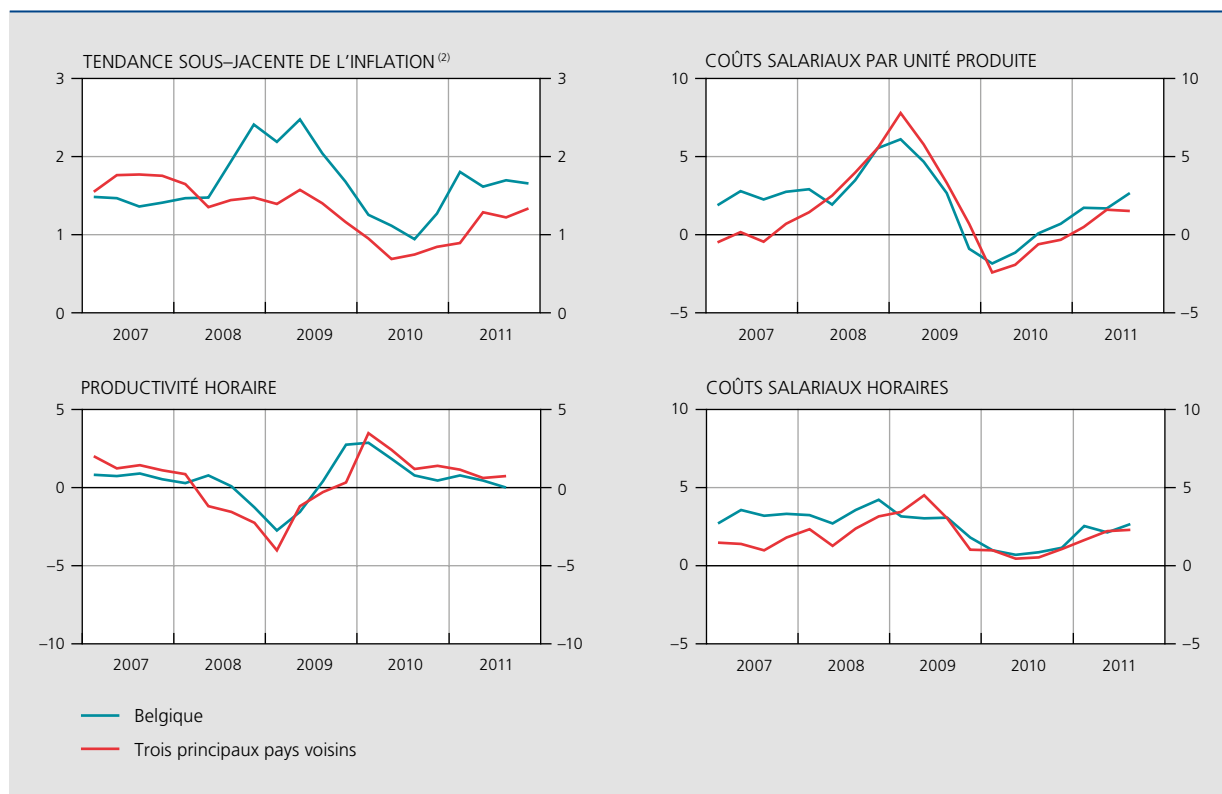


Sources: CE, DGSIE.

(1) IPCH, à l'exclusion des produits énergétiques et des produits alimentaires.

**GRAPHIQUE 45 TENDANCE SOUS-JACENTE DE L'INFLATION ET COÛTS SALARIAUX DANS LE SECTEUR DES ENTREPRISES<sup>(1)</sup> EN BELGIQUE ET DANS LES TROIS PRINCIPAUX PAYS VOISINS**

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



Source: CE.

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

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

l'indice-santé, lequel s'est accru de 3,1 % en 2011, contre 1,7 % en 2010. Or, c'est sur la base de cet indice, et non de l'indice total, que les salaires sont indexés, le but étant de limiter les effets de second tour de hausses des accises et, surtout, de chocs pétroliers, et de préserver ainsi la compétitivité des entreprises. Outre l'alcool et le tabac, l'essence et le diesel sont en effet exclus du panier de l'indice-santé. En revanche, les autres produits énergétiques, soit le mazout de chauffage, le gaz et l'électricité, en font partie. La vive augmentation de leurs prix a concouru, à raison de 1,3 point de pourcentage, à la progression de l'indice-santé en 2011.

La sensibilité de l'indice-santé aux prix de l'énergie est d'autant plus grande que le poids du mazout, du gaz et de l'électricité dans le panier de consommation est élevé en Belgique – notamment en raison du nombre important de maisons individuelles aux performances énergétiques relativement basses –, que le bas niveau des accises sur le mazout de chauffage engendre une réactivité plus vive

du prix de ce produit aux fluctuations du cours du pétrole, et que les prix du gaz et de l'électricité réagissent particulièrement fort aux cotations internationales des matières premières énergétiques, compte tenu des méthodes d'indexation utilisées par les fournisseurs. De plus, depuis janvier 2007, les prix du gaz et de l'électricité ne sont plus enregistrés suivant l'approche des factures annuelles, mais sur la base de tarifs mensuels, conformément aux instructions européennes en la matière. L'on notera par ailleurs que la corrélation entre les prix des produits énergétiques et alimentaires, qui ont tous deux largement fluctué ces dernières années, est devenue hautement positive, alors qu'elle avait été négative jusqu'en 2007, ce qui atténuait quelque peu la volatilité totale de l'indice-santé.

L'indice-santé sert à l'indexation des salaires, des loyers et des prix d'un certain nombre de services, de sorte que sa progression alimente, avec quelque retard, la tendance sous-jacente de l'inflation, telle qu'elle est généralement mesurée par l'évolution des prix des biens industriels non



énergétiques et des services, moins volatils et moins directement sensibles aux fluctuations des cours des matières premières. C'est ainsi que la hausse de l'indice-santé, due notamment au renchérissement des matières premières, a été suivie d'une tendance sous-jacente de l'inflation supérieure à 2 %, dépassant nettement celles observées dans les principaux pays voisins, aux alentours de la fin de 2001 et de la fin de 2008. Au cours de l'année sous revue, cette tendance s'est établie à 1,7 %, et elle est restée plus élevée que dans les pays voisins. L'accélération par rapport au niveau modéré de 1,1 % enregistré en 2010 s'explique surtout par une reprise de l'inflation dans le secteur des services, où elle est passée de 1,4 à 2,2 %, les prix des biens industriels non énergétiques n'ayant augmenté que de 1 %, soit une majoration comparable à celle de l'année précédente.

L'évolution des coûts salariaux a influencé le profil de la tendance sous-jacente de l'inflation au cours de ces dernières années. Après avoir été fortement accentuée par la chute de la productivité du travail liée au tassement de l'activité pendant la grande récession, la hausse des coûts salariaux par unité produite dans les entreprises s'est ralentie à partir du printemps de 2009, en raison à la fois du rétablissement de la productivité et de la modération de la croissance des coûts horaires. Dès la fin de 2009 et au premier semestre de 2010, la conjonction de ces deux facteurs a entraîné une réduction des coûts par unité

produite. À partir de la mi-2010, en revanche, l'amenuisement des gains de productivité apparente du travail et le relèvement plus marqué des coûts salariaux horaires ont conduit à un rebond des coûts par unité produite. Un profil comparable a été observé pour la moyenne des trois pays voisins, où le mouvement cyclique de la productivité et, par conséquent, des coûts salariaux unitaires a cependant été plus prononcé, mais s'est moins reflété dans les fluctuations de l'inflation sous-jacente. Au-delà des variations de court terme, l'écart entre la tendance sous-jacente de l'inflation en Belgique et dans les trois principaux pays voisins résulte, en partie, d'un différentiel de même sens entre les variations respectives des coûts salariaux par unité produite.

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

### Coûts salariaux horaires

Au cours de l'année sous revue, la progression des coûts salariaux horaires dans le secteur privé, qui s'était limitée à 0,9 % en 2010, s'est considérablement accrue, atteignant en moyenne 2,7 %. En l'absence d'augmentations

**TABLEAU 11** COÛTS SALARIAUX HORAIRES DANS LE SECTEUR PRIVÉ

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

	2007	2008	2009	2010	2011 e
<b>Salaires bruts horaires</b> .....	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>0,7</b>	<b>2,8</b>
Salaires conventionnels <sup>(1)</sup> .....	1,9	3,5	2,6	0,6	2,7
Adaptations conventionnelles réelles .....	0,2	0,5	0,2	0,1	0,0
Indexations .....	1,6	2,9	2,5	0,5	2,7
Glissement des salaires <sup>(2)</sup> .....	0,5	-0,1	-0,4	0,1	0,1
<b>Cotisations sociales des employeurs<sup>(3)</sup></b> .....	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>
Sécurité sociale .....	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0
Autres cotisations <sup>(4)</sup> .....	0,4	0,2	0,3	0,1	-0,1
<b>Coûts salariaux horaires</b> .....	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>2,7</b>
<i>p.m. Y compris les effets des réductions de précompte professionnel<sup>(5)</sup></i> .....	<i>2,8</i>	<i>3,3</i>	<i>2,4</i>	<i>0,5</i>	<i>2,7</i>

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

(1) Augmentations salariales fixées en commissions paritaires.

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

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

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

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

conventionnelles réelles en 2011, cette accélération est due exclusivement à une incidence plus prononcée de l'indexation. Le glissement des salaires n'a, par solde, eu que peu d'influence sur les coûts salariaux et, contrairement aux années précédentes, les cotisations sociales des employeurs ont exercé un léger effet à la baisse.

La nette accentuation, à partir du deuxième trimestre de 2010, du rythme de progression de l'indice-santé – dont la moyenne mobile sur quatre mois fait office d'indicateur de référence dans les mécanismes d'indexation – ne s'est répercutée pleinement sur les salaires qu'en 2011, compte tenu des délais liés aux différents mécanismes en vigueur. L'effet de ces indexations s'est élevé à 2,7 % en moyenne, contre 0,5 % l'année précédente. Les majorations de salaires ainsi induites par l'évolution passée de l'inflation accroissent considérablement le risque d'effets de second tour susceptibles d'amorcer une spirale inflationniste. En effet, elles sont ensuite, en tout cas dans les branches où les conditions de concurrence le permettent, intégrées dans les prix de vente, ce qui engendre une nouvelle poussée de l'inflation, qui provoque elle-même une augmentation salariale supplémentaire par le biais de l'indexation automatique, et ce dans toutes les entreprises, qu'elles soient ou non soumises à une forte concurrence. Dans un contexte de ralentissement conjoncturel international, la position compétitive des entreprises belges peut en être d'autant plus affectée que leurs homologues, établies dans des pays qui n'appliquent pas d'indexations automatiques, seront moins enclines à accorder des hausses de salaires.

Certaines organisations représentatives des travailleurs n'ayant finalement pas accepté le projet d'accord interprofessionnel pour 2011-2012, le Parlement fédéral a adopté, au début de l'année sous revue, une loi mettant en œuvre le compromis gouvernemental qui, en matière d'augmentations salariales, reprenait les dispositions prévues dans le projet initial. C'est ainsi qu'il a notamment été décidé que, au-delà de l'indexation, il n'y avait pas de marge disponible pour des adaptations conventionnelles en 2011. Ce n'est qu'en 2012 qu'une hausse réelle pourra être accordée, laquelle ne pourra dépasser 0,3 %.

Dans la pratique, plusieurs commissions paritaires ont, comme cela avait été le cas en 2009 et en 2010, accordé des avantages salariaux sous la forme d'instruments de paiement – généralement des éco-chèques – exonérés d'impôts et de cotisations sociales personnelles et patronales. D'un point de vue statistique, ces avantages forfaitaires, qui ne sont pas repris dans les barèmes, sont englobés dans le glissement des salaires ou *wage drift*. Ils ont apporté une contribution négative au cours de l'année sous revue, étant donné que, après la quasi-généralisation

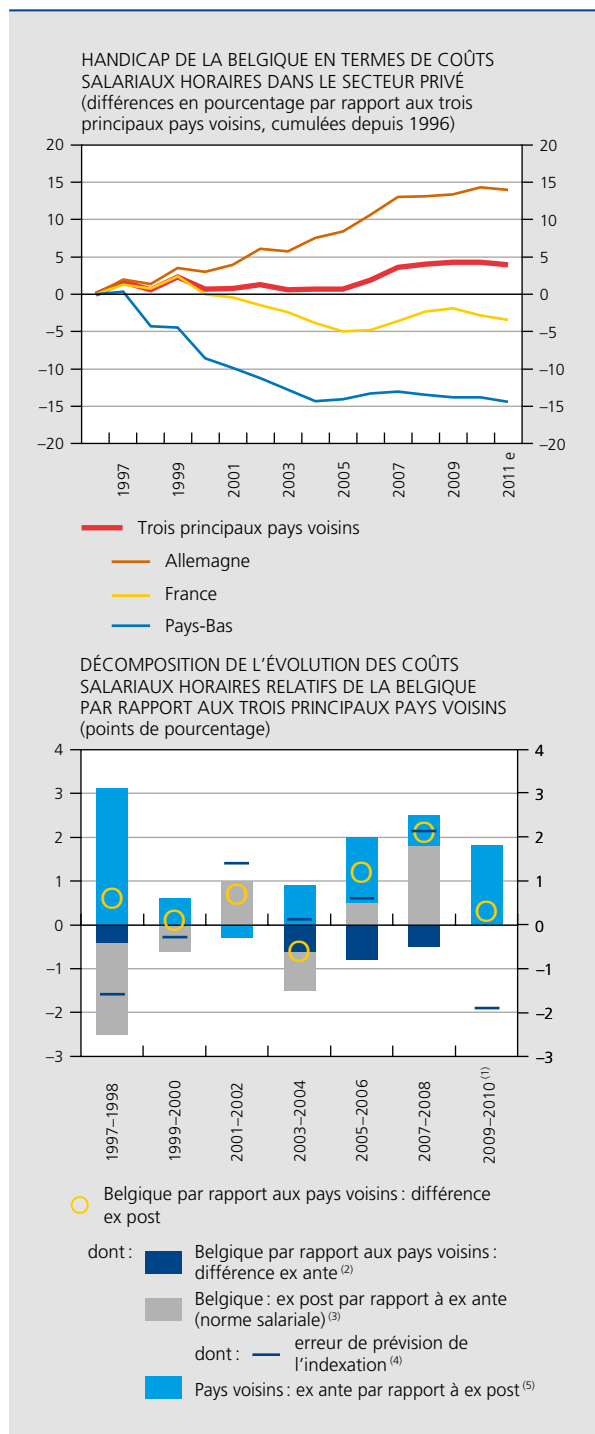
de l'octroi du montant maximal de 250 euros en 2010, ils n'ont souvent concerné qu'un montant plus faible et n'ont été délivrés que dans un nombre plus restreint de secteurs.

D'autres facteurs ont affecté l'incidence du glissement des salaires sur la progression des coûts salariaux horaires. Comme indiqué au chapitre 3, une part importante des emplois créés en 2011 ont bénéficié, sous l'une ou l'autre forme, du soutien des pouvoirs publics. Le plus souvent, il s'est agi d'emplois peu qualifiés, dont le niveau de rémunération était inférieur à la moyenne du secteur privé. Dans les cas d'activation de l'allocation de chômage, le salaire du nouveau travailleur peut être réduit jusqu'à concurrence du montant de l'allocation pendant une durée maximale de 30 mois, ce qui abaisse d'autant le coût salarial à charge de l'employeur. Cela se traduit par une contribution négative au titre du glissement des salaires. Enfin, le ralentissement conjoncturel et les perspectives moins favorables qui se sont fait jour au second semestre de 2011 ont concouru à freiner la demande de main-d'œuvre, et donc à amenuiser les tensions sur certains segments du marché du travail, ce qui a allégé la pression sur le *wage drift*. Au total, ces différents éléments ont quasiment compensé la dérive positive généralement observée, du fait notamment des développements structurels de la population en emploi, de sorte que la contribution du glissement des salaires à la variation des coûts horaires n'a pas dépassé 0,1 point de pourcentage pendant l'année sous revue.

Les indemnités de licenciement versées par les employeurs, qui sont recensées parmi les autres cotisations patronales, avaient encore exercé une légère influence haussière sur les coûts salariaux horaires en 2010, sous l'effet, notamment, de la fermeture de l'usine d'assemblage automobile Opel à Anvers. Aucun licenciement d'une telle ampleur n'a été observé durant l'année sous revue, dans un contexte de croissance encore dynamique de l'emploi, de sorte que, en termes de variation, ces indemnités ont apporté une contribution négative à l'évolution des coûts salariaux. Les cotisations patronales à la sécurité sociale ont également exercé une légère pression baissière sur les coûts horaires, en raison de l'augmentation des réductions structurelles de cotisations, qui représentent environ les trois quarts du montant des diminutions de cotisations à la sécurité sociale accordées aux employeurs. En 2011, l'enveloppe globale de celles-ci a atteint quelque 5,5 milliards d'euros, soit 3,6 % de la masse salariale globale du secteur privé avant ces réductions.

Les abaissements du précompte professionnel – qui, selon la méthodologie des comptes nationaux (SEC 95), sont comptabilisés comme des subventions et ne sont

**GRAPHIQUE 46** NORME SALARIALE ET HANDICAP SALARIAL DANS LE SECTEUR PRIVÉ SELON LE CCE



Source : CCE.

- (1) Dans l'accord interprofessionnel relatif à la période 2009-2010, aucune norme salariale n'a été fixée.
- (2) Norme salariale diminuée de l'évolution attendue des coûts salariaux horaires dans les pays voisins. Un chiffre négatif (positif) implique donc que la norme salariale a été fixée à un niveau inférieur (supérieur) à l'évolution attendue dans les pays voisins.
- (3) Augmentation effective des coûts salariaux en Belgique, diminuée de la norme salariale. Un chiffre positif (négatif) implique donc que la norme salariale a été dépassée (respectée).
- (4) Un chiffre positif (négatif) indique que l'indexation effective a été supérieure (inférieure) à l'indexation prévue.
- (5) Augmentation attendue des coûts salariaux dans les trois pays voisins, diminuée de leur augmentation effective. Un chiffre positif (négatif) implique donc que la progression des coûts salariaux dans les pays voisins a été surestimée (sous-estimée).

pas portés en déduction des coûts salariaux – n'ont pas exercé d'incidence notable sur la variation du coût horaire au cours de l'année sous revue. Outre un volet général, ces réductions visent, notamment, à soutenir des activités de recherche et de développement, de même que certaines formes spécifiques de travail, telles que le travail en équipe ou de nuit et les heures supplémentaires. Elles se sont établies à 2,5 milliards d'euros en 2011, soit 1,7 % de la masse salariale du secteur privé.

### Handicap salarial

Comme le prévoit la loi de 1996 relative à la promotion de l'emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, le secrétariat du CCE compare l'évolution des coûts salariaux horaires dans le secteur privé belge à celles constatées en Allemagne, en France et aux Pays-Bas, soit les trois plus grands pays limitrophes, qui sont aussi les principaux partenaires commerciaux de la Belgique. Le rapport technique publié en novembre 2011 a estimé le handicap salarial cumulé depuis 1996 par rapport aux entreprises de ces trois pays à 3,9 % pour l'année sous revue, ce qui représente une légère baisse par rapport à 2010. Les coûts salariaux horaires en Belgique ont en effet augmenté moins vite que dans chacun des pays partenaires en 2011. L'avantage concurrentiel à l'égard des entreprises françaises et néerlandaises s'est dès lors encore légèrement accru, tandis que le handicap salarial vis-à-vis du secteur privé allemand s'est quelque peu résorbé. D'après le CCE, cette amélioration ne serait que temporaire et le handicap s'accroîtrait de nouveau en 2012.

Selon ces estimations, sur l'ensemble de la période conventionnelle 2011-2012, la hausse des coûts salariaux en Belgique serait supérieure à celle enregistrée dans les pays voisins. Une telle situation est loin d'être exceptionnelle, puisque, depuis la mise en œuvre de la loi de 1996, le handicap ne s'est légèrement amenuisé que lors d'une seule période, à savoir les années 2003 et 2004.

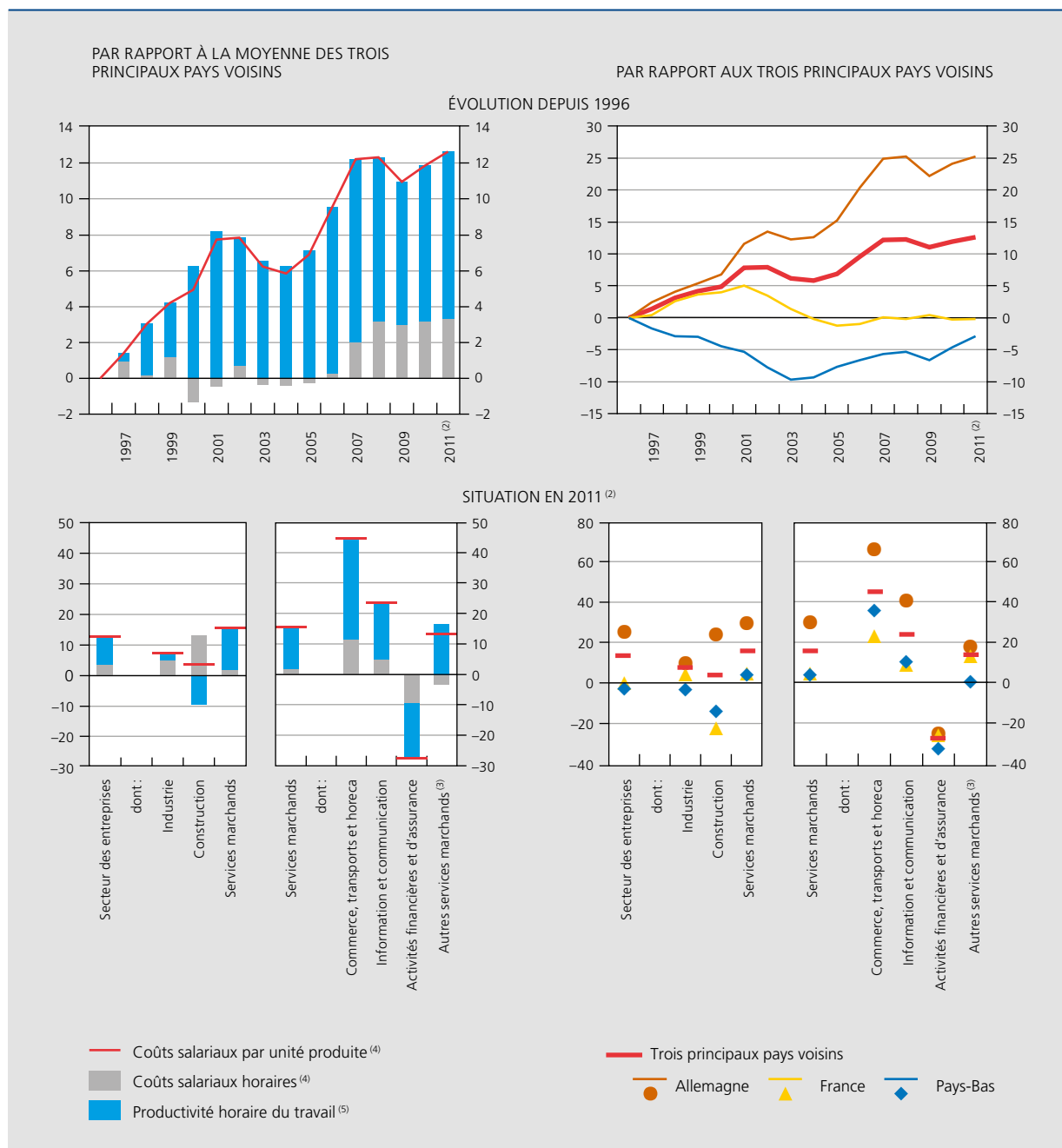
Entre 1996 et 2008, année jusqu'à laquelle une norme salariale était fixée dans le cadre de chaque accord interprofessionnel, l'écart entre les majorations des coûts salariaux horaires en Belgique et dans les trois pays voisins peut être décomposé en trois termes. Le premier situe la norme salariale fixée lors des négociations entre partenaires sociaux par rapport à l'augmentation des coûts salariaux attendue au même moment dans les pays voisins. Le deuxième concerne uniquement la Belgique et indique si la norme salariale a été respectée, en la confrontant à la hausse des coûts salariaux observée ex

post. Enfin, le troisième mesure les erreurs de prévision de l'évolution des coûts salariaux dans les pays voisins en comparant la progression des coûts salariaux ex post à leur évaluation initiale.

Cette décomposition montre que, lors de leur fixation, les normes de hausse salariale maximale ont toujours été inférieures ou égales à l'évolution attendue des coûts salariaux horaires dans les pays voisins. Dans la

#### GRAPHIQUE 47 COÛTS SALARIAUX PAR UNITÉ PRODUITE DANS LE SECTEUR DES ENTREPRISES<sup>(1)</sup> EN BELGIQUE

(différences en pourcentage par rapport aux trois principaux pays voisins, cumulées depuis 1996)



Source : CE.

- (1) Le secteur des entreprises se compose des branches d'activité NACE de B à N et comprend donc l'industrie, la construction et les services marchands. Il peut être considéré comme une approximation du secteur privé.
- (2) Moyenne des trois premiers trimestres.
- (3) Activités immobilières, activités spécialisées, scientifiques et techniques et activités de services administratifs et de soutien.
- (4) Un signe positif implique que les coûts salariaux par unité produite et les coûts salariaux horaires progressent plus rapidement en Belgique qu'en moyenne dans les trois principaux pays voisins.
- (5) Un signe positif implique que la productivité du travail s'accroît moins vivement en Belgique qu'en moyenne dans les trois principaux pays voisins.

pratique, toutefois, les réalisations ont dépassé, parfois considérablement, la norme convenue au niveau interprofessionnel pour les périodes 2001-2002, 2005-2006 et 2007-2008, à la suite d'indexations plus importantes que prévu. Le respect ou non de la norme salariale dépend en effet largement de la mesure dans laquelle l'indexation effective des salaires a été supérieure ou inférieure aux anticipations: étant donné le caractère automatique de l'indexation, tout relèvement de l'indice-santé est intégralement répercuté, plus ou moins promptement selon les méthodes de liaison mises en œuvre, sur la progression des coûts salariaux. Il est en outre apparu que les mécanismes de correction, notamment les clauses all-in (c'est-à-dire des dispositions qui permettent de compenser l'effet d'une indexation plus rapide que prévu sur les hausses réelles consenties pendant la période même pour laquelle celles-ci ont été convenues ou pendant la période suivante) introduites par certaines commissions paritaires, n'isolent, dans la plupart des cas, que très partiellement les salaires face à des chocs d'inflation inopinés, ne fût-ce qu'en raison du niveau restreint des augmentations réelles par rapport à l'ampleur des indexations non anticipées à compenser.

Cependant, il ressort finalement que la croissance salariale plus importante observée en Belgique est, dans la plupart des cas, liée à une estimation trop élevée des hausses des coûts salariaux horaires attendues dans les trois pays voisins au moment de la fixation de la norme. Des surestimations ont en effet été notées pour tous les accords interprofessionnels conclus depuis 1997, à l'exception de l'accord 2001-2002. Elles ont donné lieu à des augmentations conventionnelles réelles trop importantes, du fait d'une surévaluation de la marge maximale disponible pour la hausse des coûts salariaux en Belgique, après prise en compte d'éventuelles corrections pour des dérapages antérieurs, des indexations anticipées et du glissement des salaires.

Un accroissement plus vigoureux des coûts salariaux horaires en Belgique, tel qu'il est constaté par le CCE, reflète-t-il une évolution de la productivité du travail plus favorable que dans les pays voisins? Si tel n'est pas le cas, la position compétitive des entreprises belges s'en trouve directement affectée, au travers d'une progression relativement plus rapide des coûts salariaux par unité produite. Des statistiques comparables au plan international pour ce concept ne sont disponibles que pour le secteur des entreprises, qui est considéré comme une approximation du secteur privé.

Depuis l'adoption de la loi de 1996, les coûts salariaux unitaires ont augmenté plus vivement en Belgique que dans les trois principaux pays voisins tous les ans, sauf

en 2003, en 2004 et en 2009. Au cours de l'année sous revue, le handicap ainsi constitué s'est encore creusé. Il est estimé, en termes cumulés depuis 1996, à 12,6 %, soit un niveau largement supérieur à l'écart mesuré pour les seuls coûts salariaux horaires. En effet, la productivité du travail dans chacun des trois pays voisins a évolué plus avantageusement qu'en Belgique.

L'écart observé en 2011 pour l'ensemble du secteur des entreprises est principalement attribuable aux services marchands, et notamment à la branche « commerce, transports et horeca », où le handicap cumulé depuis 1996 en matière de coûts salariaux par unité produite a atteint quelque 45 %. Même si les coûts salariaux horaires dans les entreprises de cette branche ont progressé beaucoup plus vite que la moyenne de leurs homologues dans les pays voisins, le fossé s'explique surtout par l'évolution nettement moins favorable de la productivité. Étant donné qu'ils se répercutent souvent sur les prix des services fournis, de tels écarts peuvent entraîner d'importants effets de second tour sur les prix à la consommation. Dans les « activités financières et d'assurance », en revanche, un avantage concurrentiel de près de 28 % est apparu, dû à la fois à une hausse plus modérée des coûts salariaux et à une croissance de la productivité plus soutenue que dans les pays voisins.

Dans l'industrie – la branche d'activité la plus directement confrontée à la concurrence étrangère –, les développements de la productivité depuis 1996 sont restés plus en ligne avec ceux des pays voisins; le handicap de 7,4 % enregistré pour cette branche est principalement imputable à une progression plus rapide des coûts salariaux horaires. Enfin, la position concurrentielle de la construction s'est moins détériorée que celle de l'industrie depuis 1996: l'augmentation, plus vive que dans les pays voisins, des coûts salariaux horaires a été partiellement compensée par des gains relatifs en termes de productivité.

Si l'on considère la situation vis-à-vis de chacun des trois pays voisins isolément, les entreprises belges ont cumulé, depuis 1996, un handicap en termes de coût salarial unitaire vis-à-vis de l'Allemagne de quelque 25 %. S'agissant de ce pays, un désavantage apparaît pour toutes les branches d'activité, exception faite des « activités financières et d'assurance ». Par rapport à la France et aux Pays-Bas, l'avantage concurrentiel cumulé des entreprises belges s'élève à, respectivement, 0,2 et 2,9 %. Si l'industrie belge présente un handicap à l'égard de la France, elle a amélioré sa position concurrentielle depuis 1996 face aux manufactures néerlandaises. Vis-à-vis de ces deux pays, le secteur de la construction affiche un avantage concurrentiel, alors que l'inverse s'observe pour les services marchands.

## 5. Situation financière du secteur privé

La Belgique fait partie du nombre restreint de pays européens dont l'économie génère traditionnellement une position financière positive. En dépit des turbulences financières, les actifs nets du secteur privé non financier se sont encore accrus en 2011, ce qui a permis une augmentation de la position globale créditrice vis-à-vis de l'étranger. Ce mouvement a résulté de la constitution d'actifs financiers par les ménages et les sociétés, et non d'une réduction de leur endettement, d'ailleurs relativement modeste en comparaison de la moyenne de la zone euro. En particulier, l'octroi de crédits par le secteur bancaire aux ménages et aux entreprises belges ne s'est pas tari et les coûts de financement de ceux-ci n'ont que légèrement augmenté.

### 5.1 Particuliers

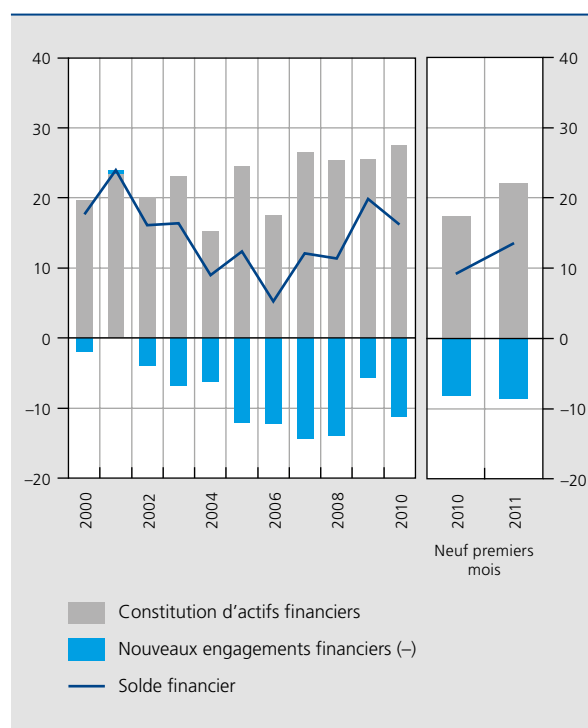
Les turbulences financières n'ont exercé qu'un effet limité sur l'activité financière des particuliers. Au cours des neuf premiers mois de 2011, les moins-values subies par les ménages ont été légèrement inférieures à l'acquisition de nouveaux actifs. Leur souscription de crédits hypothécaires est restée soutenue.

Les particuliers ont constitué de nouveaux actifs financiers pour un total de 22,1 milliards d'euros pendant les neuf premiers mois de 2011, dépassant les 17,4 milliards acquis durant la période correspondante de 2010. Parallèlement, les engagements financiers des ménages ont augmenté de 8,6 milliards d'euros, soit un montant similaire au flux net des crédits observé au cours des neuf premiers mois de l'année précédente (8,2 milliards).

Ces évolutions se sont soldées par un surplus financier de 13,6 milliards d'euros, en hausse par rapport au montant déjà élevé de 9,2 milliards enregistré durant la même période en 2010. Sur l'ensemble de l'année sous revue, le solde financier des ménages pourrait avoir atteint un niveau proche du record établi en 2001.

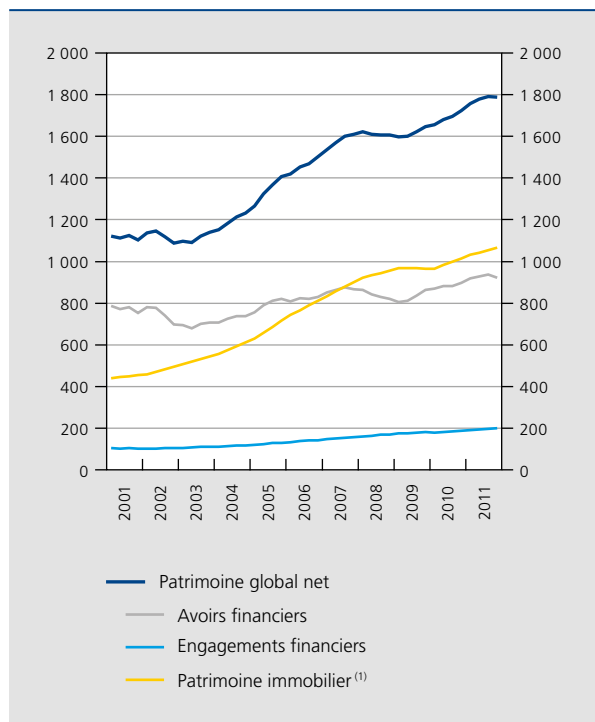
Outre les transactions, la variation des prix des actifs détenus par les ménages affecte, elle aussi, l'encours de leur portefeuille financier. Au cours des neuf premiers mois de 2010, les particuliers avaient ainsi bénéficié d'un effet de

**GRAPHIQUE 48** TRANSACTIONS FINANCIÈRES DES PARTICULIERS  
(milliards d'euros)



Source : BNB.

**GRAPHIQUE 49 PATRIMOINE DES PARTICULIERS**  
(milliards d'euros, encours à fin de trimestre)



Source : BNB.

(1) De 2005 à 2010, les données à fin d'année sont le résultat d'un nouvel inventaire, qui combine des données en volume provenant du SPF Finances (Administration générale de la documentation patrimoniale) et des données sur les prix de vente des biens immobiliers provenant du SPF Économie. Les données antérieures à 2005 ont fait l'objet d'une réévaluation en fonction des estimations publiées dans le Rapport 2010. Les données à la fin de mars, juin et septembre de chaque année sont des intrapolations (et des estimations pour 2011).

valorisation positif, se montant à 12 milliards d'euros. En revanche, c'est une moins-value de 19,1 milliards qu'ils ont subie au cours des neuf premiers mois de 2011, imputable pour l'essentiel à l'évolution des cours boursiers. Sur l'ensemble de l'année, cet effet négatif devrait être nettement moindre qu'en 2008, année qui marqua l'apogée de la crise des subprimes: la baisse moins importante des cours boursiers et la part inférieure des actifs risqués dans le portefeuille des particuliers auront atténué l'ampleur des moins-values. In fine, le montant des avoirs financiers des particuliers s'établissait à 921 milliards d'euros au 30 septembre 2011, contre 918 milliards à la fin de l'année précédente.

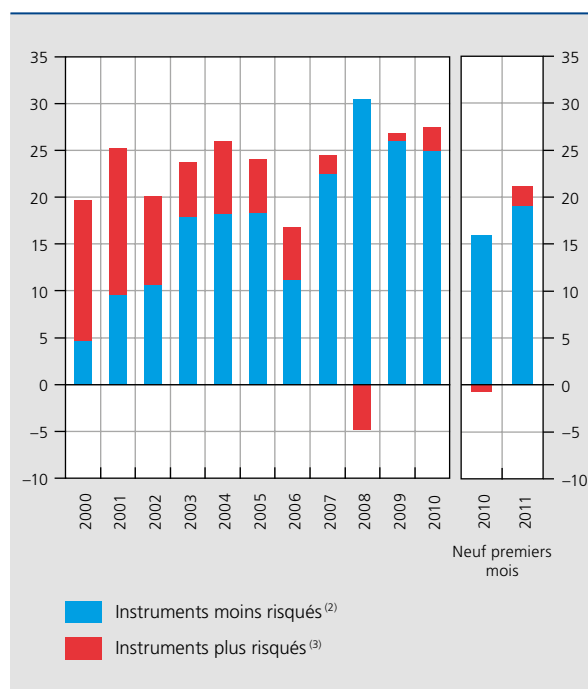
Le patrimoine immobilier des particuliers fluctue selon l'évolution des prix du logement et, dans une moindre mesure, selon la variation du parc des logements détenus. Au total, le patrimoine immobilier était estimé à 1 066 milliards d'euros au 30 septembre 2011, contre 1 031 milliards à la fin de l'année précédente.

Enfin, les engagements financiers des particuliers, constitués majoritairement de crédits hypothécaires, ont poursuivi leur expansion, totalisant 201 milliards d'euros à la fin de septembre 2011, alors qu'ils s'élevaient à 192 milliards à la fin de 2010. Compte tenu de ces développements, le patrimoine global net des ménages a poursuivi en 2011 la hausse qu'il avait amorcée au début de 2009. Alors qu'il s'élevait à 1 757 milliards à la fin de 2010, il est passé à 1 786 milliards au 30 septembre de l'année sous revue.

### Formation d'actifs financiers

La composition du portefeuille des particuliers résulte des choix qu'ils effectuent entre les différents actifs financiers qui leur sont proposés, principalement en fonction des rendements offerts et de leur aversion pour le risque. Il peut être utile de répartir les flux de placements en deux grandes catégories d'instruments financiers: les actifs

**GRAPHIQUE 50 CONSTITUTION D'ACTIFS FINANCIERS SELON LE RISQUE ENCOURU<sup>(1)</sup>**  
(milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Non compris les actifs repris sous la rubrique « Autres » du graphique 52.

(2) Cette catégorie regroupe les billets, pièces et dépôts, les titres à revenu fixe et les provisions techniques d'assurance hors branche 23. Il s'agit donc de l'ensemble des instruments garantissant, pour autant qu'ils soient conservés jusqu'à leur terme et que leur débiteur honore ses engagements, un rendement nominal positif ou nul dans leur devise de référence. Cette distinction demeure donc arbitraire dans la mesure où elle néglige, faute d'informations, le risque inhérent à la devise ou à la contrepartie du placement.

(3) Cette catégorie regroupe les instruments financiers ne proposant pas la garantie exposée ci-dessus, à savoir les actions et autres participations, les parts d'OPC et les provisions techniques d'assurance de la branche 23.



porteurs d'un risque faible (monnaie fiduciaire et dépôts, titres à revenu fixe et produits d'assurance à rendement garanti) et les actifs porteurs d'un risque plus élevé (actions et autres participations, parts d'OPC et produits d'assurance de la branche 23).

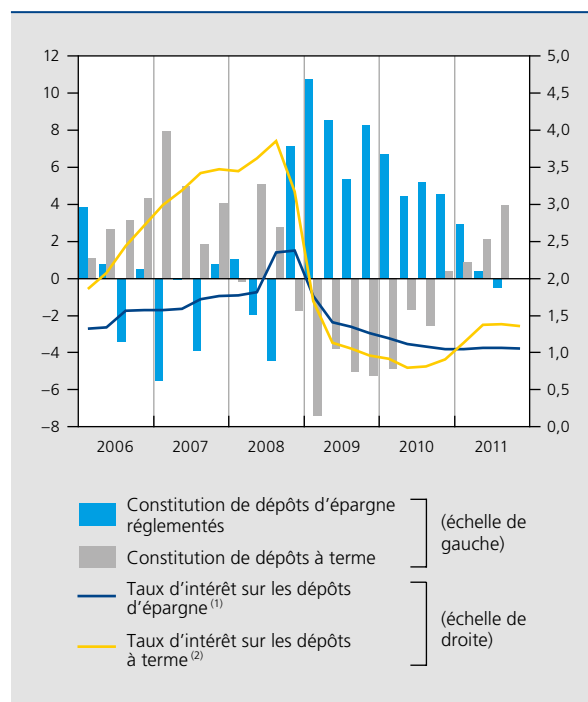
Échaudés par la chute des cours boursiers enregistrée dans le courant de 2008, les investisseurs individuels s'étaient détournés cette année-là des produits de placement réputés risqués. Dès 2009, cependant, ils ont choisi de renouer avec cette catégorie d'actifs, en misant sur la reprise éventuelle des cours boursiers, laquelle s'est effectivement produite, avant de subir un coup d'arrêt puis un renversement durant l'année sous revue. Dans ce contexte, les ménages ont sensiblement réduit leurs positions en instruments risqués au cours des neuf premiers mois de 2011, les acquisitions, modestes, ayant été bien inférieures aux moins-values.

La méfiance des particuliers à l'égard des marchés des actions a induit un mouvement de report vers les actifs moins risqués, considérés comme des valeurs refuge. Une nouvelle fois, l'épargne des ménages a largement alimenté les dépôts bancaires. Les dépôts d'épargne ont été moins prisés que l'année précédente, leur constitution s'établissant tout de même à 2,8 milliards au cours des neuf premiers mois de l'année sous revue. Ce ralentissement s'explique par certaines incertitudes quant au futur statut fiscal de ces dépôts, ainsi que par l'extrême faiblesse des taux réels offerts sur l'épargne réglementée. Dans le même temps, les dépôts à terme ont profité de taux d'intérêt en légère progression, pour renouer avec des flux nets positifs totalisant 7 milliards d'euros. Ces fonds ont été principalement investis dans les dépôts à long terme, reflétant sans doute les efforts consentis par les banques pour se procurer des financements plus stables. Au quatrième trimestre, toutefois, l'encours des dépôts a été affecté par le succès de l'émission de bons d'État. Les données bilancielle mensuelles des banques belges confirment l'atonie des dépôts d'épargne, dont l'encours s'est établi à 201,4 milliards d'euros à la fin de 2011, contre 197,2 milliards un an plus tôt.

Les titres à revenu fixe ont également drainé une part substantielle de l'épargne des particuliers. Les achats et souscriptions de ces titres ont ainsi dépassé de 9,2 milliards d'euros le montant des ventes et remboursements, alors que des cessions nettes totalisant 2,5 milliards avaient encore eu lieu pendant les neuf premiers mois de 2010. En raison de taux d'intérêt relativement généreux et de la perspective d'un précompte mobilier maintenu à 15 %, les émissions de bons d'État par le Trésor belge ont rencontré un succès sans précédent en fin d'année, portant à plus de 6 milliards le total des souscriptions

#### GRAPHIQUE 51 DÉPÔTS D'ÉPARGNE ET DÉPÔTS À TERME DES PARTICULIERS

(données trimestrielles; milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Abstraction faite des primes de fidélité.

(2) Déduction faite du précompte mobilier de 15 %. Moyenne des taux appliqués aux principales catégories de dépôts à terme, pondérée par les montants des nouveaux dépôts dans chacune de ces catégories.

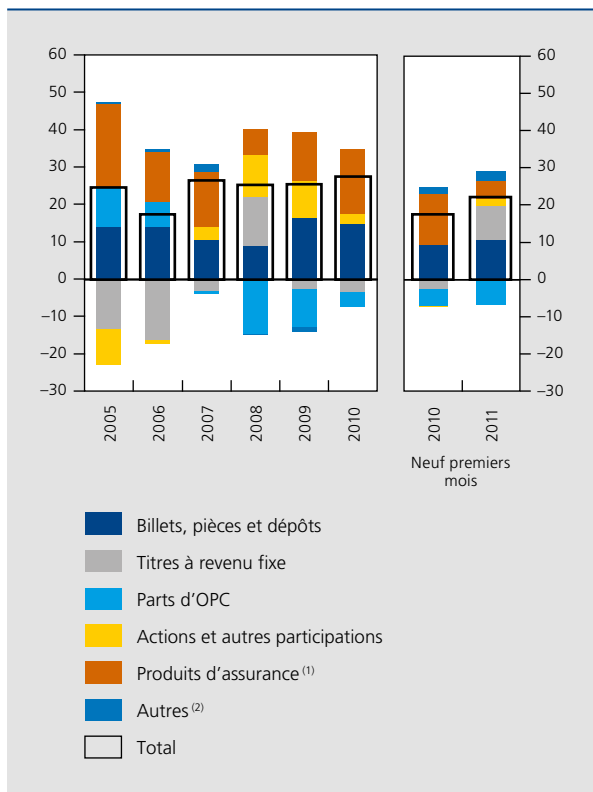
de 2011, contre 0,2 milliard en 2010. Les acquisitions d'OLO sur le marché secondaire par les ménages belges ont aussi atteint un niveau inédit, se soldant par un montant net de 0,6 milliard d'euros. Il apparaît donc que les ménages ont maintenu leur confiance dans les titres de la dette publique belge, en dépit de la volatilité affectant le marché des obligations souveraines. Les obligations émises par des entreprises belges ont aussi bénéficié de flux de placements positifs émanant des particuliers, pour un montant de 0,6 milliard d'euros sur les neuf premiers mois de 2011, contre 0,1 milliard durant la période correspondante de 2010.

Sous l'effet de la faiblesse des taux d'intérêt à long terme, tant les rendements garantis par les assureurs sur les produits d'assurance de la branche 21 que les participations bénéficiaires associées ont eu tendance à fléchir ces dernières années. Les rendements des produits de la branche 23 ont à nouveau souffert des piètres performances des marchés des actions pendant l'année sous revue. Les banques ont sans doute incité certains de leurs clients à délaisser ces produits d'assurance, de même que les parts d'OPC, au profit de dépôts et de titres à long



**GRAPHIQUE 52 FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES PARTICULIERS**

(milliards d'euros)



Source : BNB.

- (1) Cette rubrique comprend, essentiellement, les droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance-vie et sur les fonds de pension ou institutions de retraite professionnelle.  
 (2) Cette rubrique comprend, dans la mesure où ils ont pu être recensés, les crédits commerciaux et divers actifs sur les administrations publiques et sur les institutions financières.

terme, dans le but d'améliorer leur position de liquidité. Globalement, les investissements des particuliers dans ces instruments d'assurance se sont limités à 4,6 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois, alors qu'ils avaient atteint 13,6 milliards durant la période correspondante de 2010.

La baisse des cours n'a pas provoqué de mouvement de panique parmi les ménages détenant des actions cotées. Globalement, les flux de placements en actions et autres participations ont continué d'afficher un solde positif de 2 milliards au cours des neuf premiers mois de 2011. Les détenteurs d'actions, qui disposent majoritairement d'un bon niveau de connaissance en matière financière, sont vraisemblablement conscients des risques encourus et semblent rodés à la volatilité des marchés.

Les transactions sur les parts d'OPC affichent, quant à elles, une sensibilité importante aux fluctuations des cours des actifs sous-jacents. Une fois de plus, les remboursements

de parts d'OPC ont dépassé les souscriptions, la différence se montant à 6,9 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2011, contre 4,6 milliards un an plus tôt.

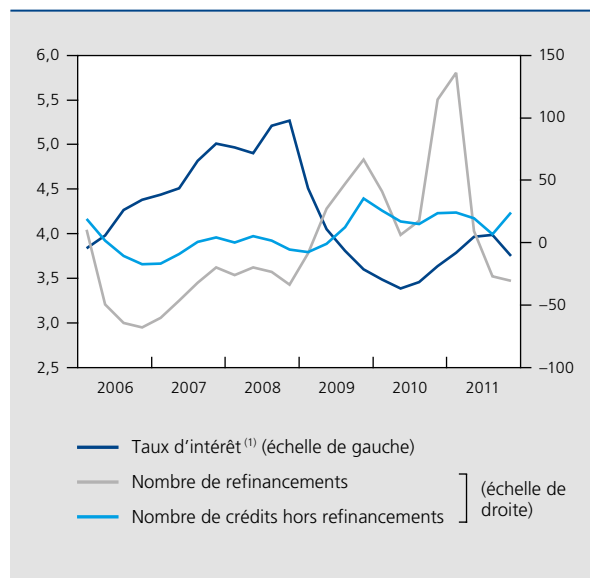
**Nouveaux engagements financiers**

Les statistiques relatives aux flux bruts d'octroi de crédits aux particuliers et émanant de la Centrale des crédits de la Banque font état d'une activité soutenue en 2011. Les montants octroyés sous la forme de prêts à la consommation ont atteint 14,8 milliards d'euros durant l'année sous revue, soit une hausse de 24 % par rapport à 2010. Cette progression s'explique notamment par le succès croissant des prêts à tempérament, qui ont bénéficié de l'avantage fiscal applicable aux « crédits verts » souscrits pour financer des travaux générant des économies d'énergie. L'octroi de crédits hypothécaires s'est, quant à lui, stabilisé, à 33,6 milliards.

La faiblesse générale des taux d'intérêt a continué de soutenir le crédit hypothécaire. Toutefois, une légère hausse des taux observée depuis la mi-2010 a nettement réduit le recours aux refinancements de crédits existants dans le courant de l'année sous revue. Abstraction faite de ces emprunts renégociés, la progression du nombre de crédits demeure sensible : un total de 306 000 crédits au

**GRAPHIQUE 53 NOUVEAUX CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES AUX PARTICULIERS ET TAUX D'INTÉRÊT**

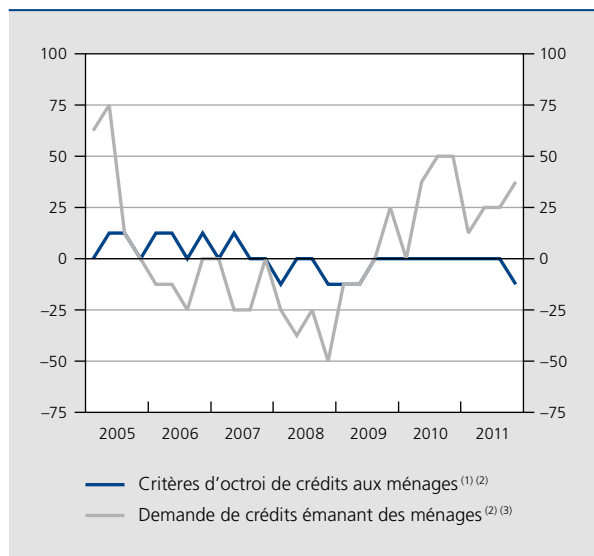
(pourcentages de variation par rapport au nombre de crédits octroyés au cours du trimestre correspondant de l'année précédente, sauf mention contraire)



Sources : UPC, BNB.

- (1) Moyenne des taux appliqués aux principales catégories de crédits hypothécaires, pondérée par les montants des nouveaux emprunts contractés dans chacune de ces catégories.

**GRAPHIQUE 54 OFFRE ET DEMANDE DE CRÉDITS AU LOGEMENT**  
(données trimestrielles)



Source : BNB.

- (1) Pourcentages nets pondérés des réponses des quatre principaux établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, 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 quatre principaux établissements de crédit à l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, indiquant le degré d'accroissement ou d'affaiblissement (-) de la demande de crédits.

logement ont été octroyés en 2011, soit 19 % de plus que l'année précédente.

Divers motifs justifient l'octroi d'un crédit hypothécaire : la construction d'un logement neuf, l'acquisition d'un terrain à bâtir, ou encore l'achat ou la transformation d'un logement existant. Au cours de l'année sous revue, 35 000 crédits ont été octroyés pour financer une nouvelle construction, soit une baisse de 2 % par rapport à 2010. Les crédits contractés dans un autre but immobilier (principalement l'acquisition d'un terrain) étaient au nombre de 14 000, soit 3 % de moins qu'en 2010. La progression des crédits est imputable aux emprunts contractés en vue d'un achat ou d'une rénovation : considérés conjointement, 257 000 de ces crédits ont été octroyés en 2011, soit une hausse de 24 %. La suppression, à la fin de 2010, de certains avantages fiscaux – dont la mesure temporaire de réduction à 6 % du taux de TVA – ne semble pas avoir affecté la demande de crédits durant l'année sous revue.

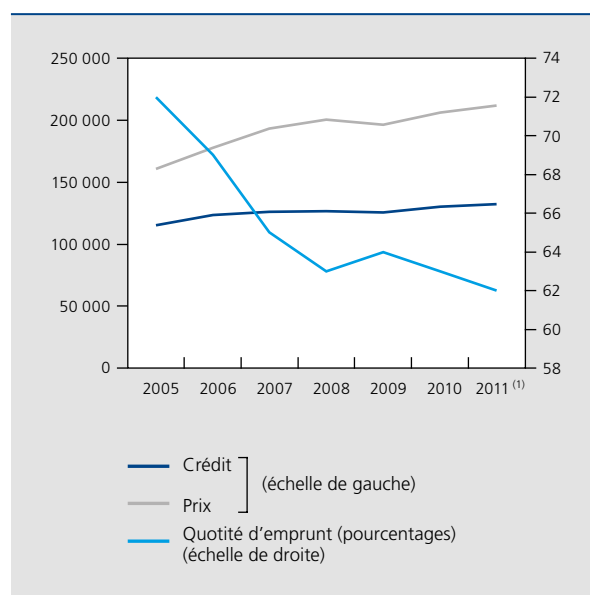
La progression des crédits souscrits en vue d'une rénovation s'explique notamment par le soutien des pouvoirs publics. Lancé en 2009, le dispositif du « crédit vert », qui a pris fin le 31 décembre 2011, consistait en une réduction d'intérêt de 1,5 point de pourcentage sur

les emprunts destinés à financer des investissements générateurs d'économies d'énergie dans l'habitation. L'intervention fédérale était accordée tant sur les crédits hypothécaires que sur les prêts à tempérament contractés à cette fin. En outre, les intérêts réellement payés pouvaient donner lieu à une réduction d'impôt pouvant atteindre 40 % de leur montant. L'UPC estime à 79 000 le nombre de crédits hypothécaires ayant bénéficié de ce régime au cours de l'année sous revue, pour un montant total de 1,4 milliard d'euros.

Selon l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, les banques ont légèrement durci leurs critères d'octroi de crédits au logement au quatrième trimestre. Néanmoins, il n'a aucunement été question d'un assèchement du crédit immobilier : les taux d'intérêt sont demeurés favorables à l'acquisition d'un bien et le volume du crédit disponible semblait adapté au niveau de la demande.

Le montant moyen d'un emprunt contracté en vue d'un achat s'élevait à 132 000 euros en 2011. Dans le même temps, le prix moyen des habitations acquises par les ménages était estimé à 212 000 euros. La quotité empruntée pour l'acquisition d'un logement – c'est-à-dire le rapport entre le montant du crédit et le prix du bien – est ainsi estimée à 62 % en moyenne, une valeur comparable aux ratios enregistrés depuis 2008. La hausse des

**GRAPHIQUE 55 QUOTITÉ EMPRUNTÉE SUR LE MONTANT D'UN ACHAT IMMOBILIER**  
(moyennes annuelles ; euros, sauf mention contraire)



Sources : UPC, BNB.

(1) Estimation.

prix de l'immobilier encore observée depuis lors a donc contraint les particuliers à augmenter le niveau des fonds propres dans le financement de leur investissement pour leur éviter un endettement excessif.

Il apparaît qu'en 2011, les banques ont appliqué à l'octroi des crédits à taux variable des marges nettement supérieures à celles appliquées aux formules à taux fixe. Celles-ci ont été quasiment nulles tout au long de l'année sous revue, les établissements bancaires n'ayant que partiellement répercuté la hausse des taux d'intérêt à long terme consécutive à la crise de la dette souveraine. Cette marge réduite sur les crédits à taux fixe pourrait refléter une concurrence sévère sur ce segment du marché, où la standardisation des produits facilite la comparaison des offres. Les banques considèrent en effet le crédit hypothécaire comme un produit d'appel leur permettant par la suite de capter des dépôts. La marge plus confortable initialement appliquée aux crédits à taux variable se justifierait, quant à elle, par l'impossibilité pour les banques de répercuter intégralement les hausses ultérieures des taux du marché en raison de contraintes légales protégeant l'emprunteur. Ces politiques appliquées par les banques

ont fortement réduit l'écart de niveau entre les taux fixes et variables, ce qui explique la nette préférence pour les formules à taux fixe affichée par les ménages en 2011. Les emprunts dont le taux est fixé pour une durée supérieure à dix ans ont en effet représenté 62 % des crédits hypothécaires.

## 5.2 Sociétés non financières

Durant l'année sous revue, les sociétés ont continué à faire appel aux marchés de fonds, et en particulier au crédit bancaire. Celui-ci a cependant été affecté par le ralentissement conjoncturel au second semestre. Les enquêtes – surtout celles réalisées auprès des entreprises – font apparaître une certaine détérioration des conditions d'octroi de crédits vers la fin de l'année.

### Transactions financières

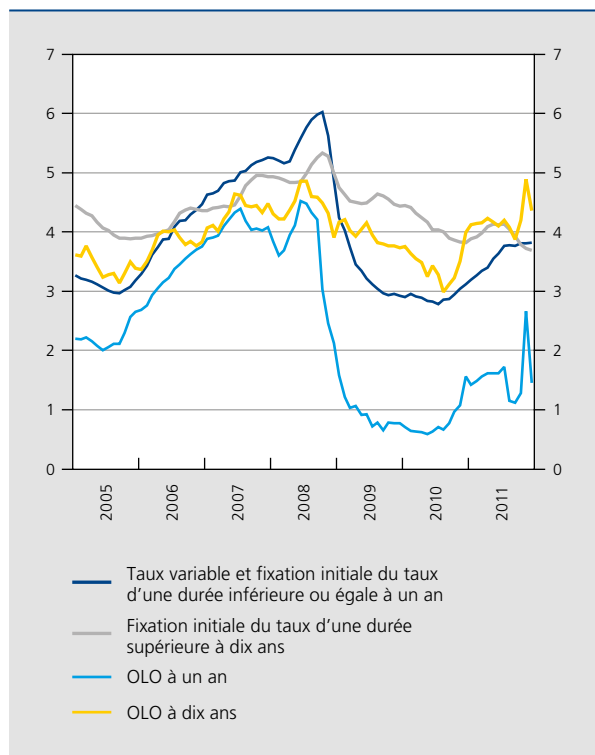
Au cours des neuf premiers mois de 2011, les sociétés non financières ont dégagé un solde financier positif, comme l'année précédente, ce qui signifie qu'elles ont intégralement couvert par l'autofinancement leurs investissements en capital fixe et la variation de leurs stocks. Leur formation d'actifs financiers a dépassé de 22,1 milliards d'euros leurs nouveaux engagements.

Les sociétés ont constitué de nouveaux actifs financiers à hauteur de 63,2 milliards d'euros, en baisse par rapport au montant de 79,4 milliards atteint en 2010. Les avoirs de trésorerie se sont accrus de 1,2 milliard, tandis que ceux en actions et autres participations ont progressé de 16,5 milliards. Les crédits, principalement aux autres entreprises, et le portefeuille de titres à revenu fixe ont, quant à eux, augmenté respectivement de 16,7 et 6 milliards d'euros.

Les nouveaux engagements financiers contractés par les sociétés pendant les neuf premiers mois de l'année se sont élevés à 41,1 milliards d'euros, ce qui représente une diminution d'un tiers par rapport à la période correspondante de 2010, durant laquelle ils s'étaient chiffrés à 58,9 milliards. Les émissions d'actions et d'autres titres en capital représentent la principale source de financement des entreprises, en raison notamment des activités des holdings non financiers et de la centralisation en Belgique de la gestion de la trésorerie d'entreprises multinationales. Durant les trois premiers trimestres de 2011, ces émissions ont été de 23,4 milliards d'euros, un montant inférieur de moitié à celui de la période correspondante de 2010, qui était de 45,3 milliards. L'émission nette de titres à revenu fixe, comme toujours

**GRAPHIQUE 56** TAUX D'INTÉRÊT SUR LES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES ET TAUX DE RÉFÉRENCE CORRESPONDANTS

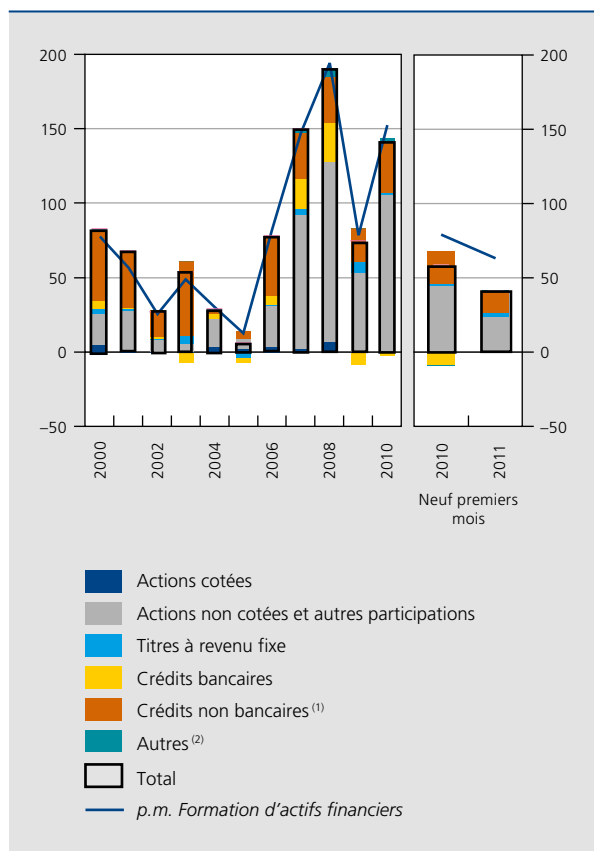
(données mensuelles)



Source : BNB.

**GRAPHIQUE 57 NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES**

(milliards d'euros)



Source : BNB.

(1) Principalement les crédits octroyés par les sociétés non financières belges et étrangères, aussi dénommés « crédits interentreprises ».

(2) Comprend les provisions techniques des institutions de retraite professionnelle non autonomes et les postes transitoires.

plus modeste, a toutefois quadruplé par rapport à l'année précédente; de janvier à septembre, elle s'est élevée à 3,2 milliards, contre 0,8 milliard en 2010. Quant au recours des entreprises au crédit, il a augmenté de 13,3 milliards d'euros, contre 13,6 milliards au cours de la période correspondante de 2010. Les crédits octroyés aux entreprises comprennent à la fois les crédits bancaires et d'autres prêts – principalement les crédits entre entreprises. La hausse enregistrée durant les trois premiers trimestres de l'année est entièrement imputable aux crédits interentreprises. Le flux net des crédits non bancaires a été de 13,9 milliards d'euros, soit un montant toutefois sensiblement inférieur à celui réalisé durant la même période en 2010 (22 milliards). L'octroi net de crédits bancaires aux sociétés a, quant à lui, été atone, alors que des remboursements nets de 8,3 milliards avaient été enregistrés au cours de la période correspondante de 2010. Cette situation est essentiellement due aux opérations avec des banques

étrangères qui, comme l'année précédente, ont donné lieu à des remboursements nets.

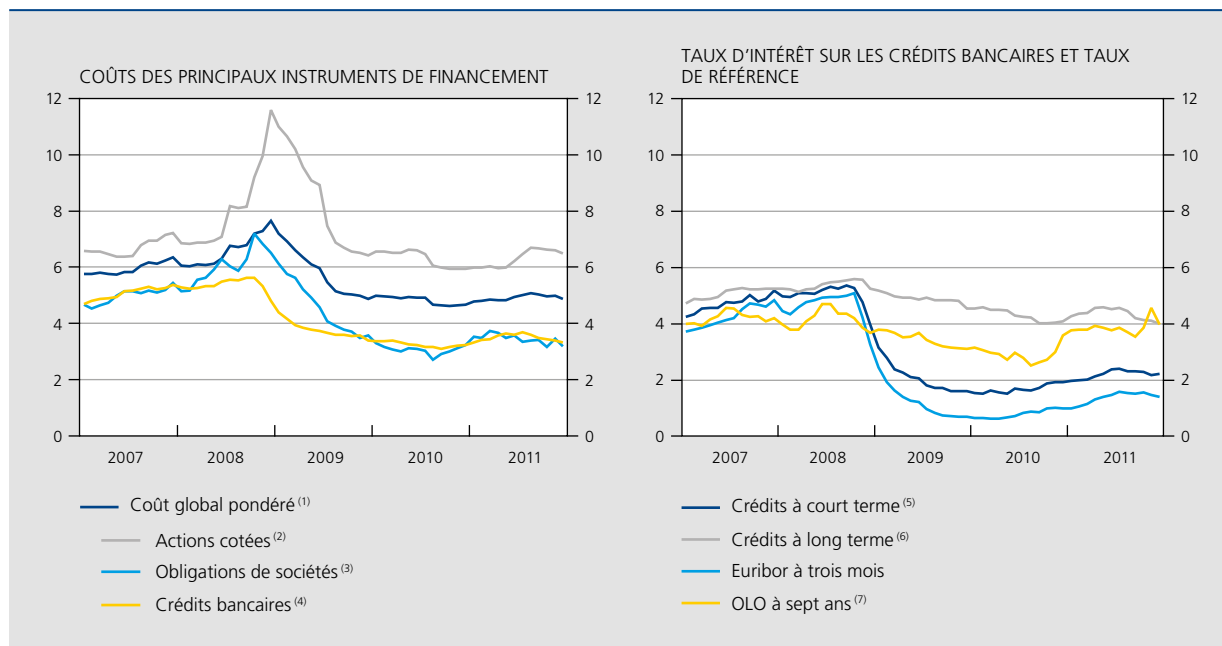
## Conditions de financement

Après avoir enregistré une baisse importante en 2009, puis plus faible en 2010, le coût global de financement des sociétés non financières – calculé en pondérant le coût nominal des différentes sources de financement par leurs parts respectives dans l'encours total de leurs engagements financiers – s'est quelque peu redressé en 2011, atteignant 4,8 % en décembre, contre 4,6 % un an plus tôt. Cette hausse est principalement imputable à l'évolution du coût du recours aux marchés des actions.

Le taux d'intérêt applicable aux nouveaux crédits bancaires – taux moyen pondéré sur la base des encours des différentes catégories de prêts consentis par les banques belges aux entreprises – a légèrement augmenté entre janvier et juillet 2011, passant de 3,2 à 3,6 %. Ce mouvement a poursuivi la hausse amorcée en septembre 2010, lorsqu'un plancher historique de 3 % avait été enregistré. Dans la seconde partie de l'année, le coût des crédits s'est à nouveau replié, affichant en décembre une valeur de 3,3 %. D'une part, le taux d'intérêt moyen appliqué aux crédits à court terme, définis comme les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros dont le taux est initialement fixé pour une durée maximale d'un an, est d'abord resté aux alentours de 2 % durant le premier trimestre de l'année, avant de s'élever pour atteindre 2,4 % en juin 2011. L'évolution de ce taux a subi l'influence du resserrement de la politique monétaire et l'écart par rapport à l'Euribor à trois mois est demeuré assez stable, à un niveau supérieur à celui qui prévalait avant la crise. Dans la seconde partie de l'année, le taux des crédits à court terme s'est légèrement replié, jusqu'à 2,2 % en décembre. D'autre part, les taux d'intérêt appliqués aux crédits à long terme ont aussi subi un mouvement haussier au premier semestre de l'année sous revue, avant de se replier à partir du mois d'août. Il se peut qu'ils aient été influencés par la crise de la dette souveraine, dans la mesure où les taux des obligations souveraines font régulièrement office de taux de référence pour les autres taux de l'économie. De plus, la crise financière ainsi que les effets de contagion de la crise de la dette souveraine au secteur bancaire ont affecté les bilans des établissements de crédit et pesé sur leurs positions de liquidité et de solvabilité, ce qui les a potentiellement conduits à restreindre l'offre de crédit ou à accroître leur marge d'intérêt. Toutefois, la hausse du taux de rendement des OLO depuis le mois d'août 2010 n'a encore été que très partiellement répercutée sur le taux des crédits bancaires à long terme, ce qui

## GRAPHIQUE 58 COÛTS DU FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(données mensuelles, pourcentages)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BNB.

- (1) Obtenu en pondérant le coût du financement par émission d'actions cotées, par émission d'obligations et par crédits bancaires, par leurs parts respectives dans l'encours total de ces engagements financiers. À la fin de septembre 2011, ces parts se chiffraient à 49,1 % pour les actions, à 10,9 % pour les obligations et à 40 % pour les crédits.
- (2) Estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des dividendes (cf. encadré 19 du Rapport 2005). Selon ce modèle, le coût du financement par émission d'actions diminue (augmente) à la suite d'une hausse (baisse) des cours boursiers et s'accroît (se contracte) en réponse à une majoration (réduction) des dividendes (non seulement effectivement payés mais aussi attendus).
- (3) Rendement d'un indice d'obligations libellées en euros émises par des entreprises non financières de la zone euro, toutes maturités de plus d'un an confondues, indice pondéré par les encours.
- (4) Taux moyen pondéré appliqué par les banques belges aux crédits aux entreprises. La pondération est basée sur les encours des différents types de crédits.
- (5) Taux des crédits d'une valeur supérieure à 1 million d'euros, assortis d'un taux variable et d'une période de fixation initiale du taux d'un an au plus.
- (6) Taux des crédits d'une valeur inférieure à 1 million d'euros, assortis d'un taux fixe pendant plus de cinq ans.
- (7) Taux de rendement moyen des emprunts ayant encore une durée à courir de sept ans.

n'exclut pas qu'une influence se manifeste ultérieurement. Le taux d'intérêt appliqué aux crédits de moins de 1 million d'euros assortis d'une période de fixation du taux de plus de cinq ans affichait en décembre 2011 une valeur de 4 %, proche de celle enregistrée en début d'année.

Les entreprises – surtout les plus grandes d'entre elles – peuvent également se financer directement sur les marchés financiers, en émettant des actions cotées ou des titres de créance.

En termes nominaux, après s'être accru au premier trimestre de 2011, le coût du financement par émission de titres de créance s'est contracté durant le reste de l'année. Le rendement d'un panier d'obligations libellées en euros émises par des sociétés non financières de la zone euro, toutes maturités confondues, est passé de 3,2 % à la fin de décembre 2010 à 3,7 % à la fin de mars 2011, avant de revenir à 3,1 % à la fin de l'année. Malgré ce reflux, les primes de risque demandées pour la détention

d'obligations de sociétés non financières, matérialisées par les écarts de taux d'intérêt vis-à-vis du Bund allemand, se sont accrues sous l'effet de l'aversion pour le risque des investisseurs et d'un repli sur les valeurs refuge en raison de la crise de la dette souveraine en Europe. Les niveaux atteints par ces écarts demeuraient toutefois bien en deçà de ceux observés lors de l'éclatement de la crise financière en 2008.

Le coût de financement par actions cotées, qui a été relativement stable au cours des cinq premiers mois de l'année sous revue, a graduellement augmenté à partir du mois de juin, en raison de l'évolution défavorable des cours boursiers. Estimé à 5,9 % en décembre 2010, il s'est accru pendant la seconde moitié de l'année pour atteindre 6,4 % en décembre, se rapprochant ainsi de la moyenne de 6,9 % observée entre 1996 et 2010.

## Crédits bancaires

La croissance de l'encours des crédits octroyés par les banques résidentes aux sociétés non financières belges est demeurée positive tout au long de l'année. En 2011, cet encours a augmenté de 3,5 milliards d'euros, les crédits à court et à long termes s'accroissant d'un montant similaire. En revanche, comme en 2010, l'octroi net de crédits aux entreprises non financières belges par des banques étrangères est demeuré négatif durant les trois premiers trimestres de l'année sous revue : au total, l'encours des crédits en provenance de l'étranger a diminué de 2,8 milliards.

Les turbulences financières et les ajustements structurels nécessaires dans le secteur financier amènent régulièrement à se demander si, dans un tel climat, les banques octroient suffisamment de crédits aux entreprises. Une comparaison internationale et historique montre que, jusqu'à la fin de 2011, aucun signe ne fait clairement état d'une restriction de l'offre de crédits en Belgique.

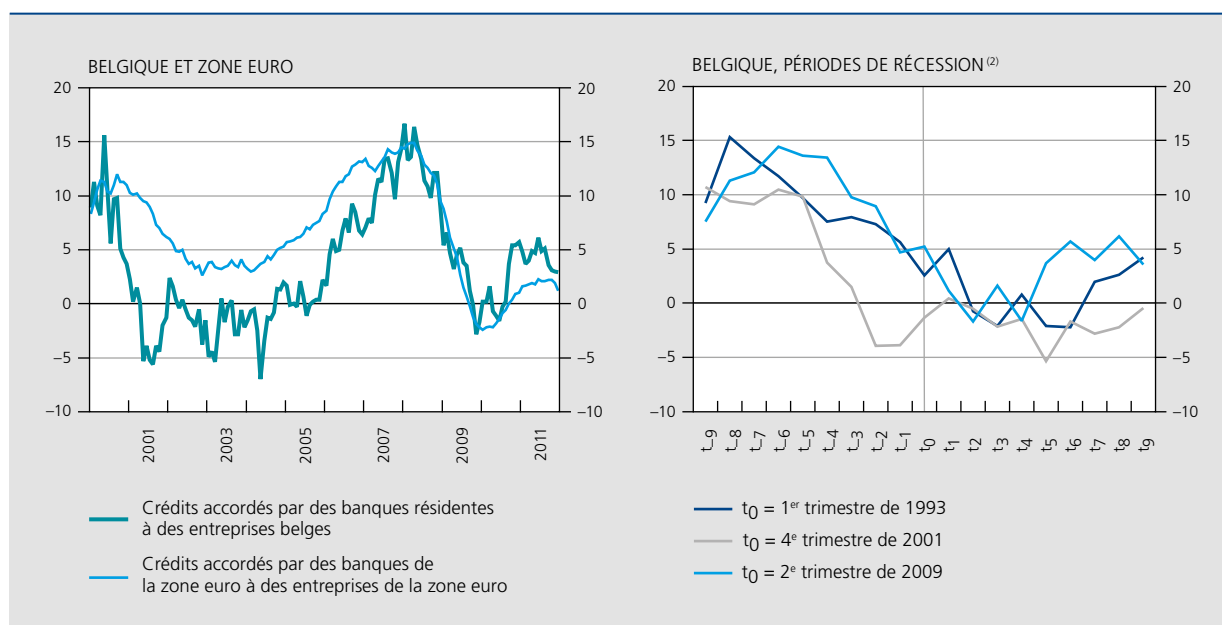
Il ressort d'une comparaison avec la zone euro que l'octroi de crédits en Belgique s'est assez nettement redressé. Depuis l'étiage atteint à la fin de 2009, la croissance du crédit a presque continuellement dépassé celle observée au sein de la zone euro, grâce notamment à de meilleures

performances conjoncturelles. Au quatrième trimestre de 2011, l'encours des crédits a augmenté de 3 % sur une base annuelle en Belgique, alors qu'il n'a progressé que de 1,8 % dans la zone euro. La moyenne pour la zone euro masque une très grande hétérogénéité, une importante correction étant observée dans certains pays après une croissance généralement soutenue du crédit durant la dernière décennie, comme en Irlande et en Espagne. Ces évolutions expliquent que la Belgique dépasse la moyenne de la zone euro, alors qu'avant la crise financière, elle affichait généralement une croissance du crédit plus faible.

Au vu des résultats divergents observés dans la zone euro, il peut également s'avérer utile de confronter l'évolution des crédits à celle de l'activité économique en Belgique. En examinant les périodes de récession, on observe que l'octroi de crédits aux sociétés non financières se redresse généralement plus tardivement que l'économie. Ce décalage s'explique notamment par le fait que les sociétés font preuve d'une certaine prudence lors d'une reprise économique et font d'abord appel aux ressources internes avant de recourir au crédit. Par ailleurs, les banques seraient également dans l'expectative lors de la phase initiale d'une reprise en raison de l'évolution encore incertaine des garanties. Une comparaison avec les phases de redressement consécutives aux récessions de 1993 et 2001 montre que la reprise suit un schéma classique, selon lequel

**GRAPHIQUE 59** CRÉDITS BANCAIRES AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES<sup>(1)</sup>

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



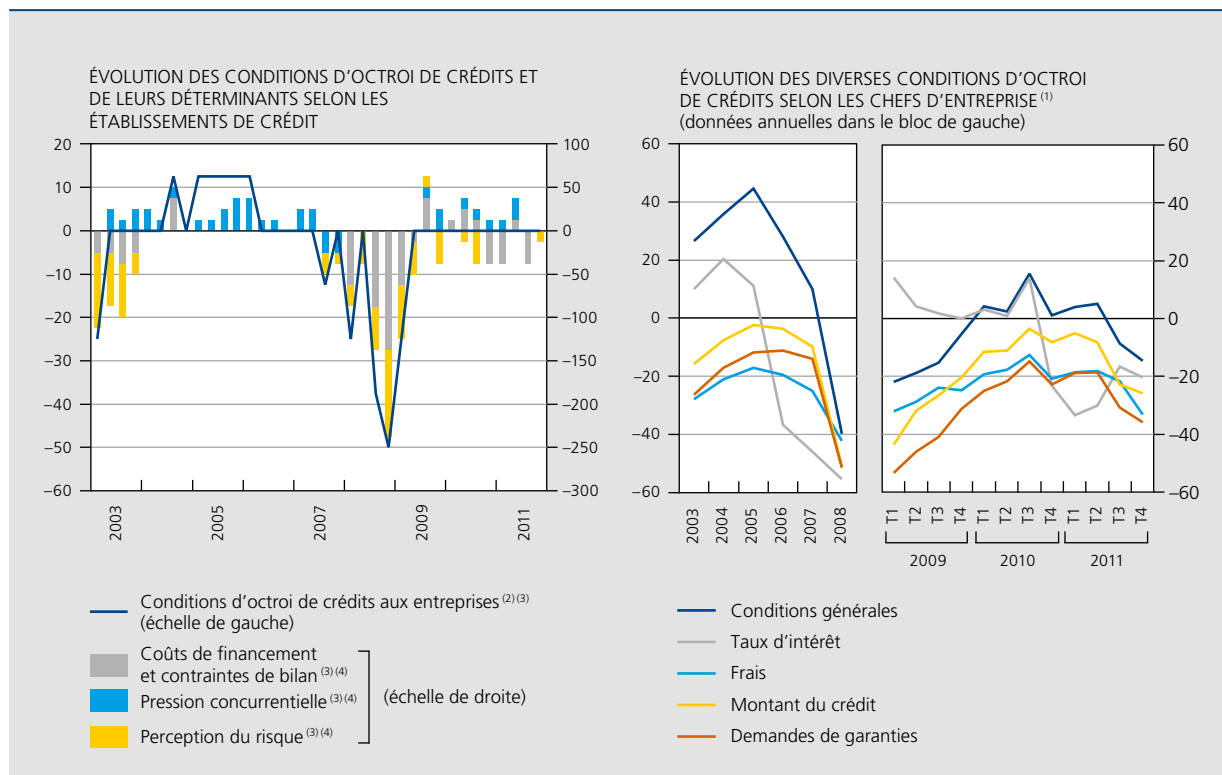
Sources : BCE, BNB.

(1) Y compris les crédits titrisés (seulement à partir de janvier 2010 pour la zone euro).

(2) La période t<sub>0</sub> correspond au trimestre au cours duquel la croissance du PIB réel à un an d'écart a atteint un creux.

**GRAPHIQUE 60 RÉSULTATS DES ENQUÊTES SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE AUPRÈS DES BANQUES ET DES ENTREPRISES**

(données trimestrielles, sauf mention contraire)



Source : BNB (enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire et enquête de la BNB sur les conditions d'accès au crédit menée auprès des chefs d'entreprise).

(1) Solde, en pourcentage, des réponses des chefs d'entreprise interrogés indiquant leur appréciation favorable ou défavorable (-) des conditions d'accès au crédit bancaire. Disponible sur une base annuelle de 2002 à 2008 inclus et sur une base trimestrielle à partir de 2009.

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

(3) Les réponses sont pondérées en fonction de l'éloignement par rapport à la réponse « neutre » : la mention d'une évolution « sensible » des critères d'octroi se voit attribuer un poids deux fois plus grand que la mention d'une évolution « légère ».

(4) Pourcentages nets pondérés des réponses des établissements de crédit interrogés sur les critères d'octroi de crédits. Un pourcentage négatif (positif) correspond à un critère au travers duquel le resserrement (l'assouplissement) s'est manifesté. Les réponses aux différentes sous-questions ont été cumulées.

l'octroi de crédits rebondit après l'activité économique avec quelques trimestres de retard. Cette comparaison montre également que, lors de la dernière phase de repli, la chute du crédit était assimilable à celle observée lors des périodes de récession précédentes, malgré le caractère beaucoup plus marqué de la récente contraction du PIB. En outre, l'octroi de crédits a enregistré un redressement relativement important. Après la récession de 2001, son rebond avait été beaucoup plus hésitant.

Ainsi, l'octroi de crédits aux sociétés non financières en Belgique semble afficher une évolution assez favorable jusqu'à l'année sous revue : une comparaison avec la zone euro et une comparaison historique avec l'activité économique mettent au jour peu de signes permettant de conclure à des entraves et à une reprise sans crédit. Ceci n'exclut cependant pas le risque d'un nouvel affaiblissement, qui devrait sans doute être considéré comme une conséquence, plus que comme une cause, du ralentissement conjoncturel.

L'évolution quantitative de l'octroi de crédits bancaires est à mettre en perspective avec les résultats des enquêtes qualitatives réalisées auprès des banques et des chefs d'entreprise. La première enquête permet d'obtenir de la part des banques des informations qualitatives relatives à l'évolution des conditions d'octroi et de la demande de crédits bancaires, ainsi que sur les déterminants à prendre en compte pour expliquer ces évolutions. Au cours de l'année 2011, les quatre grandes banques belges interrogées ont indiqué avoir laissé leurs conditions d'octroi de crédits aux entreprises globalement inchangées, ce qui a été le cas depuis le deuxième trimestre de 2009, après les resserrements notables opérés dans les mois qui ont suivi l'éclatement de la crise financière.

Notamment en raison des tensions sur les marchés des titres souverains et des difficultés consécutives rencontrées par les banques, leurs coûts de financement et leurs contraintes de bilan ont pesé négativement sur les



conditions d'octroi de crédits aux entreprises, principalement aux premier et troisième trimestres de l'année, alors que ces facteurs avaient plutôt incité les banques à un léger assouplissement de leurs conditions d'octroi de crédits au cours des neuf premiers mois de 2010. Cependant, la pression concurrentielle a joué en sens inverse, incitant plutôt les banques à un assouplissement au premier semestre, tandis qu'elles rapportaient que leur évaluation des risques liés au climat conjoncturel n'avait guère influencé leur décision.

La demande de crédits constatée par les banques belges semble avoir été soutenue, du moins au premier semestre. Plusieurs facteurs, plus particulièrement l'activité de fusions, d'acquisitions et de restructurations d'entreprises, ainsi que la formation brute de capital fixe, ont contribué au maintien de la demande de fonds. À partir du troisième trimestre, la demande s'est néanmoins stabilisée.

Les statistiques collectées par la Centrale des crédits aux entreprises font apparaître que le taux d'utilisation des crédits, qui illustre l'intensité avec laquelle les entreprises tirent sur leurs lignes de crédit, s'est maintenu, dans une perspective historique, à un niveau relativement élevé pendant l'année sous revue pour les petites entreprises (à 87 % en moyenne), tandis qu'il se tendait assez fortement pour les grandes entreprises, passant de 54,1 % à la fin de 2010 à 60,3 % à la fin de 2011.

La seconde enquête qualitative est menée par la Banque auprès des chefs d'entreprise. Elle vise à connaître leur opinion sur les conditions d'octroi de crédits qu'ils se voient appliquer par les banques. L'appréciation des entreprises sur les conditions générales de crédit est demeurée globalement positive durant la première moitié de l'année, avant de se dégrader à partir du troisième trimestre. Dès ce moment, une proportion plus importante de chefs d'entreprise a estimé que les conditions d'octroi de crédits étaient devenues défavorables. Ce sont les limitations imposées par les banques sur les montants des crédits et les garanties exigées qui ont motivé ce jugement plus négatif des chefs d'entreprise, tandis que leur appréciation du niveau des taux d'intérêt s'est légèrement améliorée.

### Titres à revenu fixe

En Belgique, les entreprises ont traditionnellement peu recours au marché obligataire pour leur financement externe. Ainsi, à la fin du mois de septembre, cette forme de financement ne représentait que 4,8 % de l'encours total des capitaux empruntés par les sociétés

non financières belges, soit un pourcentage similaire à celui prévalant un an auparavant (4,6 %). Au cours des neuf premiers mois de 2011, les sociétés non financières ont eu recours au marché des titres à revenu fixe pour un montant de 3,2 milliards d'euros, tandis qu'elles avaient récolté 0,8 milliard grâce à cette forme de financement au cours de la période correspondante de 2010. L'émission de titres à long terme a été un peu plus dynamique que celle des titres à court terme, à savoir essentiellement des billets de trésorerie: durant les neuf premiers mois de 2011, les sociétés non financières ont émis des titres à long terme pour un montant de 1,9 milliard d'euros, contre 1,4 milliard de titres à court terme. Aux deuxième et troisième trimestres, l'émission nette de titres à revenu fixe par les entreprises a en effet rencontré un franc succès (5,3 milliards de nouvelles souscriptions), alors que les investisseurs s'étaient dégagés de ce type d'instrument au cours du premier trimestre pour 2,1 milliards. Les simplifications administratives décidées par la CBFA à la fin de 2010 en matière d'émission de titres de créance pour des emprunteurs de bonne qualité et l'accès facilité des particuliers à ce type d'instrument pourraient avoir eu un impact positif sur les émissions d'obligations réalisées par les entreprises belges.

### Actions

Les émissions nettes d'actions non cotées et autres participations se sont élevées à 22,7 milliards d'euros durant les neuf premiers mois de 2011, tandis qu'elles avaient atteint 45 milliards au cours des trois premiers trimestres de 2010. Comme les années précédentes, les actions émises au cours de cette période ont été majoritairement souscrites par des sociétés non financières liées établies à l'étranger.

Le recours au marché boursier par le biais de l'émission d'actions cotées a été nettement moins important. Un montant de 0,7 milliard d'euros a été émis au cours des neuf premiers mois de l'année, ce qui représente toutefois un accroissement en comparaison des 0,3 milliard de la période correspondante de l'année précédente. Cette recrudescence peut être attribuée à la stabilisation du coût de financement par émission d'actions cotées durant les cinq premiers mois de l'année, ce qui aurait permis une importante augmentation de capital effectuée par une société active dans le secteur des métaux non ferreux. Les actions cotées ont été souscrites par des investisseurs belges pour un montant de 2 milliards, tandis que les investisseurs étrangers en ont vendu à hauteur de 1,3 milliard. Le poids des détenteurs étrangers dans l'encours des actions cotées s'est maintenu à 52,5 % à la fin de septembre 2011.



### 5.3 Actifs et engagements financiers totaux de l'économie belge

En dépit des turbulences, le secteur privé non financier belge est parvenu à accroître son patrimoine financier net. La Belgique a dès lors pu asseoir sa position créditrice nette et a conservé son classement international favorable en ce domaine.

La situation financière globale d'un pays est déterminée par les encours des avoirs et des engagements financiers des différents secteurs intérieurs, à savoir le secteur des particuliers, celui des sociétés financières et non financières et celui des administrations publiques. Ces positions varient d'une année à l'autre sous l'effet des nouvelles transactions financières et des fluctuations des prix auxquels les actifs et les passifs sont évalués.

Durant les neuf premiers mois de 2011, les secteurs intérieurs ont augmenté à la fois leurs actifs et leurs engagements financiers. La formation des premiers a dépassé de 4,5 milliards d'euros celle des seconds. Ce sont surtout les sociétés non financières et les particuliers qui ont acquis de nouveaux actifs nets, à concurrence respectivement de 22,1 et 13,6 milliards. Les administrations publiques, en revanche, ont conclu de nouveaux engagements financiers nets pour un montant de 14,4 milliards.

Outre des transactions financières proprement dites, il convient également de tenir compte des effets de

valorisation afin d'expliquer les variations des encours des avoirs et engagements. Ainsi, l'évolution des prix des instruments financiers a exercé une influence négative sur la valorisation de l'encours du patrimoine financier net des ménages, à hauteur de 19,1 milliards d'euros – essentiellement à la suite de la baisse des marchés boursiers au troisième trimestre –, ce qui a finalement réduit leur patrimoine financier net de 5,5 milliards d'euros. Ce recul a par contre largement contribué à la revalorisation de 39 milliards d'euros du patrimoine financier net des sociétés non financières, puisque la part des actions est plus importante dans leurs engagements que dans leurs avoirs.

Le patrimoine financier net de l'ensemble des secteurs intérieurs a finalement progressé de 29,5 milliards d'euros, ce qui correspond aux nouveaux actifs nets d'un montant de 4,5 milliards, majorés d'un effet de valorisation positif de 24,9 milliards.

Le patrimoine financier net des particuliers, qui constituent le seul secteur créditeur net de l'économie belge, s'est contracté et s'est établi à 721 milliards d'euros. En comparaison de l'ampleur de leurs actifs (921 milliards), les engagements financiers des particuliers sont néanmoins relativement modestes (201 milliards). Les sociétés non financières, quant à elles, présentaient à la fin de septembre 2011 les engagements nets les plus élevés, chiffrés à 321 milliards. Tant leurs avoirs (1 615 milliards) que leurs engagements (1 936 milliards)

**TABLEAU 12** ACTIFS ET ENGAGEMENTS FINANCIERS PAR SECTEUR<sup>(1)</sup>  
(données à la fin de septembre 2011, milliards d'euros, sauf mention contraire)

	Encours		Variation du patrimoine financier net <sup>(3)</sup>				
	Actifs	Passifs	Patrimoine financier net		Total	Transactions financières	Valorisation <sup>(4)</sup>
			Décembre 2010	Septembre 2011			
Particuliers . . . . .	921	201	726	721	-5,5	13,6	-19,1
Sociétés non financières . . . . .	1 615	1 936	-382	-321	61,1	22,1	39,0
Administrations publiques . . . . .	114	414	-284	-300	-15,4	-14,4	-0,9
Sociétés financières <sup>(2)</sup> . . . . .	1 810	1 813	8	-2	-10,7	-16,7	5,9
<i>p.m. Total des secteurs intérieurs</i> . . . . .	<i>4 460</i>	<i>4 362</i>	<i>68</i>	<i>98</i>	<i>29,5</i>	<i>4,5</i>	<i>24,9</i>
<i>Idem, pourcentages du PIB</i> . . . . .	<i>1 203</i>	<i>1 177</i>	<i>19,3</i>	<i>26,4</i>	<i>7,9</i>	<i>1,2</i>	<i>6,7</i>

Source: BNB.

(1) À l'exclusion de l'or monétaire et des droits de tirage spéciaux.

(2) Les sociétés financières comprennent principalement les institutions financières monétaires (la Banque, les établissements de crédit et les OPC monétaires) et les investisseurs institutionnels (OPC non monétaires, entreprises d'assurance et institutions de retraite professionnelle).

(3) Variation du patrimoine financier net entre décembre 2010 et septembre 2011.

(4) Variations découlant principalement des fluctuations de prix et de change. Celles-ci affectent tant les actifs que les engagements. Les actions sont à l'origine d'une grande partie de ces variations, en raison de leur part aussi bien dans l'actif de l'ensemble des secteurs que dans le passif des sociétés.

étaient considérables. À noter toutefois que, du point de vue de la stabilité financière, l'ampleur de l'endettement revêt une plus grande importance que le total des engagements, qui comprend aussi les actions, pour évaluer le profil de risque des sociétés non financières. L'endettement de ces dernières se limitait à 653 milliards à la fin de septembre 2011, étant donné qu'elles tirent une grande partie de leurs ressources financières de l'émission d'actions, cotées ou non. Il convient en outre, lors de l'évaluation de leur endettement, de tenir compte du fait

qu'une partie de ces moyens de financement externes provient d'autres sociétés non financières résidentes, auprès desquelles elle est comptabilisée comme actif, si bien qu'au niveau de l'ensemble du secteur, la dette consolidée est encore moins élevée. À la fin de septembre 2011, celle-ci se montait à 281 milliards d'euros, soit 76,5 % du PIB (cf. encadré 7). Enfin, les engagements nets des administrations publiques atteignaient pour leur part 300 milliards à la fin de septembre, alors que leurs passifs totaux sont ressortis à 414 milliards.

## Encadré 7 – Le taux d'endettement du secteur privé non financier

Dans le cadre du « Six-Pack », un train de mesures qui vise à renforcer et à améliorer la coordination de la politique économique au sein de l'UE, la CE a élaboré une procédure destinée à identifier et à maîtriser les déséquilibres macroéconomiques. Aux fins de cette procédure concernant les déséquilibres excessifs (*Excessive Imbalance Procedure*, EIP), un tableau de bord a été mis au point à partir d'une dizaine d'indicateurs signalant le risque de déséquilibres tant internes qu'externes.

L'un de ces indicateurs porte sur le taux d'endettement brut (non consolidé) du secteur privé non financier en pourcentage du PIB. La prudence est cependant de rigueur quant à l'appréciation de cet indicateur. Tout d'abord, contrairement à la norme de 60 % applicable à la dette publique en vertu du traité de Maastricht, on ne dispose d'aucune valeur de référence précise dans ce domaine. De plus, le calcul du taux d'endettement du secteur privé est nettement moins harmonisé, de telle sorte que les données varient très fortement en fonction du concept utilisé. Enfin, la soutenabilité de l'endettement dépend non seulement du niveau de ce dernier, mais aussi de la capacité de remboursement – déterminée notamment par les charges d'intérêts, les perspectives de revenus et les actifs constitués – de même que d'une série de caractéristiques structurelles, telles que la part de l'encours des dettes détenues à l'étranger.

Le présent encadré analyse le mode de calcul de l'endettement du secteur privé non financier et se concentre sur la distinction entre taux d'endettement consolidé et non consolidé. Tous les États membres de l'UE ne publient pas des données consolidées, si bien que le tableau de bord de la CE mentionne, pour l'heure, exclusivement le taux d'endettement non consolidé. Dans le cadre de son évaluation générale des déséquilibres, la Commission tiendra toutefois aussi compte des données consolidées lorsque celles-ci seront disponibles, de même que du contexte macroéconomique général. Le présent encadré évalue par ailleurs le niveau et l'évolution du taux d'endettement du secteur privé non financier belge en comparaison de ceux de la zone euro.

Sur le plan macroéconomique, le taux d'endettement du secteur privé non financier est calculé sur la base des comptes financiers nationaux. Ceux-ci donnent un aperçu des actifs et passifs financiers globaux de chaque secteur institutionnel. L'endettement brut comprend généralement le financement obtenu par le biais des crédits et des titres hors actions.

Les comptes financiers établis conformément aux dispositions du SEC 95 enregistrent également les transactions effectuées au sein d'un même secteur. Un crédit conclu entre des sociétés non financières est ainsi comptabilisé aussi bien à l'actif qu'au passif du secteur des sociétés non financières, de sorte que les comptes ne sont pas consolidés. En se fondant sur le détail des comptes financiers – qui fournissent des informations concernant la contrepartie de toute transaction financière –, il est toutefois possible d'établir des comptes consolidés pour la Belgique et la plupart des autres États membres de l'UE, en faisant abstraction des transactions financières effectuées au sein de chaque secteur résident.

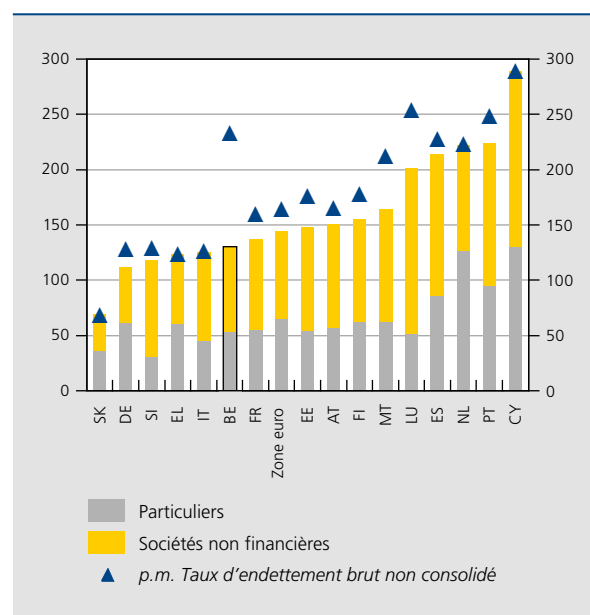


Alors que les données non consolidées sont surtout utiles pour disposer, par exemple, d'un aperçu de la structure de financement des secteurs, les données consolidées semblent mieux indiquées afin d'évaluer la santé financière du secteur. Ainsi, l'octroi de crédits entre entreprises – en particulier entre celles d'un même groupe – est généralement plus stable que le crédit bancaire et peut, à ce titre, être considéré comme moins risqué. En outre, il est difficile de procéder à une comparaison internationale de l'estimation de l'octroi de crédits entre les sociétés non financières, notamment parce que certaines sociétés de financement sont classées tantôt dans le secteur des sociétés non financières, tantôt hors de celui-ci. Enfin, il convient de noter que, en ce qui concerne la dette des administrations publiques, le traité de Maastricht renvoie à un concept d'endettement consolidé.

L'ampleur de l'écart entre les données consolidées et non consolidées est fonction de la structure financière d'un pays. Il est généralement minime pour la plupart des secteurs; les comptes financiers nationaux sont même établis dans l'hypothèse selon laquelle aucune transaction financière n'est effectuée entre particuliers, si bien que les données non consolidées sont, par définition, identiques aux données consolidées pour ce secteur. Les plus grands écarts sont en règle générale enregistrés pour les sociétés non financières puisque celles-ci peuvent englober des sociétés de financement extérieures au secteur financier, comme les entreprises de gestion de la trésorerie des multinationales.

#### TAUX D'ENDETTEMENT BRUT CONSOLIDÉ DU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO <sup>(1)</sup>

(données à la fin de 2010, pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

(1) Particuliers et sociétés non financières, total des crédits et des titres hors actions.

Compte tenu de l'importance des activités de ces dernières entreprises en Belgique, le taux d'endettement non consolidé des sociétés non financières est très élevé. À la fin de 2010, il se chiffrait à 179,7 % du PIB, alors que ce taux atteignait 99,3 % dans la zone euro. Combiné au taux d'endettement des particuliers, le taux d'endettement non consolidé du secteur privé non financier s'est élevé à 232,8 % du PIB, contre 164,6 % dans la zone euro, ce qui place la Belgique dans les premiers rangs du classement des pays de la zone euro. Le niveau d'endettement est aussi clairement supérieur au seuil de 160 % du PIB utilisé par la CE, sur la base des données collectées entre 1994 et 2007, pour déceler une potentielle situation de déséquilibre.



Toutefois, la situation relative de la Belgique varie presque du tout au tout si l'on se fonde sur les données consolidées. Le taux d'endettement retombe en effet pour les sociétés non financières à 77,5 % du PIB à la fin de 2010, celui de la zone euro étant de 75,9 %. En ce qui concerne le secteur privé non financier, qui englobe aussi les ménages, il atteignait alors 130,7 % du PIB, contre 142,4 % dans la zone euro, ce qui en l'occurrence positionne la Belgique dans le peloton des pays aux taux les plus bas.

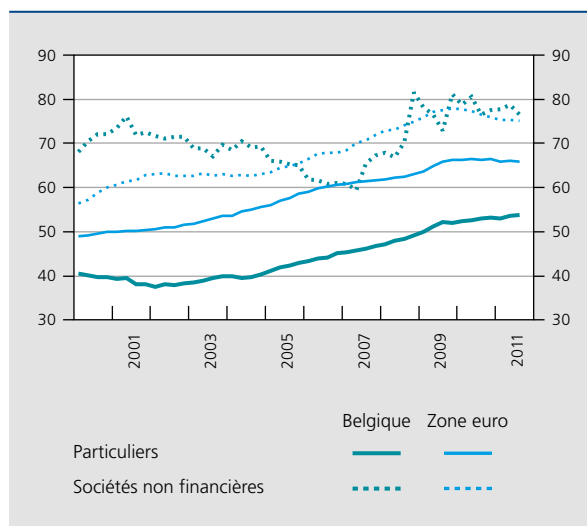
La faiblesse relative du taux d'endettement consolidé du secteur privé belge est donc principalement le fait des particuliers, qui présentent un taux d'endettement structurellement moins élevé que leurs homologues de la zone euro. La situation des sociétés non financières est en revanche proche de la moyenne de la zone euro.

Comme dans la zone euro, l'endettement des ménages belges a cependant systématiquement progressé durant la décennie écoulée, passant de 39,7 % du PIB à la fin de 2000 à 53,7 % à la fin de septembre 2011. Cette augmentation a coïncidé avec une accélération du rythme de hausse des prix sur le marché immobilier et a également été soutenue par un régime fiscal avantageux applicable aux prêts hypothécaires contractés depuis 2005. Dans la zone euro, après avoir enregistré une hausse continue pour atteindre un plafond de 66,5 % du PIB à la mi-2010, la dette des particuliers s'est stabilisée, ce qui peut s'expliquer par un octroi de crédits hypothécaires relativement modéré.

L'endettement consolidé des sociétés non financières belges a oscillé autour de 78 % du PIB depuis la fin de 2008, tandis qu'un léger désendettement a été observé dans la zone euro depuis la fin de 2009, de 77,7 % à 75,1 % du PIB en septembre 2011. Comme pour les particuliers, ces évolutions résultent d'un octroi de crédits plus dynamique en Belgique que dans la zone euro.

#### TAUX D'ENDETTEMENT BRUT CONSOLIDÉ DU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER <sup>(1)</sup>

(données à fin de trimestre, pourcentages du PIB)



Sources : CE, BNB.

(1) Données consolidées, particuliers et sociétés non financières. Total des crédits et des titres hors actions.

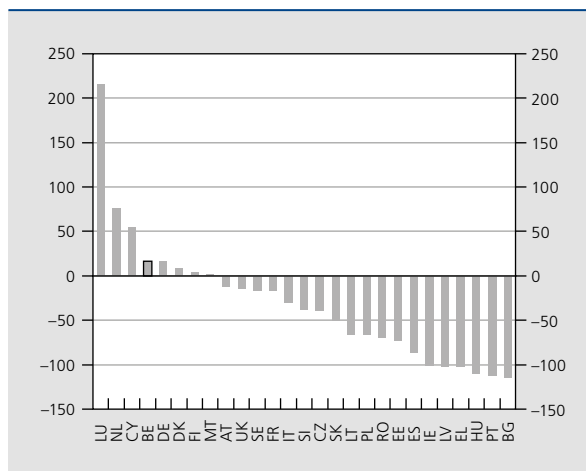
La Belgique détient ainsi globalement plus d'actifs financiers que d'engagements. Cette position extérieure nette positive, qui résulte de l'accumulation, au fil des ans,

d'excédents du compte courant de la balance des paiements, était estimée à la fin de septembre 2011 à 98 milliards d'euros, soit 26,4 % du PIB.

Les statistiques relatives à la position extérieure nette constituent dans les circonstances actuelles, où l'endettement fait l'objet d'une attention accrue, l'un des indicateurs qui permettent d'identifier les pays présentant une situation financière fragile. Contrairement à l'endettement brut, ce concept tient en effet également compte des actifs financiers dont les produits et la valeur de revente peuvent servir à financer, tout au moins partiellement, les engagements.

Une comparaison internationale fait apparaître que la Belgique se distingue assez nettement de la plupart des autres États membres de l'UE: elle figurait à la fin de 2010, à l'instar du grand-duché de Luxembourg, des Pays-Bas et de l'Allemagne, parmi une minorité de pays présentant une position créditrice nette envers l'étranger. Ce classement favorable est essentiellement dû aux particuliers, qui disposent du patrimoine financier net le plus élevé de l'UE exprimé en pourcentage du PIB. Par ailleurs, dans plusieurs pays de la zone euro, tels que le Portugal, la Grèce, l'Irlande et l'Espagne, le patrimoine financier net du secteur privé est largement inférieur à l'endettement net des administrations publiques. Ceci illustre la diversité des pays de la zone euro. Certains ont accumulé avec le temps des créances considérables sur l'étranger, en enregistrant systématiquement des

**GRAPHIQUE 61 POSITION CRÉDITRICE NETTE DES PAYS DE L'UE<sup>(1)</sup>**  
(données à la fin de 2010, pourcentages du PIB)



Source: CE.  
(1) Différence entre les encours des actifs et des passifs financiers.

excédents de compte courant. D'autres sont déficitaires: leur financement global y est devenu structurellement dépendant de l'étranger en raison de l'accumulation de déficits de compte courant.

## 6. Finances publiques

Le déficit de l'ensemble des administrations publiques belges s'est établi à 4% du PIB en 2011, restant ainsi presque inchangé par rapport à l'année précédente. Le dépassement de l'objectif de 3,6% fixé dans le programme de stabilité d'avril 2011 est surtout imputable à une réduction insuffisante du déficit structurel. La croissance structurelle des dépenses primaires est restée supérieure à celle du PIB, en particulier dans les secteurs de la sécurité sociale et des pouvoirs locaux. Le ratio de la dette publique a augmenté de 2,4 points de pourcentage pour atteindre 98,6% du PIB, principalement sous l'effet de l'achat de Dexia Banque Belgique par l'État et des prêts aux États grec, irlandais et portugais.

### 6.1 Solde de financement et dette des administrations publiques

Durant l'année sous revue, la Belgique est restée en situation de déficit public excessif tel que défini dans le cadre normatif européen. En raison de la forte récession,

l'impasse budgétaire avait largement dépassé le seuil de 3% du PIB en 2009. En décembre de la même année, le Conseil Ecofin a dès lors recommandé à la Belgique de ramener son déficit public sous ce seuil en 2012, pour autant que la croissance économique ne soit pas plus basse que celle prévue par la CE dans ses prévisions

**TABLEAU 13** NORMES RELATIVES AU SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES<sup>(1)</sup>  
(pourcentages du PIB)

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

Sources: ICN, SPF Finances, BNB.

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

(2) En termes structurels.

(3) Les chiffres ne tiennent pas compte de l'incidence éventuelle de la garantie d'un montant de 0,4% du PIB qui a été accordée aux coopérants particuliers du groupe Arco, en raison des incertitudes en la matière.

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

d'automne 2009. Pour y parvenir, la Belgique devait consentir un effort budgétaire structurel d'en moyenne 0,75 % du PIB par an de 2010 à 2012.

Le programme de stabilité soumis en avril 2011 prévoyait que le déficit budgétaire, en net recul en 2010, devait être ramené à 3,6 % du PIB en 2011. Cet objectif était plus exigeant que celui du programme de stabilité précédent, mais la révision était de moindre ampleur que l'amélioration enregistrée dans les comptes de 2010 entre ces deux programmes. Toutefois, au cours de l'année sous revue, le déficit est resté quasiment stable à quelque 4 % du PIB, soit un niveau supérieur de 0,4 point de pourcentage à l'objectif visé dans le programme de stabilité. Cette évolution n'est pas imputable à une croissance économique inférieure aux prévisions : celle-ci a en effet été de l'ordre de 2 %, comme prévu dans le programme de stabilité, en dépit du ralentissement conjoncturel observé durant le second semestre. Elle n'est que partiellement due aux mesures adoptées, sur fond de problèmes financiers chez Dexia, en faveur du Holding communal, qui a été mis en liquidation en décembre 2011. Le dépassement de l'objectif résulte donc surtout d'une réduction insuffisante du déficit structurel.

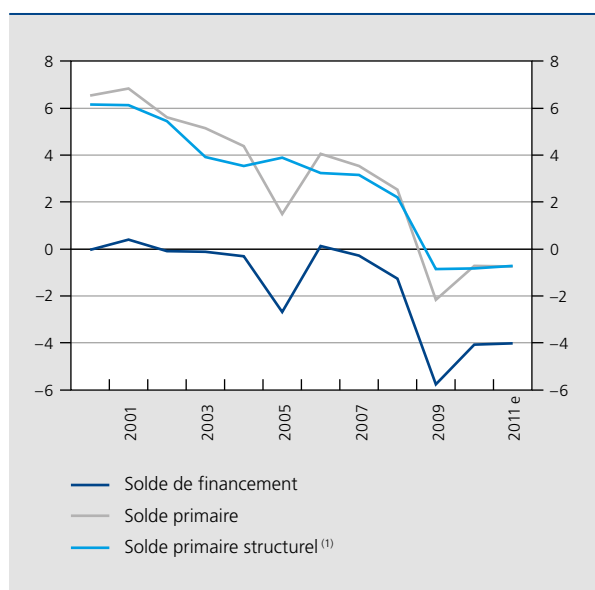
Selon les prévisions d'automne 2011 de la CE, le déficit structurel aurait reculé de 0,3 point de pourcentage du PIB. Ces prévisions présument toutefois que l'objectif

**GRAPHIQUE 63** DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES EN BELGIQUE ET DANS LA ZONE EURO  
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

**GRAPHIQUE 62** SOLDES BUDGÉTAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES  
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

(1) Selon la méthodologie du SEBC.

budgetaire serait respecté. Les estimations tenant compte d'informations plus récentes quant à l'évolution du solde de financement et basées sur la méthode harmonisée de correction des variations conjoncturelles utilisée dans le cadre du SEBC – laquelle apporte également des corrections pour tenir compte des glissements conjoncturels dans la composition du PIB – montrent une diminution comparable. La variation du solde structurel mesurée en 2010 et en 2011 reste bien inférieure à l'effort budgétaire annuel moyen requis afin de corriger le déficit excessif conformément aux recommandations du Conseil Ecofin. Selon la méthodologie du SEBC, le solde primaire structurel a continué à afficher un déficit de 0,7 % du PIB en 2011. La détérioration de ce solde – de quelque 7 % du PIB depuis 2000 – témoigne d'un très net assouplissement de la politique budgétaire au cours de la dernière décennie.

L'accord de coalition du nouveau gouvernement fédéral confirme les objectifs budgétaires fixés dans le programme de stabilité le plus récent. Un nombre important de mesures de consolidation, au niveau tant des recettes que des dépenses, ont à cet égard été annoncées le 26 novembre 2011 pour la période 2012-2014.

De 1993 à 2007, la dette brute consolidée des administrations publiques avait reculé de manière ininterrompue, revenant de 133,9 à 84,1 % du PIB. En raison des interventions publiques en faveur de plusieurs institutions

financières à la fin de 2008, elle était alors remontée à 89,3 % du PIB. Le rebond s'était amplifié en 2009, à la suite du creusement du déficit et de la chute du PIB. La hausse s'était poursuivie en 2010, mais à moindre allure que l'année précédente. En 2011, l'augmentation de la dette s'est à nouveau accélérée et celle-ci a atteint 98,6 % du PIB en fin d'année.

En 2011, l'endettement a été tiré à la hausse, à concurrence de 2,4 % du PIB, par des facteurs dits « exogènes », ainsi appelés parce qu'ils ont un impact sur la dette mais pas sur le solde de financement (pour plus de détails, cf. le tableau 19 de l'annexe statistique). En octobre, l'État fédéral a racheté Dexia Banque Belgique au holding Dexia pour un montant de 4 milliards d'euros (1,1 % du

PIB). Durant l'année sous revue, la dette de l'État fédéral a également subi des répercussions directes de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Ainsi, des tranches de prêts ont été octroyées à l'État grec, en vertu des accords bilatéraux du premier plan de sauvetage, et aux États irlandais et portugais, via le FESF, pour un total d'environ 0,5 % du PIB. Un autre facteur ayant contribué – de manière temporaire – à la hausse de la dette au cours de l'année sous revue, à concurrence de 0,4 % du PIB, est l'excédent de trésorerie qui a résulté du succès inattendu d'une émission de bons d'État clôturée en décembre. Enfin, les impôts sur les bénéfices des sociétés enrôlés en novembre et décembre 2011 ne seront perçus par l'administration fiscale qu'en 2012, à hauteur de quelque 0,2 % du PIB.

## Encadré 8 – Le cadre budgétaire belge à la lumière des exigences européennes

Dans le contexte de l'aggravation de la crise de la dette souveraine dans l'UE, les cadres budgétaires nationaux font l'objet d'une attention croissante. La conviction selon laquelle il faut soutenir la réglementation supranationale par des institutions nationales fortes et cohérentes a gagné du terrain. Ainsi, une composante essentielle de la gouvernance de l'UE, renforcée notamment par les six textes réglementaires baptisés « Six-Pack », porte spécifiquement sur l'amélioration des cadres budgétaires nationaux. La directive 2011/85/UE du Conseil adoptée en novembre 2011 pose une série d'exigences minimales en la matière, auxquelles tous les États membres de l'UE doivent se conformer d'ici la fin de 2013 au plus tard. Les pays de la zone euro se sont engagés à répondre à ces exigences au plus tard pour la fin de 2012.

Les exigences énoncées dans la directive recouvrent plusieurs aspects relatifs aux cadres budgétaires nationaux, allant du mode d'établissement des budgets et des statistiques qui permettent d'en suivre l'exécution à des règles budgétaires quantitatives, en passant par une programmation budgétaire à moyen terme et des aspects liés à la coordination budgétaire, notamment entre niveaux de pouvoirs publics. Il s'agit cependant d'obligations minimales qui demeurent encore, dans bien des cas, relativement vagues. Nombreux sont les pays européens qui ont déjà procédé à un renforcement beaucoup plus poussé de leur cadre budgétaire ou ont annoncé leur intention de le faire. La Belgique ne s'est pas encore inscrite dans cette tendance et il lui reste à prendre des mesures dans certains domaines afin de satisfaire aux exigences minimales fixées par l'UE.

S'agissant de l'établissement du budget, la directive impose que les prévisions macroéconomiques et budgétaires utilisées à cet effet soient réalistes ou prudentes. La méthodologie appliquée doit être transparente et faire l'objet d'une concertation technique régulière avec la CE. Tout écart significatif par rapport aux prévisions de cette dernière doit être dûment justifié. En octobre 2011, les chefs d'État ou de gouvernement des pays de la zone euro ont en outre indiqué que les budgets devaient reposer sur des prévisions macroéconomiques indépendantes. En Belgique, le budget économique de l'ICN, qui se fonde en pratique sur les prévisions macroéconomiques transparentes et indépendantes du Bureau fédéral du plan, joue un rôle important à cet égard. Bien que d'aucuns estiment qu'un doute peut subsister quant à la portée de l'obligation légale qui en impose l'utilisation, ces prévisions servent traditionnellement de point de départ pour l'établissement du budget du pouvoir fédéral, de la sécurité sociale et des régions et communautés. D'une manière générale, un éventuel manque de prudence ne pourrait découler que de délais dans la confection du budget, lesquels pourraient rendre obsolètes certaines





hypothèses macroéconomiques. En revanche, la transparence et la prudence qui entourent l'établissement des prévisions relatives aux recettes publiques, en particulier en ce qui concerne l'estimation de l'incidence budgétaire de nouvelles mesures, pourraient être nettement améliorées. Le Conseil supérieur des finances a d'ailleurs déjà insisté sur l'importance d'une évaluation approfondie des méthodes appliquées en la matière. Il importe en outre que les prévisions à moyen terme utilisées dans le programme de stabilité soient basées sur les mêmes principes de prudence et d'indépendance et que les mesures permettant d'atteindre les objectifs budgétaires qui y sont fixés soient suffisamment précises.

De manière plus générale, il semble également indiqué de vérifier si les procédures d'établissement des divers budgets de dépenses, dans lesquelles les mécanismes d'indexation formels et informels jouent encore souvent un grand rôle en Belgique, sont suffisamment axées sur la nécessité d'accroître l'efficacité des dépenses.

La directive pose aussi des exigences spécifiques quant à la disponibilité de données statistiques suffisamment fiables, qui doivent permettre le suivi de la mise en œuvre du budget en temps utile. Particulièrement dans un pays comme la Belgique doté de pouvoirs publics très décentralisés, il est capital que les mesures nécessaires soient prises afin que tous les sous-secteurs des administrations publiques puissent respecter la nouvelle obligation de déclaration et, de manière plus générale, afin que le suivi de l'évolution des finances publiques repose sur des données fiables et disponibles rapidement, couvrant l'ensemble des administrations publiques.

La directive prévoit en outre que la réglementation de l'UE en matière de déficit budgétaire et d'endettement doit être répercutée dans les règles budgétaires nationales. À cet égard, les chefs d'État ou de gouvernement des pays de la zone euro ont explicitement stipulé que l'obligation de présenter un équilibre budgétaire en termes structurels devait de préférence être ancrée dans la constitution. Plusieurs pays ont déjà inscrit dans leur constitution des restrictions budgétaires ou des plafonds d'endettement déterminés ou ils le feront dans un avenir proche. Dans ce cadre, des mécanismes de correction spécifiques et partiellement automatiques sont le plus souvent prévus dans l'éventualité d'un non-respect des règles, comme c'est le cas en Allemagne, en Autriche, en Pologne et en Slovaquie. La Belgique doit adapter son cadre législatif à la directive et il paraît souhaitable qu'elle s'inspire à cet égard des meilleures pratiques d'autres pays.

Un autre aspect majeur du cadre budgétaire concerne l'existence d'un conseil du budget indépendant, disposant de compétences consultatives et de contrôle. Bien que la directive ne s'y réfère que de manière indirecte, plusieurs pays européens ont récemment créé pareille institution ou ont renforcé des institutions existantes. En Belgique, le Conseil supérieur des finances, via la section « Besoins de financement des pouvoirs publics », dispose de compétences importantes. Toutefois, certaines indications donnent à penser que l'influence du Conseil sur la politique budgétaire s'est affaiblie depuis l'introduction de l'euro<sup>(1)</sup>. Dans ce contexte, il conviendrait d'examiner quelles mesures seraient susceptibles d'accroître l'efficacité des recommandations et de la surveillance budgétaires du Conseil supérieur des finances. Une fois encore, la Belgique pourrait s'inspirer de l'approche d'autres pays, en ce qui concerne notamment les moyens et les procédures de fonctionnement de tels conseils, les garanties quant à l'indépendance des membres, les obligations de présenter des rapports et l'implication du parlement et du monde académique.

Enfin, la directive impose aux pays dont les pouvoirs publics présentent un certain degré de décentralisation, des obligations relatives à la mise en place de mécanismes de coordination budgétaire. Ces derniers doivent porter sur tous les aspects pertinents de la politique budgétaire, de la planification budgétaire et du respect, par l'ensemble des pouvoirs publics, des règles budgétaires précitées. Pour se conformer à cette obligation, de nouvelles procédures formelles de coopération entre le pouvoir fédéral et les gouvernements des communautés et régions, menant à des engagements transparents, semblent nécessaires. Dans ce cadre, il pourrait être souhaitable d'introduire des mécanismes de correction automatique lorsqu'une entité déterminée ne respecte pas ses objectifs

(1) Cf. par ex. Coene L. et G. Langenus (2011), *Promoting fiscal discipline in a federal country: the mixed track record of Belgium's High Council of Finance*, *Wirtschaftspolitische Blätter*, Volume 58, n°1.



budgétaires. La coordination effective des politiques entre les entités fédérées et le pouvoir fédéral n'est d'ailleurs pas uniquement importante au niveau de la politique budgétaire, elle est également nécessaire pour donner suite aux recommandations macroéconomiques énoncées dans le cadre du semestre européen et, plus spécialement, pour prévenir ou corriger les déséquilibres dans le cadre de la nouvelle procédure concernant les déséquilibres excessifs (EIP).

## 6.2 Recettes

Au cours de l'année sous revue, les recettes fiscales et parafiscales des administrations publiques ont légèrement augmenté, passant de 43,2 à 43,4 % du PIB. Cette hausse a résulté d'une progression de 0,3 point de pourcentage des impôts sur les bénéfices des sociétés et d'une augmentation de 0,2 point des prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine, qui ont été en partie compensées par une baisse des recettes d'impôts sur les biens et services, à la suite notamment du fléchissement progressif de l'activité économique. Les recettes non fiscales et non parafiscales ont, quant à elles, augmenté de 0,3 point de pourcentage, essentiellement sous l'effet des paiements effectués par des institutions financières.

La quasi-stabilisation des prélèvements sur les revenus du travail résulte d'une baisse des recettes de l'impôt des personnes physiques et d'une légère hausse des cotisations sociales.

Les recettes provenant de l'impôt des personnes physiques se sont réduites de 0,2 point de pourcentage du PIB. Cette diminution résulte principalement de l'accélération des enrôlements en fin d'année, consécutive notamment au succès de Tax-on-web. Cette accélération a généré d'importants remboursements aux particuliers, qui n'ont été que partiellement compensés par la hausse concomitante des centimes additionnels. Le précompte professionnel aurait dû, quant à lui, bénéficier de la poussée inflationniste, par laquelle il progresse normalement

**TABLEAU 14** RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES<sup>(1)</sup>  
(pourcentages du PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011 e
Recettes fiscales et parafiscales	43,2	43,5	42,7	43,2	43,4
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	25,0	25,7	25,9	25,8	25,8
Impôts des personnes physiques <sup>(2)</sup>	11,2	11,5	11,2	11,4	11,2
Cotisations sociales <sup>(3)</sup>	13,9	14,2	14,7	14,5	14,5
Impôts sur les bénéfices des sociétés <sup>(4)</sup>	3,5	3,4	2,5	2,7	3,0
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine <sup>(5)</sup>	3,7	3,7	3,5	3,7	3,9
Impôts sur les biens et les services	10,9	10,7	10,8	11,1	10,8
dont :					
TVA	7,0	6,8	6,8	7,0	7,0
Accises	2,2	2,0	2,1	2,2	2,0
Recettes non fiscales et non parafiscales <sup>(6)</sup>	4,8	5,1	5,2	5,5	5,8
Recettes totales	48,0	48,6	48,0	48,8	49,2

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

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

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

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

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

davantage que la base imposable. 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. Couplée à la progressivité des barèmes fiscaux, l'accélération de l'inflation a dès lors exercé une incidence haussière d'environ 140 millions d'euros sur les recettes au titre du précompte professionnel. Toutefois, cette hausse ne s'est pas traduite par une amélioration de ces recettes en pourcentage du PIB.

Les mesures structurelles ont exercé une influence pratiquement neutre sur l'impôt des personnes physiques. Ainsi, la fin progressive de la réduction forfaitaire de l'impôt des personnes physiques en Région flamande et l'augmentation du précompte professionnel sur les allocations de chômage temporaire ont induit un accroissement des recettes de respectivement 111 et 44 millions d'euros. Au contraire, les autres mesures – telles que le système de déduction des charges hypothécaires pour habitation propre et les déductions pour investissements économiseurs d'énergie – ont eu un impact négatif sur ces recettes en 2011.

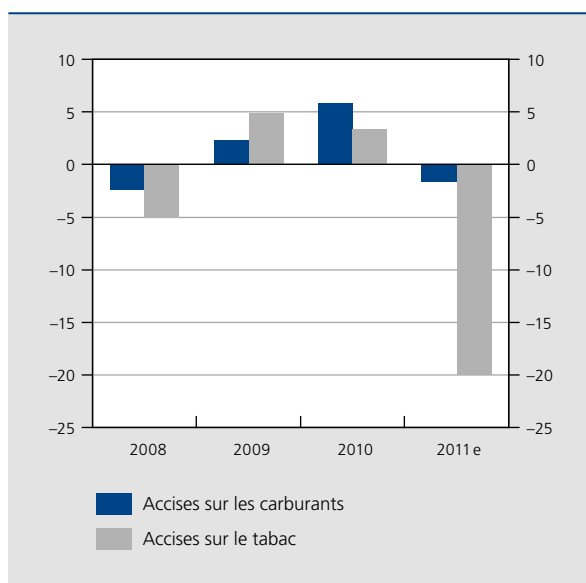
Malgré la légère hausse de la part des salaires dans la valeur ajoutée de l'économie belge, les cotisations sociales sont demeurées pratiquement stables en proportion du PIB. En effet, une série de mesures ont continué d'atténuer ces cotisations. Ainsi, la réduction structurelle forfaitaire des cotisations patronales s'est encore accrue de 128 millions d'euros, notamment par le maintien du seuil de revenu pris en considération pour les abattements sur les hauts salaires, dans un contexte de progression salariale. En outre, les cotisations sociales versées par les indépendants, calculées sur leurs revenus de la troisième année précédant les versements, se sont contractées en pourcentage du PIB, l'année 2008 ayant subi les premiers effets de la crise économique et financière.

Les impôts sur les bénéfices des sociétés ont de nouveau progressé, à 3 % du PIB, revenant ainsi progressivement au niveau moyen observé durant la période 1997–2008. Au cours de l'année sous revue, cette catégorie de recettes a bénéficié de la baisse du taux d'intérêt pris comme référence pour le calcul de la déduction fiscale pour capital à risque, de sorte que l'impact négatif de ce système sur les finances publiques a été réduit de 280 millions d'euros. En outre, les enrôlements se sont inscrits en nette hausse, ce qui résulte largement du niveau relativement bas des versements anticipés observé depuis 2009.

Les prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine ont augmenté de 0,2 point de pourcentage du PIB au cours de l'année sous revue, notamment sous l'effet de la hausse des recettes du précompte mobilier, de 18,1 %. Ce rebond a presque effacé la baisse de ce type de recettes qui était survenue en 2009. Il reflète notamment le retour à la croissance des dividendes versés par les sociétés et la hausse des taux d'intérêt. Le précompte immobilier, versé tant par les particuliers que par les sociétés, a également largement progressé, de plus de 10 % au total, de même que les droits d'enregistrement.

Les impôts sur les biens et services ont diminué de 0,3 point de pourcentage, principalement en raison du recul des recettes d'accises en termes nominaux. La hausse des accises par unité sur les carburants et le tabac aurait dû en favoriser la croissance, mais la baisse de la consommation de ces produits a donné le résultat opposé. Les recettes de TVA, qui ont encore bénéficié de la croissance vigoureuse de la demande finale en début d'année, ont aussi été soutenues par diverses mesures. Ainsi, d'une part, la réduction à 6 % de la TVA sur la construction ou l'achat de logements neufs, qui avait encore amputé les recettes de quelque 150 millions d'euros en 2010, a pris fin. D'autre part, depuis 2011, la vente d'un terrain conjointement à une maison nouvellement construite donne lieu, à la suite d'une décision de la Cour de justice de l'UE, à un versement au titre de la TVA au lieu de droits d'enregistrement, ce qui a eu pour effet

**GRAPHIQUE 64** RECETTES D'ACCISES SUR LES CARBURANTS ET SUR LE TABAC  
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : ICN, BNB.

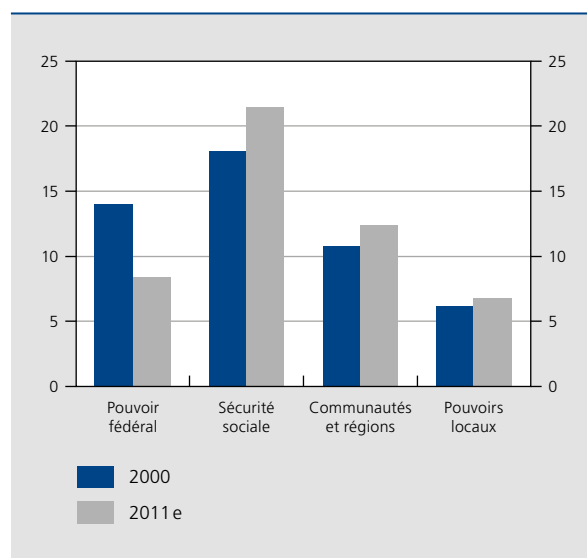
d'augmenter les recettes de TVA d'environ 100 millions. Ces recettes sont dès lors restées pratiquement stables en pourcentage du PIB. Enfin, le versement de 250 millions d'euros par la société de provisionnement nucléaire, perçu chaque année entre 2008 et 2010, ne l'a pas été en 2011.

Les recettes non fiscales et non parafiscales se sont inscrites en forte hausse en raison, d'une part, de l'augmentation du nouveau prélèvement dans le cadre du système de protection des dépôts des particuliers et, d'autre part, de la vive progression des paiements de dividendes aux pouvoirs publics en compensation de leur soutien durant la crise financière, notamment du fait du premier paiement effectué à ce titre par KBC.

Le pouvoir fédéral dispose de compétences fiscales étendues au regard des recettes publiques belges totales, étant donné que 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 26,6 % du PIB. Une fois corrigées des transferts aux autres niveaux de pouvoir, les ressources dont dispose le pouvoir fédéral se sont néanmoins limitées à 8,5 % du PIB, soit encore 0,5 point de moins qu'en 2010. Ainsi, depuis 2000, les ressources que l'autorité fédérale peut mobiliser pour mener à bien sa propre politique ont très largement diminué, de 5,5 points de pourcentage du PIB au total. Ce repli est imputable à la baisse des recettes relevant de sa compétence fiscale propre, mais davantage encore à la 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, tant par rapport à 2000 que par rapport à 2010. À un an d'écart, les recettes propres de ce sous-secteur sont demeurées pratiquement stables, tandis qu'il a bénéficié d'une nouvelle augmentation des transferts reçus de la part du pouvoir fédéral, de 0,3 point de pourcentage du PIB. Dans le même temps, les ressources des communautés et régions ont nettement progressé, de 0,6 point,

**GRAPHIQUE 65** RECETTES PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(après transferts entre sous-secteurs, pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

largement sous l'effet de transferts reçus du pouvoir fédéral, mais également grâce à la hausse de leurs ressources propres. Enfin, les recettes des pouvoirs locaux se sont montrées les plus stables, pratiquement inchangées par rapport à l'année précédente et seulement en légère augmentation sur la dernière décennie.

### 6.3 Dépenses primaires

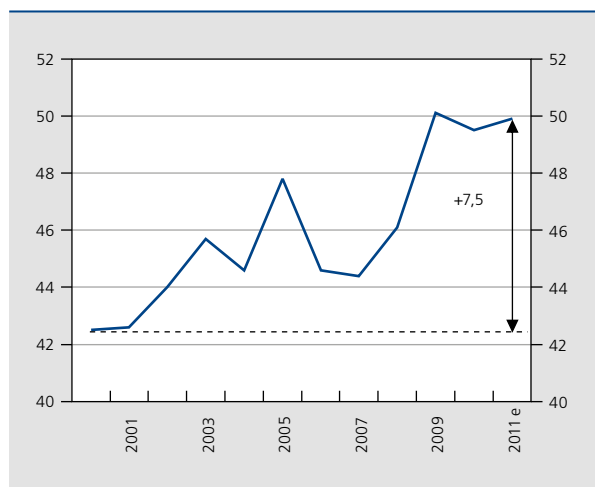
Les dépenses primaires des administrations publiques, c'est-à-dire leurs dépenses à l'exclusion des charges d'intérêts, ont accusé une progression de 0,4 point de pourcentage du PIB par rapport à 2010. Elles ont ainsi atteint 49,9 % du PIB, restant à un niveau très élevé d'un

**TABLEAU 15** RECETTES NON FISCALES ET NON PARAFISCALES (milliards d'euros)

	2008	2009	2010	2011 e
Total des recettes non fiscales et non parafiscales	17,4	17,9	19,5	21,5
dont :				
Rémunérations des garanties pour les prêts interbancaires	0,0	0,5	0,7	0,7
Rémunérations des garanties sur les dépôts	0,0	0,1	0,3	0,8
Dividendes des banques commerciales	0,0	0,1	0,2	1,0

Sources : ICN, BNB.

**GRAPHIQUE 66** DÉPENSES PRIMAIRES DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES  
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

point de vue historique. En effet, la part des dépenses primaires était encore de 42,5 % du PIB en 2000. Au cours de la décennie écoulée, les dépenses primaires ont dès lors enregistré une hausse de plus de 7 points de pourcentage du PIB, qui s'explique par une augmentation réelle moyenne de 2,8 % par an, soit 1,2 point de pourcentage de plus que la croissance en volume du PIB.

Les dépenses primaires ont augmenté de 1,7 % en volume en 2011. Pour pouvoir dégager une image fidèle de la tendance fondamentale de la politique de dépenses menée par les pouvoirs publics, il faut cependant éliminer toute une série d'éléments qui ne sont pas de nature structurelle. Parmi ces éléments figurent, pour l'essentiel, des facteurs temporaires, l'incidence de la conjoncture sur les dépenses et, enfin, l'effet découlant de l'écart entre l'évolution de l'IPCH, à l'aide duquel les dépenses primaires sont déflatées, et celle des salaires de la fonction publique et les prestations sociales résultant du mécanisme d'indexation automatique.

Les facteurs non récurrents ont gonflé la croissance des dépenses à concurrence de 0,4 point de pourcentage. Ce gonflement est dû en grande partie à l'incidence des mesures prises par les pouvoirs publics en faveur du Holding communal, qui, en tant qu'actionnaire important de Dexia, a été touché de plein fouet par l'effondrement du cours boursier de celle-ci. La liquidation du Holding communal a entraîné un transfert en capital de 0,2 % du PIB, à la suite de la reprise des dettes garanties et du non-remboursement des emprunts à court terme du Holding communal. La plus grande partie de ce transfert en capital s'est opérée aux dépens des régions, mais le pouvoir fédéral a aussi supporté une part de l'opération.

Le rythme d'accroissement des dépenses primaires est, en outre, soumis aux variations conjoncturelles par le biais de

**TABLEAU 16** DÉPENSES PRIMAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES  
(déflatées par l'IPCH, pourcentages de variation par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2007	2008	2009	2010	2011 e	Moyenne 2000-2011 e
Niveau observé <sup>(1)</sup>	44,4	46,1	50,1	49,5	49,9	46,0
Croissance réelle observée	3,1	2,3	7,0	0,4	1,7	2,6
Influence des facteurs non récurrents ou budgétairement neutres <sup>(2)</sup>	1,7	-0,2	0,9	-1,3	0,4	0,2
Influence des facteurs conjoncturels <sup>(2)</sup>	-0,4	-0,2	0,7	0,0	-0,3	0,0
Effet de l'indexation <sup>(2)(3)</sup>	-0,2	-0,4	1,5	-1,2	-0,5	-0,2
Croissance réelle corrigée de l'influence des facteurs conjoncturels, non récurrents ou budgétairement neutres, et des effets de l'indexation	2,0	3,1	4,0	2,9	2,2	2,8
<i>p.m.</i> Croissance en volume du PIB <sup>(4)</sup>	2,8	0,9	-2,7	2,3	1,9	1,6

Sources : DGSIE, ICN, BNB.

(1) Pourcentages du PIB.

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

(3) Effet découlant de l'écart entre l'indexation effective des rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales, d'une part, et l'augmentation de l'IPCH, d'autre part. Les autres effets résultant de décalages entre l'inflation mesurée par l'IPCH et l'évolution des facteurs prix influençant les autres catégories de dépenses, qu'ils soient liés aux mécanismes d'indexation ou à une évolution différente des prix de certaines catégories de dépenses, ne font, quant à eux, pas l'objet d'une correction, vu l'absence d'informations suffisantes ou la complexité de la méthode à mettre en œuvre.

(4) Données corrigées des effets de calendrier.

l'évolution des allocations de chômage. Grâce au développement conjoncturel favorable en 2010 et au cours du premier semestre de 2011, le nombre de chômeurs complets indemnisés, qui suit le cycle économique avec un certain retard, a diminué. Le nombre de chômeurs temporaires, qui réagit plus rapidement aux mouvements conjoncturels, a baissé plus sensiblement encore. Ainsi, au total, la composante cyclique a permis de comprimer la hausse des dépenses à raison de 0,3 point de pourcentage.

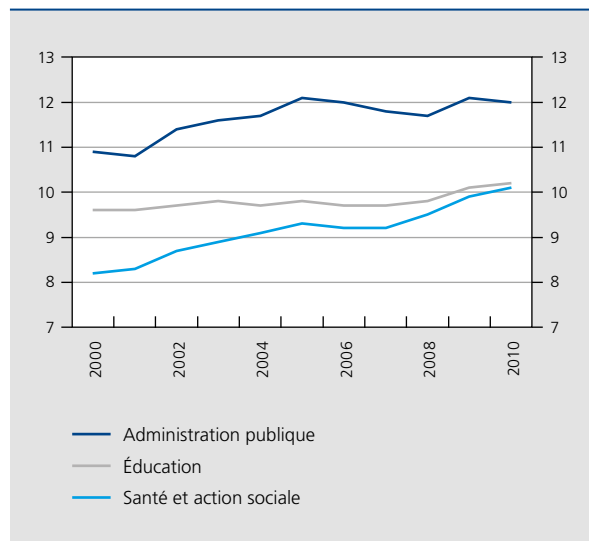
Le mécanisme d'indexation automatique des rémunérations de la fonction publique et des prestations sociales constitue un troisième facteur exogène qui influence l'évolution réelle des dépenses primaires. Via ce mécanisme, ces rémunérations et prestations, qui représentent plus de 60 % des dépenses primaires, sont liées à l'évolution de l'indice-santé des prix à la consommation, tandis que l'évolution réelle des dépenses primaires est mesurée en déflatant l'évolution nominale par la variation de l'IPCH. En 2011, l'indice-santé s'est accru à un rythme inférieur de 0,4 point de pourcentage à celui de l'IPCH. En outre, toute accélération de l'inflation, comme celle qui s'est produite en 2010 et jusqu'à la mi-2011, ne se répercute qu'avec retard sur l'indexation des prestations sociales et des salaires. En l'occurrence, ceux-ci n'ont été indexés au cours de l'année sous revue qu'en mai et en juin respectivement, l'indice-santé ayant dépassé l'indice pivot en avril. Au total, les mécanismes d'indexation ont fait baisser la croissance des dépenses primaires en volume, mesurée par référence à l'IPCH, de 0,5 point de pourcentage.

Corrigé de l'incidence de ces différents éléments, l'accroissement en termes réels des dépenses primaires s'est élevé à 2,2 %. Ce rythme est certes inférieur de 0,6 point de pourcentage à la croissance moyenne depuis 2000, mais toujours bien supérieur à la croissance tendancielle du PIB.

Un des facteurs structurels ayant contribué à la hausse des dépenses primaires au cours de ces dernières années est la rémunération du personnel des administrations publiques et des salariés employés dans des domaines d'activité largement subventionnés par les pouvoirs publics, soit les branches d'activité de l'administration publique, de l'éducation, ainsi que de la santé et de l'action sociale. Ces rémunérations sont passées de 28,7 % de la masse salariale totale de tous les secteurs en 2000 à 32,4 % en 2010. La progression a été particulièrement nette dans la branche de la santé et de l'action sociale, où les rémunérations sont passées de 8,2 à 10,1 % du total au cours de la même période. L'administration publique a également affiché une forte augmentation, de 10,9 à 12 %, tandis

**GRAPHIQUE 67** RÉMUNÉRATIONS DES SALARIÉS DANS LES BRANCHES D'ACTIVITÉ DE L'ADMINISTRATION PUBLIQUE, DE L'ÉDUCATION, DE LA SANTÉ ET DE L'ACTION SOCIALE

(pourcentages de la masse salariale de l'économie belge)



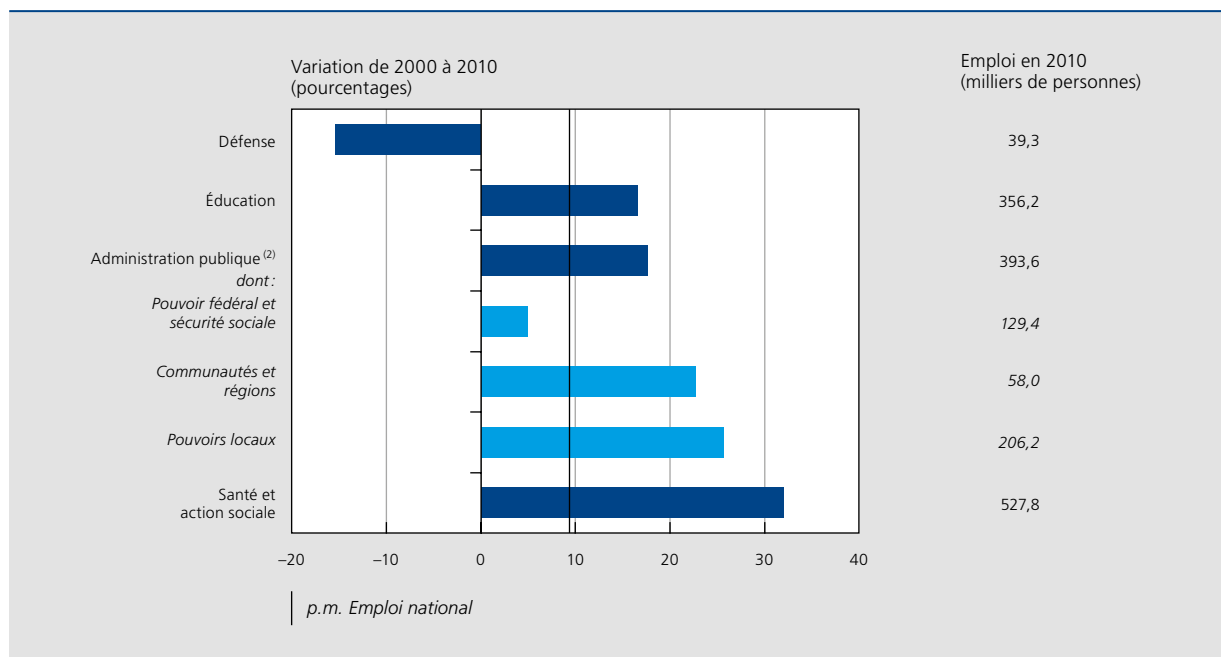
Sources : ICN, BNB.

que l'accroissement était plus limité dans la branche de l'éducation, où la masse salariale est passée de 9,6 à 10,2 % du total.

L'évolution de l'emploi constitue un déterminant important de la hausse des rémunérations des salariés dans ces branches d'activité. Au cours de la période 2000-2010, le nombre d'emplois s'y est accru d'environ 21 %, soit une croissance beaucoup plus soutenue que celle de l'emploi national total, qui a atteint 9,4 %.

Entre 2000 et 2010, l'emploi dans la branche d'activité administration publique a affiché une croissance de 13,6 %. Abstraction faite de la diminution de plus de 7 000 unités du nombre de travailleurs du ministère de la Défense, la hausse a été de 17,6 %. Hors la Défense, l'emploi au sein du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale a augmenté de 4,9 %. S'agissant des communautés et régions, ainsi que des pouvoirs locaux, le nombre de travailleurs actifs dans la branche d'activité administration publique a progressé de respectivement 22,7 et 25,7 %. Dans la branche de l'éducation, le nombre de travailleurs a crû de 16,6 %. La hausse modérée de la part des salaires de ce secteur dans la masse salariale totale est attribuable à la proportion élevée et croissante de travailleurs à temps partiel dans l'éducation, celle-ci étant d'environ 40 % en 2010. Enfin, dans la branche de la santé et de l'action sociale, l'emploi a augmenté de pas moins de 32 % au cours de la période considérée.

**GRAPHIQUE 68 EMPLOI DANS LES BRANCHES D'ACTIVITÉ DE L'ADMINISTRATION PUBLIQUE, DE L'ÉDUCATION, DE LA SANTÉ ET DE L'ACTION SOCIALE<sup>(1)</sup>**



Sources : ICN, BNB.

(1) Abstraction faite des entreprises publiques de radiotélévision, d'Aquafin, et du transfert, en 2002, de 8 500 gendarmes du pouvoir fédéral vers les zones de police.

(2) Administration publique hors Défense.

Les dépenses primaires corrigées du pouvoir fédéral ont augmenté en 2011 de 0,2 % en volume, ce qui constitue une nette décélération par rapport au rythme de croissance observé les trois années précédentes. Cette progression très modérée est principalement attribuable à une baisse en termes réels des rémunérations des travailleurs et à une forte diminution de la consommation intermédiaire. D'autres dépenses primaires fédérales ont connu une hausse prononcée, notamment les dotations

d'investissement à la SNCB et les subventions octroyées aux entreprises découlant des réductions du précompte professionnel, qu'il s'agisse de la réduction générale ou de celle visant le travail en équipe et de nuit.

La croissance en volume des dépenses corrigées de la sécurité sociale s'est quelque peu accélérée en 2011, pour atteindre 3,3 %. Les dépenses de soins de santé, qui représentent environ un tiers des dépenses de la sécurité

**TABLEAU 17 DÉPENSES PRIMAIRES CORRIGÉES<sup>(1)</sup> PAR SOUS-SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES<sup>(2)</sup>**

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

	2007	2008	2009	2010	2011 e	Moyenne 2000-2011 e
Entité I	2,9	3,9	4,5	3,2	2,3	2,9
Pouvoir fédéral	2,2	4,5	4,3	3,8	0,2	2,7
Sécurité sociale	3,2	3,6	4,6	2,9	3,3	2,9
Entité II	0,3	1,8	3,1	2,3	2,0	2,6
Communautés et régions	1,3	2,5	3,3	2,2	1,7	2,6
Pouvoirs locaux	-1,2	0,9	2,9	2,5	2,4	2,6

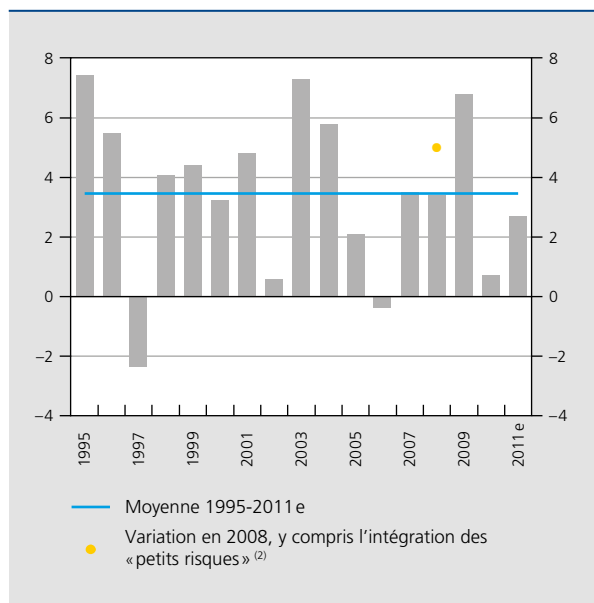
Sources : DGSIE, ICN, BNB.

(1) Croissance réelle corrigée de l'influence du cycle conjoncturel, des facteurs non récurrents ou budgétairement neutres, et des effets de l'indexation.

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

## GRAPHIQUE 69 DÉPENSES PUBLIQUES DE SOINS DE SANTÉ<sup>(1)</sup>

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



Sources : ICN, BNB.

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

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

sociale, ont augmenté de 2,7 % en volume. Les dépenses réelles en matière de pensions ont crû à peu près au même rythme que l'année précédente. L'incidence des mesures prises par les pouvoirs publics en vue de relever les pensions minimales et les pensions des personnes plus âgées s'est élevée à quelque 90 millions d'euros. Enfin, les allocations de maladie et d'invalidité, les indemnités de chômage et les allocations familiales ont été adaptées au bien-être, pour un coût total de 230 millions. À la suite de ces mesures, mais également de l'augmentation du nombre de personnes concernées, les allocations de maladie et d'invalidité ont encore affiché une très vive croissance en 2011. La tendance observée depuis plusieurs années en la matière s'est donc poursuivie en 2011.

Enfin, les subsides versés par la sécurité sociale aux entreprises ont, à l'instar des années précédentes, largement augmenté. Outre les dépenses liées aux titres-services, il convient de mentionner celles ayant trait aux mesures d'activation. Sous l'effet principalement du plan d'embauche « Win-Win », les subventions d'activation ont progressé de respectivement 140 et 245 millions d'euros en 2010 et 2011. Le plan « Win-Win » cible les travailleurs appartenant à certains groupes à risque qui ont été

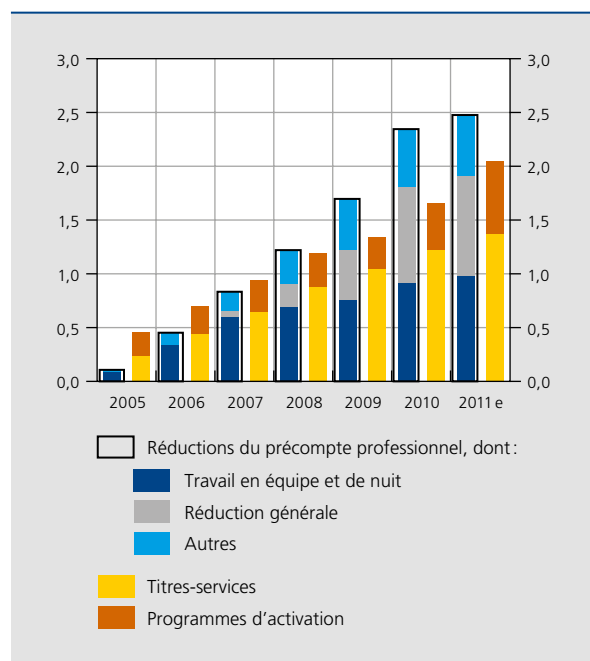
engagés au cours de la période 2010-2011. Ces derniers ont pu bénéficier d'une allocation de travail plus élevée, pouvant atteindre 1 100 euros par mois. L'enveloppe destinée aux titres-services a de nouveau enflé – de 140 millions – pour s'établir à près de 1,4 milliard d'euros. Ce montant ne tient pas compte des déductions fiscales dont bénéficient, en outre, les utilisateurs de ces titres au moment de l'enrôlement à l'impôt des personnes physiques.

Les communautés et régions ont freiné la croissance de leurs dépenses primaires corrigées, qui est ainsi revenue à 1,7 %. Ce ralentissement est imputable à plusieurs catégories de dépenses, telles que les investissements et les achats de biens et services.

La croissance en volume des dépenses primaires corrigées des pouvoirs locaux s'est quasiment stabilisée, à 2,4 %. Le rythme de progression en volume des investissements des pouvoirs locaux s'est certes accéléré en conséquence du cycle électoral, mais les salaires ont augmenté de manière assez modeste. L'effet du cycle électoral sur les dépenses d'investissement a toutefois été moins prononcé en 2011 qu'au cours d'autres années comparables, en raison d'une situation financière des pouvoirs locaux moins favorable que par le passé.

## GRAPHIQUE 70 SUBSIDES AUX ENTREPRISES : TITRES-SERVICES, RÉDUCTIONS DU PRÉCOMPTE PROFESSIONNEL ET PROGRAMMES D'ACTIVATION

(milliards d'euros)



Sources : documents budgétaires, ICN, BNB.



## 6.4 Charges d'intérêts et gestion de la dette

### Charges d'intérêts

Après avoir culminé à 11,6% du PIB en 1990, les charges d'intérêts ont continuellement reculé durant deux décennies. Cette forte contraction est attribuable principalement au repli sensible du taux d'intérêt implicite de la dette publique et, jusqu'en 2007, au recul du taux d'endettement. Toutefois, depuis 2008, ce taux s'est à nouveau inscrit en hausse, freinant la baisse des charges d'intérêts.

En 2011, les charges d'intérêts sont restées quasiment inchangées, à 3,3% du PIB. L'augmentation limitée du taux d'endettement a en effet été compensée par une nouvelle et légère contraction du taux d'intérêt implicite de la dette publique. Celle-ci a découlé essentiellement de la nouvelle baisse du coût moyen de la dette à long terme du Trésor, qui est de loin la principale composante de la dette totale de l'ensemble des administrations publiques. En dépit de la progression relativement forte des taux du marché pour ce segment en 2011, les dettes à long terme qui ont atteint leur échéance ou qui ont été remboursées anticipativement ont toujours pu être refinancées à meilleur compte. Toutefois, au second semestre de 2011, le taux du marché sur les obligations de l'État belge a nettement dépassé le taux d'intérêt implicite. Le recul du taux d'intérêt implicite à long terme observé en 2011 a, dans une large mesure, été compensé par la nette augmentation du taux sur la dette publique à court terme.

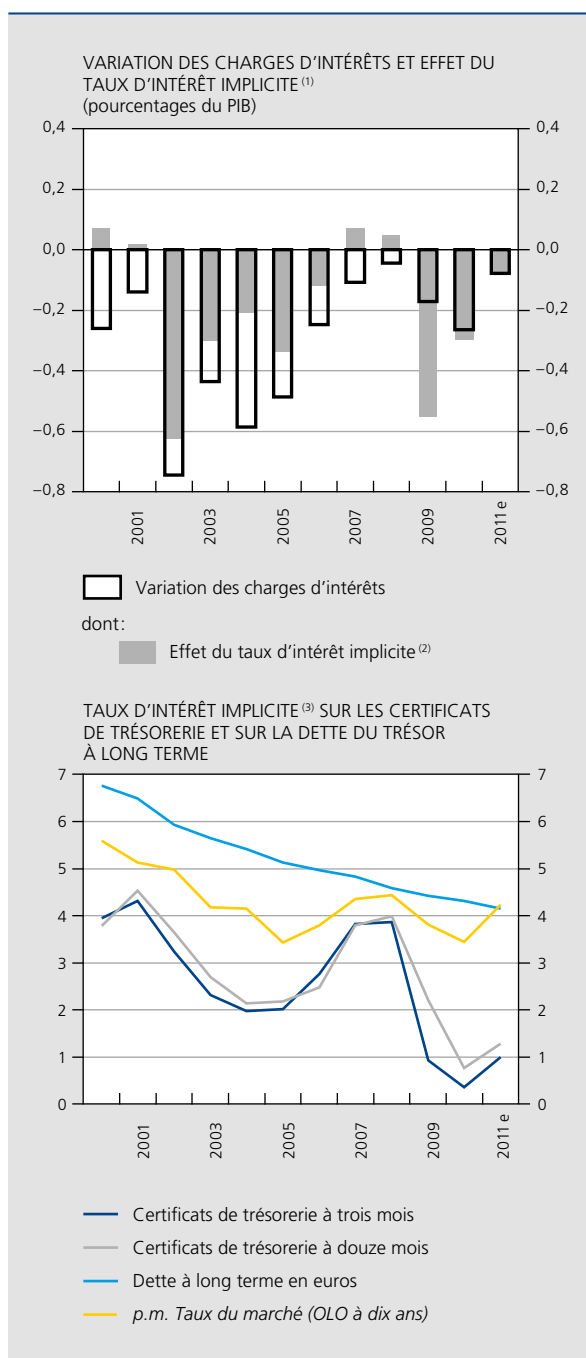
### Gestion de la dette du Trésor

En 2011, le solde brut à financer pour le Trésor s'est élevé à plus de 50 milliards d'euros, soit un montant dépassant largement celui atteint en 2010. Le montant des emprunts à moyen et long termes arrivant à échéance a été moins élevé que l'année précédente, mais le solde net à financer s'est largement accru, ce qui s'explique notamment par le creusement du déficit budgétaire de l'administration fédérale et par le rachat de Dexia Banque Belgique. Le montant des emprunts qui ont été rachetés ou échangés avant leur arrivée à l'échéance a également dépassé celui de 2010.

Le Trésor a financé ce solde principalement par des émissions en euros à moyen et long termes. Les dettes en devises à court terme du Trésor sont demeurées pratiquement inchangées, tandis que l'encours des certificats de trésorerie a diminué fortement.

**GRAPHIQUE 71** DÉCOMPOSITION DE LA VARIATION DES CHARGES D'INTÉRÊTS

(pourcentages, sauf mention contraire)



Sources: ICN, SPF Finances, BNB.

(1) Pour l'ensemble des administrations publiques.

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

(3) Rapport entre les charges d'intérêts (y compris les primes d'émission pour la dette à long terme en euros) et l'encours moyen de la dette.

Les émissions à long terme ont surtout porté sur des OLO. Au cours de l'année sous revue, le Trésor a pourtant émis un nombre beaucoup plus élevé de bons d'État que l'année précédente. Cette évolution tient essentiellement

**TABLEAU 18** BESOINS ET MOYENS DE FINANCEMENT DE L'ÉTAT FÉDÉRAL  
(milliards d'euros)

	2009	2010	2011
Solde brut à financer . . . . .	28,8	43,5	50,4
Besoins bruts de financement	25,7	37,0	42,9
Déficit ou excédent (-) budgétaire <sup>(1)</sup> . . . . .	7,8	11,2	18,9
Dette à moyen et long termes échéant dans l'année . . . . .	17,9	25,9	24,1
En euros . . . . .	17,9	25,3	24,1
En devises . . . . .	0,0	0,6	0,0
Rachats et échanges (titres échéant l'année suivante ou ultérieurement) . .	3,1	6,5	7,1
Autres besoins de financement	0,0	0,0	0,4
Moyens de financement			
Financement à moyen et long termes . . . . .	38,3	45,3	49,5
Obligations linéaires (OLO) . .	35,0	40,9	40,9
Bons d'État et autres . . . . .	3,3	4,4	8,6
Variation nette de la dette à court terme en devises . . . .	-4,0	0,0	-0,1
Variation de l'encours des certificats de trésorerie . . .	-1,4	0,3	-5,3
Variation nette des autres dettes à court terme en euros et des actifs financiers . . . . .	-4,1	-2,1	6,4

Source: SPF Finances.

(1) Le solde budgétaire est établi sur la base de caisse et tient compte, entre autres, des opérations financières qui ne sont pas reprises dans le solde de financement des administrations publiques dont le calcul, conformément au SEC 95, s'effectue sur la base des transactions.

aux bons d'État dont la période de souscription a couru du 24 novembre au 2 décembre 2011 et dont l'émission a atteint 5,7 milliards d'euros. Ce sont surtout les bons d'État arrivant à échéance le 4 décembre 2016 qui ont rencontré un franc succès.

### Garanties octroyées aux institutions financières

Dans le contexte de la crise financière, les administrations publiques belges, principalement l'État fédéral, ont octroyé des garanties. Celles-ci n'exercent en principe aucune influence sur le solde de financement et sur la dette tant qu'elles ne sont pas appelées. Compte non tenu des garanties sur les dépôts, lesquelles s'élèvent à 100 000 euros par client et par établissement financier, le plafond des garanties non appelées peut être estimé à 61,1 milliards d'euros, soit 16,5 % du PIB, à

la fin de 2011. L'essentiel de ces garanties concerne le financement interbancaire en faveur de Dexia, qui est garanti jusqu'à un maximum évalué à 41,9 milliards, comprenant à la fois le résidu des garanties de l'ancien système datant de 2008 et la part belge de 60,5 % des nouvelles garanties temporaires accordées au holding Dexia.

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

Les comptes des sous-secteurs des administrations publiques ont évolué de manière divergente à la suite des développements décrits ci-avant, ainsi que de l'évolution des transferts qu'ils se font entre eux. Le déficit de l'Entité I, qui comprend le pouvoir fédéral et la sécurité sociale, est reparti à la hausse en 2011. La détérioration du solde n'est imputable qu'au pouvoir fédéral. Le déficit de l'Entité II a, quant à lui, été diminué, le déficit des communautés et régions se réduisant nettement, tandis que celui des pouvoirs locaux s'est stabilisé. Le déficit de l'Entité II demeure ainsi à un niveau sensiblement moins élevé que celui de l'Entité I.

En 2011, le déficit du pouvoir fédéral a été porté de 3 à 3,4 % du PIB. La détérioration du solde de financement de ce niveau de pouvoir résulte exclusivement d'une nouvelle progression marquée des transferts de recettes fiscales vers les autres entités.

Ces transferts supplémentaires de recettes fiscales émanant du pouvoir fédéral tombent, avant tout, dans l'escarcelle de la sécurité sociale. Ceci explique le maintien du léger déficit observé l'année précédente dans ce sous-secteur, en dépit d'une hausse des dépenses de soins de santé, des autres prestations sociales et des dépenses liées aux titres-services et aux programmes d'activation, et malgré le recul d'autres formes de transferts du pouvoir fédéral.

Le solde de financement des communautés et régions s'est amélioré de manière significative en 2011, passant de -0,7 % du PIB en 2010 à -0,3 % du PIB. En effet, les transferts de recettes fiscales en provenance du pouvoir fédéral, effectués en vertu de la loi spéciale de financement, se sont accrus. En outre, les recettes propres, fiscales et non fiscales, des communautés et régions ont également progressé. Les dépenses primaires ont légèrement augmenté, en raison du facteur non récurrent que représentent les transferts en capital des régions en faveur du Holding communal. Pour l'avenir, la révision des mécanismes de la loi spéciale relative au financement

**TABLEAU 19 SOLDE DE FINANCEMENT DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET PAR SOUS-SECTEUR**  
(pourcentages du PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011 e
Solde primaire .....	3,5	2,5	-2,2	-0,7	-0,7
Entité I .....	3,0	2,3	-1,6	-0,1	-0,5
Pouvoir fédéral .....	2,6	1,9	-0,8	0,1	-0,4
Sécurité sociale .....	0,5	0,5	-0,7	-0,1	-0,1
Entité II .....	0,6	0,2	-0,6	-0,6	-0,2
Communautés et régions .....	0,5	0,1	-0,6	-0,5	-0,1
Pouvoirs locaux .....	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Charges d'intérêts .....	3,8	3,8	3,6	3,3	3,3
Solde de financement .....	-0,3	-1,3	-5,8	-4,1	-4,0
Entité I .....	-0,6	-1,2	-4,9	-3,1	-3,5
Pouvoir fédéral .....	-1,1	-1,6	-4,2	-3,0	-3,4
Sécurité sociale .....	0,5	0,5	-0,7	-0,1	-0,1
Entité II .....	0,3	-0,1	-0,9	-0,9	-0,6
Communautés et régions .....	0,4	-0,0	-0,7	-0,7	-0,3
Pouvoirs locaux .....	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3

Sources: ICN, BNB.

des communautés et régions a constitué un des aspects importants de l'accord conclu en octobre sur la sixième réforme de l'État. Les lignes de force de cette révision sont présentées dans l'encadré 9.

Le déficit des pouvoirs locaux s'est maintenu au niveau atteint l'année précédente, à 0,3 % du PIB. Les recettes et les dépenses ont légèrement augmenté. Les investissements publics ont été dynamiques à l'approche des élections communales et provinciales de 2012.

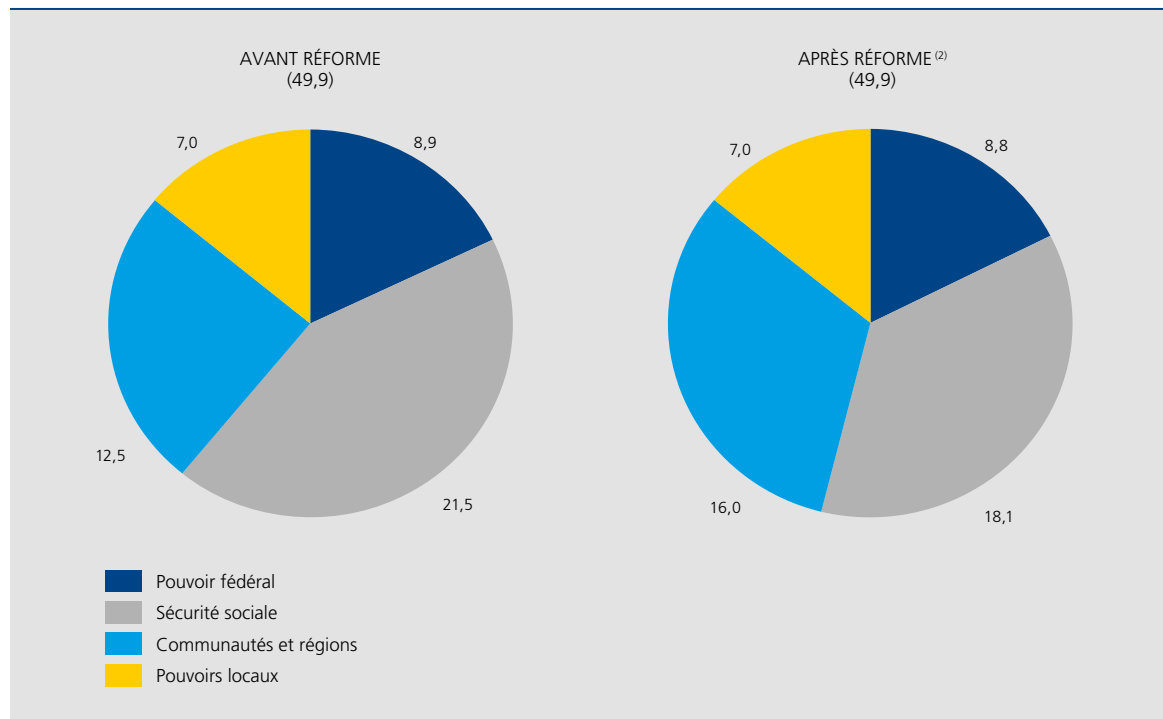
### Encadré 9 – La sixième phase de la réforme de l'État et la révision de la loi spéciale de financement

Le 10 octobre 2011, huit partis politiques disposant d'une majorité spéciale au parlement fédéral ont conclu un accord portant sur la sixième réforme de l'État qui, pour l'essentiel, devrait entrer en vigueur en 2014.

Au-delà d'aspects plus politiques et institutionnels, cette réforme implique un transfert supplémentaire de compétences de l'Entité I, regroupant le pouvoir fédéral et la sécurité sociale, vers les communautés et régions. Sur la base des données de 2011, ce transfert s'élèverait à quelque 4,4 % du PIB. Les transferts les plus substantiels d'un point de vue budgétaire – environ 2,8 % du PIB – sont à destination des communautés: quelque 1,6 % du PIB pour les allocations familiales et 1,1 % du PIB pour les soins de santé dispensés aux personnes âgées (maisons de repos, etc.), ainsi que pour un ensemble d'autres dépenses en matière de soins de santé. Les régions héritent de nouvelles compétences pour lesquelles le pouvoir fédéral consacrait des moyens équivalant à 1,6 % du PIB: 1 % du PIB pour l'emploi (dont 0,3 % du PIB sous la forme de réductions de recettes et, plus précisément, de réductions de cotisations à la sécurité sociale), 0,5 % du PIB pour diverses dépenses fiscales en matière de prêts hypothécaires, d'investissements économiseurs d'énergie et d'utilisation des titres-services, et le solde pour d'autres domaines de compétences.

## DÉPENSES PRIMAIRES<sup>(1)</sup> DES SOUS-SECTEURS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(pourcentages du PIB, estimation sur la base des chiffres de 2011)



Sources : déclaration de politique générale, ICN, BNB.

(1) Les dépenses ne comprennent pas les transferts entre sous-secteurs des administrations publiques.

(2) Compte non tenu des compétences transférées du côté des recettes (dépenses fiscales, réductions de cotisations à la sécurité sociale).

Ce transfert de compétences va de pair avec un transfert de moyens, lequel nécessite une adaptation de la loi spéciale du 16 janvier 1989 relative au financement des communautés et régions, dont la dernière révision substantielle date de 2001 à la suite des accords du Lambermont.

Pour ce qui est des régions, un des principaux changements apportés par le projet de nouvelle loi de financement concerne l'autonomie fiscale accrue dont elles bénéficient. Elles peuvent ainsi imposer des centimes additionnels dits élargis pour un montant correspondant à environ un quart des recettes de l'impôt des personnes physiques. La base imposable reste déterminée par le pouvoir fédéral, qui continue à percevoir l'impôt, mais les régions peuvent déterminer elles-mêmes leurs taux d'imposition et leurs échelles barémiques. Des adaptations peuvent, dans une mesure limitée, affecter la progressivité de l'impôt.

Outre ces recettes, les régions reçoivent, pour leurs nouvelles compétences, des moyens supplémentaires répartis sur la base de clés fiscales. Ces moyens ne couvrent pas toujours les dépenses attendues et leur taux de croissance n'est pas lié intégralement à la croissance économique. En revanche, à hauteur de leur autonomie fiscale, les régions vont désormais pouvoir bénéficier d'une croissance du produit de l'impôt des personnes physiques qui dépasse tendanciellement celle du PIB en raison de deux facteurs : d'une part, la progressivité de l'impôt ; d'autre part, le vieillissement de la population, le montant des pensions versées – en augmentation – faisant partie intégrante de la base imposable mais non du PIB.

Un mécanisme de solidarité en faveur des régions dont le rendement de l'impôt des personnes physiques par habitant est plus faible que la moyenne nationale est maintenu, mais les modalités en sont modifiées.

En conséquence de la réforme, l'écart entre la part d'une région dans la population et sa part dans le produit de l'impôt des personnes physiques est corrigé à hauteur de 80 %.

Les communautés reçoivent également des moyens supplémentaires pour leurs nouvelles compétences, mais ceux-ci sont répartis sur la base de clés démographiques. Les ressources dont elles disposent pour leurs anciennes compétences sont restructurées et se composent, d'une part, d'une dotation répartie suivant le nombre d'élèves fréquentant les écoles francophones et néerlandophones et, d'autre part, d'une dotation répartie selon une clé fiscale.

Compte tenu de l'ensemble des changements apportés au mode de financement des communautés et régions, dont on n'a cité ici que les principaux, certaines entités recevraient moins de moyens avec le nouveau système qu'avec l'ancien. Un mécanisme de transition, sous la forme d'un facteur d'égalisation, est prévu afin d'assurer qu'aucune entité ne perde de ressources au moment du basculement de l'ancienne loi vers la nouvelle. Les montants de ce facteur sont figés en termes nominaux pendant dix ans, puis ils s'éteignent progressivement au cours des dix années suivantes.

Indépendamment de ceci, les entités bruxelloises – c'est-à-dire la Région de Bruxelles-Capitale, les commissions communautaires et les communes – bénéficient de moyens supplémentaires à concurrence d'environ 0,1 % du PIB. Ces moyens proviennent de divers mécanismes. Ainsi, compte tenu du flux net entrant de navetteurs vers la Région de Bruxelles-Capitale, une correction intègre une partie des revenus des navetteurs en provenance des deux autres régions. Un autre mécanisme compense la Région de Bruxelles-Capitale pour les revenus qu'elle ne perçoit pas sur les salaires des fonctionnaires des institutions internationales établies à Bruxelles. D'autres moyens sont aussi réservés à des dépenses spécifiques, comme la sécurité, les primes de bilinguisme et la mobilité.

Enfin, à titre de contribution à l'assainissement des finances publiques, les communautés et régions vont verser une cotisation à l'État fédéral pour les pensions de leurs fonctionnaires. En effet, jusqu'à présent, c'était l'État fédéral qui assumait, dans la pratique, l'intégralité des coûts de ces pensions. Cette cotisation est proportionnellement plus importante pour les communautés, étant donné que celles-ci emploient davantage de travailleurs, en particulier les enseignants.

**TABLEAU 1 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, EN VOLUME**

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	0,5	0,8	1,6	1,0	2,0	1,7	1,9	0,8	2,3	0,8
Dépenses de consommation finale des administrations publiques .....	3,1	1,4	1,8	1,2	0,6	2,0	2,4	0,8	0,2	1,1
Formation brute de capital fixe .....	-5,0	0,6	8,0	6,4	2,3	6,1	2,2	-8,1	-0,9	4,9
Logements .....	-5,2	3,1	8,0	10,7	6,5	3,3	-2,7	-9,2	1,6	-3,8
Entreprises .....	-4,7	-1,2	8,9	4,5	2,0	8,2	4,2	-9,3	-1,6	8,8
Administrations publiques .....	0,5	1,1	-0,2	9,2	-3,6	-1,1	0,9	7,2	-1,8	6,5
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> <sup>(1)(2)</sup> .....	-0,1	0,8	2,8	2,1	1,6	2,6	2,0	-1,2	1,1	1,7
Variation des stocks <sup>(1)</sup> .....	0,0	0,0	-0,2	1,0	0,5	0,1	-0,3	-0,7	0,0	0,4
Exportations nettes de biens et de services <sup>(1)</sup> .....	1,4	0,0	0,5	-1,1	0,6	0,2	-0,8	-0,7	1,2	-0,1
Exportations de biens et de services .....	2,5	0,5	6,2	3,8	5,5	5,2	1,8	-11,3	9,9	5,1
Importations de biens et de services .....	0,7	0,5	6,0	5,6	5,0	5,2	2,9	-10,6	8,7	5,5
PIB .....	1,4	0,8	3,1	1,9	2,7	2,8	0,9	-2,7	2,3	1,9
Excédent ou déficit (-) commercial résultant de la variation des termes de l'échange <sup>(3)</sup> .....	0,9	-0,1	-0,7	-0,3	-0,6	0,2	-2,0	2,5	-1,2	-1,2
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde <sup>(3)</sup> .....	-0,2	0,2	-0,4	-0,4	0,2	0,2	0,4	-2,0	2,4	0,1
RNB .....	2,0	0,8	2,0	1,2	2,4	3,2	-0,7	-2,1	3,5	0,8
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> <sup>(4)</sup> .....	-0,1	0,8	2,9	3,1	2,2	2,7	1,7	-2,0	1,1	2,1
<i>Dépenses finales</i> <sup>(5)</sup> .....	1,1	0,7	4,3	3,4	3,7	3,8	1,7	-6,3	4,9	3,5
<i>Dépenses des administrations publiques</i> <sup>(6)</sup> .....	3,0	1,4	1,8	1,4	0,3	2,0	2,4	1,1	0,1	1,4

Sources : ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

(2) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(3) Contribution à la variation du RNB.

(4) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(5) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(6) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

**TABLEAU 2 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, EN VOLUME**

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

	2009				2010				2011			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Dépenses de consommation finale des particuliers . . . . .	-0,1	0,1	0,9	2,2	3,0	2,5	1,8	1,9	1,4	1,2	0,6	n.
Dépenses de consommation finale des administrations publiques . . . . .	1,6	1,2	0,6	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,4	1,1	n.
Formation brute de capital fixe . . . . .	-7,4	-8,7	-9,8	-6,6	-4,6	-2,1	2,1	1,4	4,5	7,2	5,0	n.
Logements . . . . .	-8,7	-10,3	-10,2	-7,4	-4,1	1,1	5,3	4,5	2,4	-1,9	-6,8	n.
Entreprises . . . . .	-8,5	-10,0	-11,4	-7,5	-5,3	-3,3	1,3	1,0	5,8	11,6	9,9	n.
Administrations publiques . . . . .	6,8	9,7	7,4	5,2	1,0	-2,3	-1,1	-4,5	3,3	5,5	10,1	n.
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> <sup>(1)(2)</sup> . . . . .	-1,4	-1,6	-1,6	-0,3	0,6	0,9	1,4	1,3	1,7	2,2	1,6	n.
Variation des stocks <sup>(1)</sup> . . . . .	-1,3	-0,8	-0,4	-0,4	0,4	0,0	-0,9	0,6	0,9	0,3	1,3	n.
Exportations nettes de biens et de services <sup>(1)</sup> . . . . .	-1,3	-1,7	-0,5	0,7	0,9	1,9	1,6	0,2	0,8	-0,3	-1,3	n.
Exportations de biens et de services . . . . .	-14,6	-17,0	-12,0	-0,3	8,4	12,6	9,6	9,2	9,9	5,6	3,0	n.
Importations de biens et de services . . . . .	-13,4	-15,4	-11,6	-1,0	7,3	10,2	7,8	9,3	9,1	6,2	4,8	n.
PIB . . . . .	-3,9	-4,2	-2,5	0,0	1,9	2,9	2,1	2,1	2,9	2,1	1,6	0,9
<i>p.m. PIB, pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent</i> . . . . .	-1,8	0,2	1,1	0,6	0,1	1,1	0,4	0,5	0,9	0,3	-0,1	-0,2
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> <sup>(3)</sup> . . . . .	-2,7	-2,6	-2,1	-0,7	1,0	1,0	0,6	2,0	2,1	2,5	3,0	n.
<i>Dépenses finales</i> <sup>(4)</sup> . . . . .	-8,2	-9,3	-6,7	-0,6	4,1	5,9	4,5	5,1	5,5	3,9	3,0	n.
<i>Dépenses des administrations publiques</i> <sup>(5)</sup> . . . . .	1,8	1,5	0,9	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,5	0,8	1,7	n.

Sources: ICN, BNB.

(1) Contribution à la variation du PIB.

(2) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(3) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(4) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(5) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

**TABLEAU 3 DÉFLATEURS DU PIB ET DES PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES**

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	1,2	1,4	2,3	2,7	3,0	2,9	3,3	-0,9	1,8	3,4
Dépenses de consommation finale des administrations publiques .....	3,7	3,3	2,5	3,4	3,0	2,6	4,5	3,7	2,3	2,9
Formation brute de capital fixe .....	-0,9	1,5	2,8	1,8	3,8	2,8	4,0	0,1	1,3	2,3
Logements .....	2,2	2,6	5,2	4,8	5,7	4,5	7,7	1,3	1,0	2,2
Entreprises .....	-2,1	1,2	2,0	0,7	2,7	2,1	2,6	-0,1	1,2	2,4
Administrations publiques .....	0,5	1,2	2,2	1,1	5,6	3,0	2,8	-2,6	3,3	2,0
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> <sup>(1)</sup> .....	1,3	1,9	2,4	2,7	3,2	2,8	3,7	0,4	1,8	3,0
Termes de l'échange .....	1,2	-0,2	-0,9	-0,4	-0,7	0,2	-2,4	3,4	-1,5	-1,4
Exportations de biens et de services .....	-0,6	-1,4	2,1	4,0	2,3	2,4	3,8	-5,2	4,7	5,2
Importations de biens et de services .....	-1,8	-1,2	3,0	4,4	3,0	2,1	6,4	-8,4	6,4	6,7
PIB .....	2,0	2,0	2,1	2,4	2,3	2,3	2,2	1,2	1,8	2,3
RNB .....	1,2	2,3	2,8	2,6	2,9	2,1	4,2	-1,2	2,9	3,5
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> <sup>(2)</sup> .....	1,2	2,3	2,8	2,6	2,9	2,1	4,2	-1,2	2,9	3,5
<i>Dépenses finales</i> <sup>(3)</sup> .....	0,4	0,7	2,5	3,2	2,6	2,2	4,0	-3,0	3,7	4,3
<i>Dépenses des administrations publiques</i> <sup>(4)</sup> .....	3,4	3,2	2,5	3,3	3,2	2,6	4,4	3,3	2,3	2,8

Sources: ICN, BNB.

(1) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(2) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(3) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(4) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.



**TABLEAU 4 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, À PRIX COURANTS**

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	1,7	2,2	3,9	3,7	5,0	4,6	5,3	-0,2	4,1	4,2
Dépenses de consommation finale des administrations publiques .....	6,9	4,8	4,5	4,3	3,6	4,9	7,2	4,4	2,4	4,0
Formation brute de capital fixe .....	-5,8	2,1	11,0	8,4	6,2	9,1	6,3	-8,1	0,4	7,4
Logements .....	-3,4	6,1	13,6	16,0	12,5	8,0	4,8	-8,0	2,6	-1,7
Entreprises .....	-7,4	0,6	11,3	5,2	4,1	10,5	7,3	-9,5	-0,6	11,5
Administrations publiques .....	1,1	2,3	1,9	10,4	1,8	1,8	3,7	4,6	1,5	8,7
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> <sup>(1)(2)</sup> .....	1,2	2,6	5,2	4,6	4,7	5,3	5,6	-0,9	2,9	4,7
Variation des stocks <sup>(1)</sup> .....	-0,1	0,4	0,3	1,0	0,3	-0,6	0,1	-2,3	1,1	0,9
Exportations nettes de biens et de services <sup>(1)</sup> .....	2,3	-0,2	-0,1	-1,2	0,1	0,5	-2,8	1,6	0,1	-1,2
Exportations de biens et de services .....	1,9	-0,9	8,4	7,9	7,9	7,7	5,7	-15,9	15,1	10,6
Importations de biens et de services .....	-1,1	-0,7	9,2	10,2	8,2	7,4	9,5	-18,1	15,6	12,6
PIB .....	3,4	2,8	5,4	4,3	5,1	5,2	3,0	-1,5	4,1	4,3
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde <sup>(3)</sup> .....	-0,2	0,2	-0,4	-0,4	0,2	0,2	0,5	-2,0	2,5	0,1
RNB .....	3,1	3,0	5,0	3,8	5,3	5,4	3,4	-3,5	6,6	4,3
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> <sup>(4)</sup> .....	1,2	3,2	5,8	5,8	5,2	4,9	6,0	-3,2	4,1	5,7
<i>Dépenses finales</i> <sup>(5)</sup> .....	1,5	1,4	6,9	6,7	6,4	6,2	5,9	-9,0	8,8	7,9
<i>Dépenses des administrations publiques</i> <sup>(6)</sup> .....	6,5	4,6	4,4	4,7	3,5	4,7	6,9	4,4	2,4	4,3

Sources : ICN, BNB.

(1) Contribution à la croissance du PIB.

(2) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(3) Contribution à la croissance du RNB.

(4) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(5) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(6) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

**TABLEAU 5 PIB ET PRINCIPALES CATÉGORIES DE DÉPENSES, À PRIX COURANTS**

(données non corrigées des effets de calendrier, millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
Dépenses de consommation finale des particuliers .....	141 426	144 490	150 256	155 935	163 512	171 088	179 987	179 697	187 476	195 029
Dépenses de consommation finale des administrations publiques .....	60 306	63 179	65 941	69 024	71 505	74 838	80 088	83 741	85 767	89 192
Formation brute de capital fixe .....	51 368	52 185	57 880	62 738	66 923	72 956	77 395	71 173	71 588	76 820
Logements .....	12 358	13 107	14 892	17 277	19 439	20 986	22 000	20 243	20 771	20 410
Entreprises .....	34 564	34 529	38 350	40 340	42 269	46 659	49 886	45 173	44 977	50 059
Administrations publiques .....	4 446	4 549	4 638	5 121	5 215	5 312	5 510	5 756	5 840	6 351
<i>p.m. Dépenses intérieures finales</i> <sup>(1)</sup> .....	253 099	259 854	274 076	287 697	301 940	318 881	337 471	334 610	344 831	361 041
Variation des stocks .....	97	1 378	2 903	3 725	4 605	3 824	5 697	-3 504	-26	3 099
Exportations nettes de biens et de services .....	15 423	14 925	14 313	11 935	12 152	12 905	2 963	9 291	9 572	5 435
Exportations de biens et de services .....	206 015	204 173	221 194	238 737	257 498	277 203	292 766	246 335	283 533	313 658
Importations de biens et de services .....	190 592	189 248	206 881	226 802	245 346	264 298	289 803	237 043	273 961	308 223
PIB .....	268 620	276 157	291 292	303 357	318 697	335 610	346 130	340 398	354 378	369 574
Solde des revenus primaires reçus du reste du monde .....	3 638	4 203	3 218	1 988	2 724	3 366	4 966	-2 101	6 243	6 463
RNB .....	272 257	280 360	294 510	305 345	321 421	338 976	351 097	338 296	360 621	376 037
<i>p.m. Dépenses intérieures totales</i> <sup>(2)</sup> .....	253 196	261 231	276 979	291 422	306 545	322 706	343 167	331 106	344 806	364 139
<i>Dépenses finales</i> <sup>(3)</sup> .....	459 211	465 405	498 173	530 159	564 043	599 909	635 933	577 441	628 339	677 797
<i>Dépenses des administrations publiques</i> <sup>(4)</sup> .....	64 752	67 727	70 578	74 145	76 720	80 150	85 598	89 497	91 607	95 543

Sources : ICN, BNB.

(1) Dépenses de consommation finale des particuliers et des administrations publiques et formation brute de capital fixe.

(2) Dépenses intérieures finales et variation des stocks.

(3) Dépenses intérieures totales et exportations de biens et de services.

(4) Dépenses de consommation finale et formation brute de capital fixe des administrations publiques.

**TABLEAU 6 VALEUR AJOUTÉE DES DIFFÉRENTES BRANCHES D'ACTIVITÉ, EN VOLUME**

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	p.m. Pourcentages du PIB de 2010
Agriculture, sylviculture et pêche .....	4,0	-7,3	5,3	-12,2	10,4	-1,2	3,9	-0,4	-0,8	0,6
Industrie, énergie et eau .....	-0,6	-0,9	3,2	0,4	1,4	3,3	-0,1	-9,9	4,2	15,0
Industrie extractive .....	-5,1	1,7	4,2	7,9	8,7	4,7	22,5	-5,8	-4,4	0,1
Industrie manufacturière .....	-0,6	-1,2	3,8	1,1	0,7	3,5	-0,2	-15,0	4,8	12,3
dont:										
Denrées alimentaires, boissons, tabac .....	1,8	1,4	3,4	0,5	2,0	6,8	5,6	-2,6	-0,3	2,0
Textiles, bois, papier et imprimerie .....	-1,4	-2,1	4,0	-3,2	4,6	5,8	-2,8	-12,3	1,2	1,3
Chimie et caoutchouc <sup>(1)</sup> .....	2,0	-0,6	5,9	5,5	0,9	1,3	3,3	-17,7	7,6	4,2
Métallurgie et travail des métaux .....	0,3	-2,2	4,6	-8,1	2,3	9,4	-6,1	-12,7	3,5	1,8
Produits informatiques et équipements électriques .....	-8,3	-3,5	0,5	-4,7	1,1	-7,8	-3,2	-17,8	8,0	0,8
Machines et équipements, matériel de transport .....	-2,6	-1,0	2,4	11,0	-4,4	4,1	-3,2	-28,8	4,5	1,7
Autres industries manufacturières .....	-8,8	-5,9	-3,8	-7,7	-4,5	-3,4	1,3	2,5	12,7	0,6
Électricité et gaz .....	-1,4	-0,8	-2,5	-2,0	10,0	2,0	1,3	23,8	1,0	1,9
Eau .....	3,2	6,6	4,0	-9,5	-4,2	1,2	-4,5	0,3	3,3	0,7
Construction .....	-0,5	1,0	5,8	4,5	9,0	1,6	0,9	-1,9	0,5	5,1
Services .....										
Commerce et réparations .....	4,2	5,0	3,6	-3,3	0,3	6,7	0,2	-2,5	4,6	11,4
Transports et entreposage .....	-4,0	1,6	-3,7	6,4	0,3	2,2	3,1	-5,3	-3,0	5,2
Horeca .....	-1,2	1,8	0,0	1,0	2,1	1,1	0,6	-10,1	3,2	1,5
Information et communication .....	3,0	2,1	4,7	0,1	3,0	3,3	3,4	2,7	-0,2	3,8
Services financiers .....	8,6	-6,5	9,7	3,4	9,7	-1,8	0,5	-0,4	0,7	5,4
Activités immobilières .....	1,0	1,7	0,0	-0,4	1,2	0,6	2,2	-1,0	1,7	8,3
Activités juridiques et administratives, R&D .....	0,8	3,7	3,2	9,8	5,7	6,2	4,5	-2,7	1,7	11,5
Administrations publiques et éducation .....	1,7	1,3	1,2	1,4	0,8	0,6	0,9	-0,4	0,9	12,9
Santé et action sociale .....	0,6	0,3	1,7	0,7	0,2	2,7	2,0	4,0	2,8	6,8
Autres services .....	0,8	0,2	5,3	2,2	2,6	1,0	3,5	-4,9	1,9	1,8
Valeur ajoutée des branches, aux prix de base .....	1,2	1,0	2,7	1,7	2,6	2,8	1,6	-2,9	2,0	89,2
Impôts nets des subsides sur les produits <sup>(2)</sup> .....	0,3	-0,1	0,8	0,2	0,4	0,4	-0,4	-0,2	0,5	10,8
PIB .....	1,4	0,8	3,3	1,7	2,7	2,9	1,0	-2,8	2,3	100,0

Source : ICN.

(1) Ce regroupement contient également la cokéfaction et l'industrie pharmaceutique.

(2) Contribution à la variation du PIB.

**TABLEAU 7 MARCHÉ DU TRAVAIL**

(moyennes annuelles, milliers de personnes)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
Population en âge de travailler <sup>(1)</sup> .....	6 774	6 805	6 835	6 879	6 942	7 012	7 074	7 124	7 171	7 210
Population active .....	4 722	4 768	4 849	4 922	4 966	4 986	5 040	5 084	5 135	5 171
Emploi national .....	4 231	4 230	4 275	4 337	4 387	4 460	4 539	4 533	4 571	4 626
Travailleurs frontaliers (solde) .....	67	70	72	73	75	77	78	79	79	79
Emploi intérieur .....	4 164	4 160	4 204	4 264	4 311	4 383	4 462	4 454	4 491	4 547
Travailleurs indépendants .....	689	689	692	695	699	706	716	720	726	736
Travailleurs salariés .....	3 475	3 471	3 512	3 569	3 612	3 677	3 746	3 734	3 765	3 811
Branches sensibles à la conjoncture <sup>(2)</sup> .....	2 246	2 222	2 231	2 260	2 291	2 341	2 387	2 351	2 357	2 385
Administration publique et éducation .....	721	729	745	759	764	771	782	794	801	799
Autres services <sup>(3)</sup> .....	507	520	537	550	557	565	578	590	608	627
Chômage <sup>(4)</sup> .....	492	538	573	585	579	526	500	551	564	545

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

(1) Personnes âgées de 15 à 64 ans.

(2) Soit les branches agriculture; industrie; construction; production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné; production et distribution d'eau; assainissement, gestion des déchets et dépollution; commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration; information et communication; activités financières et d'assurance; activités immobilières, activités spécialisées, scientifiques et techniques et activités de services administratifs et de soutien.

(3) Soit les branches santé humaine et action sociale; arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services et activités des ménages en tant qu'employeurs.

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

**TABLEAU 8** TAUX D'EMPLOI

(pourcentages de la population âgée de 15 à 64 ans correspondante<sup>(1)</sup>, moyennes annuelles)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 <sup>(2)</sup>
Total .....	59,9	59,6	60,3	61,1	61,0	62,0	62,4	61,6	62,0	61,8
<i>p.m. Total (de 20 à 64 ans)</i> .....	65,0	64,7	65,6	66,5	66,5	67,7	68,0	67,1	67,6	67,2
<b>Selon le genre</b>										
Femmes .....	51,4	51,8	52,6	53,8	54,0	55,3	56,2	56,0	56,5	56,7
Hommes .....	68,3	67,3	67,9	68,3	67,9	68,7	68,6	67,2	67,4	66,9
<b>Selon l'âge</b>										
De 15 à 24 ans .....	29,4	27,4	27,8	27,3	27,6	27,5	27,4	25,3	25,2	25,4
De 25 à 54 ans .....	76,5	76,5	77,3	78,3	78,4	79,7	80,5	79,8	80,0	79,4
De 55 à 64 ans .....	26,6	28,1	30,0	31,9	32,0	34,4	34,5	35,3	37,3	38,6
<b>Selon la région</b>										
Bruxelles .....	54,5	53,2	54,1	54,8	53,4	54,8	55,6	55,1	54,8	54,2
Flandre .....	63,5	62,9	64,3	64,9	65,0	66,1	66,5	65,8	66,3	66,0
Wallonie .....	54,9	55,4	55,1	56,1	56,1	57,0	57,2	56,2	56,7	56,8
<b>Selon le niveau d'éducation</b>										
Secondaire inférieur au plus .....	41,7	41,2	40,5	40,4	40,1	40,5	39,7	38,6	39,1	38,2
Secondaire supérieur au plus .....	64,9	63,9	64,7	65,5	65,1	65,9	67,0	65,4	65,7	65,5
Supérieur .....	82,5	82,2	82,5	82,8	82,4	83,7	83,0	81,9	81,9	81,8

Source: DGSIE.

(1) Ces taux d'emploi sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

(2) Moyennes des trois premiers trimestres.

**TABLEAU 9 TAUX DE CHÔMAGE**

(pourcentages de la population active âgée de 15 à 64 ans correspondante<sup>(1)</sup>, moyennes annuelles)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 <sup>(2)</sup>
Total .....	7,6	8,2	8,5	8,5	8,3	7,5	7,0	8,0	8,4	7,2
Selon le genre										
Femmes .....	8,7	8,9	9,6	9,6	9,4	8,5	7,6	8,1	8,6	7,2
Hommes .....	6,7	7,7	7,6	7,7	7,5	6,7	6,5	7,8	8,2	7,2
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans .....	17,7	21,8	21,2	21,5	20,5	18,8	18,0	21,9	22,4	19,5
De 25 à 54 ans .....	6,6	7,1	7,4	7,4	7,2	6,6	6,1	6,8	7,3	6,3
De 55 à 64 ans .....	4,1	3,0	3,9	4,4	4,8	4,2	4,4	5,1	4,6	4,3
Selon la région										
Bruxelles .....	14,7	15,8	15,9	16,5	17,7	17,2	16,0	15,9	17,4	16,5
Flandre .....	4,9	5,7	5,4	5,5	5,0	4,4	3,9	5,0	5,2	4,5
Wallonie .....	10,6	10,9	12,1	11,9	11,8	10,5	10,1	11,2	11,5	9,4
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus .....	11,7	12,5	13,3	14,1	14,0	13,0	12,5	13,7	15,4	14,3
Secondaire supérieur au plus .....	7,4	8,4	8,5	8,5	8,2	7,6	7,0	8,1	8,2	6,8
Supérieur .....	4,1	4,4	4,7	4,5	4,5	3,8	3,6	4,5	4,5	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.

(2) Moyennes des trois premiers trimestres.

**TABLEAU 10 TAUX D'EMPLOI : DÉTAIL RÉGIONAL**

(pourcentages de la population âgée de 15 à 64 ans correspondante<sup>(1)</sup>, moyennes annuelles)

	Bruxelles			Flandre			Wallonie			
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
	2011 <sup>(2)</sup>	2010	2011 <sup>(2)</sup>	2009	2010	2011 <sup>(2)</sup>	2008	2009	2010	
Total .....	55,6	55,1	54,8	54,2	66,5	66,3	66,0	57,2	56,2	56,7
<i>p.m. Total (de 20 à 64 ans)</i> .....	60,2	59,5	59,2	58,6	72,3	72,1	71,6	62,8	61,7	62,2
Selon le genre										
Femmes .....	48,4	49,3	48,7	49,2	60,8	61,3	61,1	50,4	50,2	50,6
Hommes .....	62,9	61,0	61,0	59,3	72,0	71,1	70,8	64,0	62,3	62,9
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans .....	21,0	19,1	16,6	18,1	31,7	28,8	28,9	22,3	21,8	22,0
De 25 à 54 ans .....	68,4	67,5	68,0	65,7	85,6	85,4	85,0	75,1	74,2	74,4
De 55 à 64 ans .....	39,7	42,3	40,6	45,4	34,3	38,2	38,6	33,6	32,7	35,1
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus .....	36,1	35,1	34,6	33,4	42,9	42,7	41,7	36,1	34,0	35,3
Secondaire supérieur au plus .....	53,3	53,0	52,3	50,6	71,4	70,4	70,3	61,8	60,7	59,9
Supérieur .....	78,3	75,5	76,7	76,9	85,0	84,0	83,4	81,1	80,1	79,8

Source: DGSIE.

(1) Ces taux d'emploi sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

(2) Moyennes des trois premiers trimestres.

**TABLEAU 11** TAUX DE CHÔMAGE : DÉTAIL RÉGIONAL(pourcentages de la population active âgée de 15 à 64 ans correspondante<sup>(1)</sup>, moyennes annuelles)

	Bruxelles			Flandre			Wallonie			
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2011 <sup>(2)</sup>
Total .....	16,0	15,9	17,4	16,5	3,9	5,2	10,1	11,2	11,5	9,4
Selon le genre										
Femmes .....	16,7	15,8	18,0	15,1	4,2	5,1	11,5	11,9	12,2	9,8
Hommes .....	15,5	15,9	16,9	17,7	3,7	5,2	8,9	10,7	10,9	9,0
Selon l'âge										
De 15 à 24 ans .....	33,2	31,7	39,7	33,6	10,5	15,6	27,5	30,5	30,0	25,3
De 25 à 54 ans .....	15,2	15,2	16,3	16,3	3,3	4,2	8,7	9,7	10,3	8,3
De 55 à 64 ans .....	8,0	9,2	9,2	6,8	3,6	4,0	4,7	5,4	4,6	4,6
Selon le niveau d'éducation										
Secondaire inférieur au plus .....	26,9	26,3	30,0	29,7	7,0	9,6	16,2	18,6	19,6	16,8
Secondaire supérieur au plus .....	18,3	18,4	19,1	18,7	3,9	5,1	10,7	11,8	12,1	10,2
Supérieur .....	7,9	8,6	9,0	8,1	2,3	3,0	4,7	5,6	5,5	4,0

Source : DGSIE.

(1) Ces taux de chômage sont calculés sur la base des données harmonisées tirées de l'enquête sur les forces de travail.

(2) Moyennes des trois premiers trimestres.



**TABLEAU 12 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ**

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

	Total				Tendance sous-jacente de l'inflation <sup>(2)</sup>		p.m. Indice des prix à la consommation national		p.m. Indice-santé <sup>(3)</sup>
	Produits énergétiques	Produits alimentaires non transformés <sup>(1)</sup>	Produits alimentaires transformés	Total	Biens industriels non énergétiques	Services			
2003	1,5	0,2	1,7	2,8	1,5	1,0	1,9	1,6	1,5
2004	1,9	6,6	0,9	2,2	1,3	0,3	2,1	2,1	1,6
2005	2,5	12,7	1,7	2,0	1,3	0,3	2,1	2,8	2,2
2006	2,3	7,3	3,3	2,1	1,5	0,9	2,1	1,8	1,8
2007	1,8	0,2	3,0	4,7	1,4	0,9	1,9	1,8	1,8
2008	4,5	19,8	2,8	7,8	1,8	1,3	2,3	4,5	4,2
2009	0,0	-14,0	0,4	1,7	2,1	1,4	2,6	-0,1	0,6
2010	2,3	10,0	3,5	1,0	1,1	0,8	1,4	2,2	1,7
2011	3,5	17,0	0,2	3,1	1,7	1,0	2,2	3,5	3,1
2011 Janvier	3,7	15,7	2,1	2,1	2,1	1,3	2,5	3,2	2,7
Février	3,5	18,3	2,0	2,2	1,6	0,7	2,3	3,4	2,8
Mars	3,5	18,1	-0,9	2,5	1,8	0,6	2,7	3,5	2,9
Avril	3,3	16,3	0,1	2,7	1,7	0,6	2,6	3,4	2,9
Mai	3,1	15,8	-0,5	3,0	1,5	0,6	2,2	3,3	2,9
Juin	3,4	17,3	-0,1	3,4	1,6	0,8	2,1	3,7	3,3
Juillet	4,0	18,0	0,7	3,4	2,1	1,9	2,0	3,8	3,3
Août	3,4	17,6	-0,4	3,5	1,5	0,9	2,0	3,6	3,1
Septembre	3,4	18,4	-1,5	3,5	1,5	0,9	1,9	3,6	3,0
Octobre	3,4	17,4	-0,3	3,4	1,6	1,0	2,0	3,6	3,1
Novembre	3,7	17,9	1,0	3,6	1,7	1,0	2,1	3,8	3,4
Décembre	3,2	13,5	0,4	3,8	1,7	1,1	2,2	3,5	3,2

Sources: CE, DGSE.

(1) Fruits, légumes, viande et poisson.

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

(3) IPCN, à l'exclusion des produits jugés nuisibles pour la santé, à savoir le tabac, les boissons alcoolisées, l'essence et le diesel.

**TABLEAU 13 COMPTE SYNTHÉTIQUE DES PARTICULIERS, À PRIX COURANTS <sup>(1)</sup>**

(données non corrigées des effets de calendrier, millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
1. Revenu primaire brut .....	209 536	210 762	216 103	222 902	233 680	246 656	260 285	258 850	264 129	276 682
Salaires et traitements <sup>(2)</sup> .....	144 203	147 171	151 331	156 417	163 783	172 465	181 944	183 546	187 764	196 693
Revenus de la propriété <sup>(3)</sup> .....	27 795	25 240	25 540	25 771	26 730	28 931	32 068	30 056	30 464	32 565
Revenu mixte brut .....	19 793	20 375	21 206	21 350	22 474	23 031	23 455	23 389	23 920	24 946
Excédent brut d'exploitation .....	17 745	17 975	18 027	19 364	20 693	22 229	22 818	21 859	21 981	22 479
2. Transferts courants <sup>(3)</sup> .....	-39 741	-38 841	-40 115	-41 256	-41 604	-44 476	-46 834	-41 189	-43 740	-45 898
Transferts reçus .....	58 440	60 898	63 157	65 805	67 431	69 076	73 164	78 586	80 878	84 038
Transferts versés .....	98 180	99 739	103 272	107 061	109 036	113 552	119 998	119 775	124 618	129 936
3. Revenu disponible brut (1 + 2) .....	169 795	171 921	175 989	181 647	192 076	202 180	213 451	217 662	220 390	230 784
<i>p.m. En termes réels <sup>(4)</sup> .....</i>	196 089	195 761	195 944	196 908	202 154	206 887	211 500	217 662	216 489	219 247
<i>(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)</i>	(0,0)	(-0,2)	(0,1)	(0,5)	(2,7)	(2,3)	(2,2)	(2,9)	(-0,5)	(1,3)
4. Variation des droits des particuliers en matière de pensions complémentaires constituées dans le cadre d'une activité professionnelle .....	1 541	1 716	1 857	2 009	1 959	2 467	2 858	2 601	3 248	3 313
5. Dépenses de consommation finale .....	141 426	144 490	150 256	155 935	163 512	171 088	179 987	179 697	187 476	195 029
6. Épargne brute (3 + 4 - 5) .....	29 911	29 147	27 590	27 721	30 522	33 560	36 322	40 566	36 162	39 068
<i>p.m. Pourcentages du revenu disponible brut <sup>(5)</sup> .....</i>	17,5	16,8	15,5	15,1	15,7	16,4	16,8	18,4	16,2	16,7
7. Transferts en capital <sup>(6)</sup> .....	-296	-763	-850	-1 254	-1 239	-1 107	-1 267	-666	-1 480	-1 678
8. Formation brute de capital .....	14 219	14 822	16 290	19 048	21 036	22 890	23 900	21 913	22 306	22 121
9. Solde de financement (6 + 7 - 8) .....	15 396	13 562	10 450	7 419	8 247	9 562	11 155	17 987	12 376	15 270

Sources : ICF, BNB.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

(2) Rémunérations (à l'exclusion de celles des propriétaires entrepreneurs), y compris les cotisations de sécurité sociale, et pensions de la fonction publique.

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

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

(5) En pourcentage du revenu disponible brut au sens large, c'est-à-dire y compris la variation des droits des particuliers en matière de pensions complémentaires constituées dans le cadre d'une activité professionnelle.

(6) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits et les acquisitions nettes d'objets de valeur.

**TABLEAU 14** COMPTE SYNTHÉTIQUE DES SOCIÉTÉS, À PRIX COURANTS <sup>(1)</sup>

(données non corrigées des effets de calendrier, millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
1. Revenu primaire brut .....	40 663	46 305	51 956	54 066	57 025	61 256	59 435	48 886	63 268	64 979
Excédent brut d'exploitation .....	54 395	57 881	65 319	70 034	73 584	79 478	79 447	74 999	82 483	86 576
Revenus de la propriété <sup>(2)</sup> .....	-13 732	-11 576	-13 364	-15 968	-16 559	-18 222	-20 012	-26 113	-19 214	-21 596
2. Transferts courants <sup>(2)</sup> .....	-6 562	-6 318	-7 409	-8 189	-9 447	-8 264	-8 564	-6 067	-6 008	-7 307
Transferts reçus .....	16 877	16 949	16 863	17 491	18 269	20 279	21 219	22 003	23 742	25 526
Transferts versés .....	23 439	23 267	24 272	25 680	27 716	28 543	29 783	28 070	29 750	32 833
3. Revenu disponible brut (1 + 2) .....	34 101	39 987	44 546	45 877	47 579	52 992	50 871	42 819	57 261	57 672
4. Variation des droits des particuliers en matière de pensions complémentaires constituées dans le cadre d'une activité professionnelle .....	-1 540	-1 721	-1 853	-2 008	-1 956	-2 469	-2 854	-2 607	-3 254	-3 315
5. Épargne brute (3 + 4) .....	32 562	38 267	42 693	43 869	45 623	50 523	48 017	40 212	54 006	54 357
6. Transferts en capital <sup>(3)</sup> .....	817	-1 888	917	8 941	1 946	1 681	1 175	2 789	2 778	3 420
7. Formation brute de capital fixe .....	32 601	32 715	36 851	38 471	40 572	44 649	47 881	43 435	43 367	48 266
8. Variation des stocks .....	196	1 473	3 008	3 820	4 702	3 924	5 789	-3 439	47	3 181
9. Solde de financement (5 + 6 - 7 - 8) .....	582	2 191	3 751	10 519	2 295	3 631	-4 478	3 005	13 370	6 330

Sources: ICN, BNB.

(1) Les données de ce tableau sont établies en termes bruts, soit avant déduction de la consommation de capital fixe.

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

(3) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits et les acquisitions nettes d'objets de valeur.

**TABLEAU 15** COMPTE SYNTHÉTIQUE DU RESTE DU MONDE, À PRIX COURANTS<sup>(1)</sup>  
(données non corrigées des effets de calendrier, millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
1. Revenu primaire brut .....	-3 638	-4 203	-3 218	-1 988	-2 724	-3 366	-4 966	2 101	-6 243	-6 463
Rémunérations des salariés <sup>(2)</sup> .....	-3 386	-3 763	-4 001	-4 088	-4 365	-4 721	-4 884	-5 137	-5 347	-5 616
Impôts sur la production et les importations <sup>(2)</sup> .....	890	834	704	796	954	1 233	1 409	961	1 037	1 219
Revenus de la propriété <sup>(2)</sup> .....	-1 142	-1 274	79	1 305	687	122	-1 492	6 277	-1 933	-2 066
2. Transferts courants <sup>(2)</sup> .....	3 033	3 694	4 350	4 182	4 120	3 060	4 211	4 910	4 663	4 926
Transferts reçus .....	6 610	7 549	7 937	8 482	8 380	8 217	9 382	10 236	10 753	11 047
Transferts versés .....	3 577	3 855	3 587	4 301	4 260	5 157	5 171	5 327	6 090	6 121
3. Opérations sur biens et services .....	-15 423	-14 925	-14 313	-11 935	-12 152	-12 905	-2 963	-9 292	-9 572	-5 435
Importations de la Belgique .....	190 592	189 248	206 881	226 802	245 346	264 298	289 803	237 043	273 961	308 223
Exportations de la Belgique .....	206 015	204 173	221 194	238 737	257 498	277 203	292 766	246 335	283 533	313 658
4. Solde des opérations courantes (1 + 2 + 3) .....	-16 028	-15 434	-13 181	-9 741	-10 757	-13 211	-3 719	-2 281	-11 152	-6 972
5. Transferts en capital <sup>(3)</sup> .....	459	183	157	316	9	1 094	1 538	1 205	245	779
6. Solde de financement (4 + 5) .....	-15 569	-15 252	-13 024	-9 425	-10 747	-12 116	-2 181	-1 076	-10 907	-6 192

Sources: ICN, BNB.

(1) Conformément aux conventions de la comptabilité nationale, les opérations sont enregistrées selon l'optique du reste du monde. Dès lors, un chiffre positif (négatif) au niveau des soldes des différentes rubriques correspond à une dépense (recette) nette de la Belgique vis-à-vis du reste du monde. En particulier, un solde de financement positif (négatif) correspond à un emprunt (prêt) net de la Belgique auprès du (au) reste du monde.

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

(3) Il s'agit de montants nets, c'est-à-dire de la différence entre les transferts reçus d'autres secteurs et ceux versés à d'autres secteurs, y compris les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits et les acquisitions nettes d'objets de valeur.

**TABLEAU 16 RECETTES, DÉPENSES ET SOLDE DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**

(millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
<b>Recettes<sup>(1)</sup></b>	133 295	140 452	142 568	149 464	155 102	161 090	168 222	163 314	172 777	181 775
Recettes fiscales et parafiscales	119 384	121 325	128 577	133 824	139 348	144 911	150 502	145 450	153 267	160 278
Prélèvements pesant essentiellement sur les revenus du travail	72 568	73 670	76 267	78 380	80 096	84 044	88 868	88 194	91 534	95 175
Impôts des personnes physiques <sup>(2)</sup>	33 440	33 677	35 014	36 189	36 258	37 548	39 816	38 059	40 290	41 485
Cotisations sociales <sup>(3)</sup>	39 128	39 993	41 254	42 191	43 837	46 496	49 052	50 134	51 244	53 690
Impôts sur les bénéfices des sociétés <sup>(4)</sup>	8 142	7 912	8 991	9 816	11 368	11 758	11 599	8 528	9 598	10 971
Prélèvements sur les autres revenus et sur le patrimoine <sup>(5)</sup>	9 038	9 504	10 631	11 544	11 968	12 485	12 897	11 955	12 962	14 325
Impôts sur les biens et services	29 637	30 239	32 688	34 084	35 918	36 624	37 138	36 773	39 173	39 806
Impôts non fiscaux et non parafiscales <sup>(6)</sup>	13 911	19 127	13 990	15 640	15 753	16 179	17 721	17 864	19 510	21 497
Dépenses hors charges d'intérêts	118 250	126 240	129 829	144 893	142 142	149 178	159 461	170 664	175 308	184 540
Prestations sociales	59 791	63 276	66 741	69 446	71 382	74 890	80 495	86 334	89 090	93 478
Revenus de remplacement	34 291	35 813	37 308	38 846	40 093	42 151	44 963	48 409	50 239	52 327
Pensions	22 942	23 812	24 777	25 921	26 892	28 724	30 816	32 625	33 832	35 498
Pensions du secteur privé	15 722	16 253	16 664	17 321	17 823	18 441	19 809	20 901	21 566	22 671
Pensions des administrations publiques	7 220	7 559	8 113	8 601	9 069	10 283	11 007	11 724	12 267	12 827
Garantie de revenu aux personnes âgées	258	264	283	276	269	340	430	390	436	447
Prévisions	1 144	1 184	1 239	1 257	1 301	1 359	1 443	1 502	1 565	1 593
Allocations de chômage	5 356	5 747	6 024	6 121	6 097	5 746	5 774	6 903	6 879	6 706
Interruptions de carrière et crédit-temps	352	432	488	556	590	647	700	750	782	813
Indemnités de maladie-invalidité	3 208	3 366	3 485	3 636	3 839	4 144	4 554	4 922	5 341	5 832
Accidents du travail et maladies professionnelles	495	494	495	503	503	508	531	518	524	515
Revenu d'intégration	536	514	517	575	604	683	717	800	880	924
Autres prestations sociales <sup>(7)</sup>	25 501	27 464	29 432	30 600	31 289	32 739	35 532	37 925	38 851	41 150
dont:										
Soins de santé	15 372	16 745	18 053	18 896	19 256	20 286	22 262	23 782	24 495	26 030
Allocations familiales	4 564	4 637	4 731	4 850	5 023	5 154	5 421	5 663	5 749	5 981
Autres dépenses primaires	58 459	62 964	63 088	75 447	70 760	74 288	78 966	84 330	86 219	91 062
Rémunérations des salariés	32 532	33 833	34 661	36 422	37 859	39 324	41 640	43 256	44 512	46 230
Achats courants de biens et de services	10 235	10 430	10 755	11 058	11 603	12 069	12 792	13 429	13 676	13 950
Subsides aux entreprises	3 209	3 680	3 397	4 809	5 469	6 461	7 235	7 466	8 875	9 705
Transferts courants au reste du monde	2 427	2 787	3 099	3 249	3 307	3 303	3 610	4 065	4 057	4 046
Autres transferts courants	3 177	3 484	3 773	4 029	4 170	3 766	4 185	4 608	5 041	5 395
Formation brute de capital fixe	4 446	4 549	4 638	5 121	5 215	5 312	5 510	5 756	5 840	6 351
Autres dépenses en capital	2 435	4 202	2 767	10 760	3 137	4 054	3 995	5 750	4 218	5 386
Charges d'intérêts	15 045	14 212	12 739	4 571	12 960	11 913	8 761	-7 350	-2 531	-2 764
Charges d'intérêts	15 454	14 713	13 916	13 083	12 755	12 990	13 257	12 565	12 307	12 679
Solde de financement selon le SEC 95	-409	-501	-1 177	-8 513	205	-1 077	-4 496	-19 915	-14 838	-15 443
<i>p.m. Solde de financement selon l'EDP<sup>(8)</sup></i>	-232	-291	-855	-8 109	428	-926	-4 328	-19 637	-14 390	-14 864

Sources: ICN, BNB.

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

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

(3) Ensemble des cotisations sociales, y compris la cotisation spéciale pour la sécurité sociale et les contributions des non-actifs.

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

(5) Principalement le précompte mobilier des particuliers; le précompte mobilier des sociétés.

(6) Revenus de la propriété, cotisations sociales imputées, transferts courants et en capital en provenance des autres secteurs et ventes de biens et services produits.

(7) Outre les deux principales sous-catégories mentionnées dans le tableau, cette rubrique comprend principalement les allocations aux handicapés et les transferts au bénéfice des institutions qui les accueillent, les prestations des fonds de sécurité d'existence et les pensions aux victimes de guerre.

(8) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières telles que les contrats d'échange (swaps) et les contrats de garantie de taux (FRA). Dans le cadre de la procédure de déficit public excessif (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 17 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 <sup>(1)</sup>	
2002	-691	1,258	567	-382	-594	-976	-409	-232	
2003	767	-870	-103	26	-424	-398	-501	-291	
2004	-706	35	-671	-52	-455	-507	-1 177	-855	
2005	-8 033	-306	-8 339	340	-514	-174	-8 513	-8 109	
2006	-213	840	627	494	-916	-422	205	428	
2007	-3 828	1 689	-2 139	1 260	-198	1 062	-1 077	-926	
2008	-5 796	1 583	-4 213	-95	-188	-282	-4 496	-4 328	
2009	-14 509	-2 414	-16 923	-2 526	-466	-2 993	-19 915	-19 637	
2010	-11 221	-380	-11 600	-2 337	-901	-3 238	-14 838	-14 390	
2011 e	-13 083	-302	-13 385	-941	-1 117	-2 058	-15 443	-14 864	

Sources: ICN, BNB.

(1) La méthodologie du SEC 95 a été adaptée en 2001 pour exclure du calcul du solde de financement les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières telles que les contrats d'échange (swaps) et les contrats de garantie de taux (FRA). Dans le cadre de la procédure de déficit public excessif (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 18** DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES<sup>(1)</sup>

(encours en fin de période, millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1. Dette officielle du Trésor .....	262 752	263 018	265 518	269 160	270 601	285 226	310 215	321 389	341 193	363 462
En euro .....	257 288	259 295	263 074	267 420	269 145	284 288	305 700	320 826	341 075	363 462
À un an au plus .....	31 115	30 222	30 355	31 036	32 243	37 891	54 162	47 232	49 797	52 758
À plus d'un an .....	226 173	229 073	232 719	236 384	236 902	246 397	251 539	273 593	291 278	310 704
En devises .....	5 464	3 724	2 444	1 740	1 456	937	4 515	563	118	0
2. Éléments de la dette officielle du Trésor non repris dans la dette brute consolidée <sup>(2)</sup> .....	3 996	3 459	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Différences de valorisation <sup>(3)</sup> .....	712	489	561	525	786	1 072	1 012	283	252	411
4. Autres engagements du pouvoir fédéral <sup>(4)</sup> .....	14 286	8 886	8 039	12 781	12 086	9 495	9 230	4 832	4 825	5 650 e
5. Consolidation entre les unités du pouvoir fédéral <sup>(5)</sup> .....	13 084	17 416	21 291	22 687	21 454	30 814	29 749	27 269	35 466	38 043 e
dont actifs du Fonds de vieillissement <sup>(6)</sup> .....	1 087	4 266	12 492	13 504	14 661	15 494	16 183	16 901	17 628	18 388
6. Dette brute consolidée du pouvoir fédéral (1 – 2 + 3 + 4 – 5) ..	260 669	251 519	252 827	259 779	262 018	264 978	290 708	299 235	310 803	331 480 e
7. Dette brute consolidée des communautés et régions .....	16 776	15 305	15 080	13 259	12 842	12 346	13 728	20 939	22 937	n.
8. Dette brute consolidée des pouvoirs locaux .....	14 446	14 860	15 677	15 747	16 410	16 861	16 445	16 355	17 810	n.
9. Dette brute consolidée de la sécurité sociale .....	103	90	52	428	0	0	0	1 047	1 579	n.
10. Consolidation entre les sous-secteurs des administrations publiques <sup>(7)</sup> .....	14 280	10 138	9 754	10 199	10 858	12 080	11 690	11 256	12 391	n.
11. Dette brute consolidée des administrations publiques <sup>(1)</sup> (6 + 7 + 8 + 9 – 10) .....	277 716	271 637	273 881	279 014	280 413	282 106	309 191	326 319	340 738	364 338 e

Sources: SPF Finances, BNB.

(1) Concept de dette tel que défini dans le règlement européen (CE) n° 3602/93 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) Ajustements de la valorisation des certificats de trésorerie et des bons du Trésor pour passer de la valeur escomptée à la valeur nominale.

(4) Principalement la dette débudgétisée du Trésor, les dettes de la Caisse des dépôts et consignations, du FADÉLS (jusqu'en 2006), de CREDIBE (jusqu'en 2002) et du FIF (de 2005 à 2008), les pièces en circulation, ainsi que la dette imputée résultant de la participation de la Belgique au mécanisme de soutien mutuel du Fonds européen de stabilité financière (FESF) (à partir de 2011).

(5) Dette du pouvoir fédéral dont la contrepartie est un actif d'une unité du pouvoir fédéral.

(6) Y compris les intérêts capitalisés sur les « bons du Trésor – Fonds de vieillissement ».

(7) Dette d'un sous-secteur des administrations publiques dont la contrepartie est un actif d'un autre sous-secteur des administrations publiques.

**TABLEAU 19 DÉTERMINANTS DE LA VARIATION DE LA DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES<sup>(1)</sup>**  
(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e
Niveau de la dette (à la fin de la période) .....	103,4	98,4	94,0	92,0	88,0	84,1	89,3	95,9	96,2	98,6
Variation de la dette .....	-3,1	-5,0	-4,3	-2,0	-4,0	-3,9	5,3	6,5	0,3	2,4
Variation endogène <sup>(2)</sup> .....	-3,4	-2,7	-4,8	-1,1	-4,6	-4,2	-1,3	7,3	0,3	0,1
Solde primaire requis pour stabiliser la dette .....	2,2	2,4	-0,4	0,4	-0,5	-0,6	1,2	5,1	-0,4	-0,7
Taux d'intérêt implicite de la dette .....	5,5	5,2	5,0	4,6	4,5	4,6	4,6	4,0	3,6	3,6
Croissance du PIB nominal <sup>(3)</sup> .....	3,4	2,8	5,5	4,1	5,1	5,3	3,1	-1,7	4,1	4,3
Solde primaire effectif .....	5,6	5,1	4,4	1,5	4,1	3,5	2,5	-2,2	-0,7	-0,7
Variation résultant d'autres facteurs <sup>(4)</sup> .....	0,3	-2,3	0,5	-1,0	0,6	0,2	6,6	-0,7	0,0	2,4
Acquisition nette d'actifs financiers										
Numéraire et dépôts .....	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	1,9	-1,0	0,4	0,4
Actions et autres participations .....	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,3	4,5	1,0	0,0	1,0
Titres autres que des actions <sup>(5)</sup> .....	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Crédits .....	0,0	-2,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,5
Effets de valorisation										
Incidence des différences de change .....	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0
Incidence des primes d'émission et de rachat .....	-0,2	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,1	0,1
Différence entre intérêts sur la base de droits constatés et intérêts de caisse .....	0,2	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Effets volume .....										
Changements de classification sectorielle et autres changements de volume .....	0,1	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres effets .....										
Variation nette des autres comptes à payer et à recevoir .....	-0,3	-0,6	0,5	-0,1	0,6	-0,4	0,4	-0,7	0,1	0,3
Produits financiers dérivés <sup>(6)</sup> .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,1
Ajustement statistique .....	0,7	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	n.

Sources : ICN, BNB.

(1) Concept de dette tel que défini dans le règlement européen (CE) n° 3602/93 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) La variation endogène de la dette publique est donnée par la différence entre le solde primaire requis pour stabiliser la dette en pourcentage du PIB – 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 de variation par rapport à l'année précédente.

(4) Une valeur positive (négative) signifie un élément augmentant (diminuant) la dette.

(5) Hors produits financiers dérivés.

(6) En 2010, le Trésor a procédé à deux opérations exceptionnelles de liquidation de positions de swaps.



**TABLEAU 20 OPÉRATIONS COURANTES ET EN CAPITAL SELON LA BALANCE DES PAIEMENTS**  
(millions d'euros)

	2009			2010			2011		
							Neuf premiers mois		
	Crédits	Débits	Soldes	Crédits	Débits	Soldes	Crédits	Débits	Soldes
1. Compte courant	300 176	305 863	-5 689	337 701	332 528	5 173	276 299	276 164	137
Biens et services	239 527	238 581	945	276 804	273 806	2 995	276 991	229 110	-1 121
Biens	179 045	183 898	-4 850	211 070	214 489	-3 421	179 759	184 716	-4 959
Marchandises générales	168 072	176 555	-8 479	198 892	206 187	-7 296	170 375	178 103	-7 727
Travail à façon	8 477	6 045	2 430	9 542	6 598	2 944	6 534	4 990	1 543
Réparations de biens	450	105	343	441	162	276	293	209	86
Achats de biens dans les ports	1 488	769	718	1 535	895	642	1 507	770	737
Or non monétaire	565	424	138	661	648	12	1 045	644	402
Services	60 478	54 683	5 793	65 733	59 317	6 415	48 232	44 393	3 837
Transports	15 607	12 097	3 512	19 167	14 819	4 352	13 881	10 893	2 992
Voyages	7 304	14 589	-7 282	7 744	14 148	-6 407	6 121	11 035	-4 915
Communication	2 872	2 262	611	3 053	2 407	648	2 431	1 926	503
Construction	1 084	902	181	1 166	941	224	858	989	-136
Assurances	898	793	105	836	878	-43	667	728	-63
Services financiers	2 808	1 428	1 380	2 505	1 424	1 080	1 746	1 156	590
Services d'informatique et d'information	3 011	2 183	828	3 021	2 158	864	2 536	1 839	695
Redevances et droits de licence	1 735	1 451	285	1 616	1 432	185	1 188	1 190	-2
Autres services aux entreprises	22 578	17 249	5 329	23 521	18 871	4 651	16 225	12 695	3 533
dont négoce international (net)	3 966	-	3 966	2 898	-	2 898	1 680	-	1 680
Services personnels, culturels et relatifs aux loisirs	425	507	-82	463	575	-113	370	439	-69
Services fournis ou reçus par les administrations publiques, non compris ailleurs	1 363	165	1 198	1 367	176	1 193	1 163	158	1 007
Services non alloués	789	1 061	-272	1 276	1 491	-214	1 040	1 339	-300
Revenus	52 992	53 115	-124	52 390	43 861	8 531	42 240	34 941	7 300
Revenus du travail	7 384	2 539	4 847	7 649	2 612	5 036	5 550	1 826	3 724
Revenus de placements et d'investissements	45 607	50 576	-4 969	44 745	41 249	3 496	36 690	33 116	3 572
Transferts courants	7 659	14 168	-6 506	8 507	14 861	-6 354	6 075	12 114	-6 041
Administrations publiques	1 671	6 715	-5 045	1 597	6 933	-5 337	1 597	5 907	-4 930
Autres secteurs	5 986	7 450	-1 464	6 911	7 926	-1 015	5 097	6 208	-1 110
2. Compte de capital	614	1 867	-1 253	581	1 228	-647	148	561	-413
Transferts de capital	383	634	-251	257	937	-680	89	421	-332
Acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits	231	1 233	-1 002	324	291	33	59	140	-81
3. Prêt net au reste du monde (1 + 2)	300 790	307 730	-6 942	338 282	333 756	4 526	276 447	276 725	-278

Source : BNB.

**TABLEAU 21** FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES PARTICULIERS  
(millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2011
										2010	2011	
Formation d'actifs financiers .....	20 130	23 177	15 289	24 537	17 442	26 529	25 319	25 505	27 462	17 413	22 135	921 289
À un an au plus .....	10 674	16 616	20 722	14 991	13 528	10 421	8 516	6 639	13 272	8 986	10 545	288 754
Billets, pièces et dépôts à vue .....	4 734	4 547	5 792	6 150	1 108	342	1 405	5 005	2 733	2 126	802	63 968
Dépôts d'épargne .....	11 543	17 934	14 180	8 335	1 740	-8 774	1 792	32 856	20 894	16 362	2 810	200 002
Dépôts à terme .....	-5 299	-4 908	92	294	11 241	17 494	2 511	-25 903	-9 864	-9 300	4 239	21 798
Titres à revenu fixe .....	-1 258	-357	-244	-113	238	739	1 364	-1 969	-463	-438	56	281
Parts d'OPC monétaires .....	954	-599	902	326	-798	620	1 445	-3 350	-28	235	2 638	2 705
À plus d'un an .....	9 459	7 158	5 304	9 071	3 295	14 043	17 088	20 198	14 263	6 747	8 868	618 424
Dépôts à terme .....	-503	-627	-371	-637	35	1 329	3 431	4 362	1 147	204	2 723	16 048
Titres à revenu fixe .....	-6 055	-12 307	-17 410	-13 216	-16 273	-3 798	11 375	-521	-2 912	-2 032	9 095	91 704
Actions et autres participations .....	1 470	-5 466	-1 254	-9 660	-1 327	3 714	11 374	10 137	2 801	-220	1 986	176 974
Parts d'OPC non monétaires .....	4 185	10 045	6 732	10 105	7 490	-1 784	-16 032	-6 800	-3 917	-4 812	-9 576	92 897
Produits d'assurance <sup>(1)</sup> .....	10 363	15 513	17 607	22 479	13 370	14 582	6 941	13 020	17 145	13 606	4 640	240 801
Autres actifs <sup>(2)</sup> .....	-3	-597	-10 736	475	619	2 065	-285	-1 332	-74	1 681	2 722	14 111
Nouveaux engagements financiers .....	4 028	6 753	6 282	12 134	12 247	14 422	13 963	5 650	11 226	8 201	8 571	200 517
Crédits à un an au plus .....	280	-998	-167	811	-54	154	425	-220	-62	175	123	6 292
Crédits à plus d'un an .....	4 426	7 999	6 009	11 650	11 862	13 253	13 574	6 628	11 471	8 176	8 765	190 820
Prêts hypothécaires .....	5 042	7 659	6 478	10 268	10 757	11 942	11 780	7 467	11 427	7 971	8 176	161 383
Prêts à taux de chargement forfaitaire .....	325	-208	-481	648	278	1 388	1 259	646	18	329	598	17 073
Autres .....	-941	548	12	735	827	-77	535	-1 485	25	-124	-10	12 364
Autres engagements <sup>(3)</sup> .....	-678	-247	440	-327	439	1 015	-36	-759	-183	-150	-317	3 405
Solde financier <sup>(4)</sup> .....	16 102	16 423	9 008	12 403	5 195	12 107	11 356	19 856	16 236	9 212	13 565	720 772

Source : BNB.

(1) Essentiellement les droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurances-vie et sur les institutions de retraite professionnelle.

(2) Cette rubrique comprend les autres comptes à recevoir au sens du SEC 95, à savoir les crédits commerciaux et divers actifs sur les administrations publiques et les institutions financières, dont notamment les intérêts courus et non échus.

(3) Cette rubrique comprend les autres comptes à payer au sens du SEC 95, par exemple les impôts ou cotisations dus mais non encore payés, ou les intérêts courus et non échus.

(4) Les soldes des comptes financiers des secteurs intérieurs ne correspondent pas aux capacités ou besoins de financement tels qu'ils sont recensés dans les comptes réels, en raison des différences entre les dates d'enregistrement des opérations dans ces deux comptes, des ajustements statistiques ou encore des erreurs et omissions. Ainsi, par exemple, les comptes financiers ne peuvent, faute de données, recenser la plupart des créances et dettes commerciales.

**TABLEAU 22 FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES**  
(millions d'euros)

	Neuf premiers mois									p.m. Encours à la fin de septembre 2011		
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010		2011	
Formation d'actifs financiers .....	25 786	49 114	30 533	12 798	82 676	147 239	194 336	78 728	152 553	79 359	63 193	1 614 888
À un an au plus .....	-3 644	36 068	-9 040	11 127	37 548	32 611	70 222	50 854	50 795	45 233	5 527	527 805
Billets, pièces et dépôts à vue .....	805	1 797	1 261	2 099	4 976	2 734	-3 818	8 216	1 664	3 879	-6 272	38 324
Autres dépôts .....	327	-3 784	1 533	-4 283	16 449	14 046	-1 455	19 479	-5 234	-2 117	6 683	75 983
Autres <sup>(1)</sup> .....	-4 776	38 055	-11 834	13 311	16 124	15 831	75 495	23 158	54 365	43 471	5 115	413 499
À plus d'un an .....	19 998	27 186	37 286	9 142	33 861	82 879	120 179	27 475	65 409	13 554	34 854	990 459
Actions et autres participations <sup>(2)</sup> .....	-2 895	2 451	18 757	10 333	-950	57 755	51 299	32 136	40 836	127	16 452	661 823
Titres à revenu fixe .....	2 166	-1 753	-1 086	1 454	-3 620	3 057	2 998	6 359	-2 981	-1 710	2 739	15 967
Autres <sup>(1)</sup> .....	20 727	26 488	19 615	-2 646	38 431	22 067	65 882	-11 020	27 554	15 137	15 662	312 668
Autres actifs et ajustements statistiques <sup>(3)</sup> .....	9 432	-14 141	2 287	-7 471	11 267	31 749	3 935	399	36 350	20 573	22 813	96 623
Nouveaux engagements financiers .....	27 223	54 343	29 084	6 367	77 952	149 859	190 623	74 853	141 570	58 883	41 120	1 935 617
À un an au plus .....	-4 761	21 091	-10 191	1 511	20 516	28 757	13 681	26 012	16 312	6 185	5 813	315 092
Crédits octroyés par les établissements de crédit ..	-454	-2 199	1 972	-5 861	3 014	12 467	3 325	-5 656	-6 484	-11 781	1 386	52 099
Autres crédits <sup>(1)</sup> .....	-5 035	23 495	-11 970	9 716	18 356	12 314	9 683	31 023	24 081	19 131	3 073	254 172
Titres à revenu fixe .....	728	-205	-192	-2 344	-854	3 977	672	645	-1 285	-1 165	1 353	8 821
À plus d'un an .....	32 679	33 178	38 526	4 957	55 790	119 067	171 075	48 708	123 216	53 547	34 110	1 602 049
Crédits octroyés par les établissements de crédit ..	1 820	-4 599	1 661	2 772	2 760	8 202	23 310	-2 938	4 245	3 444	-2 030	93 851
Autres crédits <sup>(1)</sup> .....	22 540	26 831	14 177	-5 333	20 295	18 416	20 940	-8 891	10 803	2 849	10 870	221 285
Actions et autres participations <sup>(2)</sup> .....	8 657	5 323	22 485	9 103	31 337	92 318	127 586	53 321	105 891	45 312	23 400	1 264 249
Titres à revenu fixe .....	-338	5 623	202	-1 585	1 398	131	-760	7 216	2 278	1 942	1 870	22 664
Autres engagements <sup>(4)</sup> .....	-695	75	749	-102	1 646	2 036	5 867	133	2 042	-848	1 197	18 476
Solde financier <sup>(5)</sup> .....	-1 437	-5 229	1 449	6 432	4 724	-2 620	3 712	3 875	10 983	20 476	22 074	-320 730

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, dont notamment les intérêts courus et non échus. Elle recouvre, également, les erreurs et omissions du compte financier de la Belgique à l'égard du reste du monde, lesquelles sont considérées, pour des besoins de cohérence entre les comptes, comme des mouvements de capitaux non recensés.

(4) Cette rubrique comprend les provisions techniques des institutions de retraite professionnelle non autonomes et les autres comptes à payer au sens du SEC 95, par exemple les impôts ou cotisations dus mais non encore payés, ou les intérêts courus et non échus.

(5) Cf. note 4 du tableau 21.

**TABLEAU 23** FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES  
(millions d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Neuf premiers mois		p.m. Encours à la fin de septembre 2011
										2010	2011	
Formation d'actifs financiers .....	3 835	-4 496	3 413	453	896	12 777	22 272	-4 130	9 093	793	-5 652	113 867
Dépôts, crédits et titres autres qu'actions .....	5 280	-3 871	4 060	1 366	-841	11 681	5 080	-5 822	11 257	3 045	-3 914	57 893
Après des administrations publiques .....	5 608	1 623	3 615	1 820	-532	10 587	-1 452	-2 790	9 162	-238	-8 060	40 041
Après des autres secteurs .....	-328	-5 495	445	-455	-310	1 095	6 532	-3 032	2 096	3 283	4 147	17 852
Autres actifs <sup>(1)</sup> .....	-1 445	-625	-647	-912	1 738	1 095	17 192	1 692	-2 164	-2 252	-1 739	55 974
Nouveaux engagements financiers .....	6 173	-4 116	4 444	8 728	601	13 424	25 688	15 440	23 909	15 803	8 796	413 639
En euro .....	7 463	-2 835	5 744	9 479	729	13 917	21 952	19 397	24 537	15 446	7 770	412 462
À un an au plus .....	10	-518	-1 822	1 004	1 154	7 633	17 915	-4 754	2 911	-1 075	-2 331	70 743
dont:												
Certificats de trésorerie .....	-296	-1 063	-133	869	334	3 738	11 132	-2 167	236	-733	-1 268	39 385
Autres titres .....	175	472	-457	-184	107	1 013	3 554	-3 835	1 807	824	1 734	6 466
À plus d'un an .....	7 454	-2 317	7 566	8 475	-425	6 284	4 036	24 150	21 625	16 521	10 101	341 719
dont:												
OLO .....	11 628	7 790	4 968	4 125	-14	6 679	4 512	16 228	16 161	11 078	8 674	266 477
Autres titres .....	-5 490	-8 901	-5 323	656	-1 452	-1 128	-560	7 526	2 737	2 951	209	24 559
En monnaies étrangères .....	-1 291	-1 281	-1 300	-751	-128	-492	3 736	-3 957	-628	357	1 026	1 177
À un an au plus .....	-240	-761	11	-381	-55	-492	4 228	-3 957	-17	967	1 026	1 177
À plus d'un an .....	-1 050	-520	-1 310	-370	-73	0	-492	0	-611	-611	0	0
Solde financier <sup>(2)</sup> .....	-2 337	-380	-1 031	-8 275	296	-647	-3 415	-19 570	-14 815	-15 011	-14 449	-299 772

Source: BNB.

(1) Actions et autres participations, parts d'OPC, produits financiers dérivés et autres comptes à recevoir au sens du SEC 95.

(2) Cf. note 4 du tableau 21.

**TABLEAU 24 FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES<sup>(1)</sup>**

(données sur une base territoriale, millions d'euros)

	Neuf premiers mois										p.m. Encours à la fin de septembre 2011	
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011		
<b>Formation d'actifs financiers</b>												
Créances interbancaires	20 471	65 477	54 147	61 608	49 673	131 413	-53 598	-95 797	-41 307	-41 518	24 433	394 839
IFM belges	-6 903	8 112	7 093	15 998	2 901	32 006	27 669	-32 846	-35 695	-37 325	8 692	68 775
IFM étrangères	27 374	57 365	47 054	45 611	46 772	99 407	-81 267	-62 951	-5 612	-4 193	15 741	326 064
Crédits <sup>(2)</sup>	21 091	14 943	19 465	51 718	31 170	40 886	-11 298	-30 227	-13 306	-13 730	-927	367 021
dont:												
Particuliers	3 284	5 625	6 734	13 367	12 129	7 634	-23 835	-9 982	5 403	5 833	8 180	112 853
Sociétés non financières	-1 749	-7 474	-2 256	1 307	199	14 741	4 656	-4 608	-40	-6 467	1 605	92 419
Titres à revenu fixe	-16 159	-2 537	14 917	10 479	-5 836	3 511	44 344	12 798	-3 244	-2 797	-328	269 721
dont:												
Administrations publiques	-9 934	-8 880	-2 830	-45	-4 124	-15 201	3 285	7 693	5 672	7 341	9 203	69 508
Reste du monde	-5 098	6 113	17 389	11 288	-2 048	16 978	5 205	-19 678	-13 016	-11 751	-8 629	129 400
Autres actifs	-3 995	7 049	25 724	10 288	20 608	47 733	39 290	-56 447	-1 657	33 795	50 498	250 489
Total	21 407	84 932	114 253	134 093	95 615	223 543	18 738	-169 674	-59 515	-24 250	73 676	1 276 070
Particuliers	3 011	5 578	6 723	13 372	12 396	8 201	-23 656	-11 024	5 093	5 506	8 264	115 144
Sociétés non financières	-3 642	-7 154	-2 603	1 402	1 958	15 187	9 386	-10 283	-1 807	-8 485	1 981	100 989
Administrations publiques	-10 945	-8 847	-3 571	-503	-3 764	-15 601	4 328	2 944	7 035	10 948	10 572	95 303
Institutions financières	-8 146	22 473	27 224	15 064	33 871	72 728	114 076	-38 378	-38 636	-8 207	26 935	333 017
Reste du monde	41 129	72 881	86 480	104 758	51 154	143 028	-85 394	-112 931	-31 199	-24 013	25 924	631 618
<b>Nouveaux engagements financiers</b>												
Dettes interbancaires	786	57 646	48 231	89 244	74 571	110 732	-98 296	-130 690	-60 550	-66 607	-4 128	300 605
IFM belges	-6 903	8 112	7 093	15 998	2 901	32 006	27 669	-32 846	-35 695	-37 325	8 692	68 775
IFM étrangères	7 689	49 534	41 138	73 246	71 670	78 726	-125 966	-97 844	-24 855	-29 282	-12 820	231 831
Numéraire et dépôts <sup>(2)</sup>	26 782	27 997	44 542	49 826	9 145	50 652	35 714	-2 358	18 772	14 660	37 881	613 736
dont:												
Particuliers	11 324	16 804	19 171	15 359	11 610	8 941	9 223	17 526	18 304	12 241	9 820	290 023
Sociétés non financières	4 023	1 305	197	1 977	9 144	9 126	-3 648	4 169	7 422	7 400	1 733	84 597
Titres à revenu fixe	-4 119	-8 900	-5 499	-9 558	-418	13 959	6 822	23 135	-19 600	-8 335	-8 509	73 927
Bons de caisse	-4 033	-6 976	-7 357	-7 280	-2 863	1 358	2 405	7 661	-4 100	-2 945	642	36 144
Autres titres à revenu fixe	-86	-1 924	1 858	-2 279	2 445	12 601	4 417	15 474	-15 500	-5 390	-9 150	37 783
Autres passifs et ajustements statistiques	-3 888	2 742	24 072	5 967	11 322	48 383	80 227	-56 631	-1 045	39 245	60 049	268 013
Total	19 561	79 486	111 347	135 479	94 618	223 726	24 467	-166 544	-62 423	-21 037	85 293	1 256 281
Particuliers	7 998	8 473	12 836	7 635	7 925	13 821	12 991	21 085	13 587	13 429	16 679	346 236
Sociétés non financières	3 834	-226	-214	1 714	9 022	9 556	-3 717	7 742	7 158	7 009	2 472	86 405
Administrations publiques	-1 180	55	13	25	-447	1 191	16 082	-10 927	-1 246	985	520	26 544
Institutions financières	-9 106	21 121	35 033	20 463	10 918	66 626	88 492	-70 270	-41 313	-10 793	24 878	247 742
Reste du monde	18 014	50 063	63 679	105 641	67 200	132 533	-89 382	-109 175	-40 610	-31 667	40 744	549 355
Solde financier <sup>(3)</sup>	1 846	5 446	2 906	-1 386	996	-183	-5 728	-3 130	2 908	-3 213	-11 617	19 789

Source : BNB.

(1) Établissements de crédit, OPC monétaires et autorités monétaires.

(2) Autres que ceux résultant des opérations interbancaires.

(3) Cf. note 4 du tableau 21.

**TABLEAU 25** FORMATION D'ACTIFS ET NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES AUTRES QUE MONÉTAIRES  
(millions d'euros)

	Neuf premiers mois										p.m. Encours à la fin de septembre 2011	
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011		
<b>OPC non monétaires</b>												
Formation d'actifs financiers	3 586	4 029	6 240	6 492	7 935	-1 851	-13 982	263	-4 337	-3 702	-9 252	79 396
Dépôts	2 957	2 390	1 994	1 861	-655	-6 996	-2 990	-3 331	-4 123	-2 999	-1 340	10 097
Titres à revenu fixe	103	-489	4 728	-1 123	3 130	7 450	-1 192	1	-323	-579	-2 743	26 908
Actions et autres participations <sup>(1)</sup>	1 553	338	-2 465	414	-1 222	-4 250	-798	4 017	-1 731	-2 172	-4 939	19 336
Parts d'OPC	-2 653	205	-5	5 855	5 058	-141	-3 652	1 296	1 790	2 405	11	18 166
Autres actifs	1 627	1 583	1 988	-515	1 624	2 086	-3 552	-1 720	-565	258	-240	4 889
Nouveaux engagements financiers	3 586	4 029	6 240	6 492	7 935	-1 851	-13 982	263	-4 337	-3 702	-9 252	79 396
Parts d'OPC détenues par les particuliers belges	4 698	5 335	4 222	1 471	5 092	-3 633	-6 663	-5 036	-4 030	-4 152	-5 461	53 045
Parts d'OPC détenues par d'autres investisseurs	-1 111	-1 307	2 019	5 021	2 843	364	-5 205	4 595	232	16	-3 568	24 718
Autres engagements	0	0	0	0	0	1 419	-2 114	704	-539	435	-222	1 633
Solde financier <sup>(2)</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Sociétés d'assurances et institutions de retraite professionnelle</b>												
Formation d'actifs financiers	10 547	16 405	20 422	22 471	15 522	17 704	8 505	14 946	12 151	11 322	4 815	262 439
Dépôts	1 784	3 320	2 587	75	-896	-885	3 215	-2 154	-268	1 123	3 249	14 719
Titres à revenu fixe	1 733	11 737	14 847	15 964	14 977	12 187	1 423	21 196	10 552	6 179	-1 520	158 833
Crédits	343	-104	-107	-672	241	126	1 433	1 080	281	141	361	13 902
Actions et autres participations	3 498	-1 258	97	2 158	-1 394	4 340	6 125	-6 374	2 686	3 985	3 459	30 248
Parts d'OPC	2 978	2 206	2 538	4 250	2 330	1 906	-5 594	703	-2 012	-1 198	-1 342	31 735
Autres actifs	212	503	461	697	264	30	1 903	495	913	1 092	608	13 001
Nouveaux engagements financiers	10 758	16 390	20 380	23 916	16 709	15 563	10 455	12 276	12 158	10 524	6 582	263 336
Droits nets des ménages sur les assurances-vie et institutions de retraite professionnelle	8 569	13 035	15 104	20 170	11 403	13 776	6 616	9 409	10 255	8 277	5 479	196 653
Autres provisions techniques d'assurance	1 069	1 580	2 197	1 838	1 757	341	730	1 070	1 897	1 885	190	30 304
Autres engagements	1 119	1 775	3 078	1 908	3 549	1 447	3 110	1 796	6	362	913	36 379
Solde financier	-211	15	42	-1 445	-1 187	2 141	-1 951	2 670	-6	798	-1 767	-897
<b>Autres<sup>(3)</sup></b>												
Formation d'actifs financiers	7 704	7 277	-3 569	8 189	30 716	51 473	58 799	30 799	4 635	3 844	-3 359	208 489
Dépôts	-298	3 592	148	1 778	290	10	8 023	-2 585	-346	425	-1 802	9 438
Crédits	3 295	3 089	688	1 204	14 945	11 045	43 967	18 734	10 921	5 819	-1 244	129 596
Actions et autres participations	3 671	-1 619	-2 461	4 913	4 145	29 375	5 808	4 124	-13	-26	182	35 347
Autres actifs	1 036	2 215	-1 945	293	11 336	11 043	1 001	10 526	-5 927	-2 374	-495	34 107
Nouveaux engagements financiers	6 099	8 300	-4 219	6 493	29 994	50 154	60 592	33 424	9 033	7 333	-821	213 606
Crédits	804	8 461	-2 888	1 417	9 502	13 148	10 470	4 142	-3 935	-518	-369	57 318
Actions et autres participations	2 901	-68	-63	4 165	19 014	32 288	9 202	6 350	1 597	164	412	63 451
Autres engagements	2 394	-93	-1 268	911	1 478	4 278	40 920	22 931	11 371	7 687	-864	92 838
Solde financier	1 605	-1 023	650	1 696	722	1 320	-1 793	-2 625	-4 398	-3 489	-2 538	-5 117

Sources: Association belge des institutions de pension, BEAMA, FSMA, BNB.

(1) Y compris les certificats immobiliers.

(2) Les OPC non monétaires sont traités comme de purs 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 26 ÉMISSIONS NETTES DE VALEURS MOBILIÈRES<sup>(1)</sup> DES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES<sup>(2)</sup> ET NON FINANCIÈRES ET DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**  
(millions d'euros)

	Neuf premiers mois											p.m. Encours à la fin de septembre 2011
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2010	2011	
Titres à revenu fixe .....	3 129	-6 243	-7 579	-7 844	876	31 320	67 159	71 054	12 365	13 283	4 227	532 823
Sociétés financières et non financières .....	-1 598	-3 257	-5 339	-12 558	2 029	21 510	44 785	57 262	-7 949	-1 193	-6 144	194 759
Titres à un an au plus .....	1 061	-301	694	-3 186	-1 490	4 265	2 075	9 625	-6 638	-1 629	-4 932	18 297
Titres à plus d'un an .....	-2 659	-2 956	-6 033	-9 372	3 518	17 245	42 710	47 638	-1 311	436	-1 212	176 462
Administrations publiques .....	4 727	-2 986	-2 240	4 714	-1 153	9 810	22 374	13 792	20 314	14 476	10 371	338 064
Titres à un an au plus .....	-361	-1 355	-574	304	385	4 258	18 914	-9 962	2 027	1 058	1 488	47 027
Titres à plus d'un an .....	5 088	-1 630	-1 666	4 411	-1 539	5 551	3 460	23 754	18 287	13 418	8 883	291 037
Actions .....	12 132	4 022	22 699	13 262	53 507	144 571	149 656	64 921	108 071	45 694	24 478	1 373 393
Actions cotées .....	1 048	818	4 182	5 407	5 646	11 371	13 925	936	891	470	1 135	158 103
Actions non cotées et autres participations <sup>(3)</sup> .....	11 084	3 205	18 518	7 855	47 861	133 200	135 731	63 985	107 180	45 224	23 343	1 215 290
<i>p.m. Recours des sociétés financières et non financières au marché des valeurs mobilières .....</i>	<i>10 534</i>	<i>765</i>	<i>17 360</i>	<i>704</i>	<i>55 536</i>	<i>166 081</i>	<i>194 442</i>	<i>122 183</i>	<i>100 122</i>	<i>44 501</i>	<i>18 334</i>	<i>1 568 152</i>

Sources: Euronext Brussels, FSMA, 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 27 TAUX D'INTÉRÊT**  
(fin de trimestre, pourcentages annuels)

	Taux du marché interbancaire				Taux de rendement sur le marché secondaire belge des titres émis par les administrations publiques belges			
	Au jour le jour <sup>(1)</sup>	Certificats de trésorerie à trois mois			Obligations linéaires (OLO)			OLO de référence à dix ans
		À trois mois <sup>(2)</sup>	À un an	À deux ans	À cinq ans			
2007								
T1	3,90	3,92	3,78	4,01	4,02	4,02	4,11	
T2	4,14	4,18	4,01	4,35	4,50	4,54	4,63	
T3	4,16	4,79	3,93	4,04	4,18	4,26	4,49	
T4	3,92	4,68	3,79	4,13	4,11	4,22	4,47	
2008								
T1	4,16	4,73	3,81	3,82	3,78	3,92	4,31	
T2	4,27	4,95	4,22	4,64	4,79	4,87	4,87	
T3	4,17	5,28	3,78	3,71	3,82	4,22	4,61	
T4	2,35	2,89	1,76	1,99	2,51	3,32	3,77	
2009								
T1	1,64	1,51	0,77	1,01	1,70	3,21	3,94	
T2	0,40	1,10	0,56	0,84	1,52	2,96	3,95	
T3	0,53	0,75	0,38	0,70	1,40	2,68	3,65	
T4	0,41	0,70	0,33	0,84	1,43	2,74	3,72	
2010								
T1	0,40	0,63	0,31	0,62	1,05	2,34	3,55	
T2	0,54	0,77	0,35	0,69	1,06	2,38	3,46	
T3	0,88	0,89	0,42	0,89	1,18	2,21	3,09	
T4	0,82	1,01	0,63	1,57	2,04	3,24	3,97	
2011								
T1	0,90	1,24	0,96	1,57	2,17	3,54	4,24	
T2	1,72	1,55	1,35	1,63	2,22	3,47	4,13	
T3	1,46	1,55	0,83	0,84	1,62	3,08	3,70	
T4	0,63	1,36	0,05	0,58	1,89	3,36	4,06	

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 28 PRINCIPAUX TAUX D'INTÉRÊT DE L'EUROSYSTÈME**  
(pourcentages annuels)

	Dates d'annonce des changements	Taux des opérations principales de refinancement <sup>(1)</sup>	Taux de la facilité de prêt marginal	Taux de la facilité de dépôt
2002	5 décembre .....	2,75	3,75	1,75
2003	6 mars .....	2,50	3,50	1,50
	5 juin .....	2,00	3,00	1,00
2004	– .....			
2005	1 <sup>er</sup> décembre .....	2,25	3,25	1,25
2006	2 mars .....	2,50	3,50	1,50
	8 juin .....	2,75	3,75	1,75
	3 août .....	3,00	4,00	2,00
	5 octobre .....	3,25	4,25	2,25
	7 décembre .....	3,50	4,50	2,50
2007	8 mars .....	3,75	4,75	2,75
	6 juin .....	4,00	5,00	3,00
2008	3 juillet .....	4,25	5,25	3,25
	8 octobre .....	3,75	4,25	3,25
	6 novembre .....	3,25	3,75	2,75
	4 décembre .....	2,50	3,00	2,00
2009	15 janvier .....	2,00	3,00	1,00
	5 mars .....	1,50	2,50	0,50
	2 avril .....	1,25	2,25	0,25
	7 mai .....	1,00	1,75	0,25
2010	– .....			
2011	7 avril .....	1,25	2,00	0,50
	7 juillet .....	1,50	2,25	0,75
	3 novembre .....	1,25	2,00	0,50
	8 décembre .....	1,00	1,75	0,25

Source : BCE.

(1) Pour les opérations réglées entre le 28 juin 2000 et le 14 octobre 2008, taux de soumission minimal lors des appels d'offres pour les adjudications de crédit. Pour les opérations réglées à partir du 15 octobre 2008, taux fixe des adjudications hebdomadaires de crédit à une semaine.

**TABLEAU 29** COURS DE CHANGE

(unités monétaires nationales par euro, moyennes annuelles)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dollar des États-Unis .....	0,946	1,131	1,244	1,244	1,256	1,370	1,471	1,395	1,326	1,392
Yen japonais .....	118,1	131,0	134,4	136,9	146,0	161,3	152,5	130,3	116,2	111,0
Franc suisse .....	1,467	1,521	1,544	1,548	1,573	1,643	1,587	1,510	1,380	1,233
Yuan renminbi chinois .....	7,827	9,363	10,297	10,196	10,010	10,418	10,224	9,528	8,971	8,996
Won coréen .....	1 175,5	1 346,9	1 422,6	1 273,6	1 198,6	1 273,0	1 606,1	1 772,9	1 531,8	1 541,2
Dollar de Hong Kong .....	7,375	8,808	9,688	9,677	9,755	10,691	11,454	10,811	10,299	10,836
Dollar de Singapour .....	1,691	1,970	2,102	2,070	1,994	2,064	2,076	2,024	1,806	1,749
Dollar canadien .....	1,484	1,582	1,617	1,509	1,424	1,468	1,559	1,585	1,365	1,376
Couronne norvégienne .....	7,509	8,003	8,370	8,009	8,047	8,017	8,224	8,728	8,004	7,793
Dollar australien .....	1,738	1,738	1,691	1,632	1,667	1,635	1,742	1,773	1,442	1,348
Livre sterling .....	0,629	0,692	0,679	0,684	0,682	0,684	0,796	0,891	0,858	0,868
Couronne suédoise .....	9,161	9,124	9,124	9,282	9,254	9,250	9,615	10,619	9,537	9,030
Couronne danoise .....	7,431	7,431	7,440	7,452	7,459	7,451	7,456	7,446	7,447	7,451
Couronne tchèque .....	30,80	31,85	31,89	29,78	28,34	27,77	24,95	26,44	25,28	24,59
Forint hongrois .....	243,0	253,6	251,7	248,1	264,3	251,4	251,5	280,3	275,5	279,4
Lev bulgare .....	1,949	1,949	1,953	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956
Leu roumain <sup>(1)</sup> .....	31 270	37 551	40 510	3,621	3,526	3,335	3,683	4,240	4,212	4,239
Litas lituanien .....	3,459	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453
Lats letton .....	0,581	0,641	0,665	0,696	0,696	0,700	0,703	0,706	0,709	0,706
Zloty polonais .....	3,857	4,400	4,527	4,023	3,896	3,784	3,512	4,328	3,995	4,121
<i>p.m. Cours de change effectif de l'euro<sup>(2)</sup></i> <i>(indice 1<sup>er</sup> trimestre 1999 = 100)</i> .....	90,0	100,6	104,4	102,9	102,8	106,4	110,4	111,7	104,6	104,4

Source: BCE.

(1) À partir de 2005, nouveau leu roumain.

(2) Données établies sur la base des moyennes pondérées des cours de change bilatéraux de l'euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés effectués entre 2001-2003 et 2004-2006 avec les partenaires commerciaux dont les monnaies figurent dans le tableau et tiennent compte des effets de marchés tiers.

# Notice méthodologique

Sauf indications contraires, lorsque des données sont comparées d'une année à l'autre, elles ont trait à la même période de chacune des années considérées. Dans les tableaux, les totaux peuvent différer de la somme des rubriques, les chiffres étant arrondis.

Pour pouvoir décrire l'évolution de diverses données économiques importantes relatives à la Belgique pendant l'ensemble de 2011, il a fallu procéder à des estimations, car le matériel statistique afférent à l'année sous revue est parfois encore très fragmentaire. Dans les tableaux et graphiques, ces estimations, qui ont été arrêtées à la fin de janvier 2012, 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. En ce qui concerne les périodes pour lesquelles des données sont publiées, les sources belges utilisées sont, pour l'essentiel, l'ICN, la DGSIE et la Banque. Le commentaire de l'environnement international et les comparaisons entre économies se fondent le plus souvent sur les données ou estimations les plus récentes émanant d'institutions telles que la CE, le FMI, l'OCDE et la BCE.

L'unité monétaire utilisée dans le Rapport pour les données concernant les pays membres de la zone euro est l'euro. Les montants se rapportant aux périodes qui précèdent son introduction, le 1<sup>er</sup> janvier 1999 pour la Belgique et une majorité des pays membres, sont convertis aux cours de conversion irrévocables de l'euro. Sauf dans les chapitres consacrés à la politique monétaire et aux prix, où sa définition coïncide avec son évolution historique, la zone euro est définie, dans la mesure du possible, comme l'ensemble des pays de l'UE qui ont adopté la monnaie unique durant la période 1999-2011. Outre la Belgique, elle comprend donc l'Allemagne, l'Autriche, Chypre, l'Espagne, l'Estonie, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le grand-duché de Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovaquie et la Slovaquie. Par commodité, le terme de « zone euro » est aussi utilisé pour désigner cet ensemble de pays pour des périodes antérieures à l'entrée en vigueur de la troisième phase de l'UEM. Pour un certain nombre d'analyses, la préférence en tant que source a été donnée à l'OCDE, qui ne reprend dans la zone euro que les pays membres de cette institution internationale, à l'exclusion donc de Chypre et de Malte. Vu la petite taille de ces économies, les données de l'OCDE sont tout à fait représentatives de l'ensemble de la zone.

Conformément à l'obligation imposée par Eurostat, l'ICN applique, depuis 1999, la méthodologie SEC 95 pour l'établissement des comptes nationaux<sup>(1)</sup>. Le Rapport intègre autant que possible les définitions et méthodes découlant du SEC 95. Néanmoins, alors que, dans ce système, les principaux agrégats issus des comptes nationaux sont présentés sous la forme de résultats nets de

(1) Pour de plus amples informations à propos du SEC 95, cf. la publication de l'ICN intitulée *Comptes nationaux 1998 – Partie 1 : Estimation des agrégats annuels*. Les modifications occasionnées par le passage au SEC 95 pour le compte des administrations publiques sont détaillées de manière plus spécifique dans une autre publication de la même source, intitulée *Comptes nationaux 1998 – Partie 3 : Comptes des administrations publiques*.

consommation de capital fixe, il exprime les données en termes bruts. La présentation en données brutes offre l'avantage de limiter le problème lié à l'évaluation des amortissements qui repose sur la connaissance, supposée parfaite, du stock de capital fixe. En outre, elle rend plus aisée l'interprétation de certains mouvements tels que ceux de l'excédent brut d'exploitation. Dans un souci de simplification, la ventilation sectorielle regroupe, sous le vocable de « particuliers », les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages, qui constituent des secteurs distincts selon le SEC 95 ; les termes « particuliers » et « ménages » sont néanmoins utilisés indifféremment. Ceux de « sociétés » et d'« entreprises » sont souvent aussi employés indistinctement. Toutefois, dans l'optique des dépenses du PIB, les « entreprises » recouvrent aussi les indépendants, alors que ceux-ci appartiennent au secteur des ménages dans les comptes réels et financiers des secteurs.

À l'instar de ceux des autres pays européens, les comptes nationaux belges ont subi, au cours des dernières années, une série de révisions méthodologiques importantes, touchant notamment la décomposition des effets de prix et de volume. Les modifications apportées de la sorte ont été expliquées par l'ICN lors de la publication des comptes nationaux détaillés en décembre 2005, en novembre 2006 et en octobre 2009. Ainsi, depuis 2006, les séries en volume sont exprimées en prix de l'année précédant celle pour laquelle une première publication est effectuée, alors que la pratique consistait jusqu'alors à les exprimer en prix d'une année de base fixe (2000, dans la version des comptes nationaux publiée en 2005). Cette modification permet un « chaînage » de l'évolution en volume des agrégats ou sous-agrégats. Selon cette méthode, leur croissance en volume entre deux périodes consécutives est calculée systématiquement en se référant aux prix et aux poids de l'année précédente. Les évolutions entre les périodes consécutives sont liées entre elles (cumulées) pour obtenir un indice chaîné. Quand l'indice chaîné d'un agrégat, ou d'un sous-agrégat, est appliqué au montant (niveau) d'une année de référence, par exemple 2009, comme dans les comptes nationaux officiels publiés au mois d'octobre 2011, on obtient une mesure de l'évolution en volume en « euros chaînés (année de référence 2009) ». Le chaînage se traduit par une perte d'additivité des niveaux en volume (à l'exception des résultats se rapportant à l'année de référence et à celle qui la suit directement) qui implique, par exemple, que, dans le cas de séries en niveaux chaînés, le PIB n'est pas égal à la somme de ses composantes.

Dans la partie consacrée à l'environnement international, la présentation est également conforme au SEC 95 ou à son équivalent, le Système de comptabilité nationale publié conjointement par les Nations Unies, la Banque mondiale, la CE, le FMI et l'OCDE (SCN 1993). Les statistiques des sources auxquelles on se réfère pour les comptes nationaux dans le Rapport, le plus souvent la CE et l'OCDE, ne sont néanmoins pas toujours uniformisées, les périodes pour lesquelles la conversion d'un système à l'autre et les révisions méthodologiques ont été opérées demeurant très variables d'un pays à l'autre.

La ventilation des comptes financiers entre particuliers et sociétés repose en grande partie sur les données en provenance des établissements financiers belges. Les informations permettant de ventiler les opérations financières du secteur privé avec les autres secteurs, notamment les transactions avec l'étranger et celles réalisées au sein du secteur des sociétés non financières lui-même, sont beaucoup plus fragmentaires. Dans le cas des opérations entre sociétés non financières, la statistique principale, à savoir la globalisation des comptes annuels des entreprises établie par la Centrale des bilans de la Banque, est en effet partielle, n'a qu'une fréquence annuelle et n'est disponible qu'après un délai de plusieurs mois. Il a donc été nécessaire d'introduire certaines hypothèses et de procéder à diverses estimations.

# Signes conventionnels

–	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
n.	non disponible
p.m.	pour mémoire
e	estimation de la Banque

# Liste des abréviations

## Pays de l'UE

BE	Belgique
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LU	Luxembourg
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
DK	Danemark
LV	Lettonie
LT	Lituanie
HU	Hongrie
PL	Pologne
RO	Roumanie
SE	Suède
UK	Royaume-Uni

## Autres abréviations

ABE	Autorité bancaire européenne
ABS	Asset-Backed Security
Actiris	Office régional bruxellois de l'emploi
AES	Autorités européennes de surveillance
AIE	Agence internationale de l'énergie
ALE	Agence locale pour l'emploi
BCE	Banque centrale européenne
BEA	Bureau of Economic Analysis (États-Unis)
BEAMA	Belgian Asset Managers Association
BFP	Bureau fédéral du plan
BNB	Banque nationale de Belgique
BNS	Banque nationale suisse
BRI	Banque des règlements internationaux
CBFA	Commission bancaire, financière et des assurances
CCE	Conseil central de l'économie
CE	Commission européenne
CEIC	CEIC Macroeconomic Databases for Emerging and Developed Markets
CERS	Comité européen du risque systémique
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement
CO <sub>2</sub>	Dioxyde de carbone
CPB	Centraal Planbureau (Pays-Bas)
CREDIBE	Anciennement, Office central de crédit hypothécaire
CREG	Commission de régulation de l'électricité et du gaz
DGSIE	Direction générale Statistique et Information économique (SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie)
Ecofin	Conseil européen des ministres de l'Économie et des Finances
EDP	Excessive Deficit Procedure
EIP	Excessive Imbalance Procedure
Eonia	Euro Overnight Index Average
ESRI	Economic and Social Research Institute (Japon)
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
FADELS	Fonds d'amortissement des emprunts du logement social
Federgon	Fédération des partenaires de l'emploi
FESF	Fonds européen de stabilité financière
FIF	Fonds de l'infrastructure ferroviaire
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	Federal Open Market Committee (États-Unis)
FOREM	Service public wallon de l'emploi et de la formation
FRA	Forward Rate Agreement
FSMA	Autorité des services et marchés financiers
G20	Groupe des vingt
HWWI	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Institut

ICN	Institut des comptes nationaux
IFM	Institution financière monétaire
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
Libor	London Interbank Offered Rate
MES	Mécanisme européen de stabilité
MESF	Mécanisme européen de stabilisation financière
NACE	Nomenclature des activités économiques de la Communauté européenne
NO <sub>x</sub>	Oxyde d'azote
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIS	Overnight Index Swap
OLO	Obligation linéaire
ONEM	Office national de l'emploi
ONS	Office for National Statistics (Royaume-Uni)
ONSS	Office national de sécurité sociale
OPC	Organisme de placement collectif
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
PIB	Produit intérieur brut
Pricaf	Private Equity SICAF
PTF	Productivité totale des facteurs
R&D	Recherche et développement
RNB	Revenu national brut
SCN	Système de comptabilité nationale
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SICAF	Société d'investissement à capital fixe
SICAFI	SICAF en immobilier
SMP	Securities Markets Programme
SPF	Service public fédéral
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire
UPC	Union professionnelle du crédit
VDAB	Vlaamse Dienst voor Arbeidsbemiddeling en Beroepsopleiding



# Liste des encadrés, tableaux et graphiques

## Encadrés

### Chapitre 1: Économie mondiale

### Chapitre 2: Zone euro et politique monétaire de l'Eurosystème

Encadré 1: La contagion sur les marchés des obligations d'État dans la zone euro	27
Encadré 2: La transmission récente de la politique monétaire dans la zone euro	44

### Chapitre 3: Activité et marché du travail

Encadré 3: La détérioration du climat conjoncturel en 2011 dans une perspective historique	57
Encadré 4: Inadéquations sur le marché du travail	65
Encadré 5: La contribution croissante des échanges de services au surplus courant	78

### Chapitre 4: Prix et coûts

Encadré 6: L'évolution du prix du diesel en 2011	87
--	----

### Chapitre 5: Situation financière du secteur privé

Encadré 7: Le taux d'endettement du secteur privé non financier	111
---	-----

### Chapitre 6: Finances publiques

Encadré 8: Le cadre budgétaire belge à la lumière des exigences européennes	119
Encadré 9: La sixième phase de la réforme de l'État et la révision de la loi spéciale de financement	130

## Tableaux

### Chapitre 1 : Économie mondiale

1	PIB dans les principales économies	10
---	------------------------------------	----

### Chapitre 2 : Zone euro et politique monétaire de l'Eurosystème

2	PIB et principales catégories de dépenses dans la zone euro	32
---	---	----

### Chapitre 3 : Activité et marché du travail

3	Offre et demande de travail	60
4	Taux d'emploi par catégorie	62
5	Taux de chômage par catégorie	63
6	PIB et principales catégories de dépenses	68
7	Déterminants du revenu disponible brut des particuliers, à prix courants	70
8	Déterminants de l'excédent brut d'exploitation des sociétés, à prix courants	73
9	Prêt net au reste du monde	77

### Chapitre 4 : Prix et coûts

10	Indice des prix à la consommation harmonisé et coûts salariaux	84
11	Coûts salariaux horaires dans le secteur privé	92

### Chapitre 5 : Situation financière du secteur privé

12	Actifs et engagements financiers par secteur	110
----	--	-----

### Chapitre 6 : Finances publiques

13	Normes relatives au solde de financement des administrations publiques	117
14	Recettes des administrations publiques	121
15	Recettes non fiscales et non parafiscales	123
16	Dépenses primaires des administrations publiques	124
17	Dépenses primaires corrigées par sous-secteur des administrations publiques	126
18	Besoins et moyens de financement de l'État fédéral	129
19	Solde de financement de l'ensemble des administrations publiques et par sous-secteur	130

# Graphiques

## Chapitre 1 : Économie mondiale

1	Profil trimestriel du PIB et des grandes catégories de dépenses dans les principales économies avancées	11
2	Prix des produits de base	13
3	Échanges internationaux de biens	14
4	Soldes de la balance courante des paiements dans les principales économies	14
5	Solde de financement et dette des administrations publiques dans les principales économies	15
6	Prix à la consommation dans les principales économies	16
7	Taux d'intérêt directeurs et actifs au bilan des principales banques centrales	17
8	Évolution des marchés mondiaux des valeurs mobilières	19
9	Cours de change des principales monnaies vis-à-vis du dollar des États-Unis	20

## Chapitre 2 : Zone euro et politique monétaire de l'Eurosystème

10	Déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro	25
11	Crise de la dette publique dans la zone euro	27
12	Croissance du PIB dans les pays de la zone euro	31
13	Consommation privée, confiance des consommateurs et ventes du commerce de détail dans la zone euro	32
14	Investissements des entreprises et confiance des chefs d'entreprise dans la zone euro	33
15	Marché du travail dans la zone euro	34
16	Solde de financement et dette des administrations publiques dans la zone euro	35
17	Projections de la croissance du PIB en volume et de l'inflation dans la zone euro	38
18	M3 et prêts au secteur privé dans la zone euro	39
19	Enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro	40
20	Anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro	41
21	Taux d'intérêt à trois mois	42
22	Recours à la facilité de dépôt et taux d'intérêt du marché monétaire dans la zone euro	43
23	Besoin consolidé de liquidités et opérations d' <i>open market</i> de l'Eurosystème	46

## Chapitre 3: Activité et marché du travail

24	Évolution du PIB en Belgique	50
25	PIB, emploi, durée de travail et chômage temporaire	51
26	Estimation de la croissance potentielle en Belgique	52
27	Valeur ajoutée des principales branches d'activité	53
28	Valeur ajoutée, emploi salarié, productivité horaire et heures ouvrées par salarié dans les principales branches d'activité	54
29	Indicateurs de conjoncture pour les principales branches d'activité	55
30	Chômage selon la durée en Belgique	64
31	Chômage en Belgique et dans les régions	65
32	Contribution des composantes de la demande à la croissance du PIB	68
33	Exportations et importations de biens et services	69
34	Revenu disponible, consommation et épargne des particuliers	71
35	Prix des logements	72
36	Investissements des entreprises	73

37	Solde de financement de l'ensemble des secteurs intérieurs	74
38	Solde courant	74
39	Échanges extérieurs de biens et services de la Belgique	75
40	Dépenses de R&D et performances à l'innovation	76

#### Chapitre 4 : Prix et coûts

41	Écart d'inflation entre la Belgique et les trois principaux pays voisins	85
42	Prix à la consommation des produits énergétiques	86
43	Prix des biens alimentaires	89
44	IPCH, indice-santé et tendance sous-jacente de l'inflation	90
45	Tendance sous-jacente de l'inflation et coûts salariaux dans le secteur des entreprises en Belgique et dans les trois principaux pays voisins	91
46	Norme salariale et handicap salarial dans le secteur privé selon le CCE	94
47	Coûts salariaux par unité produite dans le secteur des entreprises en Belgique	95

#### Chapitre 5 : Situation financière du secteur privé

48	Transactions financières des particuliers	99
49	Patrimoine des particuliers	100
50	Constitution d'actifs financiers selon le risque encouru	100
51	Dépôts d'épargne et dépôts à terme des particuliers	101
52	Formation d'actifs financiers par les particuliers	102
53	Nouveaux crédits hypothécaires aux particuliers et taux d'intérêt	102
54	Offre et demande de crédits au logement	103
55	Quotité empruntée sur le montant d'un achat immobilier	103
56	Taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires et taux de référence correspondants	104
57	Nouveaux engagements financiers des sociétés non financières	105
58	Coûts du financement externe des sociétés non financières	106
59	Crédits bancaires aux sociétés non financières	107
60	Résultats des enquêtes sur la distribution du crédit bancaire auprès des banques et des entreprises	108
61	Position créditrice nette des pays de l'UE	114

#### Chapitre 6 : Finances publiques

62	Soldes budgétaires des administrations publiques	118
63	Dette brute consolidée des administrations publiques en Belgique et dans la zone euro	118
64	Recettes d'accises sur les carburants et sur le tabac	122
65	Recettes par sous-secteur des administrations publiques	123
66	Dépenses primaires de l'ensemble des administrations publiques	124
67	Rémunérations des salariés dans les branches d'activité de l'administration publique, de l'éducation, de la santé et de l'action sociale	125
68	Emploi dans les branches d'activité de l'administration publique, de l'éducation, de la santé et de l'action sociale	126
69	Dépenses publiques de soins de santé	127
70	Subsides aux entreprises : titres-services, réductions du précompte professionnel et programmes d'activation	127
71	Décomposition de la variation des charges d'intérêts	128

## Tableaux de l'annexe statistique

1	PIB et principales catégories de dépenses, en volume	135
2	PIB et principales catégories de dépenses, en volume	136
3	Déflateurs du PIB et des principales catégories de dépenses	137
4	PIB et principales catégories de dépenses, à prix courants	138
5	PIB et principales catégories de dépenses, à prix courants	139
6	Valeur ajoutée des différentes branches d'activité, en volume	140
7	Marché du travail	141
8	Taux d'emploi	142
9	Taux de chômage	143
10	Taux d'emploi: détail régional	144
11	Taux de chômage: détail régional	145
12	Indice des prix à la consommation harmonisé	146
13	Compte synthétique des particuliers, à prix courants	147
14	Compte synthétique des sociétés, à prix courants	148
15	Compte synthétique du reste du monde, à prix courants	149
16	Recettes, dépenses et solde de financement des administrations publiques	150
17	Solde de financement par sous-secteur des administrations publiques	151
18	Dette brute consolidée des administrations publiques	152
19	Déterminants de la variation de la dette brute consolidée des administrations publiques	153
20	Opérations courantes et en capital selon la balance des paiements	154
21	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des particuliers	155
22	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des sociétés non financières	156
23	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des administrations publiques	157
24	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières monétaires	158
25	Formation d'actifs et nouveaux engagements financiers des institutions financières autres que monétaires	159
26	Émissions nettes de valeurs mobilières des sociétés financières et non financières et des administrations publiques	160
27	Taux d'intérêt	161
28	Principaux taux d'intérêt de l'Eurosystème	162
29	Cours de change	163

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



Éditeur responsable

Luc Coene  
Gouverneur

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

Personne de contact pour la publication

Luc Dufresne  
Secrétaire général

Tél. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91  
luc.dufresne@nbb.be

© Illustrations: Banque nationale de Belgique  
Couverture et mise en page: BNB AG – Prepress & Image  
Publié en février 2012

